



2022年广东惠云钛业股份有限公司创业板 向不特定对象发行可转换公司债券2023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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年广东惠云钛业股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2023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
惠云转债	AA-	AA-

评级观点

本次评级结果是考虑到：广东惠云钛业股份有限公司（以下简称“惠云钛业”或“公司”，股票代码：300891.SZ）生产基地位于硫铁矿储量、品位均居亚洲首位的广东省云浮市，为公司配套生产重要原材料硫酸提供了充足的原料供应，在原材料自给方面具有一定区位优势。同时中证鹏元也关注到，钛白粉价格受宏观经济及房地产行业景气度影响较大，2022年钛白粉价格持续走低，公司盈利能力明显下滑，需持续关注房地产走势对公司盈利能力的影响，同时，公司主要原材料及燃料价格波动较大，且对部分原材料的采购过于集中，原材料供给能力及价格波动可能对公司经营情况造成一定影响，此外，公司产能规模较小，预计募投项目建成后，公司规模效应及生产效率将有所提升。

评级日期

2023年06月25日

联系方式

项目负责人：游云星
 youyx@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
 wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	24.90	24.48	18.20	13.91
归母所有者权益	13.44	13.43	13.05	11.41
总债务	--	9.13	3.85	0.89
营业收入	4.73	15.12	15.53	9.55
净利润	0.01	0.14	1.97	0.89
经营活动现金流净额	-0.06	0.02	1.74	0.65
净债务/EBITDA	--	1.03	-0.60	-2.34
EBITDA 利息保障倍数	--	7.60	66.20	62.22
总债务/总资本	38.22%	40.47%	22.77%	7.21%
FFO/净债务	--	47.43%	-122.93%	-30.06%
EBITDA 利润率	--	6.02%	19.94%	18.26%
总资产回报率	--	0.77%	15.02%	8.99%
速动比率	1.46	1.55	1.51	2.60
现金短期债务比	1.87	1.77	1.62	5.87
销售毛利率	5.51%	8.39%	23.68%	20.05%
资产负债率	46.03%	45.14%	28.29%	18.02%

注：2020-2021年末净债务为负值。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司具有一定区位优势，硫酸自给能力较强。**公司生产基地位于硫铁矿储量、品位均居亚洲首位的广东省云浮市，为公司配套生产重要原材料硫酸提供了充足的原料供应，同时节省了危化品硫酸昂贵的运输成本，硫酸自给能力较强。

关注

- **需关注房地产走势对公司盈利能力的影响。**钛白粉应用范围较广，其行业景气度与宏观经济尤其是房地产行业关联性较强，2022年，受宏观经济下行及房地产需求疲软影响，钛白粉价格中枢明显下移，公司毛利率显著下行。目前宏观经济复苏尚需政策刺激，居民购房需求未见改善，预计短期内房地产需求难见明显好转，无法支撑钛白粉价格大幅上涨。
- **原材料供给及价格波动风险。**公司原材料及燃料成本占比较高，主要为钛精矿、硫铁矿、硫酸和天然气，其中钛精矿供给高度集中在攀西地区，若攀西地区因环保、产业政策等各种因素导致减少了钛精矿的供应，可能对公司经营情况产生较大影响，同时，钛精矿、硫铁矿、硫酸和天然气等原材料及燃料价格波动较大，易受国际形势影响，若原材料及燃料价格波动较大，可能对公司盈利能力产生影响。
- **公司产能规模较小，规模效应不足且生产效率仍有较大提升空间。**公司目前产能规模较小，属行业内中上水平，距离行业龙头仍有较大差距，受政策限制影响，目前我国钛白粉企业大规模扩产难度较大，因此难以形成较好的规模效应，同时使得公司生产效率仍有较大提升空间。

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2023年钛白粉产品价格有所回升，公司盈利水平将有所改善，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元、万吨）

指标	惠云钛业	龙佰集团	中核钛白	金浦钛业	安纳达	钒钛股份
总资产	24.48	591.86	116.80	30.84	19.12	119.33
净资产	13.43	232.67	69.91	18.77	13.76	91.71
营业收入	15.12	241.55	54.81	25.10	27.14	150.88
净利润	0.14	35.37	6.45	-1.46	3.70	13.66
销售毛利率	8.39%	30.19%	20.44%	6.32%	21.33%	16.30%
资产负债率	45.14%	60.69%	40.15%	39.14%	28.03%	23.15%
年产能	11	151	40	16	8	23.5

注：以上指标均为2022年/2022年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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_2022V1.0
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	8/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	3/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-/惠云转债	2022-4-18	何佳欢、王皓立	化工企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况（截至 2023 年 6 月 12 日）

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
惠云转债	4.90	4.8999	2022-4-18	2028-11-23

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2022年11月发行6年期可转换公司债券（以下简称“本期债券”），募集资金扣除发行费用后，原计划用于50KT/年改80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程、60万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目、一体化智能仓储中心建设项目及补充公司流动资金。根据公司提供的文件，截至2023年6月15日，“惠云转债”募集资金专项账户余额为1.88亿元。

三、发行主体概况

2022年4月以来，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本仍为40,000.00万元，第一大股东仍为钟镇光，实际控制人为钟镇光、汪锦秀夫妇，均为中国香港籍，钟镇光、汪锦秀夫妇持有美国万邦有限公司51.2244%股份，合计持有公司32.67%的股份，控制权较为稳定。此外，截至2023年3月末，公司前十大股东均未质押公司股份。

表1 截至2023年3月末前十大股东明细（单位：股）

股东名称	持股数量	持股比例
钟镇光	90,115,000	22.53%
美国万邦有限公司	79,165,000	19.79%
朝阳投资有限公司	78,521,898	19.63%
李霞	2,340,000	0.59%
肖强	1,832,582	0.46%
云浮市百家利投资合伙企业(有限合伙)	1,465,000	0.37%
林志远	834,100	0.21%
鲁悦莱	800,000	0.20%
赵波	688,468	0.17%
杨国晨	468,300	0.12%
合计	256,230,348	64.06%

资料来源：公司2023年一季度报告

公司仍主要从事钛白粉产品的研发、生产和销售，钛白粉主要应用于涂料、塑料、造纸、印刷油墨等领域。截至2022年末，公司新纳入合并范围的子公司共3家，具体情况见表2。

表2 2022年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
云浮惠云新材料有限公司	100%	1,000.00	新能源磷酸铁	新设

云浮市惠云钙业有限公司	100%	1,000.00	氧化钙	新设
四川研佳岩矿业有限公司	60%	2,000.00	有色金属矿采选业	新设

资料来源：公司 2022 年年报、公开信息，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

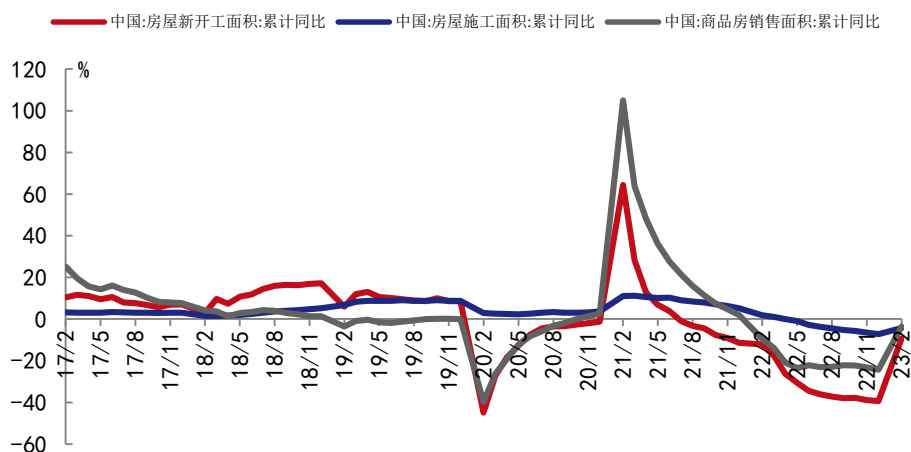
2022 年我国钛白粉产能进一步增长，但产能利用率有所下降，受房地产端拖累，2022 年国内钛白粉表观需求量同比小幅下降，出口仍是重要增长点，整体仍处于供大于求阶段，未来需持续观察房地产市场复苏节奏对钛白粉价格走势的影响

我国是全球钛白粉第一生产大国和消费大国，2022年我国钛白粉年产能由400万吨增加至510万吨左右，占全球产能的54%，进一步巩固了全球第一大生产国地位，同期钛白粉的产量仅为386.1万吨，同比小幅增长1.25%，产能利用率进一步下降，考虑到2023年至2025年期间，预计钛白粉还将新增年产能167万吨，面临产能过剩局面。

目前涂料仍为钛白粉第一大应用行业，受下游房地产行业高速发展带动，塑料制品为钛白粉第二大应用行业，而使用钛白粉的塑料主要应用于建筑、机械等工业领域，同样与宏观经济关联度较大。2022年中国钛白粉的表现观需求量约为263.1万吨，较上年减少3.93万吨，同比下降1.47%，需求端表现较弱。

现阶段房地产行业的发展对钛白粉市场需求的影响仍然较大，受资金链紧张影响，2022年房地产投资持续走弱。2022年房地产累计新开工面积120,587万平方米，同比下降39.40%；三季度以来受“保交楼”政策影响，竣工面积同比增速有所修复，累计竣工面积86,222万平方米，同比下降15%。2023年以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端复苏迹象初显，1-3月全国商品房累计销售面积2.99亿平方米，同比下降1.8%；累计销售金额3.05万亿元，同比增长4.10%，系近一年内累计销售额首次同比转正。但房企整体资金面数据尚未呈现趋势性改善，金融机构避险情绪犹存，房企拿地及新开工仍趋于谨慎，未来房地产行业的投资的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确及房企销售回款现金流出现实质性改善。

图1 2023年房地产行业开工、施工、销售继续走弱



资料来源：Wind，中证鹏元整理

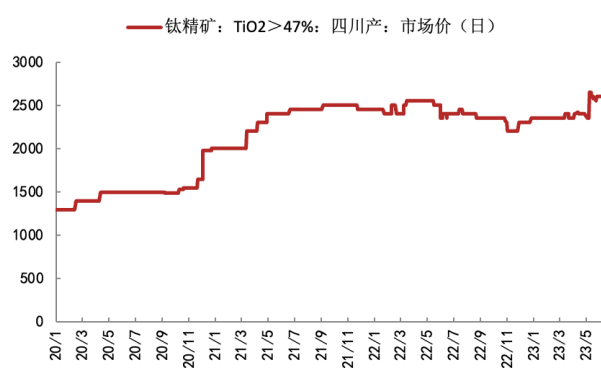
出口方面，一方面得益于全球范围内，我国钛白粉产能份额的不断提升，另一方面我国钛白粉产品具有较高的性价比，出口也成为国内钛白粉厂家的主要销售渠道之一，近年出口均处于较高增长状态，根据我国海关统计数据显示，我国钛白粉行业的出口量近年来保持较快速度增长，2022年1-12月我国钛白粉出口量累计140.58万吨，同比增7.17%；进口量为12.3万吨，远低于出口量。随着我国钛白粉出口量的不断增长，出口已经成为支持我国钛白粉行业发展的一个重要需求因素。

整体来看，未来国内钛白粉需求量大幅提升可能性较小，但随着各家公司不断扩产，产能提升较快，若未来钛白粉出口量无法保持高速增长，未来国内钛白粉行业将呈供大于求的格局。

钛白粉成本中钛精矿占比超一半，钛白粉的主要原材料钛精矿的采购价格主要与国内外市场的大宗矿产价格挂钩，钛精矿的销售价格与钛白粉的销售价格具有较强的正关联性，两者互相影响。从2022年的行情发展来看，一季度市场供应偏紧，钛精矿的整体上涨为主，二三季度下游市场需求不加，市场交投清淡，价格小幅下跌，而进入到四季度，攀钢原矿外发减少，同时下游钛白粉企业宣布涨价，钛精矿市场价格止跌反弹。

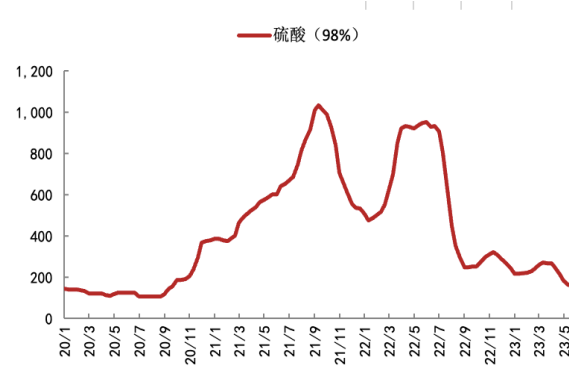
硫酸为钛白粉生产另一重要原材料，同时硫酸加工成本主要为天然气和电力，2022年3月以来，受国际形势影响，全球石油、天然气等能源价格大幅上涨，同时硫酸价格快速上涨，钛白粉企业原材料成本明显提升，但目前价格已经回落至较低水平，预计2023年硫酸、天然气价格将较为平稳。

图2 2022年钛精矿价格较为坚挺（单位：元/吨）



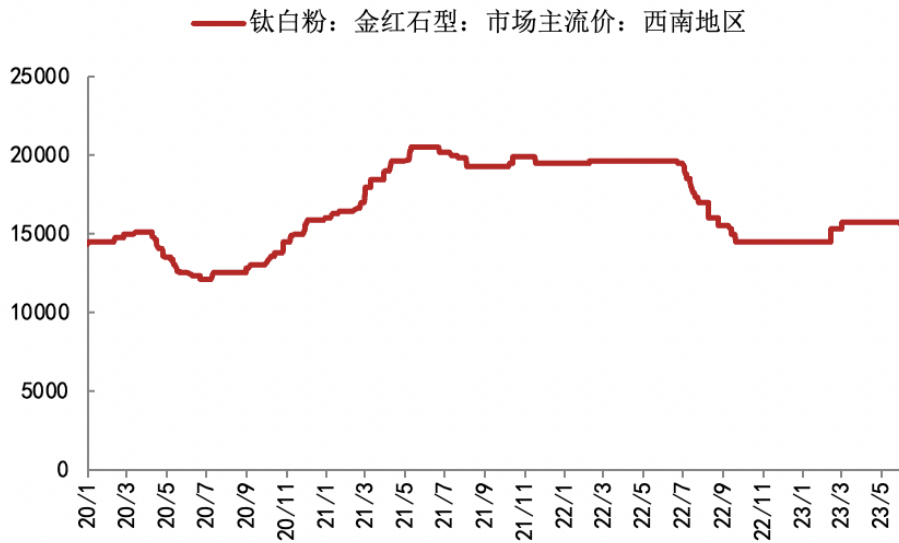
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 2022年硫酸价格波动较为剧烈（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

尽管成本端钛精矿支撑较强，但受下游房地产市场需求疲软影响，2022年下半年开始，钛白粉价格持续下跌，2022年年底至今价格有所企稳，钛白粉企业连续公布多轮调价函，但涨幅较为有限，整体来看，2022年钛白粉价格中枢明显下降。中证鹏元预计地产修复周期较长，2023年钛白粉价格仍承压。

图4 2022年下半年以来钛白粉价格明显走弱（单位：元/吨）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司在钛白粉生产领域仍拥有一定竞争力，2022年产销量均有所增加，但受下游需求影响，钛白粉价格有所下降，同时受国际形势影响，部分原材料及燃料价格大幅上涨，综合影响下，公司盈利水平大幅下滑；在生产方面，公司生产基地位于硫铁矿储量、品位均居亚洲首位的广东省云浮市，为公司配套生产重要原材料硫酸提供了充足的原料供应，具有一定区位优势，同时公司产能位居行业中上水平，近年保持较高的产能利用率，随着在建项目的逐步完工投产，公司产能和生产效率有望实现进一步提升，但仍需持续关注下游需求变化可能导致的新增产能无法消化的风险

公司自成立以来主要从事钛白粉研发、生产和销售，2022年收入仍主要来源于金红石型钛白粉，硫酸主要为内部自用，多额外售，2022年产品结构变化不大；其他业务收入主要为生产钛白粉及硫酸过程中产生的铁精矿、硫酸亚铁、钛石膏等副产品。2022年，以房地产为主的下游需求总体疲软，产品价格有所下降，尽管销量有所增长，但营业收入仍有所下降。毛利率方面，随着上游原材料的大幅上涨及钛白粉价格持续下行，公司毛利率快速下降，2022年金红石型钛白粉仅为3.03%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年 1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
金红石型钛白粉	3.88	82.03	-	12.21	80.71	3.03	12.56	80.86	20.01
锐钛型钛白粉	0.19	4.02	-	0.71	4.70	-0.15	0.80	5.13	16.73
硫酸	0.02	0.42	-	0.54	3.58	25.02	0.95	6.14	46.06

其他	0.63	13.32	-	1.67	11.01	45.87	1.22	7.87	48.45
合计	4.73	100.00	5.51%	15.12	100.00	8.39	15.53	100.00	23.68

资料来源：公司 2021-2022 年年报及公司提供，中证鹏元整理

公司在钛白粉生产领域仍拥有一定竞争力，尽管国内需求较为疲软，但公司产品产销量均有所增长，产品受认可度仍较高，但由于销量的增幅小于产量，以致期末库存增加，产销率有所下降；为提升回款情况，2022年公司经销收入占比明显提升，主要下游客户资质尚可且较为稳定

2022年，公司主要产品仍为金红石型钛白粉和少量锐钛型钛白粉，产量规模在行业中处于中上水平，产品广泛应用于塑料、涂料和油墨等行业，在全国销售并出口至葡萄牙、俄罗斯、新加坡、韩国、越南、马来西亚等地。

公司拥有一定的行业影响力和知名度，在国内形成了完整的“硫-钛-铁-钙”循环经济产业链，被评为广东省‘硫-钛-铁-钙’产业工程技术研究中心等。截至2022年末，公司具有连续酸解技术、外加晶种微压水解技术、煅烧技术和包膜技术等技术，拥有发明专利7项，实用专利14项，其中2022年新增发明专利1项，此外公司主要在建项目也以技术改造升级为主，具备一定的自主研发和技术创新能力。

随着国内需求的疲软，未来出口仍将是钛白粉企业的收入增长点，2022年公司出口金额较上年变化不大，且占比较为稳定，规模仍较大。若未来海外国家或地区出台针对我国钛白粉出口的贸易保护措施、对钛白粉的需求降低、当地市场竞争进一步加剧等情况，公司的出口业务可能会受到一定影响。同时，随着公司出口规模的逐年提升，公司海外业务受汇率波动影响持续加大，未来可能面临汇兑损失风险。

表4 按销售区域划分的公司主营业务收入构成（单位：亿元）

销售区域	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
内销	10.40	68.85%	10.67	68.81%
出口	4.71	31.15%	4.83	31.19%
合计	15.11	100%	15.50	100%

资料来源：公司 2020-2022 年年报，中证鹏元整理

尽管下游需求较为疲软，但公司产品产销量均实现一定增长，公司产品受市场认可度较好，但由于销量的增幅小于产量，使得公司产品产销率有所下降，同时公司钛白粉库存量同比增加301.56%。但2023年起，库存已逐步消化。除正常销售外，公司还存在一部分内部领用消耗量，内部领用消耗量包括生产领用及研发领用等，主要集中在锐钛型钛白粉。

产品定价方面，公司产品销售价格主要参照国内外市场的公开报价进行定价，2022年下半年开始钛白粉市场价由强转弱，年底基本企稳，主要受下游需求量萎缩、市场供需矛盾累积等因素影响，行业景气度下滑，钛白粉市场价格整体下行。

表5 公司产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

产品名称	项目	2022年	2021年
金红石型钛白粉	产量	87,532.90	76,974.93
	总销量	78,476.23	76,013.53
	其中：内部领用消耗量	0.00	0.00
	产销率	89.65%	98.75%
	平均售价	15,554.70	16,517.18
锐钛型钛白粉	产量	25,315.03	21,611.93
	总销量	23,910.55	22,268.73
	其中：内部领用消耗量	18,935.00	17,039.00
	产销率	94.45%	103.04%
	平均售价	14,280.34	15,218.41

注：总销量=产成品对外销量+内部领用消耗量，内部领用消耗量包括生产领用及研发领用等。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售模式上，公司钛白粉的销售由销售部统一负责，采取直销和经销相结合的销售模式，其中，直销模式下，公司将产品直接销售给终端用户，终端用户根据其采购需求，按批次与公司分别签订购销合同；经销模式下，公司与合作时间较长、信誉较好、采购量较大的主要经销商签订了年度框架协议，通过年度框架协议约定产品品质标准、产品交付周期、产品定价方式、货款结算方式和回款信用政策等主要业务条款，后续在每次销售时单独签署购销合同具体约定产品售价和数量，对于其他未签订年度框架协议的经销商，采取每次采购时单独签订购销合同的方式。此外，对于国外销售，客户一般通过订单下达采购需求并指定承运方，公司根据合同约定发货。受下游需求较为疲软影响，为实现更好的回款，2022年公司加大了经销商订单，经销收入占比由上年的67.55%提升至72.46%。

2022年公司的主要客户仍为巴蒙实业（上海）有限公司及其海外公司、杭州和盟化工有限公司及其海外公司和JRB POLYMERS,LTD等公司，下游客户资质尚可且较为稳定，2022年前五大客户集中度小幅提升，集中度水平尚可。

表6 公司 2021-2022 年前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	主要产品	销售额	占营业收入比例
2022年	BOOM（HK）LIMITED；巴蒙实业（上海）有限公司	钛白粉	21,651.82	14.32%
	杭州和盟化工有限公司；HARMONY CHEMICAL（INT'L）CO., LTD.	钛白粉	19,566.48	12.94%
	JRB POLYMERS, LTD	钛白粉	6,961.78	4.60%
	江苏鼎钛新材料科技有限公司	钛白粉	6,473.74	4.28%
	中钛集团栾川县裕恒化工有限公司	钛白粉	4,381.41	2.90%
	合计	-	59,035.24	39.03%
2021年	BOOM（HK）LIMITED；巴蒙实业（上海）有限公司	钛白粉	21,532.54	13.87%

杭州和盟化工有限公司；HARMONY CHEMICAL (INTL) CO., LTD.	钛白粉	20,252.26	13.04%
JRB POLYMERS, LTD	钛白粉	7,184.65	4.63%
深圳美礼联钛业股份有限公司；深圳市三工色彩科技有限公司	钛白粉	5,849.90	3.77%
江苏鼎钛新材料科技有限公司	钛白粉	5,119.65	3.30%
合计	-	59,939.00	38.60%

资料来源：公司提供

公司生产基地位于硫铁矿储量、品位均居亚洲首位的广东省云浮市，为公司配套生产重要原材料硫酸提供了充足的原料供应、节省了危化品硫酸昂贵的运输费用，具有一定区位优势；受国际形势变化影响，公司主要原材料硫磺及主要燃料和动力天然气价格大幅上升，使得公司生产成本显著提升，未来需持续关注原材料价格大幅波动对公司盈利能力的影响

公司生产基地仅有一处，位于广东省云浮市，云浮是中国重要的多金属矿化集中区之一，其中硫铁矿储量、品位均居亚洲首位，硫铁矿的区位优势为公司配套生产重要原材料硫酸提供了充足的原料供给，节省了危化品硫酸昂贵的运输费用，使得公司在生产上具有一定的区位优势。

公司采用硫酸法生产，生产模式为依据生产计划结合实际产销情况以大规模连续化方式组织生产，基本由公司生产部根据销售订单评审结果，考虑库存情况，结合车间的生产能力，于每月月底制订下月的生产计划。

公司规模效应一般，产能同行业龙头有较大差距，同时目前蒸汽利用率偏低，使得整体生产效率一般，但目前公司正新增产线并不断对现有的产线更新改造以提高产能和生产效率。2022年1月，随着公司首次公开发行股票募投项目之一“8万吨/年塑料级金红石型钛白粉后处理改扩建项目”一期工程（后处理产能约3万吨）完成验收手续并正式投产。截至2022年末公司钛白粉年产能分别为成品金红石型钛白粉8万吨和锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品3万吨，2022年金红石型钛白粉产能利用率较高，而锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品的达产需一定周期，因此产能利用率略低。整体来看，公司产能利用率仍保持较高水平。

表7 2021-2022年公司主要产品产能情况（单位：吨）

年度	产品	年产能	产量	产能利用率
2022年	金红石型钛白粉	80,000.00	87,532.90	109.42%
	锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品	30,000.00	25,315.03	84.38%
2021年	金红石型钛白粉	80,000.00	76,974.93	96.22%
	锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品	18,750.00	21,611.93	115.26%

注：2021-2022年，锐钛型钛白粉生产线分别生产17,039.00吨和18,935.00吨初品，内部领用至金红石型钛白粉生产线加工成成品，在计算两条生产线的产能利用率时同时计算，在计算钛白粉最终总产量时，只计算最终金红石型钛白粉产成品产量。

资料来源：公司提供

公司营业成本中直接材料占比在70%左右，原材料对公司生产成本有较大影响，公司硫酸法生产钛白粉所需的主要原料为钛精矿和硫酸，同时，公司尚需采购一定数量金红石型钛白粉初品满足日常生产需要。

原料钛精矿主要由公司从攀西地区采购，部分来自进口，钛精矿价格主要参考国内外市场行情公开报价。公司本部及子公司业华化工分别拥有25万吨硫磺制酸和20万吨硫铁矿制酸生产线，为公司钛白粉生产提供硫酸、蒸汽等，公司硫酸自给能力较强。硫酸原料主要为硫磺和硫铁矿，硫磺由公司从广西、广东采购，硫铁矿由子公司业华化工主要从公司所在地云浮采购。对于原料钛精矿、硫磺、硫铁矿，公司主要采取大宗采购模式，以“预付货款”“货到付款”等方式结算。

公司与攀西地区的主要钛矿供应商建立了稳定的合作关系，能够保证钛精矿的稳定供应，但也造成了近年供应商集中度较高的状况，2022年公司前五大供应商集中度略有上升，未来如果攀西地区因环保、产业政策等各种因素导致减少了钛精矿的供应，公司有可能因不能及时取得足够的原料而面临产销量降低、经营业绩下滑的风险；若由于钛矿原料减少供应，造成钛精矿价格大幅上涨，则将增加公司的采购和生产成本，对公司的盈利能力可能造成不利影响。

表8 2021-2022年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	客户名称	主要产品	采购额	占原材料采购额比例
2022年	攀钢集团成都钒钛资源发展有限公司	钛精矿	17,453.74	15.52%
	广西德天化工循环股份有限公司	金红石初品	17,412.75	15.48%
	广西宇合生化化工有限责任公司	硫磺	14,381.55	12.79%
	四川晋潞蒲钛业有限公司	钛精矿	13,785.22	12.26%
	韶关市盛世金茂矿业有限公司	磁硫铁矿	10,043.03	8.93%
	合计	-	73,076.29	65.01%
2021年	攀钢集团成都钒钛资源发展有限公司	钛精矿	19,481.30	19.86%
	广西德天化工循环股份有限公司	金红石型钛白粉初品	14,835.42	15.13%
	成都新静云贸易有限公司	钛精矿	10,834.20	11.05%
	韶关市盛世金茂矿业有限公司	硫铁矿	9,658.86	9.85%
	广西宇合生化化工有限责任公司	硫磺	8,083.22	8.24%
	合计	-	62,893.01	64.13%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

钛精矿的销售价格与钛白粉的销售价格具有较强的正相关性，两者互相影响，钛白粉和钛精矿受宏观经济周期、供需关系、市场预期、投机炒作等众多因素影响，其价格具有高波动性。2022年公司主要原材料钛精矿、硫铁矿、硫磺年平均价格较上年分别下降0.58%、下降2.08%、上升60.04%，相较于钛白粉价格的下跌，钛精矿价格较为坚挺，此外，受国际形势变化影响，原油价格持续高涨，公司的主要

原材料硫磺及天然气采购价均阶段性大幅上涨，带动原材料和燃料及动力成本显著增加。若公司产品价格调整频率和时间滞后于原材料及能源价格波动，或钛白粉市场价格下跌，而钛精矿的采购价格不能及时跟随下跌，均会导致公司盈利能力产生较大波动。

表9 2021-2022年公司主要原材料采购情况（单位：万吨、亿元、元/吨）

项目名称	2022年			2021年		
	数量	金额	均价	数量	金额	均价
钛精矿	17.81	4.60	2,584.91	15.96	3.90	2,443.25
硫磺	6.00	1.45	2,417.68	5.83	0.88	1,510.64
硫铁矿	18.81	1.14	606.17	19.55	0.98	501.86
金红石型钛白粉初品	1.46	1.96	13,417.14	1.24	1.84	14,840.95
合计	44.08	9.15	-	42.58	7.60	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建及拟建项目面临一定资金压力，需持续关注下游需求变化可能导致的新增产能无法消化的问题；同时，公司拟建项目属新的业务领域（钛白粉产业链延伸），且新能源电池领域竞争激烈，虽新产品磷酸铁有部分生产工艺跟钛白粉相似，但公司在技术、运营及客户资源等方面尚待市场验证，拟建项目可能面临产能消化及收益不达预期风险

截至2022年末，公司主要在建项目为本期债券募投项目和首次公开发行股票募投项目（含年产8万吨塑料级金红石型钛白粉后处理技改项目、循环经济技术改造项目、信息化运营中心建设项目及研发中心建设项目），计划总投资合计9.16亿元，除募集资金外，公司主要在建项目自有资金缺口在1.61亿元左右，项目建设资金压力尚可。在建项目建成后，公司将新增8万吨塑料级金红石型钛白粉成品产能，3万吨硫酸法金红石型钛白粉初品产能，随着年产8万吨塑料级金红石型钛白粉后处理技改项目一期完工投产，已实现新增1.5万吨硫酸法金红石型钛白粉初品产能，此外，受外部环境影响，公司的项目物资采购、物流运输以及施工人员流动等均受到一定制约，导致募投项目的工程施工进度有所延迟，“8万吨/年塑料级金红石型钛白粉后处理改扩建项目”“研发中心建设项目”“信息化运营中心建设项目”三个IPO募投项目的预计可使用状态的时间调整至2023年末，需持续关注项目建设进度。此外，若未来市场需求不足、公司市场开拓力度不及预期，公司可能面临新增产能无法消化的风险。

拟建项目方面，公司目前拟建项目为10万吨/年新能源材料磷酸铁项目，项目总投资6.33亿元，建设工期为12个月，资金来源均为自筹，面临较大资金压力。本项目建设内容为根据公司现有钛白粉生产装置，将年产约30万吨副产品硫酸亚铁作为磷酸铁生产原料，将产业链延伸至新能源领域，在钛白粉行业具有一定普遍性。但需注意的是，该项目属新的业务领域，公司在技术、运营及客户资源等方面尚待市场验证，同时新能源电池领域竞争较为激烈，公司可能面临产能消化及收益不达预期风险。

表10 2022 末公司主要在建及拟建项目（单位：万元）

项目名称	总投资额	募集资金承诺投资额	累计已投资额	其中募集资金投入
在建项目				
50KT/年改 80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程	27,909.50	27,700.00	12,955.66	12,955.66
年产 8 万吨塑料级金红石型钛白粉后处理技改项目（二期）	26,408.00	14,511.58	12,353.56	12,353.56
循环经济技术改造项目	10,072.15	9,065.00	5,852.72	5,852.72
信息化运营中心建设项目	6,471.86	5,120.00	3,610.95	3,610.95
研发中心建设项目	4,159.67	3,743.00	2,035.10	2,035.10
60 万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目	10,624.98	10,600.00	57.10	57.10
一体化智能仓储中心建设项目	5,965.56	4,741.12	1,017.19	1,017.19
合计	91,611.72	75,480.70	37,882.28	37,882.28
拟建项目				
10 万吨/年新能源材料磷酸铁项目	63,349.60	0.00	-	-
合计	154,961.32	75,480.70	37,882.28	37,882.28

注：50KT/年改 80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程为本期债券募投项目，其募集资金承诺投资额为拟承诺投资额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

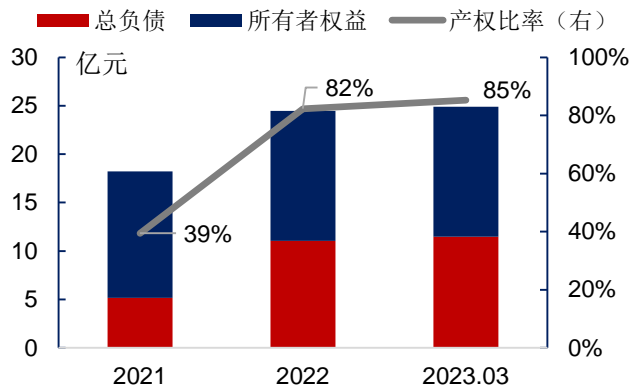
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年审计报告及2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围新增3家子公司，对财务报表可比性无影响。

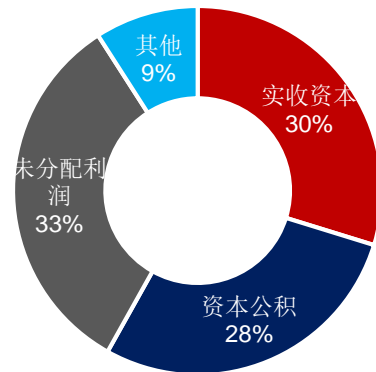
资本实力与资产质量

出于募投项目建设需要，2022年公司发行本期债券拉动资产增长，现金类资产、原材料及商品库存和厂房设备及募投项目投入系资产主要构成，资产流动性尚可

随着本期债券发行，2022年公司负债规模与所有者权益（本期债券权益部分）均有所增长，但负债增长快于所有者权益，2022年末公司产权比率上升至82%，所有者权益对债券的保障能力有所下滑。

图 5 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受益于 2022 年 11 月本期债券发行成功，公司货币资金有所增长，其中 35 万元因开具银行汇票保证金而受限，规模较小。应收款项方面，公司客户使用票据支付的结算方式较多，2022 年应收票据规模有所下降，其中 0.39 亿元因开盘质押而受限，应收账款规模相对较小，2022 年规模亦有所下降。2022 年存货规模明显增长，其中库存商品增长较多，系下游需求疲软，部分客户要求延迟交付，2023 年 1-3 月库存有所消化，截至 2022 年末，公司存货跌价准备余额 0.11 亿元，考虑到下游需求持续疲软，原材料及库存商品价格可能产生较大波动，公司面临一定存货跌价风险。

非流动资产方面，公司固定资产主要为房屋建筑物和生产设备，2022 年规模有所增加，主要系当期 IPO 募投项目完成部分转固。随着公司对募投项目在内的各类项目的持续投入，2022 年在建项目规模大幅增长。无形资产主要为土地使用权，主要为工业用地以及小部分商住用地，全部位于广东省云浮市。

在受限资产方面，截至 2022 年末，公司货币资金、应收票据、固定资产和无形资产资产中受限部分的账面价值合计为 0.97 亿元，占期末资产总额的比重为 3.95%，受限资产占比较小，资产流动性尚可。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.64	18.64%	5.53	22.59%	3.24	17.82%
应收票据	2.63	10.57%	2.18	8.91%	2.27	12.49%
存货	2.76	11.08%	3.61	14.76%	2.66	14.64%
流动资产合计	12.74	51.15%	13.67	55.86%	10.03	55.10%
固定资产	6.25	25.11%	6.25	25.55%	5.51	30.27%
在建工程	3.86	15.51%	3.00	12.27%	1.10	6.03%
无形资产	1.04	4.17%	0.95	3.89%	0.91	4.99%
非流动资产合计	12.16	48.85%	10.80	44.14%	8.17	44.90%

资产总计	24.90	100.00%	24.48	100.00%	18.20	100.00%
------	-------	---------	-------	---------	-------	---------

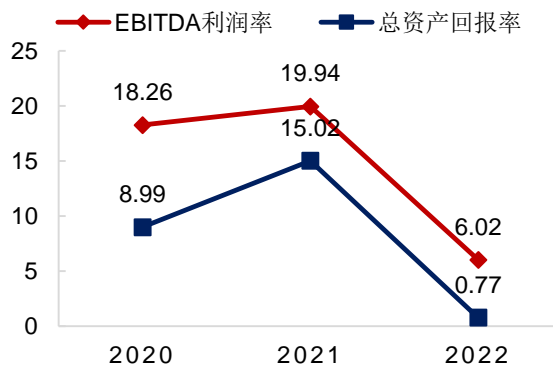
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受原材料价格上涨及下游需求疲软影响，2022年公司盈利能力大幅下降，需关注原材料价格大幅波动及下游需求复苏情况对公司盈利能力带来的影响

2022年公司营业收入仍主要来源于金红石型钛白粉，当期金红石型钛白粉销量有所增长，但受房地产为主的下游行业需求疲软影响，钛白粉价格有所下降，使得收入同比下降。毛利率方面，相较于钛白粉价格下降幅度，主要原材料钛精矿、硫铁矿仅小幅下降，同时硫磺经历了罕见暴涨，综合影响下，公司毛利率大幅下降，金红石型钛白粉毛利率仅为3.03%。整体来看，2022年公司EBITDA利润率和总资产回报率大幅走低，考虑到短期内房地产复苏难度较大，2023年盈利能力可能继续承压。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

随着本期债券发行成功及项目资金需求较大，公司债务规模显著上升，偿债压力加大，考虑到未来在建及拟建项目资金压力仍较大，债务水平将进一步上升

随着本期债券的发行及在建项目资金需求较大，公司债务规模明显增长，2022年末债务规模同比增长137.16%，类型主要为短期银行借款及本期债券，考虑到公司在建项目资金需求较大，但短期债务集中度偏高，存在一定期限错配，债务期限结构仍存在一定改善空间。

其他经营性负债方面，应付票据及应付账款主要为应付材料款及应付工程设备款，随着公司在建项目的持续推进，应付款项规模有所增长。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.32	28.96%	2.98	27.00%	1.93	37.48%
应付账款	1.06	9.28%	1.05	9.53%	0.69	13.37%
应付票据	0.67	5.84%	0.71	6.43%	0.59	11.41%
其他流动负债	1.38	12.07%	1.21	10.99%	1.26	24.41%
流动负债合计	6.86	59.80%	6.49	58.73%	4.89	94.94%
长期借款	0.23	1.98%	0.23	2.05%	0.10	1.89%
应付债券	4.09	35.65%	4.02	36.40%	0.00	0.00%
非流动负债合计	4.61	40.20%	4.56	41.27%	0.26	5.06%
负债合计	11.46	100.00%	11.05	100.00%	5.15	100.00%
总债务合计	--	--	9.13	82.62%	3.85	74.73%
其中：短期债务	--	--	4.88	44.16%	3.75	72.84%
长期债务	--	--	4.25	38.45%	0.10	1.89%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司营业收入小幅下降，同时当期购买商品、接受劳务支付的现金明显增加，经营活动净现金流大幅下降，同时伴随着盈利能力的下降，FFO同比大幅下滑。考虑到近年公司在建项目均有一定资本开支需求，中证鹏元认为自由现金流/净债务能更好地体现杠杆比率波动性，受资本开支力度加大和经营活动现金流下降影响，2022年公司自由现金流规模由正转负，对净债务的覆盖程度大幅下降。同时，本期债券发行后，公司债务规模有所上升，净债务由负转正，净债务/EBITDA、总债务/总资本等指标表现下滑，资产负债率升至45.14%，公司杠杆水平有所加大，同时EBITDA利息保障倍数大幅下降但表现仍较好，整体来看，公司杠杆水平较为健康。

表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	0.02	1.74
FFO（亿元）	0.44	2.30
资产负债率	45.14%	28.29%
净债务/EBITDA	1.03	-0.60
EBITDA 利息保障倍数	7.60	66.20
总债务/总资本	40.47%	22.77%
FFO/净债务	47.43%	-122.93%
经营活动净现金流/净债务	2.07%	-93.19%
自由现金流/净债务	-324.19%	45.40%

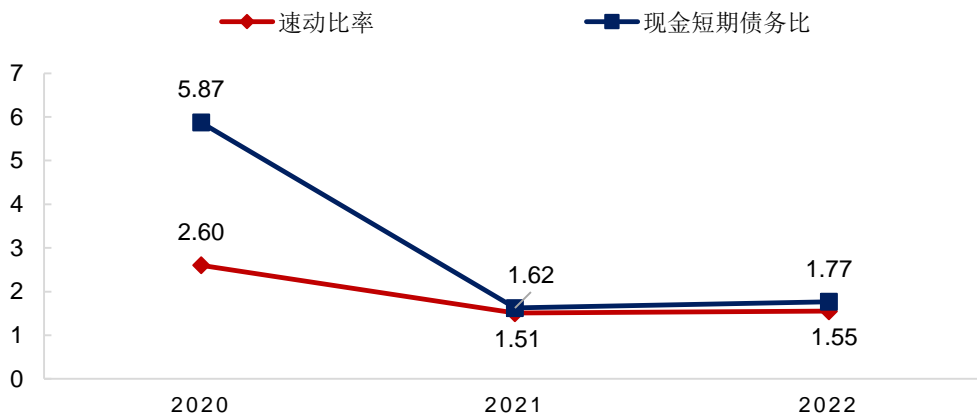
注：2022年公司自由现金流为负。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

流动性表现方面，受益于本期债券的成功发行，公司现金类资产规模有所提升，但短期债务规模亦

有所增长，期末现金短期债务比和速动比率较上年变化不大，短期偿债压力尚可。截至2022年末，公司银行授信总额和未使用额度分别为11.00亿元人民币和7.16亿元人民币，除此之外还有0.12亿美元额度尚未使用，剩余可使用授信额度较大，综合来看，公司仍具有一定融资弹性。

图 8 公司流动性比率情况



资料来源：2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

ESG 表现对公司经营和信用水平未产生重大负面影响

环境因素

公司为化工企业，生产经营中涉及废水、废气和工业固废等主要污染物排放问题，公司的生产及运营严格遵守国家有关法律法规，并按照有关环保法规及相应标准对三废排放进行有效综合治理，并设立了相应的管理程序。根据公司提供的ESG说明文件及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

公司为化工企业，存在一定安全生产压力，自成立以来，公司高度重视安全生产工作，严格执行危险化学品安全生产制度和持证上岗制度，制定了完善的安全生产管理制度，并成立安全生产委员会，由公司总经理担任组长，全面负责公司的安全生产和职业卫生管理工作，安全生产委员会下设安全环保部，负责日常工作。根据公司提供的 ESG 说明文件及公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违

反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。目前公司有董事会成员9名，其中独立董事3名；监事会成员3名，管理体制较为完善。

公司董事及管理团队成员较为稳定，2022年8月4日，公司原董事、副总经理、董事会秘书殷健因个人原因辞任，公司聘任叶胜为董事、副总经理，李燕敏为董事会秘书；2023年1月13日，公司原独立董事王蓓因个人原因离职，补选何俊辉为公司独立董事。根据行业特点和经营管理需要，公司设有研发部、采购部、质量技术部、生产部等职能部门。

此外，公司分别于2022年6月及9月收到深圳证券交易所创业板公司管理部出具的关注函，属对公司重大投资项目的一般性问询。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月15日），公司本部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；公司公开发行的各类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信息查询，截至2023年6月22日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

九、结论

公司主要从事钛白粉研发、生产和销售。公司地处广东省云浮市，其硫铁矿储量、品位均居亚洲首位，其区位优势为公司配套生产硫酸提供了充足的原料、节省了危化品硫酸昂贵的运输费用，使得公司具有一定成本优势。同时中证鹏元也注意到，钛白粉价格受宏观经济及房地产行业景气度影响较大，若下游需求复苏不及预期导致钛白粉价格长期处于低位，公司盈利能力将面临较大下滑压力，同时，公司主要原材料及燃料价格波动较大，且钛精矿的采购过于集中在攀西地区，若主要供应商因政策及环保等因素减少供应，公司可能面临原材料短缺风险，同时原材料价格波动亦可能对公司经营情况造成一定影响，此外，当前公司产能规模较小，规模效应不足，预计募投项目建成后，公司规模效应及生产效率将有所提升。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“惠云转债”的信用等

级为AA-。

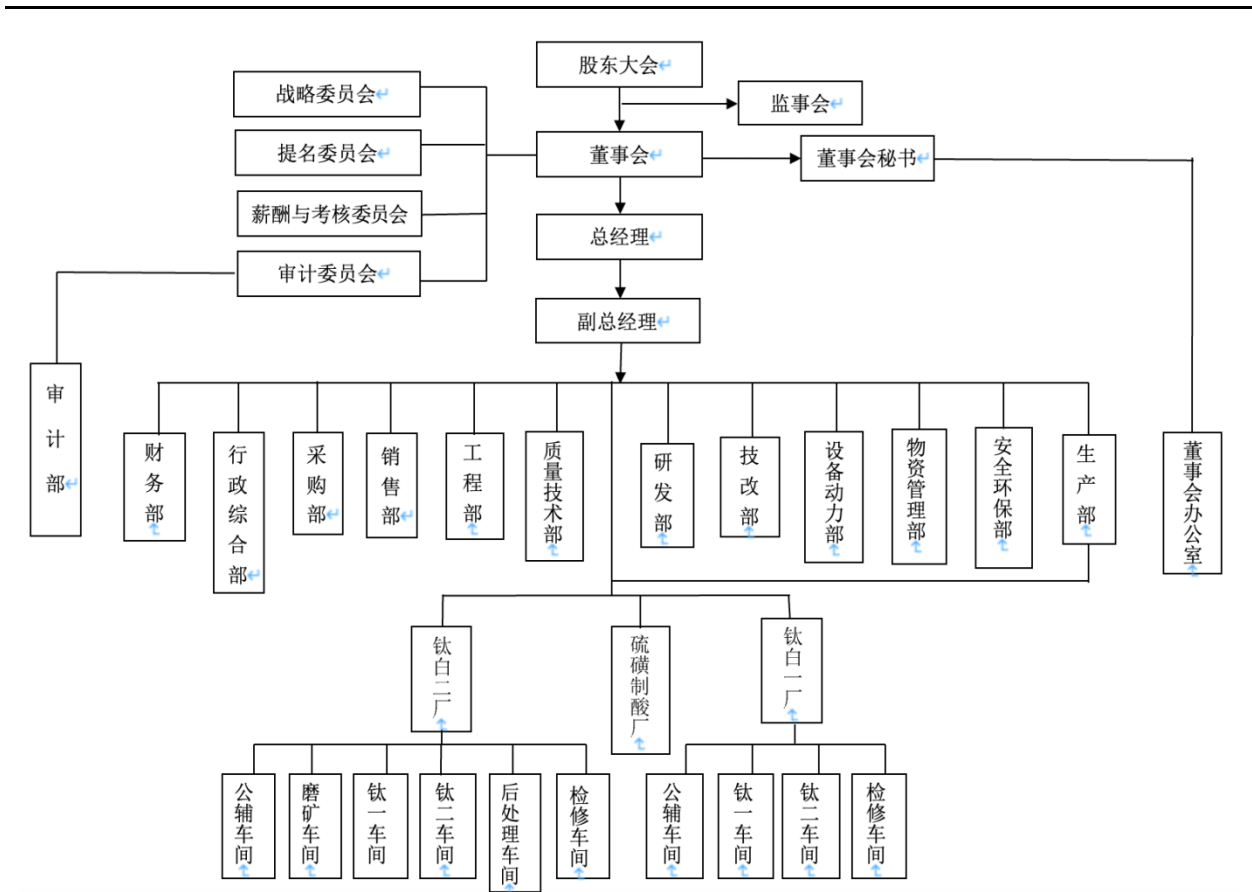
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	4.64	5.53	3.24	2.81
存货	2.76	3.61	2.66	1.70
应收票据及应收账款	4.02	2.88	3.19	0.79
应收票据	2.63	2.18	2.27	0.20
流动资产合计	12.74	13.67	10.03	7.77
固定资产	6.25	6.25	5.51	4.39
在建工程	3.86	3.00	1.10	0.86
非流动资产合计	12.16	10.80	8.17	6.15
资产总计	24.90	24.48	18.20	13.91
短期借款	3.32	2.98	1.93	0.71
应付票据及应付账款	1.73	1.76	1.28	1.18
其他流动负债	1.38	1.21	1.26	0.03
流动负债合计	6.86	6.49	4.89	2.33
应付债券	4.09	4.02	0.00	0.00
非流动负债合计	4.61	4.56	0.26	0.17
负债合计	11.46	11.05	5.15	2.51
总债务	--	9.13	3.85	0.89
所有者权益	13.44	13.43	13.05	11.41
营业收入	4.73	15.12	15.53	9.55
营业利润	-0.02	0.15	2.51	1.06
净利润	0.01	0.14	1.97	0.89
经营活动产生的现金流量净额	-0.06	0.02	1.74	0.65
投资活动产生的现金流量净额	-0.78	-3.33	-2.27	-1.68
筹资活动产生的现金流量净额	-0.04	5.69	0.87	3.10
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	0.91	3.10	1.74
FFO(亿元)	--	0.44	2.30	1.22
净债务(亿元)	0.96	0.94	-1.87	-4.07
销售毛利率	5.51%	8.39%	23.68%	20.05%
EBITDA 利润率	--	6.02%	19.94%	18.26%
总资产回报率	--	0.77%	15.02%	8.99%
资产负债率	46.03%	45.14%	28.29%	18.02%
净债务/EBITDA	--	1.03	-0.60	-2.34
EBITDA 利息保障倍数	--	7.60	66.20	62.22
总债务/总资本	38.22%	40.47%	22.77%	7.21%
FFO/净债务	--	47.43%	-122.93%	-30.06%

速动比率	1.46	1.55	1.51	2.60
现金短期债务比	--	1.77	1.62	5.87

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
云浮市业华化工有限公司	3,000.00	100.00%	生产及销售硫酸
云浮惠云新材料有限公司	1,000.00	100.00%	新能源磷酸铁
云浮市惠云钙业有限公司	1,000.00	100.00%	氧化钙
四川研佳岩矿业有限公司	2,000.00	60.00%	有色金属矿采选业

资料来源：公司 2022 年度报告，公开信息，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+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。

附录五 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。