

信用评级公告

联合〔2021〕9094号

联合资信评估股份有限公司通过对贵州川恒化工股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持贵州川恒化工股份有限公司主体长期信用等级为AA⁻，并维持“川恒转债”的信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年九月二十九日

贵州川恒化工股份有限公司 公开发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
贵州川恒化工股份有限公司	AA-	稳定	AA-	稳定
川恒转债	AA-	稳定	AA-	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
川恒转债	11.60	11.60	2027/8/12

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；债券余额为截至2021年9月16日的数

据
转股期：2022年2月18日至2027年8月11日

当前转股价格：21.02元/股

评级时间：2021年9月29日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
化工企业信用评级方法	V3.0.201907
化工企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-	评级结果	AA-	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	盈利能力	3
			现金流量	4
			资产质量	3
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对贵州川恒化工股份有限公司（以下简称“公司”或“川恒股份”）的评级，反映了公司作为以生产磷酸二氢钙和磷酸一铵产品为主的化工企业，在行业地位、技术水平以及原材料供给等方面所具备的竞争优势。2020年以来，公司非公开发行股票成功，资产流动性加强，经营状况良好，经营活动现金流呈净流入态势。同时，联合资信也关注到公司原材料价格波动、面临环保压力、长期股权投资的资产减值风险以及汇率波动风险等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着公司收购贵州省福泉磷矿有限公司（以下简称“福泉磷矿”）的矿业权及相关资产，公司发展所需主要原材料得到更好的保障，公司的盈利能力和竞争力进一步得到提升。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。2020年，公司经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力较强，经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力较弱，但考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强，偿债压力将得以减轻。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA-，并维持“川恒转债”的信用等级为AA-，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，公司经营状况良好，具备一定的工艺技术优势。跟踪期内，磷酸二氢钙和磷酸一铵产量保持增长，磷酸二氢钙-福泉和磷酸一铵产能利用率很高。2021年上半年，受益于磷酸一铵业务增长和新增磷矿石自产业务，整体营业收入同比有所增长。
- 公司原材料供给保持了一定的优势。公司位于瓮福地区，该地区磷矿资源储量丰富，公司就近采购磷矿石，运输成本较低。跟踪期内，公司子公司收购关联方福泉磷矿相关磷矿资产，解决了公司与控股股东之间的同业竞争，减少关联交易，稳定公司磷矿石供应，增强公司在原材料采购中的议价能力。
- 公司债务负担较轻。截至2021年6月底，公司资产负债

分析师：任贵永 张 炯

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为40.44%、23.33%和12.04%。

关注

1. **公司盈利能力易受到宏观环境和化工行业周期性波动影响。**虽然公司原材料供应保障能力强，但生产所需的主要原材料磷矿石、硫酸、硫磺均为市场化定价；原材料价格波动将对公司盈利造成一定影响。
2. **公司面临一定的环保压力。**公司主要从事磷化工产品生产，生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等废弃物；随着环保政策趋严，公司环保压力加大。
3. **长期股权投资的资产减值风险。**截至2020年底，公司持有瓮安县天一矿业有限公司（以下简称“天一矿业”）49%的股权。天一矿业的主要资产为瓮安县玉华乡老虎洞磷矿的采矿权，但尚未开展磷矿开采业务。若未来发生磷矿石价格下降、磷矿石生产成本上升、可采储量下降或建设过程中遭遇重大施工技术问题等情况，公司对天一矿业的长期股权投资存在一定的资产减值风险。
4. **汇率波动风险。**出口收入是公司主营业务收入的重要组成部分。公司出口产品主要以美元定价、结算，人民币对美元升值可能对出口业务产生不利影响，公司面临一定的汇率波动风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产（亿元）	2.21	3.41	11.71	10.61
资产总额（亿元）	26.16	28.21	37.68	51.67
所有者权益（亿元）	19.11	20.01	29.60	30.77
短期债务（亿元）	3.11	4.08	2.38	5.15
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.55	4.21
全部债务（亿元）	3.11	4.08	2.93	9.36
营业收入（亿元）	12.90	17.49	17.77	10.06
利润总额（亿元）	0.97	2.21	1.77	1.31
EBITDA（亿元）	1.66	3.03	2.64	--
经营性净现金流（亿元）	0.14	2.87	2.56	0.41
营业利润率（%）	20.59	26.92	23.85	25.29
净资产收益率（%）	4.01	8.97	4.84	--
资产负债率（%）	26.95	29.06	21.45	40.44
全部债务资本化比率（%）	13.99	16.93	9.01	23.33
流动比率（%）	165.00	120.50	264.24	108.22
经营现金流动负债比（%）	2.48	42.49	42.09	--
现金短期债务比（倍）	0.71	0.84	4.92	2.06
EBITDA 利息倍数（倍）	17.81	18.44	130.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.88	1.35	1.11	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额（亿元）	18.25	19.75	27.28	34.62
所有者权益（亿元）	12.60	12.82	21.84	22.54
全部债务（亿元）	3.00	4.08	2.43	8.92
营业收入（亿元）	10.63	13.76	11.39	7.65
利润总额（亿元）	0.63	1.48	0.99	0.77
资产负债率（%）	30.98	35.08	19.95	34.91
全部债务资本化比率（%）	19.23	24.14	10.01	28.37
流动比率（%）	154.43	99.85	139.10	137.11
经营现金流动负债比（%）	-0.43	40.94	25.57	--
现金短期债务比（倍）	0.70	1.21	0.60	0.56

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
川恒转债	AA-	AA-	稳定	2020/12/30	任贵永 赵天慧	化工行业企业信用评级方法 V3.0.201907 /化工行业企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由贵州川恒化工股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

贵州川恒化工股份有限公司

公开发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于贵州川恒化工股份有限公司（以下简称“公司”或“川恒股份”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

川恒股份于 2002 年 11 月 25 日由李光春（后改名为“李进”，以下均称“李进”）、李光明、李光会（后改名为“李光惠”，以下均称“李光惠”）设立。2003 年 11 月 9 日，公司股东会作出决议，同意吸收四川川恒控股集团股份有限公司（以下简称“川恒集团”）为公司股东，由川恒集团对公司增资 700 万元。后经多次增资扩股，2015 年 4 月 20 日，公司股东会作出决议，同意将公司整体变更为股份有限公司。

2017 年 8 月，公司公开发行 4001 万股股票并在深圳证券交易所上市，股票简称“川恒股份”，股票代码“002895.SZ”。后经多次回购以及股权激励，以及公司完成非公开发行股票 8000.20 万股后，公司股本总额增至 48762.80 万股。2020 年 12 月，公司激励计划预留权益授予的限制性股票共计 79.50 万股。截至 2021 年 6 月底，公司股本总额为 48842.30 万股，股东川恒集团持股 56.84%，为公司控股股东；李光明、李进作为一致行动人，共同持股川恒集团股权 66.99%，为公司实际控制人（详见附件 1-1）。

截至 2021 年 9 月 13 日，公司控股股东川恒集团所持公司股权质押共计 14887.23 万股，占其所持股份的 53.62%，质押比例较高。

公司主要产品为饲料级磷酸二氢钙、磷酸一铵和磷矿石等。

截至 2021 年 6 月底，公司设审计部、人力资源部等 19 个职能部门（详见附件 1-2），纳入公司合并报表范围内的子公司有 8 家。截至 2020 年底，公司拥有在职员工 1394 人。

截至 2020 年底，公司资产总额 37.68 亿元，所有者权益 29.60 亿元（含少数股东权益 0.16 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 17.77 亿元，利润总额 1.77 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司资产总额 51.67 亿元，所有者权益 30.77 亿元（含少数股东权益 0.23 亿元）；2021 年 1—6 月，公司实现营业收入 10.06 亿元，利润总额 1.31 亿元。

公司注册地址：贵州省黔南布依族苗族自治州福泉市龙昌镇；法定代表人：吴海斌。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

经联合资信评级的公司存续债券为“川恒转债”，发行额度合计 11.60 亿元。公司发行的“川恒转债”将自 2022 年 2 月 18 日起开始转股，转股期为 2022 年 2 月 18 日至 2027 年 8 月 11 日。“川恒转债”初始转股价格为人民币 21.02 元/股。

截至 2021 年 8 月底，“川恒转债”债券余额为 11.60 亿元，尚未到第一个付息日，募集资金已投入使用 3.76 亿元。

表1 公司存续债券概况

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
川恒转债	11.60 亿元	11.60 亿元	2021/8/12	2027/8/12

资料来源：Wind

截至 2021 年 8 月底，“川恒转债”募集资金使用情况如下：

表2 本次债券募集资金使用情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	募集资金承诺投资金额	截至披露日自有资金已投入金额	置换先期投入金额	已使用金额	备注
1	福泉市新型矿化一体磷资源精深加工项目—150万吨/年中低品位磷矿综合利用选矿装置及配套设施	35513.00	31724.00	7865.57	7865.57	9035.18	已使用金额包括已置换的先期投入
2	福泉市新型矿化一体磷资源精深加工项目—30万吨/年硫铁矿制硫酸装置	27845.30	24155.79	17.00	17.00	23.08	
3	30万吨/年硫铁矿制硫酸项目	22866.33	20197.79	4798.39	4798.39	4805.15	
4	贵州川恒化工股份有限公司工程研究中心	5775.00	5200.00	0.00	0.00	0.00	
5	补充流动资金	14722.42	13462.42	0.00	0.00	13110.72	已使用金额未包含发行费
6	偿还银行贷款	20000.00	20000.00	0.00	0.00	10600.00	
合计		126722.05	114740.00	12680.96	12680.96	37574.13	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动

性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021年上半年，中国国内生产总值53.22万亿元，不变价累计同比增长12.70%，两年平均增长5.31%，较一季度加快0.31个百分点，低于2019年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为4.29%和6.12%，均已经高于疫情前2019年上半年的水平（2019年上半年分别为3.10%和5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为4.89%，远未达到2019年上半年7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表3 2018—2021年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018年	2019年	2020年	2021年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP增速（%）	6.75	6.00	2.30	12.70（5.31）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	15.90（6.95）
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	12.60（4.40）
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	23.00（4.39）
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI同比（%）	3.50	-0.30	-1.80	5.10

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同

城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出

上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的

5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应

减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

五、行业分析

跟踪期内，公司经营主要产品仍为中间品磷酸以及最终产品饲料级磷酸二氢钙和消防用磷酸一铵，所处行业为磷化工行业，所属细分市场为饲料级磷酸二氢钙市场和消防用磷酸一铵市场。

1. 行业概况

随着中国经济高速发展和现代化农业的进展加速，中国在磷复肥、黄磷、磷酸盐和磷化物的生产、科研和应用方面已经形成比较完备的工业体系，实现了由进口大国向制造大国的历史跨越。但是中国在高端化、精细化磷化工的生产技术和装备方面与国外先进水平还有一定差距，中国磷化工行业产能过剩，环境污染严重和资源利用效率低等问题日益凸显，制约着磷化工产业的发展。国家通过供给侧改革去产能、加大环保力度、优化行业资源配置和打造磷化工开采生产一体化战略等方式促进中国磷化工行业良性发展。

2. 行业上游

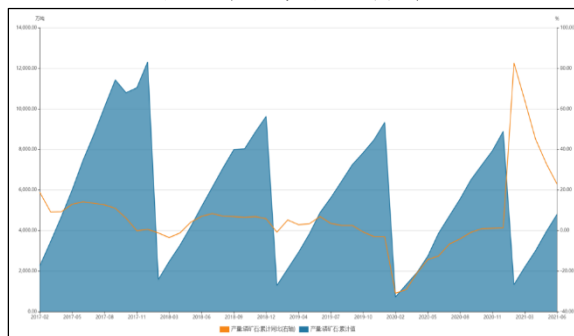
世界磷矿石储量较为丰富，但分布不均。国内主要集中在西南地区。近年来，磷矿石供应在资源消耗和环保压力下日趋紧张，但 2021 年上半年在市场价格上涨的刺激下产量同比增长。

磷化工的主要原材料以磷矿石为主。根据公开资料，截至 2020 年，全球探明磷矿石基础储量约 710 亿吨，磷矿石基础资源储量主要分布在非洲、北美、亚洲、中东等地区，非洲和中东合计接近全球的 80%，其中储量的 85% 以上集中在摩洛哥和西撒哈拉、埃及、阿尔及利亚、中国。仅摩洛哥和西撒哈拉就占全球总量 70%。2019 年末中国探明磷矿资源基础储量位居世界第二，约 34 亿吨，但可开采的保有磷矿资源储量只有 21.11 亿吨，且与世界其他地区磷矿相

比，中国磷矿资源具有富矿少、贫矿多，易选矿少、难选矿多等特点，可直接利用的高品位资源少，需要洗选加工后才可利用的中低品位资源多，且以胶磷矿为主，该类磷矿约占全国磷矿储量的 75%。全国磷矿石平均品位仅为 16.85%，是世界上磷矿平均品位最低的国家之一。国内磷矿生产主要集中在西南地区，主要包括云南、贵州、湖北和四川地区。

虽然，全球磷矿石储量较为丰富，短时间内不会短缺，但其作为重要的不可再生资源，各国政府逐渐重视其利用价值。中国已实行磷矿石出口配额政策多年，2016 年国务院审批通过的《全国矿产资源规划（2016—2020 年）》首次将磷列为战略性非金属矿产。近年来，国内环保、限产政策不断升级，国内磷矿石产量逐年下降。经过多年开采，国内富矿资源不断消耗，磷矿石整体品位下降趋势明显，再加之环保压力增加，使得国内磷矿石开工率进一步降低，在环保督查和供给侧改革持续推进的背景下，磷矿石供应紧张将成为常态。2020 年中国磷矿石产量为 8893.30 万吨，同比增长 1.3%。2021 年 1—6 月中国磷矿石产量为 4807.30 万吨，同比增长 24.3%，主要系疫情影响下 2020 年同期基数较低所致。长期来看，随着磷矿石品位的下降、开采边际成本不断提高以及国家对磷矿石开采管制更加严格，磷矿石稀缺度将逐渐增强，集中度也将进一步提高，推动磷矿石资源价格呈长期上涨趋势。

图 1 磷矿石产量及增长率



资料来源：Wind

3. 行业下游

磷化工主要产品为磷肥，近年来受国内行

业资源整合和环保政策以及出口影响，产销量均呈下降态势，但随着制造水平的提升，其应用领域也在逐步拓展，2020年，受下游化肥等市场需求增加影响，产品产销量有所回升。2021年以来产品价格明显提高。

磷肥与氮肥和钾肥合称为中国三大肥料，磷化工的下游产品中磷肥占比超过七成，磷肥产品主要包括磷酸一铵(MAP)、磷酸二铵(DAP)和重钙(TSP)。但考虑到公司主要产品为磷酸一铵和磷酸二氢钙，因此，本文重点分析上述两种产品市场。

磷酸一铵

从 2017 年起，由于供给侧改革及近几年安全环保督查趋严，部分落后产能被清理；农业部推广测土配方施肥、科学施肥以及国家倡导化肥使用量零增长；再加之海外产能的释放，使得中国磷肥出口下滑。中国磷酸一铵产能、产量以及消费量呈下降态势，根据公开资料，2018 年，中国磷酸一铵产能 2350 万吨/年，较 2017 年减少了 107 万吨/年。磷酸一铵产量从 2016 年高峰的 2300 万吨下降至 2019 年的约 900 万吨，2020 年 1—11 月磷酸一铵产量 1041.48 万吨。2016 年—2019 年，表观消费量从 2100 万吨降至 700 万吨以下，2019 年中国磷酸一铵消费量 671.38 万吨，较上年减少 225.72 万吨；2020 年 1—11 月中国磷酸一铵消费量 829.89 万吨，明显增长主要系下游复合肥需求旺盛所致。中国是磷酸一铵生产大国，出口量远远大于进口量，2019 年中国磷酸一铵出口总量为 239.09 万吨，出口数量同比下降 4.0%，2020 年 1—11 月，中国磷酸一铵出口数量 212.9 万吨，同比变化不大。

除一般农业种植业外，部分高纯度磷酸一铵被用作阻燃剂、灭火剂、纺织物的阻燃、造纸加工等行业的分散剂、防火涂料、木材产品的添加剂、搪瓷用釉剂，其中 ABC 干粉灭火剂中磷酸一铵含量通常在 50% 甚至更高。随着磷酸一铵制造水平的提升，其应用领域已被拓展到医药和食品工业。

图 2 磷酸一铵价格走势图



资料来源：Wind

2017 年以来，国内磷酸一铵价格波动较大，2018 年 7 月后整体缓慢下降后于 2020 年下半年起快速提升，2021 年 6 月底达近年来高位。截至 2020 年底，国内磷酸一铵（55% 颗粒）市场价：华东地区未 2158 元/吨，同比增长 11.2%，2021 年 6 月底达 3180 元/吨。

磷酸二氢钙

磷酸二氢钙，化学式为 $\text{Ca}(\text{H}_2\text{PO}_4)_2$ ，广泛用于水产养殖动物及畜禽养殖动物的饲料添加剂，其在水产饲料中的添加比例通常仅为 1%~3%，也可用作膨松剂、面团调节剂、缓冲剂、营养增补剂、乳化剂、稳定剂等品质改良剂。饲料级磷酸二氢钙在国内发展时间较短，近年来随着国内市场开拓，饲料级磷酸二氢钙在乳猪饲料中的使用有所增长。

中国是饲料产销大国，伴随非洲猪瘟等不利因素的影响逐步缓解，2020 年以来生猪存栏量随之提高，禽类、水产存栏维持较高水平，受益于下游需求提升，2020 年中国商品饲料产量达到 2.4 亿吨，同比增长 10%，预计中国饲料产量可能保持稳步增长的格局。

4. 行业政策

跟踪期内，公司所在的贵州省对磷化工产业发展进行了重点规划，推动地区内磷化工行业发展。

根据 2021 年 2 月贵州省人民政府提出的《贵州省国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（以下简称“贵州十四五规划”），贵州省将加快建设世界级磷化工产业集群，推进磷化工产业精细化发展，科学合理开发利用磷矿资源，加快发展水溶肥、缓控释肥、

有机—无机复合肥等新型肥料，大力发展湿法净化磷酸精深加工产品、黄磷后加工产品，提高磷矿共伴生资源利用和磷石膏综合利用比重。贵州十四五规划在重点项目中列示了包括公司新型“矿化一体化”磷资源精深加工等项目。

5. 未来发展

未来，磷化工仍将围绕环保供给收缩，需求端考虑到新能源汽车行业的快速发展而有望快速增长，高端磷化工仍存在较大的发展空间，整体供需关系有望改善。

未来，磷化工行业在国内去产能和环保高压影响下，供给端落后产能将被淘汰，行业供给难以大幅上升。随着行业落后产能出清和下游需求回暖，磷矿石将平稳运行，环保政策下传统磷酸盐需求有所下降，但国内高端磷酸盐有望快速发展。磷肥作为刚性需求，整体需求有望趋稳。中国自然资源部首次将磷矿石列入我国战略性矿产名录，以及其他部门以及其他磷矿石主产区地方政府也陆续出台文件，对磷矿石的开采和生产做出限制。未来中小磷矿石产能将持续退出，磷矿石资源审批也愈发困难，磷矿产能或将持续收紧。

高端磷化工领域，近年来，亚磷酸和次磷酸及其盐、电子级黄磷、赤磷、金属磷化物、有机磷化物、医药级磷化物等磷化工产品人们的衣、食、住、行各领域发挥着越来越重要的作用。特别是新能源汽车行业蓬勃发展，动力电池产量快速提高，作为主要材料之一的磷酸铁锂需求增长，打开了磷化工产业发展的新空间。随着科技的发展，高纯度及特种功能磷化工产品尖端科学、国防工业等方面也将被进一步地推广应用。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 6 月底，公司总股本为 4.88 亿元，其中川恒集团持股 56.84%，为公司控股股东；李光明、李进共同持股川恒集团股权 66.99%，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司依托瓮福地区丰富的磷矿资源和自主创新的半水湿法磷酸技术，产品市场认可度较高，竞争优势明显。跟踪期内，公司在主要产品产能、生产技术、品牌建设和销售渠道方面无重大变化。

公司的主营业务为磷酸及磷酸盐产品的生产、销售，其中磷酸为中间产品，终端产品主要为饲料级磷酸二氢钙和磷酸一铵，磷酸一铵包括消防用磷酸一铵和肥料用磷酸一铵。截至2021年6月底，磷酸二氢钙和磷酸一铵产能分别为30.00万吨/年和9.00万吨/年²。

截至2021年6月底，公司磷矿石主要来自自有的福泉磷矿，一定程度上保障公司稳定生产；公司在原材料的采购上有具有一定的地域优势，一定程度上降低运输成本，为公司发展提供了良好的外部环境。

公司是国家高新技术企业，建有省级企业技术中心。公司自主研发的磷矿浮选技术、半水湿法磷酸生产成套技术、湿法磷酸净化技术、饲料级磷酸二氢钙生产技术、磷酸一铵生产技术均应用于工业化生产。此外，公司与北京科技大学共同研发了半水磷石膏改性胶凝材料及充填技术，可有效处理公司产品生产过程中产生的磷石膏。

公司依托瓮福地区丰富的磷矿资源和自主创新的半水湿法磷酸技术，优化工艺，强化市场竞争力，生产的饲料级磷酸二氢钙的国内市场份额和出口数量，以及生产的消防用磷酸一铵的国内市场份额均处于行业首位。

在国内市场，公司的“小太子”牌饲料级磷酸二氢钙市场占有率已多年稳居行业首位，成为行业第一品牌。在国外市场，公司自2013年起致力于推广出口产品品牌“Chanphos”，“Chanphos”饲料级磷酸二氢钙在亚太地区已成为同行业的知名品牌。

此外，公司通过与不同区域有实力的经销商长期合作，已形成了广泛的经销网络。公司一直致力于拓展国际市场，在稳定东南亚市场的同时，开发南亚、中东及中南美洲市场，公司生产的饲料级磷酸二氢钙远销多个国家和地区。

3. 人员素质

跟踪期内，公司董监高人员发生一定变化；公司职工岗位构成、学历结构合理，符合公司所处行业的特征。

跟踪期内，公司董事刘胜安届满离任，独立董事朱家骅、胡北忠、余雨航届满离任；监事杜红果、张桂云届满离任，高管毛伟、阳金、马飏届满离任。截至2021年6月底，公司董事会、监事会成员及高管共13人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

截至2020年底，公司拥有在职员工1394人。从学历上看，公司拥有硕士及以上22人，占员工总数1.58%；大学本科249人，占员工总数的17.86%；专科206人，占员工总数的14.78%；中专、高中及以下917人，占员工总数的65.78%。从职能上看，公司拥有管理人员52人，占员工总数的3.73%；技术人员140人，占员工总数的10.04%；销售人员61人，占员工总数的4.38%；生产人员1021人，占员工总数的73.24%；其他人员120人，占员工总数的8.61%。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中征码为5227240000020004的中国人民银行《企业信用报告》，截至2021年8月31日，公司无未结清和已结清关注类和不良/违约类信贷信息，已结清信贷信息中有1笔垫款，系银行承兑汇票保证金，金额很小。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现逾期或违约记录，公司履约情况良好。

²不含肥料级聚磷酸铵生产装置前端生产磷酸一铵产能约8万吨/年

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构及管理体制方面无重大变化。

八、重大事项

收购资产

跟踪期内，公司子公司收购关联方磷矿资产，解决了公司与控股股东之间的同业竞争，减少了关联交易，稳定了公司磷矿石供应，增加了公司在原材料采购中的议价能力。同时，联合资信将持续关注鸡公岭磷矿的建设进展。

2021年2月，公司子公司贵州福麟矿业有限公司（以下简称“福麟矿业”）与贵州省福泉磷矿有限公司（以下简称“福泉磷矿”）签订《新桥磷矿、鸡公岭磷矿矿业权及相关资产转让协议》（以下简称“《转让协议》”）；福麟矿业收购福泉磷矿新桥磷矿、鸡公岭磷矿（以下简称“新桥、鸡公岭磷矿”）采矿权及相关资产。川恒集团及澳美牧歌有限责任公司（以下简称“澳美牧歌”）承诺新桥、鸡公岭磷矿采矿权及相关资产（以下简称“标的资产”）2021年度、2022年度及2023年度经具有证券期货相关业务资格的会计师事务所审计的扣除非经常性损益后实现的净利润应分别不低于8000.00万元、10000.00万元及12000.00万元。其中，2021年度承诺利润，应自《资产转让协议》生效后按月进行折算（实际承诺利润=自《资产转让协议》生效当月至本年末的月份数*8000万/12）。利润承诺期内，若标的资产当期实际净利润数低于当期承诺净利润数，业绩承诺方（即川恒集团、澳美牧歌）应当对本公司进行现金补偿。基于评估结果以及评估基准日后新增资产，福麟矿业与福泉磷矿经协商一致，确定本次交易对价共13.26亿

元。

公司控股股东川恒集团全资子公司澳美牧歌持有福泉磷矿90%股权，福泉磷矿属于公司关联方。福泉磷矿与公司为同一控制下企业，根据《深圳证券交易所股票上市规则》的相关规定，本次交易构成关联交易。

2021年5月，公司公告双方按照《资产转让协议》的约定履行资产交割义务，双方已完成动产的交付、不动产变更登记，并办理完毕采矿权变更登记。交割完成后，福泉磷矿已无其他采矿权，与公司无原材料供应关系。

考虑到鸡公岭磷矿尚在准备建设期，公司面临鸡公岭磷矿的建设、开采将面临项目建设周期超出预期、设计采矿规模无法达到、产能不达标、建设所需资金超过预算等建设风险。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入仍主要来自磷酸二氢钙、磷酸一铵产品销售收入。2020年，公司营业收入和毛利率变化幅度小。2021年上半年，受益于磷酸一铵业务增长和新增磷矿石自产业务，整体营业收入有所增长。

跟踪期内，公司营业收入主要来自磷酸二氢钙、磷酸一铵产品生产。2020年，公司实现营业收入17.77亿元，较上年增长1.60%。从营业收入构成看，磷酸二氢钙板块作为公司最主要收入来源，2020年该板块营业收入较上年下降11.95%，主要系当年四季度东南亚等海外市场受疫情影响较大、市场需求不足导致产品价格下滑。同期，磷酸一铵板块营业收入降幅较小。公司其他业务板块包括磷矿石及化工产品贸易、磷矿石自产等，整体占比不大。

表4 2018—2020年及2021年1—6月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018年			2019年			2020年			2021年1—6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
磷酸二氢钙	8.49	65.77	23.17	9.46	54.09	29.76	8.33	46.88	27.97	3.58	35.59	32.01
磷酸一铵	3.46	26.78	17.05	5.25	30.01	31.19	5.05	28.42	33.44	2.99	29.72	30.20
掺混肥	0.20	1.59	15.01	0.33	1.87	9.44	0.28	1.58	15.02	0.07	0.70	8.78

水溶肥	0.01	0.09	16.22	0.01	0.08	28.81	0.01	0.05	31.02	0.15	1.49	9.82
聚磷酸铵	--	0.02	33.82	0.03	0.16	32.78	0.13	0.73	-5.27	0.12	1.19	-12.00
磷矿石自产	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.92	9.15	51.44
其他自产产品	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.02	0.20	15.93
化工产品贸易	0.60	4.65	7.11	0.72	4.13	10.73	1.91	10.75	6.89	0.81	8.05	5.33
运输	--	--	--	0.05	0.30	6.12	0.02	0.11	12.08	0.01	0.10	14.42
磷矿石贸易	--	--	--	1.27	7.29	3.47	1.17	6.58	4.69	0.38	3.78	3.42
其他	0.14	1.10	65.90	0.36	2.06	43.10	0.87	4.90	15.14	1.01	10.04	10.11
合计	12.90	100.00	21.12	17.49	100.00	27.32	17.77	100.00	24.61	10.06	100.00	26.80

注：因四舍五入可能存在尾差
资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2020年，公司磷酸二氢钙毛利率小幅下降1.79个百分点；磷酸一铵板块毛利率小幅增长2.25个百分点。整体看，2020年，公司综合毛利率小幅下降2.71个百分点，变化幅度较小。

2021年1—6月，公司实现营业收入10.06亿元，同比增长24.95%。其中，磷酸一铵营业收入同比增长25.10%，主要系销量及售价均增加所致；公司新增磷矿石生产业务，系公司子公司福麟矿业收购福泉磷矿采矿权和相关资产后，增加自产磷矿石的销售所致。2021年1—6月，公司综合毛利率为26.80%，较2020年全年提高2.19个百分点，主要系主要产品磷酸二氢钙毛利率提升以及新增毛利率较高的磷矿石生产业务所致。

2. 原材料采购

2020年，公司磷矿石和磷精矿采购量均有所下降，磷矿石价格增长；硫酸采购量升价跌。2021年上半年，公司磷矿石和硫酸采购价格大幅提升。过往公司采购集中度较高，但随着公司资产收购完成，集中度和关联交易问题显著改善。

公司主要原材料包括磷矿石、磷精矿和硫酸等。磷矿石为公司主要原材料之一，2021年之前主要由公司自有的小坝磷矿及控股股东川恒集团持有的福泉磷矿提供，福泉磷矿将开采的磷矿石主要销售给公司，公司除用于生产所需外，其他磷矿石由公司开展磷矿石贸易业务。2021年上半年，公司通过子公司收购了福泉磷矿主要磷矿采矿权后，磷矿石对外采购量明显减少。硫酸采购主要集中在贵州及邻近的广西

地区，基本为冶金行业生产的烟气酸，烟气酸为冶金企业的副产品。

采购结算方式方面，磷矿石主要为预付款，每月定期结算。对于从开阳地区补充性采购的少量高品位原矿，主要结算方式为货到付款。硫酸采购方式方面，对于直接供应商，主要为合同签订后支付全额预付款；对于贸易硫酸，主要为货到付款。

从采购量上看，2020年，公司磷矿石和磷精矿采购量分别下降29.52%和42.99%，主要系公司2019年8月收购小坝磷矿采矿权后外采量减小，以及生产装置技改后需求量减小所致。2020年，公司硫酸采购量保持增长，同比增长9.08%，主要系部分代替硫磺用于生产所致；硫磺采购量有所下降，同比下降19.07%，主要系用硫磺生产硫酸的成本比外购硫酸成本高，硫酸价格下行后减少自产硫酸产量，也降低了硫磺的用量；以及原部分硫磺库房搬迁后库存能力下降。公司其他原材料2020年采购量同比变化很小。2021年1—6月，因收购福泉磷矿后对外采购转为内供，公司磷矿石和磷精矿采购量大幅下降。

从采购价格上看，2020年公司磷矿石采购价格同比增长9.80%；磷精矿采购价格小幅下降。2020年，硫酸采购价格同比下降19.07%，主要系原料硫磺价格下降以及上半年疫情影响下游需求不足所致。2021年1—6月，随着下游化肥等市场的快速复苏、大宗商品市场产品价格普涨，以及公司磷矿石采购中高品位矿石采购比例上升，采购均价随着市场行情较2020年大幅提升61.22%，公司收购福泉磷矿后逐步发挥自有矿山优势。同期，由于下游化肥国内需求及出口持续旺盛，硫酸价格2021年以来持续走高，公司硫

酸采购价格较2020年大幅提升88.25%。

表5 2018—2020年及2021年1—6月公司原材料采购情况(单位:万吨、元/吨)

原材料	2018年		2019年		2020年		2021年1—6月	
	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格
磷矿石(不含磷精矿)	54.57	216.07	158.59	209.82	111.77	230.38	26.51	371.42
磷精矿	18.63	461.23	28.45	523.34	16.22	516.99	4.32	529.31
硫酸	42.35	447.02	54.97	291.69	59.96	221.87	25.35	417.68
硫磺	6.63	1299.03	7.55	1009.17	6.11	860.49	1.82	1576.09
碳酸钙	10.85	98.56	10.55	101.83	10.96	102.86	5.26	105.60
液氨	1.69	3643.77	2.52	3020.01	2.51	2908.86	1.32	3798.28

注:1.磷酸二氢钙、磷酸一铵共用原材料,公司无法对应区分,故该表为合并统计;2.价格均为含税价
资料来源:公司提供

从上游原材料供应商来看,2020年,采购集中度同比下降9.25个百分点,主要系公司2019年完成了小坝磷矿的收购,因而生产用磷矿石对外采购需求减少所致。2021年1—6月,公司前五大供应商占比为28.42%,集中度较2020年进一步下降10.28个百分点,主要系公

司收购福泉磷矿后磷矿石外购量大幅下降所致。整体看,近两年公司采购集中度较高且第一大供应商为公司关联方,但随着公司将相关矿权装入上市公司,集中度和关联交易问题显著改善。

表6 2018—2020年及2021年1—6月公司前五大供应商情况(单位:万元、%)

年份	序号	供应商名称	供应商所处国家或地区	是否为关联方	采购金额	占比
2018年	1	瓮福(集团)有限责任公司	中国	否	15873.90	17.12
	2	广西南丹南方金属有限公司	中国	否	6385.58	6.89
	3	贵州电网有限责任公司	中国	否	5654.96	6.10
	4	云南磷化集团有限公司	中国	否	3902.47	4.21
	5	中国石油化工股份有限公司	中国	否	3194.84	3.45
	合计				--	35011.75
2019年	1	贵州省福泉磷矿有限公司	中国	是	22363.36	18.43
	2	瓮福(集团)有限责任公司	中国	否	20045.93	16.52
	3	贵州电网有限责任公司	中国	否	6293.14	5.19
	4	广西南丹南方金属有限公司	中国	否	5379.13	4.43
	5	贵州久利矿业有限公司	中国	否	4098.64	3.38
	合计				--	58180.20
2020年	1	贵州省福泉磷矿有限公司	中国	是	18688.66	15.47
	2	瓮福(集团)有限责任公司	中国	否	13256.60	10.98
	3	贵州电网有限责任公司	中国	否	7219.64	5.98
	4	四川誉海融汇贸易有限公司	中国	否	3810.72	3.16
	5	广西南丹南方金属有限公司	中国	否	3760.11	3.11
	合计				--	46735.73
2021年1—6月	1	广西南丹南方金属有限公司	中国	否	4579.11	7.02
	2	贵州电网有限责任公司	中国	否	3783.01	5.80
	3	四川誉海融汇贸易有限公司	中国	否	3527.78	5.41
	4	云南盈福贸易有限公司	中国	否	3332.28	5.11
	5	贵州省福泉磷矿有限公司	中国	是	3311.65	5.08
	合计				--	18533.83

注:磷酸二氢钙、磷酸一铵共用原材料和供应商,公司无法对应区分,故该表为合并统计
资料来源:公司提供

3. 生产加工

跟踪期内，磷酸二氢钙和磷酸一铵产能未发生变化，产量保持增长，磷酸二氢钙-福泉和磷酸一铵产能利用率很高。

截至2021年6月底，公司在贵州福泉市和四川什邡市设有工厂，其中贵州福泉工厂是公司最主要的生产基地，主要生产饲料级磷酸二氢钙、磷酸一铵及聚磷酸铵；四川什邡工厂产能较小，主要作为贵州福泉工厂饲料级磷酸二氢钙产能的补充，同时根据市场需求生产掺混肥和水溶肥。

跟踪期内，公司磷酸二氢钙和磷酸一铵产能未发生变化。2020年，磷酸二氢钙和磷酸一铵产量分别同比增长4.05%和2.10%。2020年，磷酸二氢钙-福泉和磷酸一铵产能利用率均保

持很高水平。其中，磷酸一铵产能利用率远高于100%，主要系公司IPO募投项目肥料级聚磷酸铵生产装置前端可以生产磷酸一铵所致。公司磷酸二氢钙-什邡主要根据市场情况调节生产产品种类，什邡工厂可同时生产掺混肥、水溶肥等产品，因此产能利用率较低。

2021年1-6月，公司磷酸二氢钙产量为14.31万吨，磷酸二氢钙-福泉产能利用率较2020年下降18.57个百分点，主要系因为磷酸一铵的市场需求量较大，公司根据经营需要，对磷酸二氢钙和磷酸一铵的生产计划进行了调整所致；磷酸二氢钙-什邡产能利用率有所增长，主要系产品市场需求增加所致；磷酸一铵产能利用率维持很高水平。

表7 2018-2020年及2021年1-6月公司产品生产情况(单位:吨/年、吨、%)

产品	2018年			2019年			2020年			2021年1-6月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
磷酸二氢钙-福泉	300000.00	286969.35	95.66	300000.00	300474.42	100.16	300000.00	305172.05	101.72	300000.00	124730.64	83.15
磷酸二氢钙-什邡	60000.00	25130.35	41.88	60000.00	24729.95	41.22	60000.00	33202.50	55.34	60000.00	18349.75	61.17
磷酸二氢钙-合计	--	312099.70	--	--	325204.37	--	--	338374.55	--	--	143080.39	--
磷酸一铵	90000.00	128956.19	143.33	90000.00	178878.22	198.44	90000.00	182626.20	202.92	90000.00	100051.25	222.34

注:1.2021年上半年产能利用率数据已做年化处理;2.IPO募投项目肥料级聚磷酸铵生产装置前端生产磷酸一铵产能约为8万吨/年
资料来源:公司提供

4. 产品销售

2020年，公司磷酸二氢钙和磷酸一铵销量变化不大，销售均价受疫情影响均有所下降，产销率维持在高水平；磷酸二氢钙国外销售占比较大，面临一定的汇率波动风险；公司销售集中度一般。2021年上半年，公司磷酸二氢钙和磷酸一铵销售均价有所回升。

2020年，公司磷酸二氢钙和磷酸一铵销量分别同比增长2.11%和6.90%。变化不大。2020

年，磷酸二氢钙和磷酸一铵销售均价分别下降13.75%和9.98%，主要系疫情影响下公司产品下游饲料、化肥和灭火剂等市场需求不足所致。同期，公司磷酸二氢钙和磷酸一铵产销率仍维持在很高水平。

2021年1-6月，公司磷酸二氢钙和磷酸一铵销量同比变化较小，销售均价分别较2020年增长8.60%和10.59%。

表8 2018-2020年及2021年1-6月公司产品销售情况(单位:吨、元/吨、%)

产品	2018年			2019年			2020年			2021年1-6月		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
磷酸二氢钙	305417.52	2778.35	97.85	330970.16	2859.03	101.78	337958.68	2465.81	99.88	133623.02	2677.96	93.39
磷酸一铵	124965.00	2765.47	96.91	176293.87	2977.89	98.56	188455.05	2680.78	103.19	101090.75	2964.77	101.04

资料来源:公司提供

公司出口产品以饲料级磷酸二氢钙为主，公司“Chanphos”饲料级磷酸二氢钙在亚太地区已成为同行业的知名品牌。

跟踪期内，公司磷酸二氢钙国外销售占比保持在 58%左右，同比变化不大。公司产品外销占比较大，或面临一定的汇率波动风险。

表 9 2018 - 2020 年及 2021 年 1 - 6 月公司磷酸二氢钙销售国内外分布情况 (单位: 万吨)

销售地区	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1-6 月	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比	销量	占比
国外	15.91	52.10	19.17	57.92	19.30	57.10	7.87	58.91
国内	14.63	47.90	13.92	42.05	14.50	42.90	5.49	41.09
合计	30.54	100.00	33.10	100.00	33.80	100.00	13.36	100.00

资料来源: 公司提供

2020 年, 公司销售前五大客户合计占比同
比小幅下降 0.75 个百分点。2021 年 1-6 月,

公司销售前五大客户合计占比为 24.20%, 较
2020 年上升 4.36 个百分点, 客户集中度一般。

表 10 2018 - 2020 年及 2021 年 1 - 6 月公司销售前五大客户情况 (单位: 万元、%)

年份	序号	客户名称	客户所处国家或地区	是否为关联方	销售金额	占比
2018 年	1	绵阳市睿临化工有限公司及其关联方	四川	否	8273.23	6.41
	2	通威实业(西藏)有限公司及其关联方	西藏等	否	7033.90	5.45
	3	Cargill meats(thailand) limited 及其关联方	泰国等	否	6494.92	5.03
	4	BETTER PHARMA CO., LTD 及其关联方	泰国等	否	4944.32	3.83
	5	佛山市南海铎杨消防器材有限公司	广东	否	4606.89	3.57
			合计		--	31353.26
2019 年	1	惠多利农资有限公司及其关联方	浙江等	否	8557.16	4.89
	2	通威实业(西藏)有限公司及其关联方	西藏等	否	7400.01	4.23
	3	绵阳市睿临化工有限公司及其关联方	四川	否	7111.38	4.07
	4	BETTER PHARMA CO., LTD 及其关联方	泰国等	否	6677.94	3.82
	5	Cargill meats(thailand) limited 及其关联方	泰国等	否	6266.62	3.58
			合计		--	36013.10
2020 年	1	绵阳市睿临化工有限公司及其关联方	四川	否	8731.05	4.91
	2	惠多利农资有限公司及其关联方	浙江等	否	7607.80	4.28
	3	通威实业(西藏)有限公司及其关联方	西藏等	否	7240.59	4.07
	4	BETTER PHARMA CO., LTD 及其关联方	泰国等	否	6545.97	3.68
	5	Cargill meats(thailand) limited 及其关联方	泰国等	否	5131.61	2.89
			合计		--	35257.03
2021 年 1-6 月	1	绵阳市睿临化工有限公司及其关联方	四川	否	5736.15	5.70
	2	贵州久利矿业有限公司	贵州	否	5729.32	5.70
	3	四川和美农资有限公司及其关联方	四川	否	5370.87	5.34
	4	BETTER PHARMA CO., LTD 及其关联方	泰国等	否	3753.33	3.73
	5	惠多利农资有限公司及其关联方	浙江等	否	3747.60	3.73
			合计		--	24337.28

资料来源: 公司提供

5. 其他业务板块

跟踪期内, 公司开展磷矿石贸易业务, 该业务磷矿石主要来自福泉磷矿。2021 年上半年, 公司磷矿石贸易业务变更为自产磷矿石对外销

售。公司其他业务板块收入占比较小。

公司开展磷矿石贸易业务。2020 年, 公司磷矿石贸易业务主要来自川恒集团控股子公司福泉磷矿供应的磷矿石, 为解决公司与福泉磷矿

的同业竞争问题，福麟矿业受托经营福泉磷矿，矿石销售也由公司负责。

福泉磷矿生产的磷矿石全部销售至公司，在市场化原则下，按月签订合同（井口交货价），由公司矿石供销部与福泉磷矿对应部门具体经办。在此基础上，公司矿石供销部根据生产和中转货场的库存情况开展对外销售工作。

福泉磷矿品位低的磷矿石适合浮选深加工。品位略高的A层矿是优质的黄磷矿资源，具有差异化价值。公司按照市场价格对外销售，扣减中间销售成本即是与福泉磷矿的结算价格。

磷矿石的销售主要为签订月度合同，约定合同数量和品位（以五氧化二磷计），数量以合同约定过磅地过磅为准，收全额预付款。

2021年3月，公司完成对福泉磷矿持有的新桥磷矿山、鸡公岭磷矿采矿权及相关资产的收购后，公司不再向福泉磷矿采购磷矿石进行磷矿石贸易，变更为自产磷矿石对外销售。截至2021年6月底福麟矿业自供和外销矿石分别为33万吨和38万吨。对外销售区域为贵州及湖北。

此外，公司亦使用少量资金开展肥料、磷酸二氢钙等其他化工产品贸易业务。公司严格控制业务风险，和客户确定产品价格后要求客户预付全部或部分货款，交易周期不超过一周。

2020年，公司磷矿石贸易和其他化工产品贸易业务收入占比分别为6.58%和10.75%，在整体业务中占比较小。

6. 经营效率

跟踪期内，公司经营效率一般。

从经营效率指标看，2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为14.54次、4.92次和0.54次，分别同比

下降9.89次、提高0.67次和下降0.10次，销售债权周转次数下降主要系公司会计政策改变，2019年公司将应收票据计入应收款项融资余额为0，而2020年应收票据大幅增加所致。2020年，公司经营效率在同业中处于一般水平。

表11 2020年公司与同行业企业经营效率对比情况

（单位：次）

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
湖北兴发化工集团股份有限公司	20.10	8.50	0.63
四川发展龙蟒股份有限公司	26.13	7.05	0.69
昆明川金诺化工股份有限公司	25.01	4.45	0.62
川恒股份	14.54	4.92	0.54

注：除川恒股份外，同行业公司销售债权周转次数数据均为Wind口径的应收账款周转率

资料来源：联合资信根据公开数据整理

7. 在建项目及未来发展

公司主要在建项目规模较大，考虑到重要在建项目公司已通过资本市场募集，未来资本支出压力不大。未来在建项目的完工有利于扩大磷酸的生产规模，保障磷矿石稳定供给和高效利用，公司竞争力将进一步增强。公司战略规划明确了具体发展区域和发展项目，整体较为可行。

截至2021年6月底，公司主要在建项目规划总投资为19.19亿元，已经累计投入0.86亿元。考虑到20万吨/年半水-二水湿法磷酸及深加工项目、新型矿化一体磷资源精深加工项目（罗尾塘项目·一期150万t/a中低品位磷矿综合利用选矿装置及配套）等重要在建项目资金公司已通过非公开发行股份和发行可转债的方式募集，未来资本支出压力不大。

表12 截至2021年6月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

投资项目	预计总投资	预计完工时间	截至2021年6月底累计完成投资	2021年剩余期间预计投资金额	2022年预计投资金额
小坝磷矿山技改项目	2856.74	2021年底	765.59	2091.15	0.00
渣场建设项目	/	持续建设	130.21	140.15	140.15
150kt/a(P2O5)半水湿法磷酸尾气超净化与节能减排技术创新产业化工程项目	1281.15	暂缓实施	200.00	--	--
年产30万吨硫铁矿制硫酸项目	22866.33	2022年6月	839.36	10129.00	11897.97

选矿技改深度脱镁项目	129.61	2021年9月	0.84	128.77	0.00
新型矿化一体磷资源精深加工项目（罗尾塘项目·一期150万t/a中低品位磷矿综合利用选矿装置及配套）	35513.00	2022年3月	2213.71	17000.00	16299.29
5万吨/年肥料级聚磷酸铵装置技改多功能化生产8万吨/年磷酸一铵装置	1364.00	2021年11月	348.28	1015.72	0.00
20万吨/年半水-二水湿法磷酸及深加工项目	102000.00	2022年4月	2629.79	63529.47	35840.74
小坝磷矿山地环境恢复治理工程（二期）	24637.00	2025年5月	532.97	4016.83	8093.67
新桥井巷开拓工程	1286.00	2021年底	842.45	443.55	0.00
其他零星工程	/	持续建设	99.92	--	--
合计	191933.83	-	8603.12	98494.65	72271.82

注：1.部分项目因项目需持续建设无法预计总投资额，但整体投资规模有限；2.因四舍五入可能存在尾差
资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020年财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2021年1-6月财务数据未经审计。公司财务报表执行最新的会计准则。

截至2020年底，公司纳入合并范围的控股子公司较上年底增加合并单位1家。2021年1-6月，公司纳入合并范围的控股子公司较上年底减少合并单位2家。截至2021年6月底，公司合并范围内子公司共计8家。公司财务报表合并范围变化不大，财务数据可比性强。

截至2020年底，公司合并资产总额37.68亿元，所有者权益29.60亿元（含少数股东权益0.16亿元）；2020年，公司实现营业收入17.77亿元，利润总额1.77亿元。

截至2021年6月底，公司资产总额51.67亿元，所有者权益30.77亿元（含少数股东权益0.23亿元）；2021年1-6月，公司实现营业收入10.06亿元，利润总额1.31亿元。

2. 资产质量

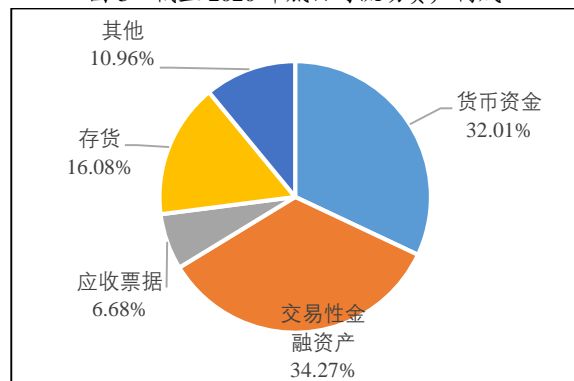
2020年，公司非公开发行股份募集资金到账，现金类资产大幅增长带动资产总额增长，但2021年以来随着收购相关采矿权完成，非流动资产快速增长；非流动资产中长期股权投资和固定资产占比较大，固定资产成新率一般，长期股权投资存在一定的资产减值风险。

截至2020年底，公司合并资产总额37.68亿元，较上年底增长33.57%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占42.59%，非流动资产占57.41%。公司资产结构相对均衡，流动资产较上年底占比上升较快。

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产16.05亿元，较上年底增长97.30%，主要系交易性金融资产增加所致。公司流动资产构成如下图。

图3 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司货币资金5.14亿元，较上年底增长50.59%，主要系非公开发行募集资金部分留存所致。货币资金中有0.04亿元受限资金，受限比例为0.85%，主要为保证金，受限比例低。

截至2020年底，公司新增交易性金融资产5.50亿元，主要系公司购买结构性存款产品和理财产品所致。

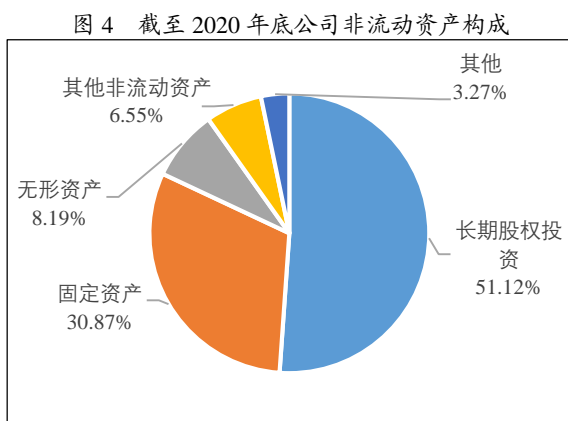
截至2020年底，公司应收票据1.07亿元，较上年底大幅增加，主要系已背书或贴现未终

止确认的应收票据增加所致。

截至 2020 年底，公司存货 2.58 亿元，较上年下降 9.99%。公司存货主要由原材料（1.39 亿元）、在产品（0.26 亿元）、周转材料（0.21 亿元）和库存商品（0.72 亿元）组成。截至 2020 年底，公司累计计提存货跌价准备 75.67 万元，计提比例低，考虑到化工产品价格波动大，存在一定存货减值风险。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 21.63 亿元，较上年增长 7.75%。公司非流动资产构成如下图。



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司长期股权投资 11.06 亿元，较上年变化不大。公司长期股权投资主要系对瓮安县天一矿业有限公司（以下简称“天一矿业”）的投资。截至 2020 年底，公司持有天一矿业 49% 的股东权益，该长期股权投资余额为 10.22 亿元，占 92.41%。天一矿业的主要资产为瓮安县玉华乡老虎洞磷矿的采矿权，主营业务为矿山开采，但尚未开展磷矿开采业务。若未来发生磷矿石价格下降、磷矿石生产成本上升、可采储量下降或建设过程中遭遇重大施工技术问题等情况，公司对天一矿业的长期股权投资存在一定的资产减值风险。

截至 2020 年底，公司固定资产 6.68 亿元，较上年增长 41.45%，主要系“2019 年福泉市龙井湾区域水治理技改项目”“兴福选厂 40 万 t/a 磷矿选矿系统技改 150 万 t/a 中低品位磷矿综合利用项目”和“年产 5 万吨肥料级聚磷酸

铵项目”等项目转固所致。固定资产主要由房屋建筑物（2.41 亿元）、机器设备（3.45 亿元）和井巷资产（0.67 亿元）等组成。截至 2020 年底，公司对固定资产累计计提折旧 4.87 亿元，未计提减值准备，固定资产成新率为 57.80%，成新率一般。

截至 2020 年底，公司无形资产 1.77 亿元，较上年下降 5.04%。无形资产主要由土地使用权（0.89 亿元）、采矿权（0.71 亿元）和非专利技术（0.16 亿元）等组成。公司对无形资产累计计提摊销 0.34 亿元，未计提减值准备。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产 1.42 亿元，较上年增长 44.98%，主要系支付预征土地款增加所致。

受限资产方面，截至 2020 年底，公司受限资产合计 1.32 亿元，其中受限固定资产 0.05 亿元，受限无形资产 1.23 亿元，受限货币资金 0.04 亿元；受限资产占总资产的比重 3.52%，受限比重较低。

截至 2021 年 6 月底，公司资产总额 51.67 亿元，较上年增长 13.98%，主要系公司收到福泉矿业转让的新桥磷矿和鸡公岭磷矿及采矿权所致。其中，流动资产占 31.99%，非流动资产占 68.10%，主要以非流动资产为主，非流动资产较上年占比大幅上升。其中，公司固定资产 9.21 亿元，较上年增长 37.88%，主要系公司收购新桥、鸡公岭磷矿井巷、机器设备等资产所致。截至 2021 年 6 月底，公司无形资产 11.77 亿元，较上年增长 563.74%，主要系公司收购新桥、鸡公岭磷矿采矿权所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，增发使得公司所有者权益规模快速增长，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2020 年底，公司所有者权益 29.60 亿元，较上年增长 47.90%，主要系增发所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.46%，少数股东权益占比为 0.54%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占

16.50%、53.21%和 28.58%。所有者权益稳定性较强。

截至 2021 年 6 月底，公司所有者权益合计 30.77 亿元，较上年底增长 3.96%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.26%，少数股东权益占比为 0.74%。所有者权益构成较上年底变化不大。

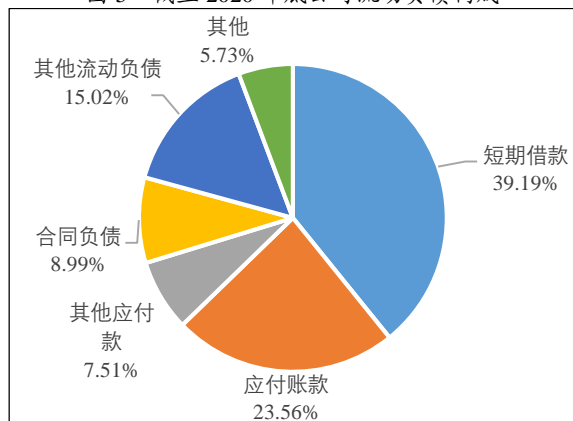
(2) 负债

2020 年，公司负债规模较上年变化不大，负债结构以流动负债为主。2021 年上半年，随着投资规模的扩大，公司债务规模大幅增加。受益于非公开发行股票等资本市场权益融资工具的使用，公司债务负担仍较轻。

截至 2020 年底，公司负债总额 8.08 亿元，较上年底下降 1.42%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 75.13%，非流动负债占 24.87%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至 2020 年底，公司流动负债 6.07 亿元，较上年底下降 10.03%，主要系短期借款减少所致。公司流动负债构成如下图。

图 5 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司短期借款 2.38 亿元，较上年底下降 41.67%，主要系使用非公开发行募集资金部分偿还银行贷款所致。公司短期借款均为保证借款。

截至 2020 年底，公司应付账款 1.43 亿元，较上年底基本持平，应付账款账龄以 1 年以内为主（1.19 亿元）。

截至 2020 年底，公司其他应付款 0.46 亿元，较上年底下降 27.15%，主要系限制性股票回购义务规模下降所致。

截至 2020 年底，公司合同负债 0.55 亿元，较上年底大幅增加，主要系会计政策调整，将部分原预收款项计入所致。

截至 2020 年底，公司其他流动负债 0.91 亿元，较上年底大幅增加，主要系会计政策调整，将部分原预收款项计入所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 2.01 亿元，较上年底增长 38.68%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 27.36%）、递延收益（占 13.92%）和递延所得税负债（占 58.72%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 0.55 亿元，较上年底大幅增长，主要系年内公司控股子公司福麟矿业为收购小坝磷矿山矿业权等取得长期并购贷款和公司新增长期贷款所致；长期借款主要由抵押借款（0.50 亿元）构成。

截至 2020 年底，公司递延收益 0.28 亿元，较上年底增长 3.98%。

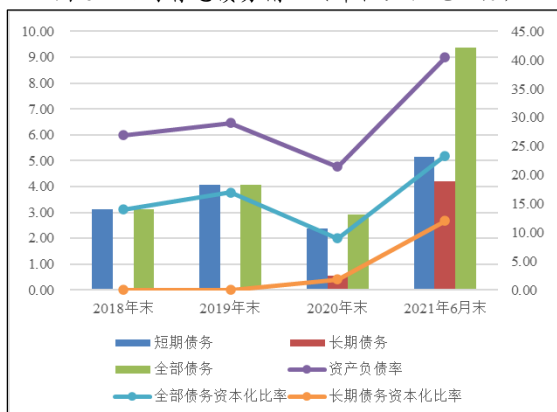
截至 2020 年底，公司递延所得税负债 1.18 亿元，较上年底持平。

截至 2020 年底，公司全部债务 2.93 亿元，较上年底下降 28.19%。债务结构方面，短期债务占 81.23%，长期债务占 18.77%，以短期债务为主。其中，短期债务 2.38 亿元，较上年底下降 41.67%，主要系公司偿还短期借款所致。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 21.45%、9.01%和 1.82%，较上年底分别下降 7.61 个百分点、下降 7.93 个百分点和提高 1.82 个百分点。公司债务负担较轻。

截至 2021 年 6 月底，公司全部债务 9.36 亿元，较上年底大幅增长 219.54%，增幅很大主要系公司收购新桥、鸡公岭磷矿采矿权，在建项目投资很大以及原材料价格上涨，银行贷款增加所致。债务结构方面，短期债务占 55.01%，长期债务占 44.99%，结构相对均衡，其中，短期债务 5.15 亿元，较上年底增加 2.77 亿元，主要

系短期借款增加所致；长期债务 4.21 亿元，较上年底增加 3.66 亿元，主要系银行长期借款大幅增加所致。从债务指标来看，截至 2021 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 40.44%、23.33% 和 12.04%，较上年底分别提高 18.99 个百分点、14.32 个百分点和 10.22 个百分点。

图 6 公司有息债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入同比变化不大，利润总额有所下降；费用控制能力和整体盈利能力仍处于一般水平。

2020 年，公司实现营业收入 17.77 亿元，同比增长 1.60%，同比变化不大；营业成本 13.40 亿元，同比增长 5.38%；营业利润率为 23.85%，同比下降 3.06 个百分点，主要系产品毛利率下滑所致。

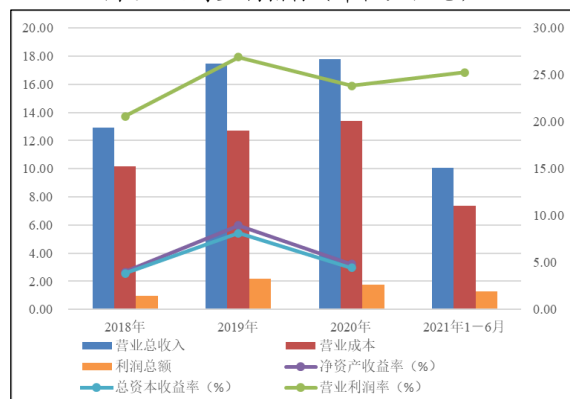
2020 年，公司费用总额为 2.64 亿元，同比增长 3.66%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 41.45%、40.79%、12.35% 和 5.41%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 1.09 亿元，同比下降 14.47%，主要系差旅费减少所致；管理费用为 1.08 亿元，同比增长 36.73%，主要系公司按照会计准则修改要求将生产车间固定资产维修费在管理费用中列报所致；研发费用为 0.33 亿元，同比基本持平；财务费用为 0.14 亿元，同比下降 7.14%。2020 年，公司期间费用率为 14.84%，同比提高 0.30 个百分点，公司费用控制能力一般。

非经常性损益方面，2020 年，公司实现投资

收益 0.08 亿元，同比增长 82.95%，主要系外汇远期套保收益增加所致；其他收益 0.13 亿元，同比增长 57.73%，主要系政府补贴增加所致；资产处置收益和营业外收支规模小，对利润影响小。

2020 年，公司利润总额 1.77 亿元，同比下降 19.73%，主要系原材料价格上涨及公司产品价格下降使毛利率下降所致。

图 7 公司盈利指标（单位：亿元）



数据来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 4.46% 和 4.84%，同比分别下降 3.67 个百分点和 4.13 个百分点。公司各盈利指标表现一般。

2021 年 1-6 月，公司实现营业收入 10.06 亿元，同比增长 24.95%，主要系产品价格上涨所致；利润总额 1.31 亿元，同比增长 24.21%。

同业对比方面，公司整体盈利能力在行业中处于一般水平。

表 13 2020 年同行业公司盈利情况对比
(单位：亿元、%)

公司名称	营业收入	利润总额	总资产报酬率	净资产收益率
湖北兴发化工集团股份有限公司	183.17	7.07	4.26	6.60
四川发展龙蟒股份有限公司	51.80	7.75	11.11	17.45
昆明川金诺化工股份有限公司	10.50	0.49	3.44	3.96
川恒股份	17.77	1.77	5.38	4.84

注：为保持口径一致，数据口径均采用 Wind 口径
资料来源：联合资信根据公开资料整理

5. 现金流

2020 年，公司经营活动现金流规模变化不

大，收入实现质量一般，但整体保持净流入；暂时闲置募集资金购买理财产品的增加导致投资活动现金净流出规模大幅增长，定增资金到账使得筹资活动产生的现金流由净流出转为大量净流入。

表 14 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1-6月
经营活动现金流入小计	12.23	16.22	16.35	8.29
经营活动现金流出小计	12.09	13.35	13.79	7.88
经营现金流量净额	0.14	2.87	2.56	0.41
投资活动现金流入小计	10.07	9.51	0.18	7.04
投资活动现金流出小计	11.52	10.46	7.15	14.99
投资活动现金流量净额	-1.45	-0.95	-6.97	-7.95
筹资活动前现金流量净额	-1.31	1.92	-4.42	-7.54
筹资活动现金流入小计	5.24	6.20	14.25	8.17
筹资活动现金流出小计	4.29	6.76	7.86	1.84
筹资活动现金流量净额	0.95	-0.56	6.39	6.33
现金收入比	92.93	91.40	89.86	74.38

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入同比变化不大；经营活动现金流出同比增长3.30%。2020年，公司经营活动现金净流入同比下降10.87%，主要系原材料价格上涨，购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2020年，公司现金收入比同比下降1.54个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入同比下降98.14%；投资活动现金流出同比下降31.63%。2020年，公司投资活动现金净流出额同比大幅增加6.02亿元，主要系是募集资金购买理财产品增加所致。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额由净流入变为净流出，主要系投资活动现金净流出大幅增长所致。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入同比大幅增长129.93%，主要系非公开发行股票募集资金所致；筹资活动现金流出同比增长16.30%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2020年，公司筹资活动现金净流入6.39亿元，同比净流出转为大量净流入。

2021年1-6月，公司实现经营活动现金净流入同比下降43.86%，主要系公司矿石销售

收入增加收到的货款主要为银行承兑汇票，且税费支付增加所致；投资活动现金流量净流出量同比大幅增加7.20亿元，主要系是收购福泉磷矿采矿权和资产以及工程建设投入增加所致；筹资活动现金流由净流出0.77亿元转为净流入6.33亿元，主要系在建工程项目提款增加所致。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司债务负担较轻，虽然公司经营规模较小且非流动资产占比上升快，但长期偿债能力强。考虑到公司技术水平较高，产业配套逐步完善，综合竞争力较强，未来，公司通过资源整合，产业链有望逐步完善，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的120.50%和78.03%分别大幅提高至264.24%和提高至221.75%，流动资产对流动负债的保障程度很高。截至2020年底，公司经营现金流动负债比率为42.09%，同比下降0.40个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.84倍提高至4.92倍。截至2021年6月底，公司现金短期债务比为2.06倍，较上年底下降2.86倍。公司短期债务偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为2.64亿元，同比下降12.74%。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的18.44倍大幅提高至130.90倍；公司全部债务/EBITDA由上年的1.35倍下降至1.11倍。整体看，公司长期债务偿债能力强。

截至2021年6月底，公司无对外担保。

截至2021年6月底，公司无对生产经营产生重大影响的未决诉讼。

截至2021年6月底，公司获得银行授信额度合计12.00亿元，其中已用授信额度9.86亿元，公司作为上市公司，具备一定的直接融资渠道。

7. 母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产中非流动资产占比高；负债以流动负债为主，债务负担轻；所有者

权益稳定性强；母公司投资活动现金流净流出规模大。

截至2020年底，母公司资产总额27.28亿元，较上年底增长38.13%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产6.98亿元（占25.60%），非流动资产20.30亿元（占74.40%）。

截至2020年底，母公司所有者权益为21.84亿元，较上年底增长70.33%，主要系增发所致。在所有者权益中，实收资本为4.88亿元（占22.36%）、资本公积合计15.73亿元（占72.02%）、未分配利润合计0.89亿元（占4.09%）、盈余公积合计0.62亿元（占2.83%）。所有者权益稳定性强。

截至2020年底，母公司负债总额5.44亿元，较上年底下降21.46%。其中，流动负债5.02亿元（占92.27%），非流动负债0.42亿元（占7.73%）。截至2020年底，母公司全部债务2.43亿元。其中，短期债务占97.94%、长期债务占2.06%。截至2020年底，母公司资产负债率为19.95%，全部债务资本化比率10.01%，较2019年下降15.13个百分点，债务负担轻。

2020年，母公司营业收入为11.39亿元，利润总额为0.99亿元。同期，母公司投资收益为0.37亿元。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为1.28亿元，投资活动现金流净额-7.01亿元，筹资活动现金流净额5.37亿元。

截至2021年6月底，母公司资产总额34.62亿元，所有者权益为22.54亿元；母公司资产负债率34.91%；全部债务资本化比率28.37%。2021年1—6月，母公司营业收入7.65亿元，利润总额0.77亿元。

截至2021年6月底，母公司资产占合并口径的67.02%；母公司负债占合并口径的57.84%；母公司所有者权益占合并口径的73.25%；母公司营业总收入占合并口径的76.03%；母公司营业收入占合并口径的76.03%；母公司利润总额占合并口径的59.05%；母公司全部债务占合并口径的95.33%。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力较强，经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力较弱，但考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强，偿债压力将得以减轻。

截至报告出具日，公司存续债券为“川恒转债”，余额共11.60亿元。2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为16.35亿元、2.56亿元、2.64亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的1.41倍、0.22倍和0.23倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

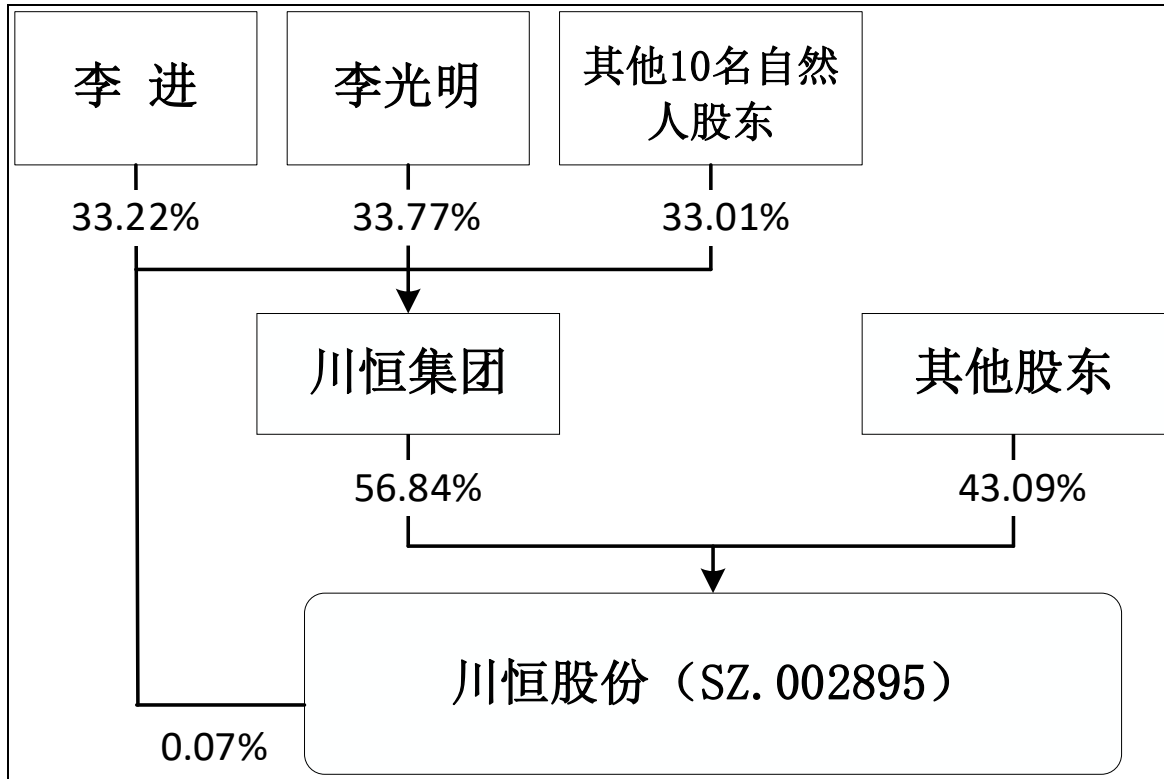
项目	2020年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	11.60
现金类资产/一年内到期债券余额	/
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.41
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.22
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.23

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用2020年底财务数据，已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、结论

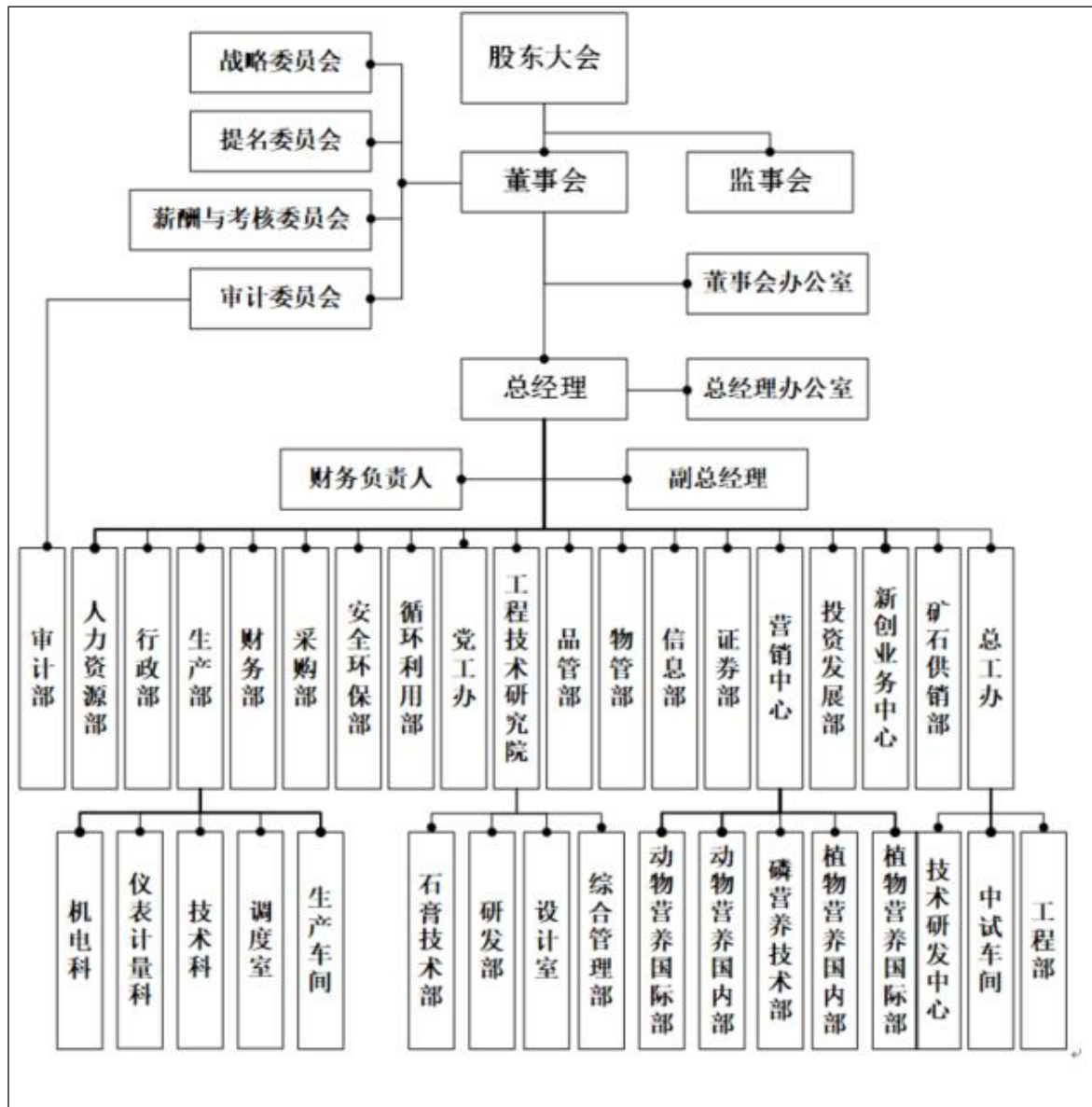
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“川恒转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 6 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 6 月底公司主要子公司情况

序号	企业名称	实收资本（万元）	持股比例（%）	表决权比例（%）
1	贵州正益实业有限公司	3000	100.00	100.00
2	川恒生态科技有限公司	5000	100.00	100.00
3	贵州川恒物流有限公司	1000	100.00	100.00
4	贵州川恒新材料有限公司	100	100.00	100.00
5	福帝乐技术有限公司	266.51318	100.00	100.00
6	广西鹏越生态科技有限公司	9000	90.00	90.00
7	贵州福麟矿业有限公司	8000	90.00	90.00
8	贵州恒胜兴环保有限公司	70	70.00	70.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.21	3.41	11.71	10.61
资产总额 (亿元)	26.16	28.21	37.68	51.67
所有者权益 (亿元)	19.11	20.01	29.60	30.77
短期债务 (亿元)	3.11	4.08	2.38	5.15
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.55	4.21
全部债务 (亿元)	3.11	4.08	2.93	9.36
营业收入 (亿元)	12.90	17.49	17.77	10.06
利润总额 (亿元)	0.97	2.21	1.77	1.31
EBITDA (亿元)	1.66	3.03	2.64	--
经营性净现金流 (亿元)	0.14	2.87	2.56	0.41
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	20.12	24.43	14.54	--
存货周转次数 (次)	3.19	4.25	4.92	--
总资产周转次数 (次)	0.51	0.64	0.54	--
现金收入比 (%)	92.93	91.40	89.86	74.38
营业利润率 (%)	20.59	26.92	23.85	25.29
总资本收益率 (%)	3.87	8.13	4.46	--
净资产收益率 (%)	4.01	8.97	4.84	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	1.82	12.04
全部债务资本化比率 (%)	13.99	16.93	9.01	23.33
资产负债率 (%)	26.95	29.06	21.45	40.44
流动比率 (%)	165.00	120.50	264.24	108.22
速动比率 (%)	109.67	78.03	221.75	89.83
经营现金流流动负债比 (%)	2.48	42.49	42.09	--
现金短期债务比 (倍)	0.71	0.84	4.92	2.06
EBITDA 利息倍数 (倍)	17.81	18.44	130.90	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.88	1.35	1.11	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 3. 公司 2021 年 1-6 月财务报表未经审计, 相关财务指标未年化

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1.67	2.84	2.89	3.10
资产总额 (亿元)	18.25	19.75	27.28	34.62
所有者权益 (亿元)	12.60	12.82	21.84	22.54
短期债务 (亿元)	3.00	4.08	2.38	5.15
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.05	3.78
全部债务 (亿元)	3.00	4.08	2.43	8.93
营业收入 (亿元)	10.63	13.76	11.39	7.65
利润总额 (亿元)	0.63	1.48	0.99	0.77
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.02	2.69	1.28	-3.12
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	22.81	23.06	9.65	--
存货周转次数 (次)	3.57	4.69	4.71	--
总资产周转次数 (次)	0.61	0.72	0.48	--
现金收入比 (%)	94.32	88.28	78.91	99.76
营业利润率 (%)	19.30	26.10	21.99	21.10
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	4.16	9.74	4.18	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.23	14.35
全部债务资本化比率 (%)	19.23	24.14	10.01	28.37
资产负债率 (%)	30.98	35.08	19.95	34.91
流动比率 (%)	154.43	99.85	139.10	137.11
速动比率 (%)	111.99	68.63	105.31	104.56
经营现金流动负债比 (%)	-0.43	40.94	25.57	--
现金短期债务比 (倍)	0.56	0.70	1.21	0.60
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 公司 2021 年 1-6 月财务报表未经审计

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。