

湖北振华化学股份有限公司相关 债项 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【332】号 01

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，但不对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

湖北振华化学股份有限公司相关债项2025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

- 本次等级的评定是考虑到：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，近年新兴需求驱动和供给受限下铬盐产业链景气度整体提升，公司深耕铬盐行业多年，有着丰富的技术积累，具有明显的规模优势和全产业链优势，依托全球铬盐及金属铬龙头地位和规模效应持续释放，公司生产成本持续优化且具有一定成本传导能力。但中证鹏元也关注到，我国的铬铁矿资源极度匮乏，公司主要原材料铬铁矿依赖进口，近年公司持续推进项目建设，并通过技改扩张产能，叠加每年刚性设备更新和维护支出，公司资本支出较高推升资金压力，新增产能回报和产业链延伸项目订单获取存在不确定性，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

2025 年 6 月 27 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	51.75	50.56	42.49	39.81
归母所有者权益	32.77	31.59	28.06	25.18
总债务	13.62	13.70	9.82	10.32
营业收入	10.20	40.67	36.99	35.34
净利润	1.17	4.72	3.72	4.24
经营活动现金流净额	-0.11	3.33	3.96	4.91
净债务/EBITDA	--	0.74	0.66	0.56
EBITDA 利息保障倍数	--	21.87	19.12	21.51
总债务/总资本	29.07%	29.94%	25.51%	28.77%
FFO/净债务	--	102.68%	102.01%	121.21%
EBITDA 利润率	--	19.85%	18.23%	20.57%
总资产回报率	--	12.42%	10.93%	13.77%
速动比率	2.14	1.90	1.79	1.21
现金短期债务比	2.36	2.24	1.91	1.02
销售毛利率	26.41%	25.19%	24.58%	27.07%
资产负债率	35.76%	36.56%	32.51%	35.79%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，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

正面

- **铬盐产品应用广泛，近年新兴需求驱动和供给受限下铬盐产业链景气度整体提升。**铬盐行业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。2024 年以来围绕新质生产力的航空航天、燃气轮机及人形机器人需求爆发，铬盐需求由低增长传统领域逐渐转向新兴高增长领域，而产能受环保政策约束高度集中且增量有限，铬盐产业链景气度整体提升。
- **公司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，截至 2024 年末，公司拥有约 15 万吨/年的重铬酸钠设计产能，2024 年实现铬盐序列产品（折重铬酸钠）产量约 26 万吨，维生素 K3 的生产能力亦居全球前列，预计重庆生产基地搬迁完成后，公司铬盐序列产品（折重铬酸钠）产量可提升至 35 万吨以上，进一步夯实公司行业龙头地位。
- **依托全球铬盐及金属铬龙头地位和规模效应持续释放，公司生产成本持续优化且具有一定成本传导能力。**随着技改与规模效应的持续释放，公司生产成本持续优化，2024 年公司重铬酸盐、铬的氧化物单吨加工成本持续下降。2025 年 2-4 月公司四次上调产品价格，在铬矿价格采购价格持续抬升的背景下，2024 年及 2025 年 1-3 月公司毛利率分别较同期上升 0.62 个百分点和 2.71 个百分点。

关注

- **公司主要原材料铬铁矿依赖进口，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。
- **公司高资本支出推升资金压力，新增产能回报和产业链延伸项目订单获取存在不确定性。**近年公司持续推进项目建设，并通过技改扩张产能，叠加每年刚性设备更新和维护支出，资本支出较高，2024 年投资活动现金流净流出 3.64 亿元，同比显著扩大。但新增产能回报不及预期可能推高资金压力，产业链延伸和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。
- **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，随着铬盐产业链景气度整体提升，公司作为行业龙头企业有望受益，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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	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。

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	4.0598	2025-01-21	2030-07-12

注：债券余额为截至 2025 年 6 月 20 日数据。

一、 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，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12月31日，“振华转债”募集资金余额为4,699.26万元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2025年3月末，受回购专用证券账户股份影响，公司股本略增加至50,902.38万元；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。2024年公司购买、新设共2家子公司。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

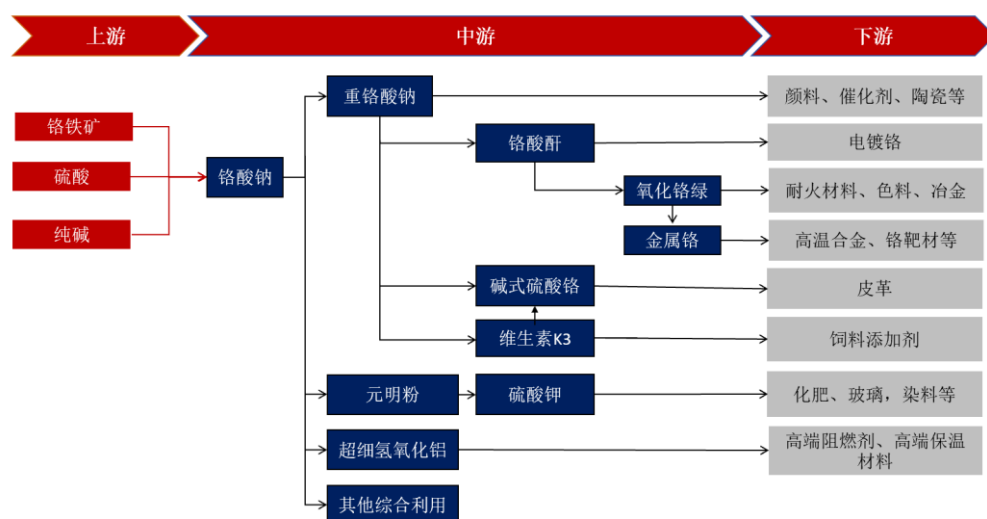
2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

铬盐作为“工业维生素”，以铬酸钠为母料延伸出多元产品链，2024年以来围绕新质生产力航空航天、燃气轮机及人形机器人需求爆发，铬盐需求由低增长传统领域逐渐转向新兴高增长领域，而产能受环保政策约束高度集中且增量有限，新兴需求驱动和供给受限下铬盐产业链景气度整体提升

铬盐是重要的无机盐之一，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，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。

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

需求端方面，国内铬盐前四大传统需求来源为鞣革、表面处理、耐火材料及铬金属、颜料及染料，可以用于表面处理、颜料、染料、鞣革、新材料、木材防腐、军工等多个行业，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。2024年以来金属铬需求受全球AI数据中心所需的燃气轮机市场、航空发动机市场等终端领域拉动，国内外需求量大幅提升，铬盐需求增长由低增长传统领域逐渐转向新兴高增长领域。金属铬主要通过铬盐（如氧化铬绿）经还原冶炼制成，1吨金属铬需消耗约3.7吨铬盐（以重铬酸钠折算），具有高硬度、高熔点、耐腐蚀等特点，广泛应用于军用航发、民用航发、航天发动机及燃气轮机领域的高温合金。据海关总署统计数据，2018年以来中国金属铬产量高速增长，出口总量由2018年的6,405吨增长为2024年的21,770吨，2025年一季度累计出口数量同比增长超20%。

供给端方面，全球铬盐生产能力约为110万吨，国内铬盐行业贡献全球铬盐产量的45%左右，是最大的单一生产国。由于铬盐生产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，难以大幅扩张，行业供给增量主要来源于存量生产企业技改。目前，国内仅有不到10家铬盐生产企业，

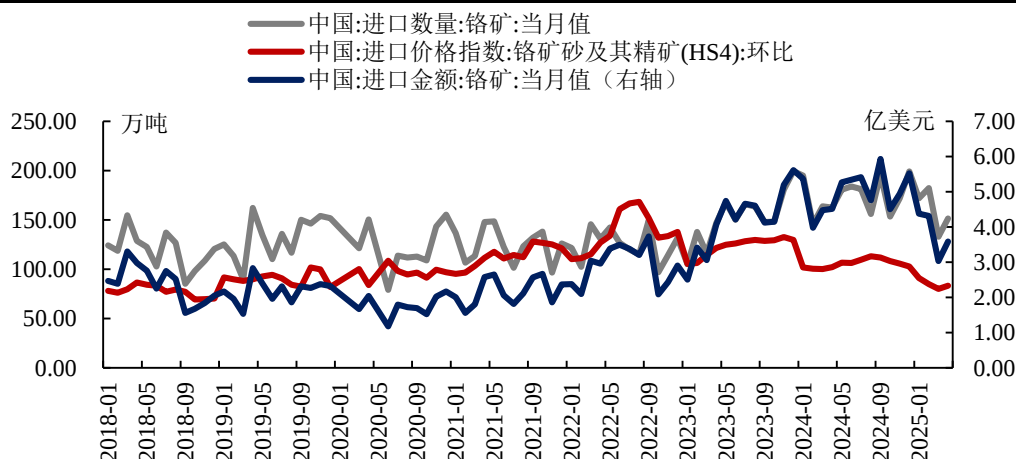
主要供应商包括振华股份（603067.SH）、四川省银河化学股份有限公司、中信锦州金属股份有限公司，其中振华股份（603067.SH）黄石及重庆生产基地产能占全国铬盐产能的60%以上，具有较为明显的规模优势和产能优势。

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、海外供应受限下，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，国外资源较为丰富，其中南非产量占45%以上，国内铬铁矿的使用严重依赖进口，据海关总署数据，2024年中国进口铬矿总量2,093.22万吨，同比增加14.2%；其中自南非进口铬矿的数量占比80%以上。2024年上半年南非发运效率低，供应紧张加剧，铬矿价格持续走高；2024年三季度，全球不锈钢产业需求疲软叠加铬矿供应端产能释放，铬矿市场走弱。2025年以来，一方面受供给刚性的影响，另一方面国内外下游市场需求旺盛，截至2025年4月25日，上海铬矿市场价(Cr44%，南非精矿)为64元/吨度，较2025年年初上涨17元/吨度，涨幅36%。

图2 近年铬矿砂价格指数震荡走高



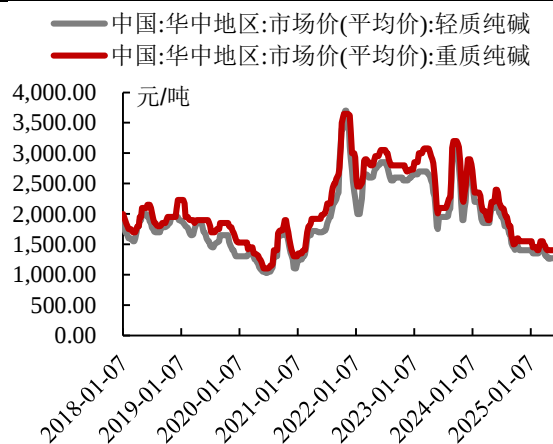
资料来源：Wind，中证鹏元整理

纯碱是重要的无机化工原料，主要用于玻璃生产，终端应用于房地产、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，纯碱价格受玻璃行业联动影响较大，铬盐厂商议价能力不强。2024年以来，阿拉善天然碱项目产能集中释放与浮法/光伏玻璃需求下滑，纯碱价格持续下跌。展望后市，随着低成本阿拉善天然碱产能陆续释放，预计纯碱供需格局宽松，纯碱价格或持续承压。

硫酸的制取主要来自硫黄制酸、硫铁矿制酸以及冶炼酸，2024年粮食安全战略带动化肥需求回暖，新能源领域对硫酸镍的需求持续攀升；同期环保政策趋严下，高耗能、高污染的硫酸生产企业面临限产压力，叠加进口硫磺价格坚挺推动硫酸生产成本大幅上升，“成本+需求”双轮驱动下，硫酸价格持续走高，2024年硫酸均价同比涨幅超60%。2025年以来硫酸价格延续2024年涨势，短期来看，硫酸价格仍将

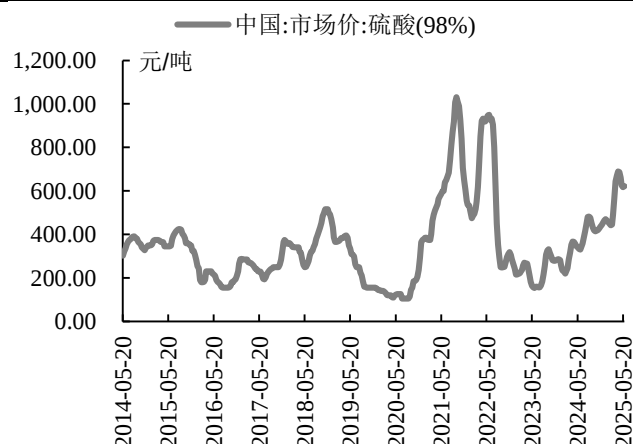
受原料成本、春耕需求及检修季供应收缩支撑，维持高位震荡。

图3 2024 年低成本产能陆续释放及下游需求放缓导致纯碱价格承压下跌



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 2024 年以来硫酸在“成本+需求”双轮驱动下持续大幅上涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期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，2024年公司营业收入同比增长9.95%。得益于技术提升和成本优化，下游需求驱动下公司产品结构向高附加值的金属铬产品倾斜，2024年销售毛利率同比上升0.62个百分点。2025年1-3月，公司实现营业收入10.20亿元，同比增长7.59%，销售毛利率进一步抬升至26.41%。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
重铬酸盐	3.41	28.30%	8.40%	2.56	22.64%	6.95%
铬的氧化物	21.60	25.85%	53.28%	22.35	26.52%	60.64%
铬盐联产产品	3.84	31.13%	9.47%	3.66	24.17%	9.93%
超细氢氧化铝	1.54	35.92%	3.79%	1.51	37.31%	4.10%
其他	10.16	18.18%	25.05%	6.78	15.05%	18.38%
合计	40.54	25.02%	100.00%	36.86	24.35%	100.00%

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 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司凭借铬盐全产业链优势和品牌实力，充分受益于新兴领域扩张带来的行业景气度提升，循环经济体系高效开发副产物价值，海外市场拓展成效显著，各产品系列产销率持续维持在较高水平

跟踪期内，公司具有“铬化学品全产业链一体化”优势，受益于新兴需求驱动和供给受限下铬盐产

业链景气度整体提升，并依托“民众”、“楚高”两大业内著名品牌，产品市场份额持续扩大。

从公司主要产品产销情况来看，重铬酸钠仍主要用于继续深加工，外售的部分约占总产量的10%-20%，得益于市场拓展，2024年重铬酸盐销量有所提升，因成本端支撑，售价同比增长。铬的氧化物下游以工程电镀领域为主，需求较为稳定，销量和价格变动不大。依托“全流程循环经济及资源综合利用体系”，公司各项副产物延伸加工产品的提取量提升支撑铬盐联产产品、超细氢氧化铝和其他副产物销量增长，超细氢氧化铝产品2024年销售均价有所下滑。此外，得益于以AI、机器人和航空航天为主的新质生产力带来下游需求提振，叠加金属铬生产技术进入成果兑现期，2024年金属铬产品量价齐升带动其他收入增长。跟踪期内，公司亦大力拓展海外市场，2024年实现海外销售收入5.56亿元，同比增长18.22%。

公司下游覆盖行业分散，客户集中度低，延续灵活采用直销和经销两种销售模式，直销主要面向采购量较大或付款信用好的大型终端客户，通常会与客户约定一个月的账期；经销主要面向中小客户，并根据其产品消化能力与结款能力赋予其一定的提货额度；受票据结算拖累回款，2024年应收款项（应收账款、应收票据和应收款项融资）周转天数为70.62天。

表2 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	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年
重铬酸盐	以重铬酸钠、重铬酸钾、铬黄为主	产量	0.97	3.06	2.37
		销量	0.92	3.23	2.56
		产销率	94.85%	105.56%	108.02%
		销售均价	9,687.31	10,538.72	9,986.89
		价格同比变动	-6.39%	5.53%	-14.78%
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向表面处理的工程电镀领域	产量	2.49	10.35	10.33
		销量	2.69	10.28	10.63
		产销率	108.03%	99.32%	102.90%
		销售均价	20,223.56	21,011.15	21,027.98
		价格同比变动	-4.43%	-0.08%	-5.05%
铬盐联产产品	以维生素 K3 和碱式硫酸铬为主，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	产量	0.75	3.34	3.15
		销量	0.82	3.22	3.21
		产销率	109.33%	96.41%	101.90%
		销售均价	11,728.42	11,929.49	11,389.33
		价格同比变动	22.94%	4.74%	-28.04%
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	产量	1.25	3.96	4.00
		销量	0.77	4.08	3.86
		产销率	61.60%	103.03%	96.50%
		销售均价	4,111.24	3,769.12	3,915.18
		价格同比变动	7.62%	-3.73%	-3.13%

注：售价为不含税价格。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司主要原材料铬矿价格仍具刚性，得益于技改和热源循环创新持续优化生产成本，同时依托全球铬盐及金属铬龙头地位推进多轮产品提价，公司盈利能力持续改善；但铬铁矿依赖海外

进口，需关注地缘政治风险、汇率波动风险

跟踪期内，公司外购材料无变化，主营业务成本构成中原材料、燃料和动力费用占比超过75%。随着公司产量增长，2024年主要原材料采购和消耗量均出现不同程度增加，主要原材料铬铁矿、纯碱、硫酸采购价格变化和市场价格变动趋势一致，铬铁矿依赖进口，采购价格在供应受限下同比上涨11.63%；得益于低成本天然碱产能释放，纯碱采购价格同比下滑23.27%；硫酸采购价格在“成本+需求”双轮驱动下同比增长74.61%。能源和动力采购方面，2024年公司电费下降为0.60元/度，市场煤供需双弱，煤炭采购价格同比下滑10.79%，天然气和蒸汽价格总体稳定。公司原材料采购渠道仍为国内外各厂家或贸易商，考虑到公司主要原材料铬铁矿与上游结算仍以“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。

跟踪期内，随着技改与规模效应的持续释放，公司生产成本持续优化。2024年黄石基地通过热源的梯级利用，达成重铬酸钠、元明粉、超细氢氧化铝微粉单吨汽耗同比分别下降约100%、28.6%、37.5%，实现除硫酸钾生产外的蒸汽零外购。在原材料铬铁矿价格仍具刚性的背景下，2024年公司实现主要产品加工成本不断降低，重铬酸盐、铬的氧化物单吨加工成本分别下降12.49%、4.35%。

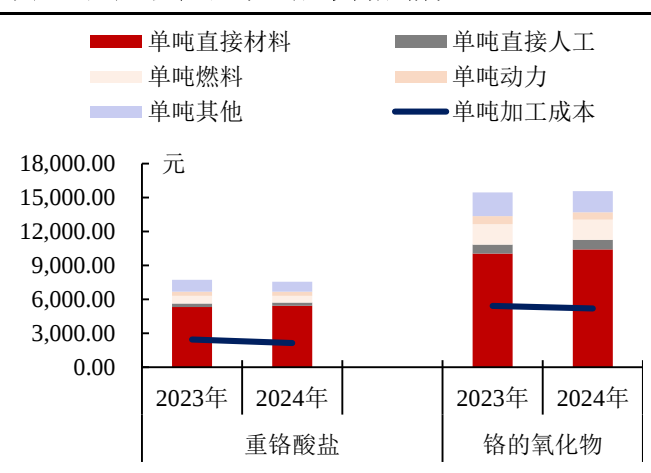
2025年以来，铬铁矿价格在供给刚性和需求增长驱动下企稳回升，成本端存在控制压力。而公司作为全球铬盐及金属铬龙头，具有一定成本传导能力，受益于下游高温合金需求增长，2025年2-4月公司四次上调产品价格，金属铬、重铬酸钠和重铬酸钾、铬酸酐和氧化铬绿销售均价分别较2024年末上调10,000元/吨、500元/吨、1,000元/吨。2024年及2025年1-3月，在铬矿价格采购价格持续抬升的背景下，公司毛利率分别较同期上升0.62个百分点和2.71个百分点。但考虑到主要原材料铬铁矿依赖海外进口，需关注地缘政治风险、汇率波动风险。

表3 公司主要原材料采购情况

项目		2024年	2023年
铬铁矿	采购量-万吨	38.31	33.04
	金额（万元）	104,439.89	80,657.57
	价格同比变化	11.63%	40.36%
纯碱	采购量-万吨	25.30	22.44
	金额（万元）	41,433.61	47,907.67
	价格同比变化	-23.27%	-9.11%
硫酸	采购量-万吨	11.73	11.04
	金额（万元）	2,906.88	1,567.30
	价格同比变化	74.61%	-65.76%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

图5 公司主要产品单吨成本构成情况



注：单吨成本按照对应成本/销量计算。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 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

作为国内铬盐行业唯一上市公司，跟踪期内公司围绕产能扩张、环保升级及产业链延伸领域项目部署投资计划，重庆生产基地搬迁完成产能扩张后，将进一步夯实公司行业龙头地位；但较高的资本

支出强度和新增产能回报不及预期可能推高资金压力，产业链延伸和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

公司生产基地仍位于黄石和重庆，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，因环保政策约束，跟踪期内，公司产能较为稳定，截至2024年末，公司拥有约15万吨/年的重铬酸钠设计产能，2024年实现铬盐序列产品（折重铬酸钠）产量约26万吨，维生素K3的生产能力亦居全球前列。

跟踪期内，公司围绕产能扩张、环保升级及产业链延伸领域项目部署投资计划。产能扩张方面，2024年10月，公司响应重庆市政府部门做出的化工企业环保技改升级搬迁的决策部署，拟以土地置换的方式于潼南区工业园东区迁建“铬钛新材料绿色智能制造环保搬迁项目”，建设内容包括20万吨/年铬盐生产装置、1,500吨/年五氧化二钒生产装置、5,000吨/年维生素K3生产装置、5万吨/年超细氢氧化铝原料生产装置、50万吨/年硫酸及热电联产装置、2万吨/年特种钛白粉生产装置及与上述装置相配套的辅助、公用、储运及环保设施，采用“新产能投产后再关停旧线”模式，不影响当期产能利用率。截至本报告出具日，公司搬迁安排的资产评估正在进行，政府补偿协议尚未签署，预计该次搬迁完成后，公司铬盐序列产品（折重铬酸钠）产量可提升至35万吨以上，进一步夯实公司行业龙头地位，匹配高温合金、新能源领域高增长需求。此外，公司已于2025年5月参与新疆沈宏集团股份有限公司等七家公司破产重整投资人公开招募并启动尽职调查¹，但该方案能否落地还存在较大不确定性。

公司产业链延伸着重完善铬化学品全产业链一体化经营布局，截至2024年末，公司主要在建项目为各类联产产品综合利用类项目、储能项目等。其中，本期债券将新增年产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，2024年公司超细氢氧化铝产品已实现产销平衡，新基建对下游需求仍有支撑；硫酸钾将公司下游延伸至农药化肥领域，需关注未来市场拓展情况。作为具有行业主导地位的铬化学品源头厂商，公司探索铬盐在新材料领域的产业化进程，此前公司于湖北工厂自建的铁-铬液流储能电站一期装置（配置功率250Kw，容量1Mwh）已实现稳定运行，2024年公司与国家电投集团科学技术研究院、中石化合作继续研究铬化学品在大规模长时储能领域应用，但需关注当前新能源配储的商业模式尚未完全成熟的背景下，储能类项目的产业化进度。

近年公司持续推进项目建设，并通过技改扩张产能，叠加每年刚性设备更新和维护支出，公司资本支出较高，2024年投资活动现金流净流出3.64亿元，同比大幅扩大。考虑到在建项目和重庆生产基地搬迁项目仍需公司自筹大量资金，且公司存在同行业并购规划，若新增产能回报不及预期，可能推高资金

¹ 根据公司于2025年5月20日披露的《关于参与新疆沈宏集团股份有限公司等七家公司破产重整投资人公开招募并启动尽职调查的提示性公告》，公司已报名参与新疆沈宏集团股份有限公司、吐鲁番中宏贸易有限公司、吐鲁番瑞德化轻有限公司、吐鲁番沈宏金属工业有限责任公司、吐鲁番沈宏热电有限责任公司、吐鲁番沈宏煤业有限责任公司及吐鲁番沈宏建筑安装有限公司（合称“7家公司”或者“标的公司”）破产重整投资人的招募，其中，新疆沈宏集团股份有限公司系国内当前四家具有源头铬盐生产能力的金属铬材料厂商之一。

压力和财务杠杆风险。

表4 截至 2024 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
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	1.40	50.00%	拟使用本期债券募集资金1.18亿元
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	2.19	121.67%	拟使用本期债券募集资金1.66亿元
液流储能研发中心项目	新建液流储能技术研发中心	1.27	0.51	40.16%	自筹资金
合计	-	5.87	4.10	-	-

注：超细氢氧化铝新型环保阻燃材料项目已投资超过总投资主要是技术升级投入增加所致。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

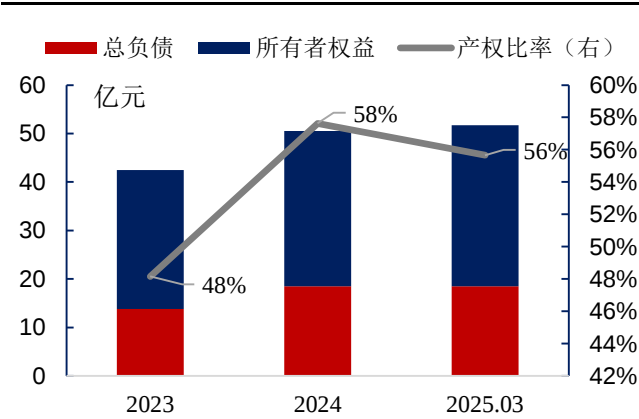
以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年一季度财务报表。

跟踪期内，公司充分受益于龙头地位和新兴领域扩张带来的行业景气，营业收入和盈利能力同比增长；在经营规模扩大和转债成功发行驱动下，公司总资产规模增长，较优的资金平衡能力使得整体偿债压力尚可；但随着后续扩产投入及经营规模扩大，公司仍面临一定的资金压力，涉足的房地产项目市场化销售部分去化存在不确定性

资本实力与资产质量

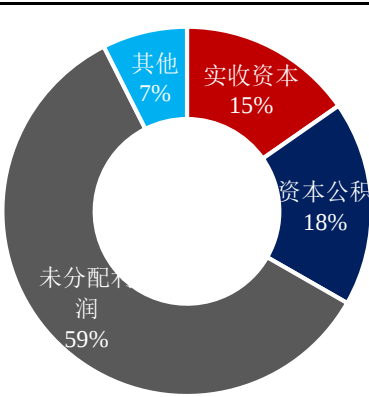
受益于经营规模扩大及盈余积累，近年公司所有者权益持续增长；2024年公司成功发行本期债券，负债驱动下公司产权比率有所抬升，但所有者权益对负债的保障程度仍较高。

图6 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图7 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司所处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。公司固定资产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2024年陆续推进技改、产业链延伸等项目的建设，2024年末在建工程账面价值增加。无形资产以土地使用权、专利权为主。

2024年公司发行可转债到位资金较多，期末货币资金大幅增长。同期末，经营规模扩张带动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）同比上升18.42%，其中，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94.36%，整体回款风险可控，但需关注中小规模客户的坏账风险，2024年公司应收款项周转天数由75.33天下降至70.62天。存货以库存商品和原材料为主，2024年公司根据市场需求增加备货，期末库存产品账面价值有所上升；随着以铬铁矿为主的原材料价格和库存量增长，原材料账面价值大幅增长；公司存货中另有账面价值1.87亿元的开发成本，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²，位于黄石市，该项目预计2025年下半年开启预售，需关注后续去化情况。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.70	7.15%	4.84	9.57%	2.68	6.30%
应收账款	5.86	11.32%	4.75	9.39%	3.73	8.78%
应收款项融资	3.98	7.69%	3.88	7.68%	3.54	8.32%
存货	7.73	14.94%	8.26	16.35%	6.43	15.13%
流动资产合计	24.09	46.56%	23.17	45.83%	17.95	42.25%
固定资产	19.34	37.37%	17.81	35.22%	17.37	40.88%
在建工程	3.35	6.48%	4.37	8.64%	1.72	4.06%
无形资产	2.25	4.35%	2.28	4.50%	2.29	5.38%
非流动资产合计	27.65	53.44%	27.39	54.17%	24.54	57.75%
资产总计	51.75	100.00%	50.56	100.00%	42.49	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

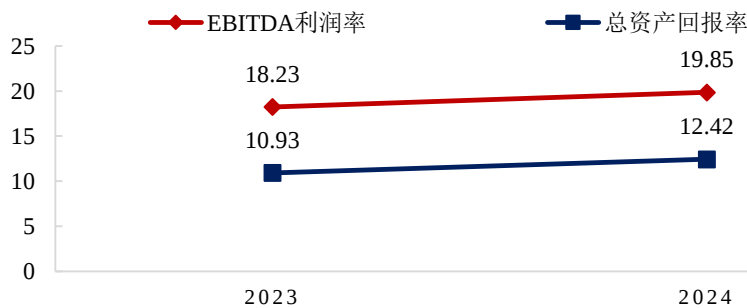
盈利能力

跟踪期内，公司作为全球铬盐及金属铬龙头，充分受益于新兴领域扩张带来的行业景气度提升，2024年和2025年一季度公司营业收入同比持续增长；且得益于规模和品牌优势，公司具有一定价格传导能力，毛利率持续改善。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，毛利率改善和期间费用压缩驱动公

²华宸悦府项目地处黄石市下陆区苏州路与磁湖路交叉口，该区域周边建有医院、学校、商业广场，区块经济和生活价值优势显著。华宸悦府项目在完工后将在销售政策上向公司内部员工倾斜，并给予公司员工一定的购买福利，在此基础上兼顾对外销售。

司盈利能力指标持续抬升。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流及偿债能力

随着产能扩张，2024年末以设备采购款为主的经营性负债（包括应付票据和应付账款）呈现上升趋势。跟踪期内，经营规模扩大带动原材料采购量增加，推高营运资金需求，公司短期借款同比增加；叠加可转债成功发行，2024年末公司新增应付债券3.98亿元。截至2024年末，公司总债务同比增长39.54%。融资渠道方面，以保证借款为主的银行借款是公司最主要的融资渠道，另有一定规模的应付票据、应付债券，银行借款授信方主要以股份制银行为主，利率区间主要在2.40%-3.40%之间。

此外，其他应付款主要为子公司广东钜泰化工有限公司应付给股东的款项、应付股权购买款、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6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.35	7.29%	1.34	7.27%	1.13	8.20%
应付票据	0.38	2.06%	0.98	5.31%	0.63	4.56%
应付账款	2.52	13.64%	2.17	11.73%	1.63	11.82%
其他应付款	0.70	3.77%	0.71	3.86%	0.41	2.96%
一年内到期的非流动负债	1.96	10.58%	1.59	8.59%	1.53	11.09%
流动负债合计	7.64	41.27%	7.83	42.39%	6.43	46.57%
长期借款	5.90	31.90%	5.79	31.34%	6.52	47.21%
应付债券	4.01	21.68%	3.98	21.55%	0.00	0.00%
递延所得税负债	0.85	4.62%	0.77	4.16%	0.73	5.25%
非流动负债合计	10.87	58.73%	10.65	57.61%	7.38	53.43%
负债合计	18.50	100.00%	18.48	100.00%	13.81	100.00%
总债务	13.62	73.62%	13.70	74.14%	9.82	71.10%
其中：短期债务	3.69	27.07%	3.91	28.56%	3.29	33.54%
长期债务	9.93	72.93%	9.79	71.44%	6.53	66.46%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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，在原材料采购价格增长背景下，2024年公司经营活动现金流持续净流入，但净流入规模有所下滑；受2025年一季度季节性采购影响，经营活动现金流净流出0.11亿元。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和技改投资为主，资本支出强度增加导致投资活动现金流流出规模扩大，同期发行可转债使得筹资活动现金净流入大幅增加。考虑到近年公司存在产能扩张需求，且持续推进项目建设，公司仍面临一定的资本支出压力。

从偿债指标来看，2024年末公司债务规模持续上升，资产负债率及总债务/总资本均有所上升；经营现金流净流入规模下降使得现金流指标对总债务的保障能力走弱，但EBITDA可保障对债务利息的支出，整体偿债压力尚可。

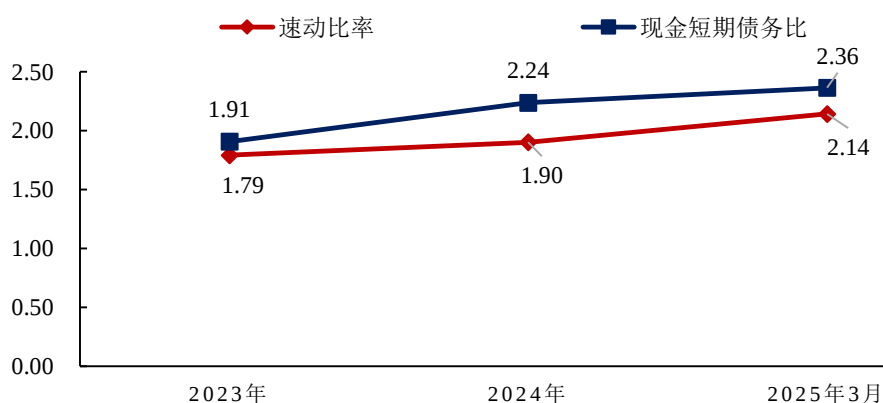
表7 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.11	3.33	3.96
FFO（亿元）	--	6.11	4.56
资产负债率	35.76%	36.56%	32.51%
净债务/EBITDA	--	0.74	0.66
EBITDA 利息保障倍数	--	21.87	19.12
总债务/总资本	29.07%	29.94%	25.51%
FFO/净债务	--	102.68%	102.01%
经营活动现金流净额/净债务	-2.06%	56.07%	88.74%
自由现金流/净债务	-11.76%	8.26%	23.21%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，得益于可转债募集资金到位，公司现金类资产保有量大幅增加，跟踪期内流动性比率指标有所改善。同时，公司作为A股上市公司，具备直接融资渠道。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

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主要存在两起处罚事项：

（1）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；（2）2024年4月，民丰化工违反海关监管规定罚款0.80万元。前述处罚均无从重情节。

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，跟踪期内公司时任总经理因短线交易收到中国证券监督管理委员会立案通知书

公司已建立股东大会、董事会、管理层三层治理结构，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。

根据公司于2025年1月13日发布的《湖北振华化学股份有限公司关于公司总经理收到立案告知书的公告》，公司总经理柯愈胜先生于2025年1月10日收到《中国证券监督管理委员会立案告知书》（编号：证监立案字0052025001号），因其涉嫌短线交易振华股份股票，根据《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国行政处罚法》等法律法规，决定对其立案。根据公司公告，本次事项系对柯愈胜先生个人的调查，不会对公司董事会运作及公司日常经营活动产生重大影响。截至本公告出具日，上述事项的立案结果暂未公布。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2025年5月12日）、重要子公司民丰化工（报告查询日：2025年5月12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，截至报告查询日（2025年6月13日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

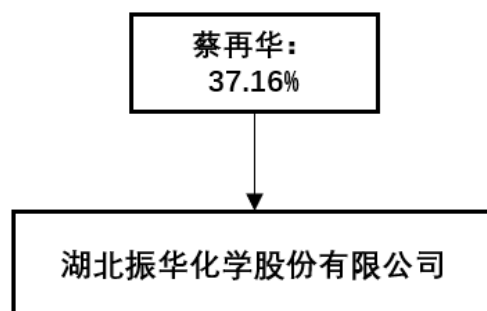
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	3.70	4.84	2.68	2.86
应收账款	5.86	4.75	3.73	4.17
存货	7.73	8.26	6.43	6.16
流动资产合计	24.09	23.17	17.95	18.47
固定资产	19.34	17.81	17.37	16.11
非流动资产合计	27.65	27.39	24.54	21.35
资产总计	51.75	50.56	42.49	39.81
短期借款	1.35	1.34	1.13	1.71
应付账款	2.52	2.17	1.63	1.80
一年内到期的非流动负债	1.96	1.59	1.53	3.86
流动负债合计	7.64	7.83	6.43	10.16
长期借款	5.90	5.79	6.52	3.33
应付债券	4.01	3.98	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	10.87	10.65	7.38	4.09
负债合计	18.50	18.48	13.81	14.25
总债务	13.62	13.70	9.82	10.32
其中：短期债务	3.69	3.91	3.29	6.99
长期债务	9.93	9.79	6.53	3.33
所有者权益	33.24	32.07	28.68	25.56
营业收入	10.20	40.67	36.99	35.34
营业利润	1.36	5.48	4.30	4.88
净利润	1.17	4.72	3.72	4.24
经营活动产生的现金流量净额	-0.11	3.33	3.96	4.91
投资活动产生的现金流量净额	-0.69	-3.64	-2.74	-3.14
筹资活动产生的现金流量净额	0.22	1.98	-1.38	-0.87
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	8.07	6.74	7.27
FFO（亿元）	--	6.11	4.56	4.95
净债务（亿元）	5.15	5.95	4.47	4.08
销售毛利率	26.41%	25.19%	24.58%	27.07%
EBITDA 利润率	--	19.85%	18.23%	20.57%
总资产回报率	--	12.42%	10.93%	13.77%
资产负债率	35.76%	36.56%	32.51%	35.79%
净债务/EBITDA	--	0.74	0.66	0.56
EBITDA 利息保障倍数	--	21.87	19.12	21.51
总债务/总资本	29.07%	29.94%	25.51%	28.77%

FFO/净债务	--	102.68%	102.01%	121.21%
经营活动现金流净额/净债务	-2.06%	56.07%	88.74%	120.34%
速动比率	2.14	1.90	1.79	1.21
现金短期债务比	2.36	2.24	1.91	1.02

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供、公开资料

附录三 2024 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
湖北新胜物流有限公司	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	76%	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
广东钜泰 化工有 限 公 司	1,600.00	76%	其他电池制 造	非同一控制 下企业合并
振华民丰（香港）有限公司	950 万美元	100%	贸易	设立

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 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+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
应收款项周转率	营业收入 / [(期初应收账款+期初应收票据+期初应收款项融资) + (期初应收账款+期初应收票据+期初应收款项融资) / 2]
应收款项周转天数	360/应收款项周转率

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号