



2024年湖北振华化学股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2024年湖北振华化学股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次评级 | 上次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 振华转债 | AA | AA |

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：湖北振华化学股份有限公司（以下简称“振华股份”或“公司”，股票代码：603067.SH）属于铬盐行业的龙头企业，相对稳定的行业供需关系给公司创造了稳定的经营环境，且行业下游领域跨度大，有利于平抑行业的周期性波动；作为全球最大的铬化学品企业，公司也是目前国内铬盐行业唯一的上市公司，拥有国内最大的产能与市场占有率，双基地、双品牌战略使公司在扩大经营、延伸产业链时有着明显的区位优势。但中证鹏元也关注到，公司在原材料市场较为被动，铬铁矿完全依赖进口，在建项目产能释放、订单获取及盈利实现情况存在不确定性，且公司面临一定的安全生产及环保风险等风险因素。

评级日期

2024年7月31日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 合并口径 | 2024.3 | 2023 | 2022 | 2021 |
|---------------|--------|---------|---------|--------|
| 总资产 | 43.79 | 42.49 | 39.81 | 35.33 |
| 归母所有者权益 | 28.77 | 28.06 | 25.18 | 21.60 |
| 总债务 | 10.39 | 9.82 | 10.32 | 9.24 |
| 营业收入 | 9.48 | 36.99 | 35.34 | 29.93 |
| 净利润 | 0.86 | 3.72 | 4.24 | 3.12 |
| 经营活动现金流净额 | -0.57 | 3.96 | 4.91 | 4.08 |
| 净债务/EBITDA | -- | 0.66 | 0.56 | 1.01 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 19.12 | 21.51 | 15.14 |
| 总债务/总资本 | 26.20% | 25.51% | 28.77% | 29.87% |
| FFO/净债务 | -- | 102.01% | 121.21% | 66.74% |
| EBITDA 利润率 | -- | 18.23% | 20.57% | 18.65% |
| 总资产回报率 | -- | 10.93% | 13.77% | 13.40% |
| 速动比率 | 1.78 | 1.79 | 1.21 | 1.34 |
| 现金短期债务比 | 1.48 | 1.91 | 1.02 | 1.16 |
| 销售毛利率 | 23.70% | 24.58% | 27.07% | 24.96% |
| 资产负债率 | 33.19% | 32.51% | 35.79% | 38.60% |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：韩飞
hanf@cspengyuan.com

项目组成员：刘诗绮
liushq@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **铬盐产品应用广泛，行业供需关系稳定，竞争格局良好。**铬盐行业的主要产品包括重铬酸钠、铬酸酐、氧化铬绿等，产品多元且应用广泛，下游领域跨度大，有利于平抑行业的周期性波动。我国作为全球最大的铬盐生产国与消费国，国内需求基本可以消化行业供给，供需关系相对稳定。
- **公司是全球最大的铬化学品企业，是国内铬盐行业唯一的上市公司，拥有国内最大的产能与市场占有率，具有明显的规模优势和全产业链优势。**公司深耕铬盐行业多年，有着丰富的技术积累，是国内铬盐行业唯一的上市公司，具有资本市场融资渠道，在 2021 年并购行业排名第二的重庆民丰化工有限责任公司（以下简称“民丰化工”）后成为全球最大的铬化学品企业。公司拥有 15 万吨/年的重铬酸钠设计产能，产品覆盖全国，在国内市场占有率最高。
- **公司产品多元、结构多样，产地接近市场，能够更好地进行市场覆盖，满足多层次的市场需求。**公司黄石和重庆两个生产基地横跨我国中西部地区，靠近长江，较同行在西部偏远地区的分布有明显的区位与交通优势，能够更好地进行区域市场覆盖。此外，两基地同时以铬化学品为主线，延伸产业链的同时还建立了多种联产产品和副产品线，产品多元，又因两基地以双品牌的形象参与市场竞争，能够更好地满足多层次的市场需求。

关注

- **公司铬铁矿完全依赖进口，且作为原材料的价格接受者，公司的成本管理难度较大。**我国的铬铁矿资源极度匮乏，严重依赖进口，且铬铁矿的供应量与价格波动受不锈钢产量等外部因素影响较大；同时，公司的铬铁矿主要从南非进口，需要两到三个月的运输周期，面临较大的地缘政治、航运物流及汇率波动等风险。2023 年以来公司采购的铬铁矿价格大幅上涨，成本管理难度增加。
- **在建项目产能释放、订单获取及盈利实现情况存在不确定性。**超细氢氧化铝市场开拓存在一定压力，随着 10 万吨在建产能陆续投产，或存在一定的产能消化风险；公司铁铬液流储能电池产品线为公司新涉足领域，市场需求与产品竞争力存在不确定性。
- **公司面临一定的安全生产和环保风险。**随着双碳目标提出，国家环保政策趋严，环保支出压力加大，公司面临着生产经营可能发生安全事故、生产过程中产生废水、废气等安全环保问题。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司将继续保持行业龙头地位，黄石基地与重庆基地的持续融合将进一步发挥规模效应与协同效应，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|---------------|--------------------|
| 化工企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2023V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 | 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 |
|----------|-----------|------|----------|--------|-----------|
| 业务状况 | 宏观环境 | 4/5 | 财务状况 | 初步财务状况 | 9/9 |
| | 行业&运营风险状况 | 4/7 | | 杠杆状况 | 8/9 |
| | 行业风险状况 | 3/5 | | 盈利状况 | 非常强 |
| | 经营状况 | 4/7 | | 流动性状况 | 6/7 |
| 业务状况评估结果 | | 4/7 | 财务状况评估结果 | | 9/9 |
| 调整因素 | ESG 因素 | | | | 0 |
| | 重大特殊事项 | | | | 0 |
| | 补充调整 | | | | 0 |
| 个体信用状况 | | | | | aa |
| 外部特殊支持 | | | | | 0 |
| 主体信用等级 | | | | | AA |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|------|----------|----------|-----------|------------|
| 振华转债 | 4.0621 | 4.0621 | 2023-5-24 | 2030-07-12 |

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2024年7月发行6年期4.0621亿元可转换公司债券“振华转债”，募集资金计划用于含铬废渣循环资源化综合利用项目、超细氢氧化铝新型环保阻燃材料项目、补充流动资金及偿还银行贷款项目。截至2024年7月22日，“振华转债”募集资金余额为40,154.02万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人、股本未发生变化。截至2024年3月末，公司股本为50,901.62万元；控股股东和实际控制人仍为蔡再华，持有公司37.16%股权，无质押或冻结情况，公司股权关系见附录二。

跟踪期内公司经营范围未发生变化，仍主要从事铬盐系列产品的研发、制造与销售，并对铬盐副产品及其他固废资源化综合利用。2023年公司新设3家子公司，注销、出售或被吸收合并4家子公司。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共15家，详见附录四。

表1 2023年公司合并范围内子公司变动情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 合并方式 |
|---------------|--------|----------|----------|------|
| 湖北国胜新材料有限公司 | 60.00% | 3,000.00 | 新型建筑材料制造 | 新设 |
| 湖北华盛海运有限公司 | 64.00% | 5,000.00 | 物流运输 | 新设 |
| 湖北恒运集装箱运输有限公司 | 64.00% | 500.00 | 物流运输 | 新设 |

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 原持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 不再纳入的原因 |
|-----------------|---------|----------|------------|----------------------|
| 重庆民丰振华新材料科技有限公司 | 100.00% | 3,000.00 | 化工制造 | 注销 |
| 首能科技（黄石）有限公司 | 51.00% | 2,000.00 | 电气机械和器材制造业 | 注销 |
| 黄石新泰碱业有限公司 | 100.00% | 300.00 | 化工产品制造与销售 | 被子公司湖北振华旌远科技有限公司吸收合并 |
| 湖北网通供应链管理有限公司 | 60.00% | 2,000.00 | 商务服务业 | 出售 |

资料来源：公司2023年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

我国是全球最大的铬盐生产国和消费国，国内铬盐主要应用于电镀、颜料和鞣革等领域，下游产品应用广泛，使得行业有较好的抗周期性

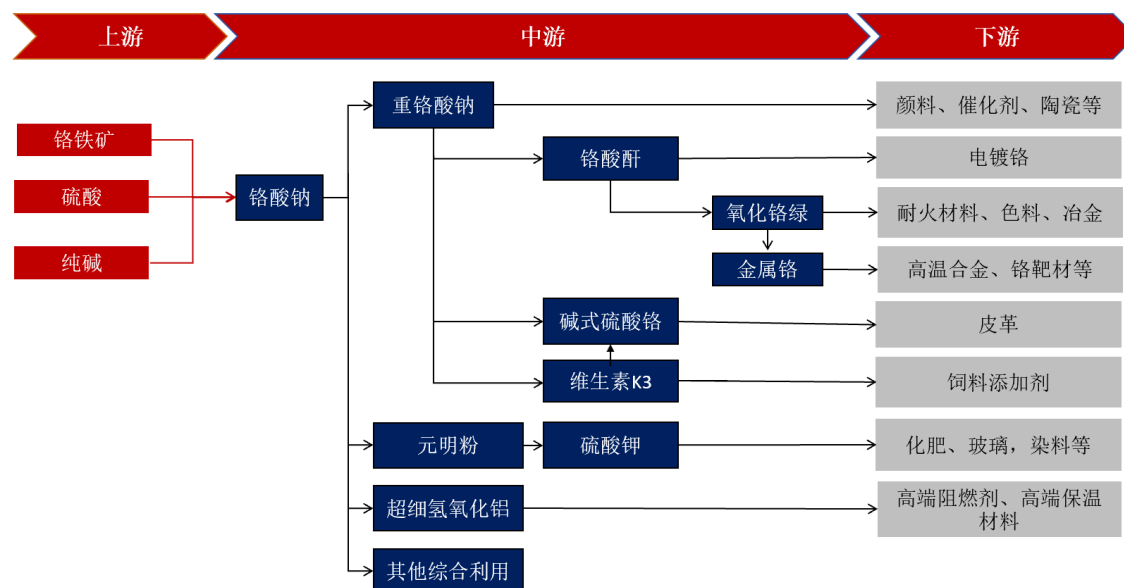
铬盐是重要的无机盐之一，广泛应用于冶金、制革、颜料、染料、香料、金属表面处理、木材防腐、军工等工业中，被业内誉为“工业维生素”。重铬酸钠是最基础、最重要的铬盐产品，由铬铁矿、纯碱及硫酸初步反应加工生成。以重铬酸钠为母原料，经深加工后，可以生产出铬酸酐、氧化铬绿、金属铬等铬类产品。铬盐的生产工艺主要分为有钙焙烧、无钙焙烧和液相氧化法，其中有钙焙烧工艺排渣量大，且因铬渣中含有致癌物质而处置费用高、综合利用难度大，已经被淘汰；无钙焙烧和液相氧化法通过减少工艺渣量和改变固废性质从源头上解决了含铬固废处置难题，目前国内大多采用无钙焙烧技术，液相

氧化工艺因成本过高，工艺还待优化，目前较少应用于生产实践。

国内铬盐需求主要是表面处理、颜料和鞣革等领域。表面处理的电镀铬需求较大，电镀技术的表面处理主要可以分为镀锌、镀铜、镀镍、镀铬等，镀铬需求约占20%，同时采用镀锌、镀铜时也需要用铬盐进行钝化处理。镀铬层可以增强金属表面的耐腐蚀性和耐磨性，国内电镀主要应用于机械和轻工领域。铬盐在颜料领域的应用主要是无机颜料中铬系颜料的生产，如铅铬黄、钼铬红、防锈颜料等。铬系颜料具有着色力强、遮盖力强、色彩鲜艳、耐溶剂、耐光耐热等优点，主要应用于涂料、塑料及油墨等领域。鞣革是指用树皮、矿物盐、单宁或替代物通过浸泡将生皮制成革，铬盐作为鞣制过程中重要的添加剂，可以使鞣制后的皮革具有手感好、耐热耐腐等优点，当前全球约80%-90%的轻革产品采用铬鞣法生产，主要应用于鞋面、服装、家居等领域。

由于铬盐的下游各领域之间产品跨度大，应用广泛，故铬盐行业需求有很好的抗周期性，国内整体需求量相对稳定。但由于下游产品主要面向终端消费领域，宏观影响传导较快，受宏观经济周期性波动和国民经济整体发展情况影响较大。

图1 铬化学品产品结构图



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

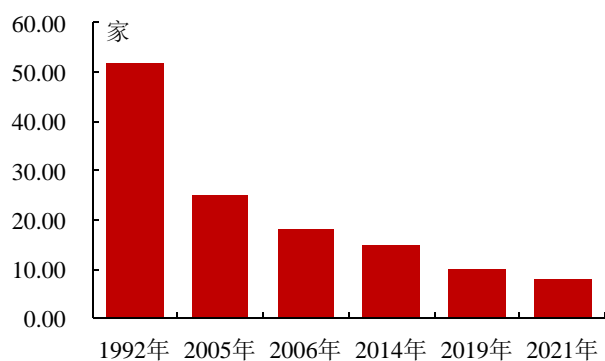
由于铬盐行业具有一定的排放治理难度，在环保政策趋严和行业政策的指导下，近年来国内铬盐行业新增产能受到严格管控，落后产能逐步退出，行业集中度较高

目前全球铬盐生产能力约为110万吨，国内铬盐行业年产量在40万吨左右，约占全球产量的40%，我国铬盐产能在全球产能中占比较高，是最大的单一生产国。从海外市场来看，铬盐行业竞争整合态势进一步凸显，逐步形成了某一区域仅存一家主导性铬盐企业的市场格局，如美国海明斯雄踞北美市场；土耳其金山集团立足中东，在全球各地拥有分支机构；印度威世奴辐射南亚地区；德国朗盛本部生产的铬盐颜料系产品仍在全球市场居于垄断地位。

由于具有一定的排放治理难度，近年来国内铬盐行业新增产能受到严格管控，2012年以来国家各部委先后出台多项文件对生产线的审批、出口量的控制、无钙焙烧推广、行业清洁化转型等问题给出了明确的指示，全面淘汰有钙焙烧落后生产工艺，减少铬渣污染。由于生产工艺的变化，行业转型期只有少数铬盐生产企业掌握了无钙焙烧工艺的核心技术内容，具备实施大型化、规模化生产的实力，铬盐行业的市场集中度提升明显，已逐渐向清洁化、集约化、规模化的产能布局发展。截至2022年末，国内的铬盐生产企业仅存8家，其中年产能在5万吨以上仅2家，分别是振华股份（股票代码“603067.SH”）和四川省银河化学股份有限公司，其中，振华股份拥有约15万吨/年的重铬酸钠产能，具有较为明显的规模优势和产能优势。

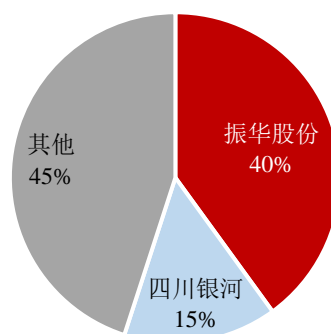
考虑到其他铬盐厂商规模相对较小，在环保政策趋严和行业政策的指导下，铬盐行业未来仍有进一步整合的空间。我国继2015年将铬盐产能审批权限下放至省级工业和信息化部门后又于2020年取消了对该事项的行政审批¹。根据华经产业研究院数据，近年国内铬盐厂商（以重铬酸钠计）产能约有40万吨/年，在环保压力下，未来大幅新增产能可能性较小，行业整体竞争格局良好。

图2 中国铬盐行业生产企业数量情况



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图3 2022年中国铬盐行业产能占比情况



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

铬盐行业成本构成以原材料为主，主要原料铬铁矿依赖进口，2023年铬铁矿价格供需错配下高位震荡，纯碱价格受光伏需求拉动持续抬升；2024年海外供应受限及海运费推动的成本上移背景下，预计铬矿价格短期内或仍维持高位运行，需持续关注铬盐行业的成本传导情况

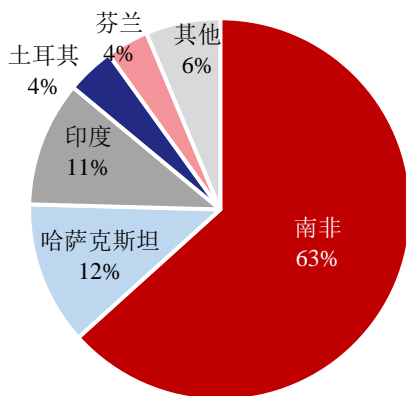
生产铬盐的原材料主要有铬铁矿、纯碱和硫酸，其中铬铁矿成本占比约30%，纯碱成本占比约20%。铬铁矿的全球资源量约120亿吨，但分布极不均匀，国外资源较为丰富，南非、哈萨克斯坦、印度三国占全球已探明储量的93%。根据美国地质调查局统计，2022年全球铬铁矿产量约为4,100万吨，其中南非产量占46%。根据我国自然资源部统计，2021年我国铬铁矿资源储量仅约300万吨，主要分布在西藏、新疆、甘肃等西部地区，且开采难度大，近年产量维持在10-20万吨/年，国内铬铁矿的使用严重依赖进口，进口量已连续多年位居全球第一。据海关总署数据，2023年，我国进口铬矿砂及其精矿1,829.00万吨，同比增

¹ 资料来源：2015年2月24日《国务院关于取消和调整一批行政审批项目等事项的决定》，国发〔2015〕11号；2020年9月13日《国务院关于取消和下放一批行政许可事项的决定》，国发〔2020〕13号。

长22.2%。其中，自南非进口铬矿的总量为1,487.60万吨，约占总量的81%，同比增长21.1%；自土耳其进口铬矿的总量为109.1万吨，约占进口总量的6%，同比增长15.9%。

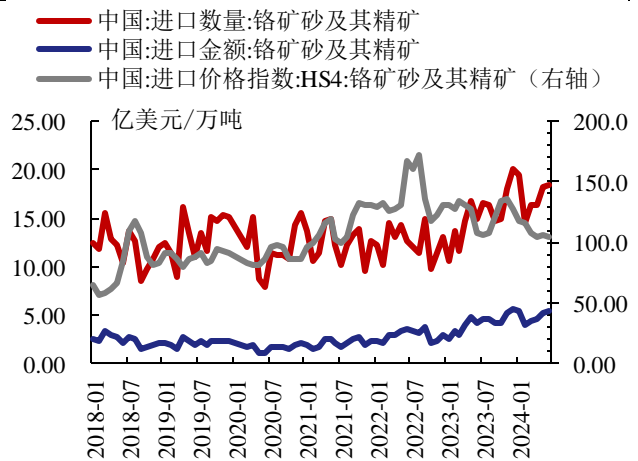
根据国际铬发展协会数据，全球的铬铁矿约有94%用于冶金工业，被加工成铬铁合金，主要用作不锈钢的原材料，约4%用于化学工业，被加工成铬盐，铬铁矿的供求及价格变动主要受不锈钢行业影响。2020年以前全球不锈钢粗钢产量增速较铬铁矿产量增速存在差额，铬铁矿整体市场供应较为宽松，铬铁矿价格走势平缓。2021年以来，铬矿砂价格震荡走高，一方面，国家政策扶持实体企业开工，海外实体恢复较慢的背景下，国内不锈钢出口增加，国内不锈钢产量显著增加，带动铬铁的产能释放；另一方面，最大的铬矿出口国南非由于电力短缺和能源成本上升，导致供应紧张，供需错配下铬矿砂持续抬升。中证鹏元关注到在海外供应受限及海运费推动的成本上移背景下，铬矿价格短期内或仍维持高位运行。

图4 2021年全球铬矿各地区产量情况



资料来源：振华股份公告、Wind，中证鹏元整理

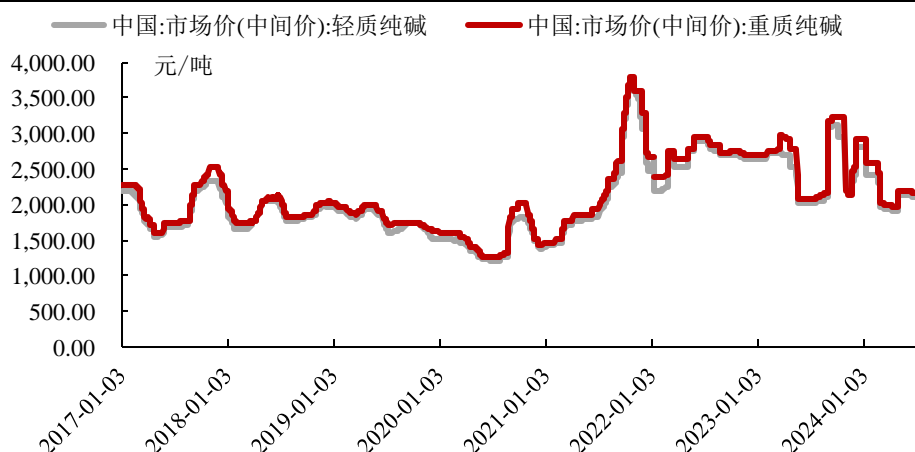
图5 近年铬矿砂价格指数震荡走高



资料来源：Wind，中证鹏元整理

纯碱是重要的无机化工原料，原材料主要包括天然矿物碱、工业盐、煤炭，我国产能主要分布在江苏、青海、河南、山东等地，近年国内产能约为3,300万吨/年。我国纯碱主要用于玻璃生产，并应用于房地产、汽车及光伏行业，虽然铬盐生产使用的是轻质碱，与玻璃生产所用的重质碱有一定区分，但由于铬盐市场的需求占比相对较小，且纯碱行业集中度高，厂家定价能力强，纯碱成本受玻璃行业联动影响较大，铬盐厂商议价能力不强。由于纯碱生产存在高能耗问题，产能发展受限，叠加近年房地产行业下行及光伏行业突起，对玻璃市场供需平衡影响较大，导致近年纯碱价格波动较大。2023年虽然行业产能出现明显增加，但受平板玻璃低库存下产能维持高位，光伏玻璃产能持续增加影响，带动纯碱需求量增长，全年行业库存维持低位运行，供需市场相对平衡，年度平均价格较高。2024年以来，国内纯碱整体供应仍较为充足，纯碱价格有所下探。展望后市，根据随着低成本阿拉善天然碱纯碱陆续释放，且房地产行业下行趋势未改影响，产量可能回到历史高位可能性较低，预计纯碱供需格局宽松，未来纯碱价格或将承压。

铬盐行业多属于寡头垄断行业，产品价格对原材料成本有较好的传导能力，但传导效率亦受市场情况影响，考虑到2024年以来铬矿价格仍维持高位运行，未来需持续关注铬盐行业的成本传导情况。

图6 2023年纯碱年度平均价格较高


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍是国内铬盐行业唯一的上市公司与产销量最大的企业，具有明显的规模优势和全产业链优势，随着“铬化学品全产业链一体化经营”布局陆续投产，并依托产能、品牌优势向具有需求增量的新兴行业进行渗透和延伸，2023年公司各产品销量持续增长，产销率和产能利用率均维持在高水平；得益于技改与规模效应的持续释放，在主要原材料价格大幅上升的背景下，公司成本结构继续优化，但上游对进口原材料依赖性强，公司议价能力弱，且在建产能和新涉足领域的市场需求与产品竞争力存在不确定性

公司仍主要专注于铬化学品、维生素K3等铬盐联产产品、超细氢氧化铝等铬盐副产品的研发、制造与销售。随着公司持续拓展市场和持续增加副产品的生产利用，2023年公司营业收入同比增长4.67%。同期受公司确立了市场份额优先的阶段性经营策略影响，公司适当下调部分产品售价，2023年销售毛利率有所下滑。

2024年1-3月，公司实现营业收入9.48亿元，同比持续增长，但受产品销售结构影响，毛利率进一步下滑至23.70%。

表2 公司营业收入情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年 | | | 2022年 | | |
|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 重铬酸盐 | 2.56 | 6.92% | 22.64% | 2.98 | 8.43% | 30.44% |
| 铬的氧化物 | 22.35 | 60.43% | 26.52% | 19.63 | 55.56% | 28.13% |
| 铬盐联产产品 | 3.66 | 9.89% | 24.17% | 4.33 | 12.27% | 42.14% |
| 超细氢氧化铝 | 1.51 | 4.09% | 37.31% | 1.28 | 3.63% | 31.08% |
| 其他 | 6.78 | 18.32% | 15.05% | 6.71 | 18.98% | 12.32% |
| 主营业务收入 | 36.86 | 99.65% | 24.35% | 34.94 | 98.87% | 27.14% |

9

| | | | | | | |
|-----------|--------------|----------------|---------------|--------------|-------------|---------------|
| 其他收入 | 0.13 | 0.35% | 88.01% | 0.40 | 1.13% | 20.94% |
| 合计 | 36.99 | 100.00% | 24.58% | 35.34 | 100% | 27.07% |

注：主营业务中的其他包括其他产品主要有硫酸、金属铬、钛白粉、元明粉等生产规模较小的副产物。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司依托产能、品牌优势向具有需求增量新兴行业进行渗透和延伸，并大力拓展海外市场，各产品销量持续增长，产销率仍维持在较高水平；公司产品结构多元，下游客户行业跨度大，具有一定抗周期属性，但受宏观经济周期性波动和国民经济整体发展情况影响较大

跟踪期内，公司仍具有多元化、多层次的产品结构优势，已延伸开发了铬盐的深加工产品、联产产品及副产品等多元化的产品序列，主要产品包括铬化学品、维生素K3 等铬盐联产产品、超细氢氧化铝等铬盐副产品等。依托“民众”、“楚高”两大业内著名品牌，公司产品市场占有率较高。

从下游应用来看，公司铬盐产品及铬盐联产产品、副产品广泛应用于多个行业，2023年公司前五大客户销售收入占比16.52%，同比变化不大；铬化学品销售收入占比最高的前五大行业分别为工程电镀（含电镀添加剂）、金属铬冶炼、耐火材料、颜料、皮革制品。公司客户集中度低，产品需求情况受下游某单个行业的周期性影响较小，具有一定抗周期属性，但受宏观经济周期性波动和国民经济整体发展情况影响较大。

从产品销售情况来看，得益于以市场份额优先的销售策略，叠加公司依托产能优势向具有需求增量的新能源、高端冶金、新型无机阻燃材料等新兴行业进行渗透和延伸，并大力拓展海外市场，跟踪期内公司主要产品销量均实现不同程度的增长，产销率持续维持在较高水平。依托“全流程循环经济及资源综合利用体系”，随着公司副产物深加工利用持续取得实质性进展，铬盐产业链全维度提质增效也持续带来业绩贡献。

售价方面，公司主要根据原材料价格和市场策略等确定销售价格，具有一定的定价优势。2023年国外重铬酸钠产品进口量持续增加，对国内市场产生较大冲击，国内市场供求关系受到影响，公司根据市场情况确立了以市场份额优先的阶段性经营策略渗透新兴市场，适当下调重铬酸盐、铬的氧化物、铬盐联产产品、超细氢氧化铝等各类无机盐产品的价格，叠加产品销售结构变化，公司各产品销售均价下滑幅度较大。受铬铁矿、纯碱等价格上涨影响，导致生产成本不断上升，2024年以来公司分别于3月、5月和6月发布了三次涨价函，公司重铬酸钠、铬酸酐、氧化铬绿产品价格分别在2024年初原价格基础上合计上调2,500元/吨、3,000元/吨和3,000元/吨。

表3 主要产品销售及平均售价变动情况（单位：万吨、元/吨）

| 产品类别 | | 项目 | 2024年 1-3月 | 2023年 | 2022年 |
|-------|-----------------------|--------|------------|----------|-----------|
| 重铬酸盐 | 以重铬酸钠、重铬酸钾和铬黄为主。 | 销量 | 0.56 | 2.56 | 2.54 |
| | | 产销率 | 100.00% | 108.02% | 89.12% |
| | | 销售均价 | 10,348.13 | 9,986.89 | 11,718.70 |
| | | 价格同比变动 | - | -14.78% | 26.17% |
| 铬的氧化物 | 以铬酸酐和氧化铬绿为主，公司的铬酸酐主要面 | 销量 | 2.72 | 10.63 | 8.87 |
| | | 产销率 | 91.58% | 102.90% | 97.37% |

| | | | | | |
|--------|--|--------|-----------|-----------|-----------|
| | 向表面处理的工程电镀领域，氧化铬绿主要面向金属铬冶炼领域。 | 销售均价 | 21,162.00 | 21,027.98 | 22,145.68 |
| | | 价格同比变动 | - | -5.05% | 21.31% |
| 铬盐联产产品 | 以碱式硫酸铬和维生素K3为主，碱式硫酸铬主要用于鞣革、电镀领域；维生素K3主要用于动物饲料添加剂。 | 销量 | 0.75 | 3.21 | 2.74 |
| | | 产销率 | 89.29% | 101.90% | 109.60% |
| | | 销售均价 | 9,539.94 | 11,389.33 | 15,827.24 |
| | | 价格同比变动 | - | -28.04% | 64.12% |
| 超细氢氧化铝 | 具有阻燃、抑烟、填充三重功能，主要应用于电线电缆、保温材料等行业，是公司近年研发并大力投入的副产品，已逐渐成为公司重要的产品线之一。 | 销量 | 0.86 | 3.86 | 3.18 |
| | | 产销率 | 91.49% | 96.50% | 97.85% |
| | | 销售均价 | 3,820.21 | 3,915.18 | 4,041.58 |
| | | 价格同比变动 | - | -3.13% | 19.00% |

注：（1）售价为不含税价格；（2）重铬酸盐包括重铬酸钠、重铬酸钾、铬黄等，铬的氧化物包括铬酸酐、氧化铬绿等，铬盐联产产品包括维生素K3、碱式硫酸铬。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司延续灵活采用直销和经销两种销售模式，2023年直销和经销占比变动不大，直销主要面向采购量较大或付款信用好的大型终端客户，对区域的覆盖要求较低，经销主要面向中小客户，更注重区域范围的覆盖。对于直销客户，公司通常会和客户约定一个月的账期；对于经销商，公司会根据其产品消化能力与结款能力赋予其一定的提货额度。

分销售地区来看，公司以内销为主，随着公司近年持续加大海外市场拓展力度，东南亚及欧美地区销售增速较快，2023年公司实现海外销售收入47,042.66万元，同比增长18.02%，占公司主营业务收入的比重上升至12.76%，需关注公司汇率波动风险。

公司作为国内铬盐行业唯一的上市公司与产销量最大的企业，仍具有明显的规模优势和全产业链优势，跟踪期内，公司产能利用率维持高位，铬化学品产业链上下游布局产能陆续投产，并探索铬系新材料领域，但超细氢氧化铝在建产能或存在一定的产能消化风险，储能产品线为公司新涉足领域，市场需求与产品竞争力存在不确定性

跟踪期内，公司生产基地仍位于黄石和重庆，除超细氢氧化铝仅黄石基地生产外，其他产品结构类似。公司生产基地具备较强的区位优势，在有效降低运输成本的同时构筑一定的区域销售壁垒，首先，公司黄石、重庆两大基地横跨我国中西部，相较国内其他产能（四川、云南、甘肃、新疆等地）在偏远地区的分布有着更好的区位优势，对长江中下游能形成较好的覆盖，公司各产品可在主要消费区域华东、中南、华北地区实现消化；其次，两基地均靠近长江，原材料和产品的运输便利，特别是铬铁矿的水运，有着明显的运输优势，降低危化品运输成本及在途风险，此外黄石地处华中地区，较重庆基地还有发达的铁路公路运输，可以从山东、河南、陕西等地采购纯碱和煤，产品销往华北、华东和中南地区有着更短的运输距离；而重庆基地地处巴蜀，还有丰富的天然气作为能源。

公司具有明显的规模优势和全产业链布局优势，仍是国内铬盐行业唯一的上市公司与产销量最大的企业。产能方面，截至2023年末，公司拥有约15万吨/年的重铬酸钠产能，维生素K3的生产能力亦居全球前列。得益于公司规模、品牌优势和积极渗透新兴市场，2023年公司铬盐产品实现总产量（折重铬酸钠）

24.46万吨，同比提升15.43%。

全产业链布局方面，跟踪期内，公司持续完善铬盐产业纵向一体化布局，向上游已进入铬矿分选行业，且重庆基地硫酸-热电汽联产装置已稳定运行，以保障原材料供应，其中，铬铁矿自动化分选装置已于2023年上半年投用；向下游延伸至铬盐精深加工产品，2023年1万吨金属铬生产线已投产，多被应用于高温合金钢以及铬靶材、铬铜合金、铬铝合金的制备，并已取得欧美地区批量订单。

表4 公司当前主要产品产能情况（单位：万吨/年）

| 分类 | 产品/项目 | 现有产能 | 在建产能 |
|--------|--------|-------|-------|
| 原材料 | 铬铁矿分选 | 18.00 | - |
| | 硫酸 | 30.00 | - |
| 铬化学品 | 重铬酸钠 | 15.00 | - |
| | 三氯化铬 | 0.60 | - |
| | 维生素 K3 | 0.23 | - |
| 联产及副产品 | 金属铬 | 1.00 | - |
| | 超细氢氧化铝 | 5.00 | 10.00 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据公司业务发展规划，公司仍将持续完善铬化学品全产业链一体化经营布局，并探索铬系新材料应用场景。截至2024年3月末，公司主要在建项目为本期债券募投项目和储能项目，计划总投资6.37亿元，随着本期债券募投项目陆续投入，公司将新增年产10万吨超细氢氧化铝生产线，并通过含铬废渣的循环资源化综合利用项目增加硫酸钾、工业精制盐等延伸产品。公司计划建设液流储能电池关键材料研发及示范工程项目，并通过依托子公司厦门首能科技有限公司（以下简称“厦门首能”），逐步在新能源领域进行探索和布局，截至2024年3月末，公司已向业内主流厂商交付关键电堆材料6个批次，对应装机功率约2兆瓦；公司液流储能研发中心建设、自主研发的电解液方案相适配的电堆测试线已进入试生产阶段。但需关注，2023年公司4万吨超细氢氧化铝已实现产销平衡，随着10万吨在建产能陆续投产，市场开拓存在一定压力，或存在一定的产能消化风险；公司铁铬液流储能电池产品线为公司新涉足领域，市场需求与产品竞争力存在不确定性，且在建项目投资规模较大，若考虑本期债券到位募集资金，尚存在一定的资金缺口，公司存在一定的资金压力。

表5 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 涉及主要产品 | 总投资 | 已投资 | 投资进度 | 主要资金来源 |
|------------------|---|------|--------|--------|-------------------|
| 超细氢氧化铝新型环保阻燃材料项目 | 超细氢氧化铝新型环保阻燃材料产品10万吨。 | 1.80 | 0.93 | 51.67% | 拟使用本期债券募集资金1.66亿元 |
| 含铬废渣循环资源化综合利用项目 | 公司原芒硝副产物制高纯元明粉生产工艺的再延伸，主要用于硫酸钾、工业精制盐等产品的投资建设。 | 2.80 | 0.07 | 2.50% | 拟使用本期债券募集资金1.18亿元 |
| 液流储能研发中心项目 | 新建液流储能技术研发中心 | 1.27 | 0.21 | 16.54% | 自筹资金 |
| 铁铬液流电池储能电站项目 | 建设1MW/6MWh铁铬液流电池储能系统和5 | 0.50 | 0.0020 | 0.40% | 自筹资金 |

| | | | | | |
|----|------------------------------|------|------|---|---|
| | 万m ³ 铁铬液流储能材料生产装置 | | | | |
| 合计 | - | 6.37 | 1.21 | - | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司营业成本中直接材料占比高，2023年主要原材料采购价格大幅上升，但得益于技改与规模效应的持续释放，公司成本结构继续优化；但随着原材料采购量提升，预付货款及现金结算模式对公司营运资金管理提出更高要求，铬铁矿依赖海外进口，且2024年以来价格仍持续抬升，需关注地缘政治风险、汇率波动风险和成本管理难度

原材料价格仍为影响公司成本最重要的因素，主营业务成本构成中材料、燃料和动力费用占比超过75%。跟踪期内，公司外购材料无变化，主要包括铬铁矿、纯碱、硫酸等，外购燃料和动力以煤、电和天然气为主，其中黄石基地以煤为燃料，重庆基地以天然气为燃料。

从主要原材料采购情况来看，随着公司产量增长，主要原材料采购和消耗量均出现不同程度的增加。采购价格方面，2023年铬铁矿采购成本大幅增长40.36%，一方面系南非暴雨导致铬铁矿港口发运量下滑，另一方面不锈钢基本面修复导致需求增长，供需影响下铬铁矿价格增幅较大；随着2023年下半年纯碱市场供应面宽松，公司积极备货，纯碱采购价格有所下滑；重庆基地已实现硫酸自供，硫酸采购以黄石基地为主，2023年硫酸供应持续放量，主力下游化肥领域需求不及预期，供需矛盾导致硫酸价格大幅下滑且持续低位波动，公司硫酸采购价格亦大幅下滑。

从主要能源和动力采购情况来看，得益于公司跟踪期内采用先进节能新技术改造并投用节能蒸发设备，大幅降低了蒸汽消耗，2023年蒸汽采购和消耗量大幅下滑，其他能源和动力采购、消耗量随产量增长。随着国家煤炭保供政策的推进，2023年煤炭价格中枢有所下移，公司煤炭采购价格同比下滑，其他能源和动力价格较为稳定。

表6 公司主要原材料与能源采购情况

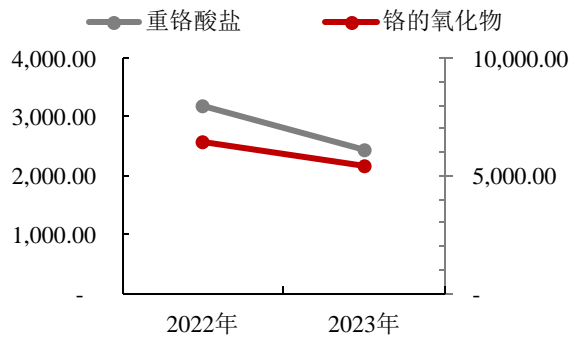
| 类别 | 项目 | 2023年 | 2022年 | |
|-----|-----|-----------|-----------|-----------|
| 原材料 | 铬铁矿 | 耗用量-万吨 | 32.82 | 29.40 |
| | | 采购量-万吨 | 33.04 | 27.36 |
| | | 金额（万元） | 80,657.57 | 47,599.60 |
| | | 平均采购价-元/吨 | 2,441.48 | 1,739.48 |
| | | 价格同比变化 | 40.36% | 27.50% |
| | 纯碱 | 耗用量-万吨 | 22.54 | 19.61 |
| | | 采购量-万吨 | 22.44 | 19.77 |
| | | 金额（万元） | 47,907.67 | 46,425.56 |
| | | 平均采购价-元/吨 | 2,134.65 | 2,348.65 |
| | | 价格同比变化 | -9.11% | 39.12% |
| | 硫酸 | 耗用量-万吨 | 10.95 | 9.01 |
| | | 采购量-万吨 | 11.04 | 9.04 |
| | | 金额（万元） | 1,567.30 | 3,750.07 |

| | | | | |
|-----------|-------------|-------------|-----------|-----------|
| 燃料和动力采购 | | 平均采购价-元/吨 | 141.97 | 414.67 |
| | | 价格同比变化 | -65.76% | -15.40% |
| | 电 | 耗用量-万度 | 25,131.91 | 20,564.57 |
| | | 采购量-万度 | 25,131.91 | 20,564.57 |
| | | 金额（万元） | 15,977.62 | 12,673.68 |
| | | 平均采购价-元/度 | 0.64 | 0.62 |
| | | 价格同比变化 | 2.54% | 9.08% |
| | | 天然气 | 耗用量-万立方米 | 7,349.81 |
| | 采购量-万立方米 | | 7,349.81 | 6,575.13 |
| | 金额（万元） | | 16,192.39 | 12,818.01 |
| | 平均采购价-元/立方米 | | 2.20 | 1.95 |
| | 价格同比变化 | | 12.98% | 14.66% |
| | 蒸汽 | 耗用量-万立方米 | 4.81 | 32.20 |
| | | 采购量-万立方米 | 4.81 | 32.20 |
| | | 金额（万元） | 964.92 | 6,618.12 |
| | | 平均采购价-元/立方米 | 200.41 | 205.51 |
| | | 价格同比变化 | -2.48% | 17.71% |
| | 块煤 | 耗用量-万吨 | 7.10 | 7.91 |
| | | 采购量-万吨 | 8.14 | 5.99 |
| | | 金额（万元） | 9,341.66 | 8,027.83 |
| 平均采购价-元/吨 | | 1,148.13 | 1,339.30 | |
| 价格同比变化 | | -14.27% | 31.23% | |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着窑外预热系统、新型冷却及热能回收系统、高效多级蒸发系统等技改装置的稳定运行，2023年黄石基地已实现蒸汽动力材料的完全自给，实现铬盐综合能耗同比下降31%，万元产值能耗同比下降24%，碳排放量同比下降17%。此外，由于国内无钙焙烧技术均是由各厂家自研自用，技术较为封闭，在公司于2021年收购民丰化工后，通过两基地的技术交流，进一步提高了综合生产效率与节能减排能力。

跟踪期内随着技改与规模效应的持续释放，生产成本持续优化。在原材料铬铁矿价格大幅上涨的背景下，2023年公司实现主要产品加工成本占比不断降低，2023年公司重铬酸盐、铬的氧化物加工成本占营业成本的比重分别下降至31.45%、35.04%，单吨营业成本分别下降5.15%、2.89%。

图7 跟踪期内公司主要产品加工成本波动情况
 (单位:元/吨)


注:加工成本包括除原材料成本以外的直接人工、燃料、动力和其他成本。

资料来源:公司2022-2023年年度报告,中证鹏元整理

图8 公司主要产品单吨成本构成情况 (单位:元/吨)

| 项目 | 重铬酸盐 | | 铬的氧化物 | |
|---------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| | 2022年 | 2023年 | 2022年 | 2023年 |
| 单吨直接材料 | 4,974.13 | 5,304.49 | 9,445.49 | 10,036.54 |
| 单吨直接人工 | 487.04 | 325.86 | 950.65 | 791.53 |
| 单吨燃料 | 780.91 | 685.70 | 2,021.05 | 1,830.27 |
| 单吨动力 | 648.55 | 360.97 | 1,081.19 | 694.70 |
| 单吨其他 | 1,267.46 | 1,060.89 | 2,411.32 | 2,096.49 |
| 单吨营业成本 | 8,158.09 | 7,737.92 | 15,909.70 | 15,449.52 |

注:单吨成本按照对应成本/销量计算。

资料来源:公司2022-2023年年度报告,中证鹏元整理

跟踪期内,公司原材料的采购渠道仍为国内各厂家或从国外进口,2023年前五大供应商采购金额占总采购金额的比重为30.44%,主要包括Rand York Minerals (Pty) Ltd、Pacific Linkage (China) Limited、重庆和友实业股份有限公司、湖北双环科技股份有限公司和陕西榆林能源集团榆神煤电有限公司等单位,其中,铬铁矿以海外进口为主,2023年境外采购占采购总额的比重为21.13%,同比有所抬升,需关注海外采购的地缘政治风险和汇率波动风险。结算方式方面,铬铁矿采购以现货现结或预付保证金后现货现结为主,煤的采购通常是先款后货,纯碱则主要为票据结算,通常为收货后一个月付款。考虑到公司主要原材料与上游结算仍以“现款现货”或少量预付为主,随着经营规模扩张带动原材料采购量上升,公司或存在一定的营运资金压力,2024年1-3月公司购买商品、接受劳务支付的现金为3.32亿元,经营活动产生的现金流量净额由正转负。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度财务报表,报告均采用新会计准则编制。2023年公司新设3家子公司,注销、出售或被吸收合并4家子公司。截至2023年末,公司纳入合并范围的子公司共15家,详见附录四。

资本实力与资产质量

得益于公司经营规模扩大,项目持续投入带动总资产规模持续增长,但涉足的房地产项目长期未开工,或形成大额资金占用且收益存在不确定性

受益于经营规模扩大及盈余积累,2023年末及2024年3月末公司所有者权益持续增长,2024年3月末

产权比率波动下滑至49.67%。截至2024年3月末，公司所有者权益主要由未分配利润、股本、IPO募集资金溢缴金额产生资本公积构成。

图9 公司资本结构

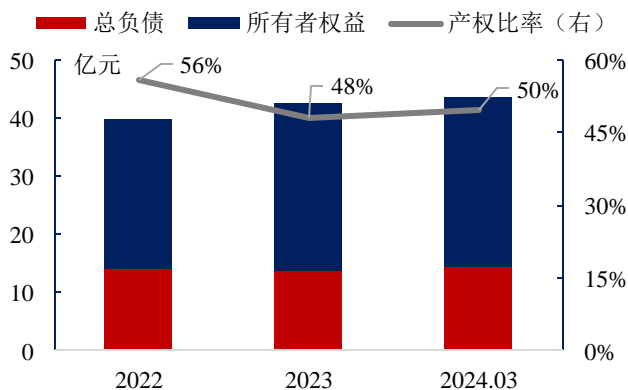
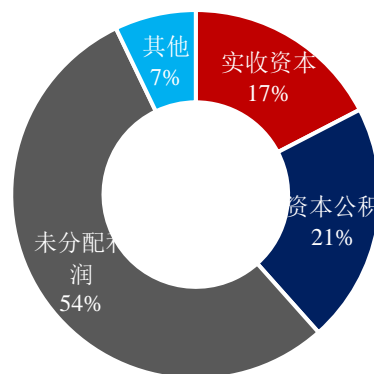


图10 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，随着募投、储能项目及其他技改项目的持续投入，固定资产及在建工程科目持续增长，带动公司资产规模保持增长。公司所处于重资产为主的化工行业，资产结构仍以生产线、土地使用权等构成的非流动资产为主。

随着原材料采购资金增加和在建工程持续推进，公司货币资金余额持续下滑，2024年3月末下滑至1.83亿元。得益于公司持续强化应收账款管理，2023年末公司应收款项账面价值（包括应收账款、应收票据和应收款项融资）同比下滑10.66%，其中，账面价值合计0.33亿元的应收款项融资因质押处于受限状态；公司应收票据规模很小，以商业承兑票据为主，应收款项融资均为银行承兑汇票，应收款项账龄较短，1年以内的款项余额占比99.34%，整体回款风险可控，但需关注中小规模客户的坏账风险。存货以库存商品和原材料为主，得益于公司大力拓展市场带动销量增长，2023年公司产品持续去库存，期末库存产品账面价值有所下滑；随着以铬铁矿为主的原材料价格大幅增长，原材料账面价值大幅增长；公司存货中另有账面价值1.24亿元的开发成本，系子公司湖北华宸置业有限公司（以下简称“华宸置业”）房地产开发项目华宸悦府，截至2023年末，该项目仍未动工，或形成长期大额资金占用，且未来项目收益存在较大不确定性。

2023年末，公司固定资产原值随着生产经营规模的扩大和在建工程陆续转固而逐年增加。随着公司于2023年陆续启动“液流储能研发中心项目”、“超细氢氧化铝新型环保阻燃材料项目”等项目的建设，跟踪期内，在建工程账面价值持续增加。无形资产以土地使用权、专利权为主。公司商誉为先后收购民丰化工、厦门首能所产生，2023年末公司对厦门首能计提商誉减值准备128.21万元。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 1.83 | 4.17% | 2.68 | 6.30% | 2.86 | 7.20% |
| 应收账款 | 5.33 | 12.18% | 3.73 | 8.78% | 4.17 | 10.49% |
| 应收款项融资 | 3.70 | 8.46% | 3.54 | 8.32% | 3.89 | 9.76% |
| 存货 | 6.48 | 14.80% | 6.43 | 15.13% | 6.16 | 15.47% |
| 流动资产合计 | 19.00 | 43.40% | 17.95 | 42.25% | 18.47 | 46.38% |
| 固定资产 | 17.19 | 39.26% | 17.37 | 40.88% | 16.11 | 40.48% |
| 在建工程 | 2.11 | 4.82% | 1.72 | 4.06% | 0.84 | 2.10% |
| 无形资产 | 2.25 | 5.15% | 2.29 | 5.38% | 1.76 | 4.43% |
| 商誉 | 0.70 | 1.59% | 0.70 | 1.64% | 0.71 | 1.78% |
| 非流动资产合计 | 24.79 | 56.60% | 24.54 | 57.75% | 21.35 | 53.62% |
| 资产总计 | 43.79 | 100.00% | 42.49 | 100.00% | 39.81 | 100.00% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，以“市场份额优先”的阶段性经营策略使得公司营业收入持续增长，但售价下滑，叠加主要原材料涨幅较快，导致盈利指标有所弱化；考虑到公司具有一定价格传导能力，预计公司盈利或有所修复

公司营业收入主要来自铬化学品、维生素K3等铬盐联产产品、超细氢氧化铝等铬盐副产品等无机盐产品，下游产品应用广泛、行业跨度大，有利于平抑下游不同行业周期性波动。跟踪期内，随着重铬酸钠产品进口量持续增加，国内市场供求关系受到影响，叠加公司确定市场份额优先的阶段性经营策略，2023年公司营业收入同比增长4.67%，但同期，公司下调产品售价，2023年毛利率同比下滑2.49个百分点。2024年一季度，公司营业收入同比持续增长，但受原材料价格持续大幅上涨影响，毛利率进一步下滑23.70%。得益于公司规模和品牌优势，公司定价能力较强，具有一定价格传导能力，2024年3月、5月、6月公司三次上调产品价格，预计公司盈利或有所修复。

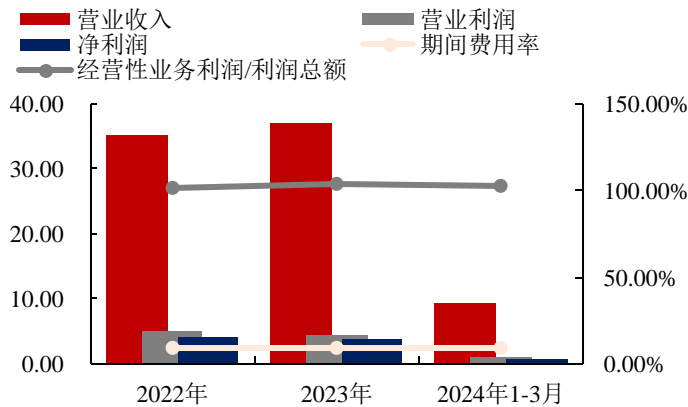
随着公司于2021年将民丰化学纳入合并范围，民丰化工主要负责经营重庆基地，是公司合并范围内主要子公司。2023年民丰化学营业收入占公司合并范围营业收入的47.18%，但受技改影响，净利率略低于公司本部，随着两基地在产供销上进一步协同，产能陆续爬坡，需持续关注民丰化工经营情况。

表8 公司主要子公司资产和盈利情况（单位：亿元）

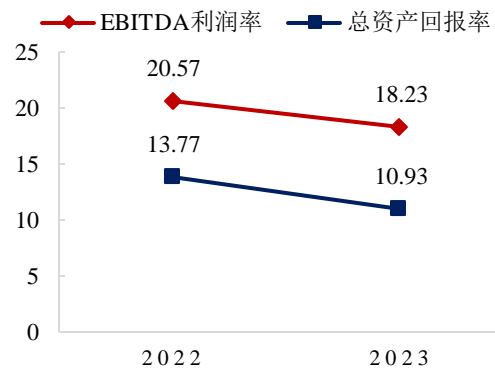
| 项目 | 总资产 | 净资产 | 营业收入 | 营业利润 | 净利润 |
|------|-------|------|-------|------|------|
| 民丰化工 | 14.19 | 8.00 | 17.45 | 1.91 | 1.64 |

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

从利润构成来看，跟踪期内，公司期间费用率仍较低，经营性业务利润是利润总额的最主要组成部分，非经常性损益对公司利润水平的影响较小。盈利指标方面，2023年公司盈利指标有所下滑，一方面系公司根据市场战略调整售价；另一方面系原材料端价格上涨较快所致。

图11 公司盈利构成情况


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图12 公司盈利能力指标情况 (单位: %)


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

得益于经营规模扩大及下游账期较短下较优的资金平衡能力，2023年公司经营活动净现金流持续净流入，资金平衡能力较好，公司杠杆水平较低，整体偿债压力较小；考虑到在建项目仍需一定规模投入，本期债券成功发行进一步推升公司债务规模，公司杠杆将有所上升

因在建项目资金需求较大，公司主要通过加快经营资金回款、对外借款筹集资金。2023年公司经营规模扩大且回款较快，举债强度有所下滑，2023年末公司总负债同比下滑3.07%，2024年一季度，季节性采购导致期末债务规模略有增长。

从负债结构来看，2023年末公司总债务规模下滑至9.82亿元，以银行借款为主，其中银行借款9.18亿元，应付银行承兑汇票0.63亿元，租赁负债0.01亿元。此外，应付账款主要系尚未结算完毕的应付供应商货款；其他应付款主要为未解锁的限制性股票、房地产项目收取施工单位和设备供应商的保证金等；随着公司逐步持续对产线开展优化升级，固定资产一次性税前扣除余额增加，递延所得税负债持续增长。

表9 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 1.26 | 8.70% | 1.13 | 8.20% | 1.71 | 12.00% |
| 应付票据 | 0.50 | 3.41% | 0.63 | 4.56% | 1.42 | 9.96% |
| 应付账款 | 2.04 | 14.05% | 1.63 | 11.82% | 1.80 | 12.65% |
| 其他应付款 | 0.55 | 3.77% | 0.41 | 2.96% | 0.46 | 3.21% |
| 一年内到期的非流动负债 | 2.02 | 13.91% | 1.53 | 11.09% | 3.86 | 27.09% |
| 流动负债合计 | 7.05 | 48.52% | 6.43 | 46.57% | 10.16 | 71.31% |
| 长期借款 | 6.60 | 45.43% | 6.52 | 47.21% | 3.33 | 23.36% |
| 递延所得税负债 | 0.76 | 5.20% | 0.73 | 5.25% | 0.67 | 4.69% |
| 非流动负债合计 | 7.48 | 51.48% | 7.38 | 53.43% | 4.09 | 28.69% |
| 负债合计 | 14.53 | 100.00% | 13.81 | 100.00% | 14.25 | 100.00% |

18

| | | | | | | |
|------------|--------------|---------------|-------------|---------------|--------------|---------------|
| 总债务 | 10.39 | 71.49% | 9.82 | 71.10% | 10.32 | 72.44% |
| 其中：短期债务 | 3.78 | 26.02% | 3.29 | 23.85% | 6.99 | 49.05% |
| 长期债务 | 6.61 | 45.47% | 6.53 | 47.25% | 3.33 | 23.40% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，得益于经营规模扩大及下游账期较短下较优的资金平衡能力，在原材料采购价格大幅增长背景下，2023年公司经营活动现金流持续净流入，但流入规模有所下滑；受2024年一季度季节性采购影响，2024年1-3月经营活动现金流净流出0.57亿元。跟踪期内，公司持续完善铬化学品全产业链经营布局，投资活动现金流以上下游拓展项目投资为主，投资活动现金流呈净流出状态。公司经营获现能力尚可满足投资需求，近年公司融资强度不高，筹资活动以债务净偿还为主。

从偿债指标来看，2023年末公司债务规模有所下滑，资产负债率及总债务/总资本亦有所下降；虽然EBITDA可保障对债务利息的支出，但经营现金流流入规模下降使得现金流指标对总债务的保障能力走弱。考虑到在建项目仍需一定规模投入，本期债券成功发行进一步推升公司债务规模，公司杠杆将有所上升。

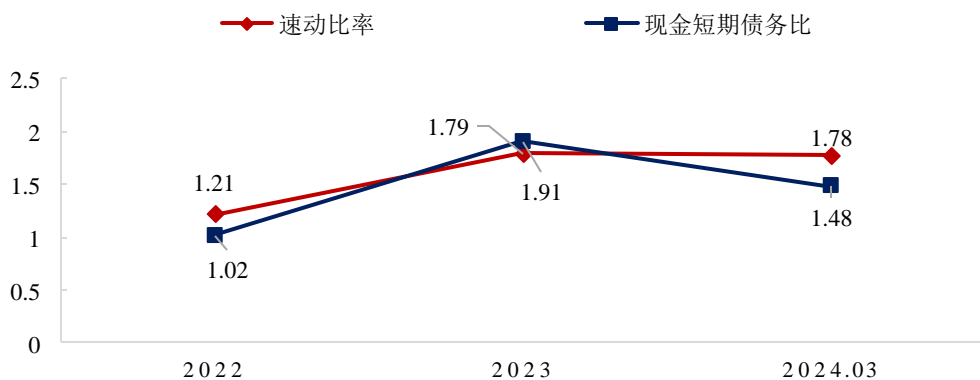
表10 公司现金流及杠杆状况指标

| 指标名称 | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 |
|---------------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流净额（亿元） | -0.57 | 3.96 | 4.91 |
| FFO（亿元） | 0.48 | 4.56 | 4.95 |
| 资产负债率 | 33.19% | 32.51% | 35.79% |
| 净债务/EBITDA | -- | 0.66 | 0.56 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 19.12 | 21.51 |
| 总债务/总资本 | 26.20% | 25.51% | 28.77% |
| FFO/净债务 | -- | 102.01% | 121.21% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | -11.37% | 88.74% | 120.34% |
| 自由现金流/净债务 | -22.00% | 23.21% | 56.53% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，得益于短期债务规模下降，跟踪期内流动性比率指标有所改善。截至2024年3月末，公司合计获得银行授信额度25.60亿元，剩余可使用授信额度14.80亿元，具有一定备用流动性；同时，公司作为A股上市公司，公司具备直接融资渠道。

图13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司在安全生产及环保合规方面仍存在一定提升空间

作为化工类企业，公司部分产品属于危险化学品，面临着生产经营可能发生安全事故、生产过程中产生的“三废”等对生态环境产生损害的问题。跟踪期内，重要子公司民丰化学存在两起处罚事项：（1）2023 年 12 月，民丰化工商品税号申报不实影响海关统计准确性，罚款 8,000.00 元；（2）2024 年 3 月，民丰化工在动火作业时未安排专门人员现场安全管理，罚款 3.00 万元；根据公司提供的说明，前述处罚公司均已缴纳罚款，且均无从重情节。

随着双碳目标提出，国家环保政策趋严，公司在业务发展过程中需要不断增加环保支出，并根据环保政策及时调整，对现有设备、工艺进行更新优化，如果公司未能及时适应趋严的环保要求，将面临环保处罚风险。公司生产过程对安全生产的要求较高，在未来业务开展过程中存在因设备或工艺不完善、危险化学品管理或操作不当等原因而造成安全事故的风险。

公司治理与管理方面相对稳定，跟踪期内公司时任董事兼总经理收到上海交易所的纪律处分决定书

公司已建立股东大会、董事会、管理层三层治理结构。截至2024年3月末，公司董事会成员9人，其中非独立董事4人。经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节，并针对子公司及关联交易设有专项管理制度。2023年11月，根据公司公告的《湖北振华化学股份有限公司关于董事辞职的公告》，公司董事会收到袁富强先生以书面形式提交的辞职报告，袁富强先生系公司原大股东重庆化医控股（集团）公司委派的董事，因化医集团已通过证券市场出售完毕所持公司股份，不再委派董事而提出辞职。

中证鹏元关注到，因公司时任董事兼总经理柯愈胜之子多次在6个月内买入又卖出、卖出又买入其所持公司股份的行为，构成短线交易，上海证券交易所于2024年5月出具了《关于对湖北振华化学股份有限公司时任董事兼总经理柯愈胜予以通报批评的决定》（〔2024〕90号）。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日，公司本部（2024年7月22日）、子公司民丰化工（2024年7月16日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年7月29日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司为铬盐生产销售企业，行业供需格局相对稳定，下游产品应用广泛，具有较强的抗周期性，公司作为行业的龙头，是目前国内唯一一家铬盐行业的上市公司及全球最大的铬化学品生产销售企业，双基地、双品牌的发展策略使公司在市场上有很强的竞争力。但我们也关注到，铬盐行业整体规模较小，公司在原材料市场较为被动，铬铁矿完全依赖进口，副产品与联产产品的产线延伸虽能增加公司的创收能力，但产能释放、订单获取及盈利实现情况存在不确定性，且公司面临一定的安全生产及环保风险。综合考虑，公司的抗风险能力较强。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

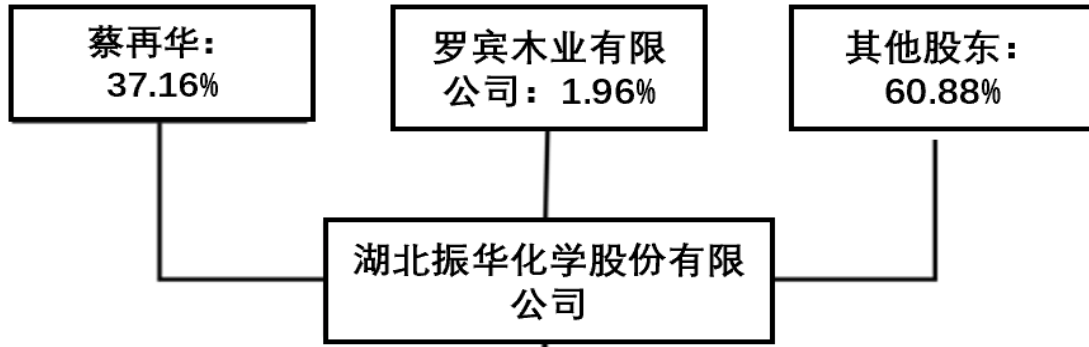
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 1.83 | 2.68 | 2.86 | 1.94 |
| 应收账款 | 5.33 | 3.73 | 4.17 | 2.12 |
| 应收款项融资 | 3.70 | 3.54 | 3.89 | 2.39 |
| 存货 | 6.48 | 6.43 | 6.16 | 4.63 |
| 其他流动资产 | 0.32 | 0.21 | 0.20 | 0.19 |
| 流动资产合计 | 19.00 | 17.95 | 18.47 | 14.89 |
| 固定资产 | 17.19 | 17.37 | 16.11 | 14.75 |
| 在建工程 | 2.11 | 1.72 | 0.84 | 1.20 |
| 无形资产 | 2.25 | 2.29 | 1.76 | 1.56 |
| 非流动资产合计 | 24.79 | 24.54 | 21.35 | 20.44 |
| 资产总计 | 43.79 | 42.49 | 39.81 | 35.33 |
| 短期借款 | 1.26 | 1.13 | 1.71 | 2.98 |
| 应付票据 | 0.50 | 0.63 | 1.42 | 0.78 |
| 应付账款 | 2.04 | 1.63 | 1.80 | 1.63 |
| 其他应付款 | 0.55 | 0.41 | 0.46 | 0.56 |
| 一年内到期的非流动负债 | 2.02 | 1.53 | 3.86 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 7.05 | 6.43 | 10.16 | 7.67 |
| 长期借款 | 6.60 | 6.52 | 3.33 | 5.47 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 递延所得税负债 | 0.76 | 0.73 | 0.67 | 0.43 |
| 非流动负债合计 | 7.48 | 7.38 | 4.09 | 5.97 |
| 负债合计 | 14.53 | 13.81 | 14.25 | 13.64 |
| 总债务 | 10.39 | 9.82 | 10.32 | 9.24 |
| 其中：短期债务 | 3.78 | 3.29 | 6.99 | 3.77 |
| 所有者权益 | 29.26 | 28.68 | 25.56 | 21.69 |
| 营业收入 | 9.48 | 36.99 | 35.34 | 29.93 |
| 营业利润 | 1.04 | 4.30 | 4.88 | 3.49 |
| 净利润 | 0.86 | 3.72 | 4.24 | 3.12 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -0.57 | 3.96 | 4.91 | 4.08 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -0.50 | -2.74 | -3.14 | -0.83 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 0.29 | -1.38 | -0.87 | -3.74 |
| 财务指标 | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
| EBITDA（亿元） | 1.15 | 6.74 | 7.27 | 5.58 |
| FFO（亿元） | 0.48 | 4.56 | 4.95 | 3.75 |
| 净债务（亿元） | 5.04 | 4.47 | 4.08 | 5.62 |
| 销售毛利率 | 23.70% | 24.58% | 27.07% | 24.96% |

| | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|--------|
| EBITDA 利润率 | -- | 18.23% | 20.57% | 18.65% |
| 总资产回报率 | -- | 10.93% | 13.77% | 13.40% |
| 资产负债率 | 33.19% | 32.51% | 35.79% | 38.60% |
| 净债务/EBITDA | -- | 0.66 | 0.56 | 1.01 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 19.12 | 21.51 | 15.14 |
| 总债务/总资本 | 26.20% | 25.51% | 28.77% | 29.87% |
| FFO/净债务 | -- | 102.01% | 121.21% | 66.74% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | -11.37% | 88.74% | 120.34% | 72.62% |
| 自由现金流/净债务 | -22.00% | 23.21% | 56.53% | 13.93% |
| 速动比率 | 1.78 | 1.79 | 1.21 | 1.34 |
| 现金短期债务比 | 1.48 | 1.91 | 1.02 | 1.16 |

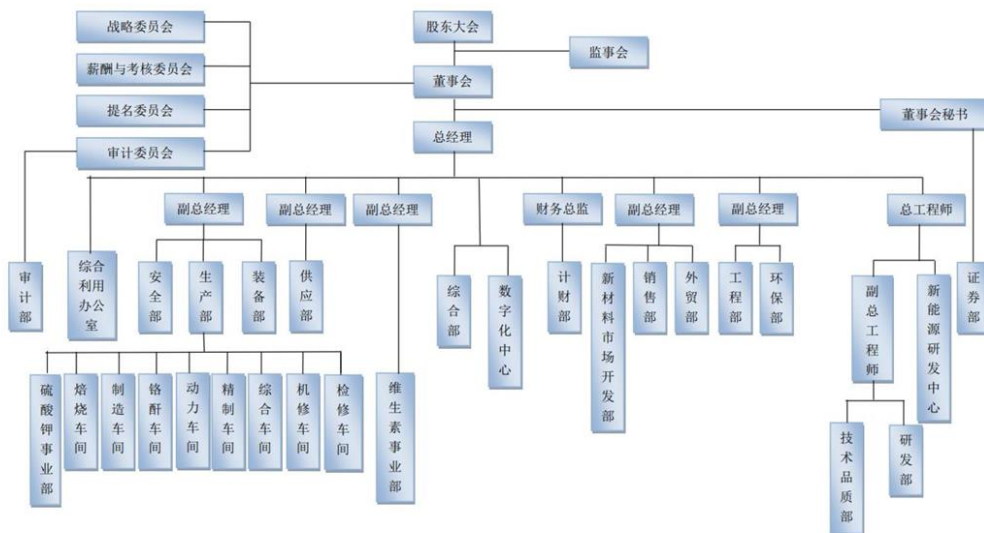
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供、公开资料

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

| 公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 | 取得方式 |
|----------------------|--------|-------|-------------|------------|
| 湖北中运国际物流有限公司 | 1,000 | 64 | 物流运输 | 设立 |
| 湖北港运物流有限公司 | 1,000 | 64 | 物流运输 | 同一控制下企业合并 |
| 湖北华盛海运有限公司 | 5,000 | 64 | 物流运输 | 设立 |
| 湖北恒运集装箱运输有限公司 | 500 | 64 | 物流运输 | 设立 |
| 湖北旌达科技有限公司 | 5,000 | 100 | 技术开发服务、仓储服务 | 设立 |
| 湖北华宸置业有限公司 | 2,000 | 100 | 房地产开发及销售 | 设立 |
| 湖北振华旌远科技有限公司 | 1,000 | 100 | 技术开发、贸易 | 设立 |
| 国胜智慧公路港（黄石）有限公司 | 5,000 | 60 | 道路运输业 | 设立 |
| 湖北国胜新材料有限公司 | 3,000 | 60 | 新型建筑材料制造 | 设立 |
| 深圳旌理投资发展有限公司 | 5,000 | 100 | 投资、咨询 | 设立 |
| 青海华泽循环经济产业投资基金（有限合伙） | 5,000 | 99.88 | 资本市场服务 | 非同一控制下企业合并 |
| 重庆民丰化工有限责任公司 | 17,400 | 100 | 化工制造 | 非同一控制下企业合并 |
| 湖北北江环保科技有限公司 | 1,000 | 82 | 生态保护和环境治理业 | 设立 |
| 厦门首能科技有限公司 | 3,000 | 51 | 其他电池制造 | 非同一控制下企业合并 |
| 湖北旌治科技有限公司 | 1,000 | 100 | 研究和试验发展 | 设立 |

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 净债务 | 总债务-盈余现金 |
| 总资本 | 总债务+所有者权益 |
| EBITDA | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出) |
| FFO | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费 |
| 自由现金流 (FCF) | 经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出 |
| 毛利率 | (营业收入-营业成本) /营业收入×100% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA /营业收入×100% |
| 总资产回报率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100% |
| 产权比率 | 总负债/所有者权益合计*100% |
| 资产负债率 | 总负债/总资产*100% |
| 速动比率 | (流动资产-存货) /流动负债 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|--|
| aaa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| aa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| a | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| bbb | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| bb | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| b | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| ccc | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| cc | 在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| c | 在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。 |

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |