

# 广东惠云钛业股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【573】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。

## 广东惠云钛业股份有限公司相关债券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
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）跟踪期内原料供应稳定，产品继续保持较好的竞争力。但中证鹏元也关注到，受下游行业景气度影响，2024年钛白粉价格中枢继续下移，其他经济体对我国钛白粉出口的贸易限制仍在，对公司盈利影响较大；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区域过于集中，原材料供给能力及价格波动可能对公司后续经营造成影响；此外，公司新增产能规模较大，若未来市场需求复苏情况或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。

### 评级日期

2025年06月25日

### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	29.51	27.85	26.15	24.48
归母所有者权益	13.59	13.47	13.77	13.43
总债务	--	11.68	10.17	9.13
营业收入	4.82	16.60	16.52	15.12
净利润	0.10	0.04	0.41	0.14
经营活动现金流净额	-0.48	0.20	1.64	0.02
净债务/EBITDA	--	7.24	3.93	1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	2.43	3.39	7.60
总债务/总资本	--	46.44%	42.44%	40.47%
FFO/净债务	--	6.51%	10.88%	47.43%
EBITDA 利润率	--	6.35%	6.80%	6.02%
总资产回报率	--	0.85%	2.18%	0.77%
速动比率	0.74	0.71	1.03	1.55
现金短期债务比	--	0.80	1.12	1.77
销售毛利率	10.04%	7.71%	9.19%	8.39%
资产负债率	53.95%	51.64%	47.24%	45.14%

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

### 联系方式

项目负责人：刘伟强  
liuwq@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立  
wanghl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- **公司原材料供应稳定，产品继续保持较好竞争力。**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，持续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，2024年公司产能得到一定提升，产品产销量同步增长，持续保持较强的产品竞争力。

## 关注

- **关注下游需求及国际贸易政策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相对较强，2024年房地产投资表现仍对钛白粉需求形成压制，同时其他行业需求增量整体有限；出口方面，尽管欧盟终裁下调了对我国钛白粉出口的反倾销税，但整体趋势未改，截至2024年末已有5个经济体对中国钛白粉实施贸易限制，未来需关注新兴市场的钛白粉需求能否带动出口持续增长。整体来看，需求表现承压，国际贸易环境复杂多变，国内钛白粉供需平衡压力仍存，预计2025年钛白粉价格仍将有所承压。
- **公司面临一定产能消化风险。**公司金红石型钛白粉产能已经实现明显提升，截至2024年末产能水平已达到13万吨/年，较2023年末的年产能增长62.5%，考虑到目前国内钛白粉行业整体仍呈现供给宽松的格局，若未来市场需求复苏情况或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。
- **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，受此影响，2024年公司毛利率小幅下降，未来若原材料及燃料价格波动较大，可能对公司盈利能力产生进一步影响。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司钛白粉产品将继续保持较好竞争力，且公司规模效应及生产效率有望改善，预计经营风险和财务风险相对稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

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	27.85	662.01	194.72	29.56	20.97	148.42
营业总收入	16.60	275.39	68.75	21.33	18.87	132.09
净利润	0.04	22.40	5.65	-2.54	-0.35	2.89
销售毛利率	7.71	25.01	17.41	2.50	3.58	7.59
资产负债率	51.64	61.04	37.81	52.75	34.45	13.34
钛白粉年产能	16	151	55	16	10	29.5

注：（1）以上各指标均为2024年数据；（2）钛白粉年产能数据来源于各公司年报，包含锐钛型钛白粉产能。

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

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）跟踪期内公司保持较好的产品竞争力，产品产销量有所增长；同时产品产能实现提升，未来规模效益有望提升，预计 2025 年收入及利润均有提升及改善预期；此外，公司新增债务规模有限，杠杆水平变化不大，未来资本开支压力较小；综合考虑，补充调整“+3”。

## 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
惠云转债	4.90	4.8991	2024-06-25	2028-11-23

## 一、 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流动资金。根据北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《广东惠云钛业股份有限公司募集资金存放与使用情况鉴证报告》，截至2024年12月31日，“惠云转债”募集资金专项账户余额为0.16亿元。截至本报告出具日，本期债券转股价为10.74元/股。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2025年3月末，公司股本为4.00亿股，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。跟踪期内，公司第二大股东及钟镇光一致行动人美国万邦有限公司（以下简称“美国万邦”）减持，持股比例下降至17.47%，本次减持后，钟镇光及其一致行动人美国万邦合计持有公司股份占公司总股本的比例减少至40.001%，钟镇光、汪锦秀夫妇仍持有美国万邦51.2244%股份，合计持有公司31.48%的股份，控制权仍较为稳定。此外，截至2025年3月末，公司前十大股东股份均不存在质押或冻结情形。

跟踪期内，公司仍主要从事钛白粉产品的研发、生产和销售，钛白粉主要应用于塑料、涂料、橡胶等多个行业。2024年，公司将持有的控股子公司四川研佳岩矿业有限公司（以下简称“四川研佳岩”）25%的股权转让给自然人郑同力。由于控股权转让，本期仅将四川研佳岩1-7月期间财务数据纳入合并范围，本次交易完成后，四川研佳岩不再纳入合并范围，本公司剩余持有四川研佳岩35%的股权构成对联营企业投资，按照权益法进行核算，同时公司少数股东权益相应减少。

## 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，进一步扩大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。

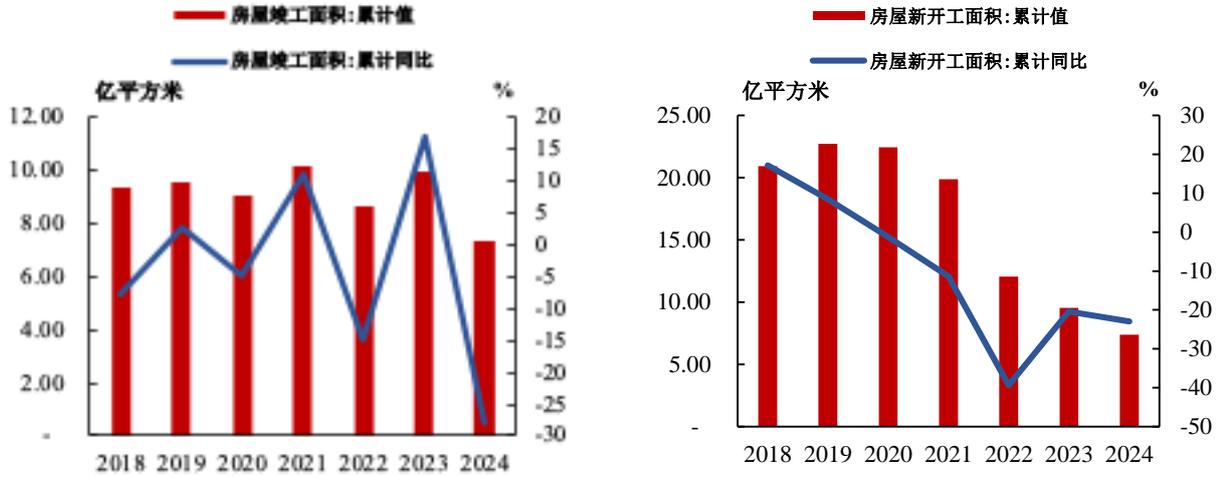
## 行业环境

**2024年我国钛白粉产能及产量进一步增长，产能利用率稳中有升；受房地产端拖累，2024年国内钛白粉整体需求仍一般，但出口表现持续亮眼，出口量已占国内钛白粉产量近四成；考虑到2025年新增产能仍较多，钛白粉行业仍将持续处于供大于求阶段，未来需持续观察下游需求变化及出口增速持续性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，2024年我国钛白粉产能继续保持增长态势，由上年的520万吨小幅增至605万吨左右，占全球产能的一半以上，进一步巩固了全球第一大生产国地位，2024年全行业钛白总产量达到476.6万吨，比上年增加60.6万吨，增幅为14.57%，产能利用率小幅提升，考虑到2025-2026年期间，主流钛白粉厂商仍有较大规模的产能新增，预计钛白粉还将保持供给较为宽松的市场格局。

需求端表现持续走弱。目前涂料仍为钛白粉第一大应用行业，而涂料最终下游主要为房地产，现阶段房地产业的发展对钛白粉市场需求的影响仍然较大。2024年至今地产未改下降趋势，2024年房屋竣工面积同比下降27.70%，新开工面积已连续五年负增长；预期2025年全年地产投资改善有限，钛白粉需求整体继续承压。

图1 低迷的房地产市场对钛白粉需求形成较大压制



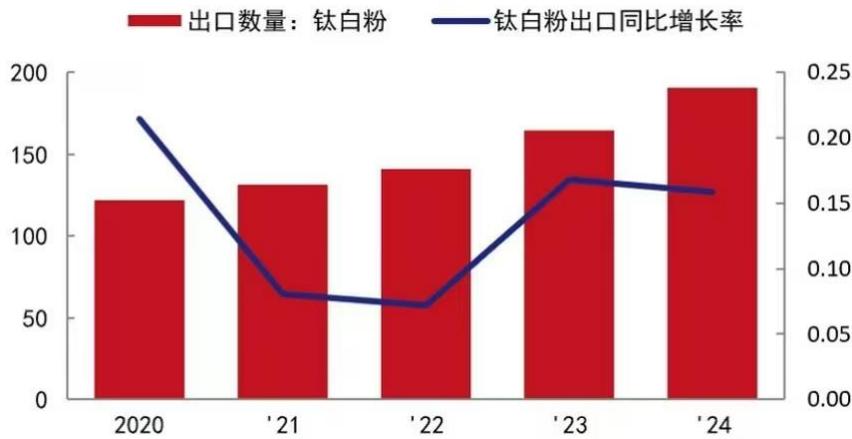
数据来源: Wind, 中证鹏元整理

除房地产外, 钛白粉还广泛应用于塑料、橡胶、化纤、陶瓷、食品、医药、化妆品、建筑新材料、电子工业、微机电、汽车、新能源、光伏、环保工业和催化领域等, 且不断应用于新领域。作为除涂料外的第二大应用领域, 2024年我国塑料制品产量达7,707.6万吨, 同比增长2.9%, 对钛白粉需求提供一定支撑。

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, 2024年我国钛白粉出口量累计约190.17万吨, 同比增长15.83%, 仍保持较好增速; 进口量为9.19万吨, 同比增长8.82%, 远低于出口量。随着我国钛白粉出口量的不断增长, 2024年钛白粉出口市场占据国内产量占比已增至39.90%, 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。

但需注意的是, 2024年欧美对我国钛白粉征收14.4%-39.7%的反倾销税(终裁税率下调至11.4%-32.3%), 直接导致中国对欧洲出口量锐减, 同时欧盟政策引发“示范效应”, 印度(2024年3月)、巴西(2024年4月)相继对中国钛白粉启动反倾销调查, 截至2024年底, 全球已有5个经济体对中国钛白粉实施贸易限制。但新兴市场有所崛起, 中国企业加速开拓东南亚、中东等市场, 2024年对印度等国家出口量有所增长。整体来看, 预计钛白粉出口危机与机遇并存, 出口不确定性将有所增加。

图2 2024年钛白粉出口高增速有所延续（单位：万吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2024年钛白粉价格中枢有所下移。一季度因市场处于库存低位和成本支撑，价格有所上涨，但二季度起受需求减弱影响，价格呈震荡小幅回落走势，全年价格中枢小幅下移。中证鹏元预计2025年房地产投资改善有限，供给宽松格局仍将持续，预计2025年钛白粉价格仍有所承压。

图3 2024年以来钛白粉价格呈震荡下行走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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2024年的行情发展来看，一、三季度受市场供应偏紧，钛精矿价格整体以上涨为主，二、四季度下游市场需求影响较大，钛精矿价格有所下跌，全年价格呈现高位震荡走势。

硫酸为钛白粉生产另一重要原材料，同时制酸需使用大量电力及天然气。受地缘冲突带来的供应扰动及需求爆发增长导致的供需失衡以及进口成本及能源价格波动推高生产成本等多重因素共振影响，硫

酸价格出现较大上涨，98%硫酸价格年末同比上涨70%至390元/吨。受此影响，2024年钛白粉企业单位成本明显上涨。预计2025年硫酸价格将维持高位震荡，可能为钛白粉企业带来一定成本压力。同时，2024年天然气价格表现较为平稳，价格中枢小幅下移，预计2025年价格表现将较为稳定。

图4 2024年钛精矿价格小幅震荡（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 2024年硫酸价格明显上涨（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 四、 经营与竞争

公司自成立以来主要从事钛白粉研发、生产和销售，2024年收入仍主要来源于金红石型钛白粉，硫酸<sup>1</sup>主要为内部自用，多额外售，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。2024年，公司产能进一步增长，公司凭借其专用塑料级钛白粉继续保持较好的市场竞争力及口碑，受此影响，公司钛白粉产销量及收入均有所增长。毛利率方面，尽管公司钛白粉销售均价并未下跌，但公司原材料端制酸成本有所增长，金红石型钛白粉毛利率小幅降至7.66%。2025年一季度，公司营业收入同比增长19.29%，同时毛利率有所上升。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2025年1-3月			2024年			2023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	4.21	87.34	9.58	14.88	89.65	7.66	14.03	84.93	8.52
锐钛型钛白粉	0.07	1.45	8.50	0.43	2.60	4.62	0.52	3.13	0.30
硫酸	0.02	0.41	12.86	0.12	0.74	-25.25	0.13	0.79	-25.23
其他	0.53	11.00	13.81	1.17	7.02	12.97	1.84	11.15	19.17
<b>合计</b>	<b>4.82</b>	<b>100.00</b>	<b>10.04</b>	<b>16.60</b>	<b>100.00</b>	<b>7.71</b>	<b>16.52</b>	<b>100</b>	<b>9.19</b>

资料来源：公司 2023-2024 年年报及公司提供，中证鹏元整理

公司继续保持较好的产品竞争力，产品产销量均有所增长，产品受认可度仍较高；同时，为应对快速增长的产能并保障回款，公司优先依托经销渠道完成产品去化，经销渠道收入规模及占比有所回升，主要下游客户资质尚可且较为稳定

2024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、橡胶等多个行业，其中塑料级钛白粉市场竞争力较强，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2024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12项，实用专利14项，其中2024年新增发明专利4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。

2024年公司产品出口量为31,957吨（其中金红石31,808.95吨），较上年小幅增长。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。

在公司产品主要下游塑料等行业需求温和增长的背景下，2024年公司金红石型钛白粉产销量实现一定增长，而产销率方面，2024年末钛白粉价格处于低位，公司销售节奏适当放慢，产销率回落至正常水平。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，受钛白粉供需波动影响，2024年上半年价格震荡上行后有所下跌，下半年价格处于持续下跌态势，整体价格中枢有所下移，但公司金红石型钛白粉平均售价有所上升，主要系金红石型钛白粉细分型号较多，而2024年公司产品结构有所变化，高单价产品销售有所增加。

**表2 公司产品产销情况（单位：吨、元/吨）**

产品名称	项目	2024年	2023年
金红石型钛白粉	产量	116,234.33	95,565.25
	总销量	107,922.41	102,680.95
	产销率	92.85%	107.45%
	平均售价	13,789.71	13,662.34
锐钛型钛白粉	产量	28,471.18	30,026.68
	总销量	27,510.40	31,199.40
	其中：内部领用消耗量	24,147.00	26,930.00
	产销率	96.63%	103.91%

平均售价

12,825.59

12,094.31

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。2024年，公司直销收入占比有所回落，一方面，大终端客户拓展存在一定调整，且海外终端客户验证周期相对较长，另一方面，随着公司产能增长，公司优先依托经销渠道推动销售，同时在当前宏观经济背景下，经销渠道账期及回款周期更具优势，2024年度公司经销收入占比67.76%。目前公司在境内继续凭借良好的产品质量及客户口碑拓展客户，同时在境外积极拓展东南亚、中东和南美地区的优质客户，但仍需注意需求下降及贸易摩擦等因素可能对公司客户拓展带来的不利影响。

2024年公司的主要客户变动不大，仍主要为化工企业及化工贸易企业，下游客户资质尚可且较为稳定，同时客户集中度有所提升，2024年度前五大客户集中度为43.18%，集中度水平尚可。

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；此外，公司产能实现明显增长，需重点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。2024年，公司钛白粉年产能分别为成品金红石型钛白粉11万吨（含5万吨初品产能）和锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品3万吨，其中金红石型钛白粉新增产能来自8万吨/年塑料级金红石型钛白粉后处理改扩建项目（二期工程）的正式投产，当年实际产能贡献3万吨，但截至2024年末，公司实际金红石型钛白粉产能为13万吨。同时受产能大幅增加影响，2024年公司库存量同比增长143.10%，产品滚动去化压力有所增加。与此同时，本期债券募投项目“50KT/年改80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改项目”目前已处于调试阶段，预计公司金红石型钛白粉产线的5万吨初品产能将升至8万吨，叠加锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品3万吨产能，公司初品产能将达到11万吨，合计初品缺口约为2万吨，同时公司不断在现有项目基础上进行技改，随着其他技改项目的建设及投入使用，公司规模效应和生产效率仍有较大提升空间。

**表3 2023-2024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
2024年	金红石型钛白粉	110,000.00	116,234.33	105.67%
	锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品	30,000.00	28,471.18	94.90%
2023年	金红石型钛白粉	80,000.00	95,565.25	119.46%

锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品	30,000.00	30,026.68	100.09%
------------------	-----------	-----------	---------

注：2023-2024年，锐钛型钛白粉生产线分别生产26,930.00吨和24,174.00吨初品用于内部领用至金红石型钛白粉生产线加工成产成品，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

截至2024年末，公司主要在建项目为本期债券募投项目、首次公开发行股票募投项目及本年度新增的部分技改项目，除募集资金外，公司主要在建项目自有资金缺口不大，项目建设资金压力尚可。跟踪期内，年产8万吨塑料级金红石型钛白粉后处理技改项目（二期）项目已于2024年6月正式投产，公司产能实现显著提升；公司一体化智能仓储中心建设项目已完工结项，剩余募集资金永久补流。此外，60万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目一期20万吨/年项目已正式投产，但剩余40万吨/年产能将延期至2026年8月31日。但需要注意的是，随着公司核心募投项目正式投产，产能水平明显提升，若未来市场需求不足或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。

**表4 2024末公司主要在建项目（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
50KT/年改80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程	37,909.50	27,700.00	38,231.93	27,854.79
年产8万吨塑料级金红石型钛白粉后处理技改项目	26,408.00	14,511.58	21,448.72	15,679.18
循环经济技术改造项目	12,072.15	9,065.00	11,542.53	9,127.55
信息化运营中心建设项目	6,471.86	5,120.00	3,724.68	4,352.36
研发中心建设项目	6,659.67	3,743.00	5,811.59	4,331.04
60万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目	10,624.98	10,600.00	2,415.77	1,384.98
一体化智能仓储中心建设项目	5,965.56	4,741.12	4,650.18	4,561.85
亚铁综合利用研发中试线项目	13,500.00	-	13,375.97	-
智能制造数字化技术改造	7,500.00	-	4,181.96	-
新型结晶技改项目	5,500.00	-	4,133.79	-
水解、煅烧晶种提质技术改造项目	4,000.00	-	2,664.85	-
<b>合计</b>	<b>136,611.72</b>	<b>75,480.70</b>	<b>112,181.97</b>	<b>39,436.96</b>

注：1、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，其募集资金投入大于承诺投资额系包含资本化利息；2、信息化运营中心建设项目募集资金投入为含税且包括预付款，因此大于累计已投资额，系口径问题。

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

**2024年公司主要原材料钛精矿价格相对平稳，但用于制酸的硫铁矿价格大幅上涨，公司生产成本有所抬升，未来仍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，硫磺从广西、广东采购，硫铁矿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，2024年公司前五大供应商集中度小幅上升，集中度仍较高，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。

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。2024年公司主要原材料钛精矿采购价较上年变动不大，价格仍较为坚挺。2024年，硫磺、硫铁矿受地缘冲突带来的供应扰动及需求爆发增长导致的供需失衡以及进口成本及能源价格波动推高生产成本等多重因素共振影响，硫磺及硫铁矿市场价格大幅增长，其中公司提早对硫磺进行了锁价，因此采购均价表现为小幅下降，而采购规模更大的硫铁矿采购均价同比增长20.06%，带动原材料成本明显增加。若公司产品价格调整频率和时间滞后于原材料波动，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5 2023-2024年公司主要原材料采购情况（单位：万吨、亿元、元/吨）**

项目名称	2024年			2023年		
	数量	金额	均价	数量	金额	均价
钛精矿	19.64	4.83	2,456.57	21.10	5.17	2,449.25
硫磺	4.50	0.43	959.78	3.01	0.31	1,039.00
硫铁矿	20.28	1.16	574.26	22.18	1.06	478.31
金红石型钛白粉初品	3.32	3.97	11,970.71	2.00	2.35	11,779.46
<b>合计</b>	<b>47.74</b>	<b>10.39</b>	<b>-</b>	<b>48.29</b>	<b>8.89</b>	<b>-</b>

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

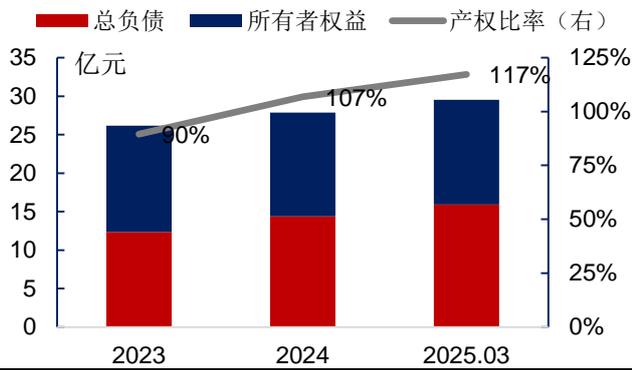
以下分析基于公司公告的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023审计报告、经北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

跟踪期内，公司主业现金生产能力尚可，持续增加项目投入，资产及债务规模同步增长，杠杆水平有所增加，受成本费用增加影响，公司盈利能力明显下降，债务压力有所增加

## 资本实力与资产质量

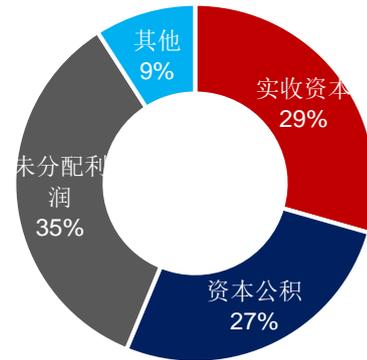
随着产能扩张及技改需要提升，公司资金需求有所增加，负债规模有所增长，而同期所有者权益小幅下降，主要系分红及利润下降导致的未分配利润减少，综合影响下，公司产权比率持续上升，所有者权益对债券的保障能力有所下滑。

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

作为制造业企业，生产性资产系公司重要资产，公司资产仍以土地、厂房和机器设备以及原材料为主。2024年末公司固定资产继续增长，主要系公司IPO及本期债券募投项目的持续转固，同时在建工程转固部分主要由新技改项目投入填补。存货方面，随着公司产能增加，原材料备货及日常库存商品结存有所增长，同时公司库存商品流转情况较好，2024年末存货跌价准备仅为30.35万元。

其他资产方面，随着项目的逐步投入，公司货币资金规模有所下滑，其中20万元因开具履约保证金而受限，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，2024年应收票据规模变化不大，同时应收账款规模相对较小。

在受限资产方面，截至2024年末，公司货币资金、固定资产和无形资产中受限部分的账面价值合计为0.46亿元，占期末资产总额的比重仅为1.66%，受限资产占比较小，融资弹性较大。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

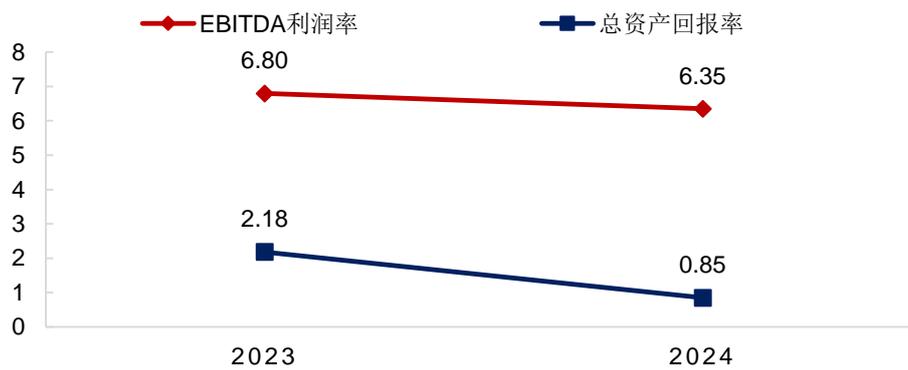
项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.75	5.93%	1.78	6.39%	3.20	12.25%
应收票据	2.52	8.56%	2.32	8.32%	2.21	8.45%
存货	4.16	14.09%	3.85	13.83%	2.62	10.03%
<b>流动资产合计</b>	<b>11.09</b>	<b>37.60%</b>	<b>9.63</b>	<b>34.59%</b>	<b>10.37</b>	<b>39.65%</b>
固定资产	11.37	38.54%	11.00	39.50%	8.29	31.71%
在建工程	5.31	18.01%	5.47	19.64%	5.34	20.41%
<b>非流动资产合计</b>	<b>18.41</b>	<b>62.40%</b>	<b>18.22</b>	<b>65.41%</b>	<b>15.78</b>	<b>60.35%</b>
<b>资产总计</b>	<b>29.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.15</b>	<b>100.00%</b>

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

2024年公司营业收入仍主要来源于金红石型钛白粉，受产能扩张及市场拓展力度加大影响，2024年金红石型钛白粉产销量实现增长，但钛白粉价格相对弱势，且制酸相关原材料价格有所上升，产品单位成本有所上升。在此影响下，公司营收小幅上升但毛利率水平有所下降，同时折旧费、可转债费用化利息等较上年出现较大幅度的上升，公司净利润出现较大下滑，公司EBITDA利润率和总资产回报率表现有所走弱，其中利息费用的增加对公司总资产回报率削弱程度较大。考虑到国内钛白粉需求增长乏力，出口情况易受国际局势影响，同时考虑到钛白粉供给仍偏松，预计2025年钛白粉价格可能继续承压，同时仍需关注原材料价格大幅波动、下游需求复苏情况以及产能新增对公司盈利能力带来的影响。

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

随着业务规模的扩大及项目建设资金需求的增加，公司债务规模小幅增长，债务类型仍主要为银行借款、本期债券及其他流动负债中的已背书未终止确认的银行承兑汇票构成，其中银行借款以实控人担

保下的保证借款规模最大，其次为抵质押借款及信用借款。债务期限结构方面，2024年末短期债务比重为48.58%，较上年末小幅下降，短期债务集中度仍偏高。

其他经营性负债方面，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7 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	4.91	30.83%	4.01	27.87%	3.45	27.91%
应付账款	2.22	13.95%	2.01	13.99%	1.57	12.74%
其他流动负债	1.52	9.52%	1.28	8.93%	1.31	10.58%
<b>流动负债合计</b>	<b>9.39</b>	<b>58.95%</b>	<b>8.18</b>	<b>56.87%</b>	<b>7.50</b>	<b>60.76%</b>
长期借款	1.75	10.99%	1.47	10.19%	0.34	2.71%
应付债券	4.60	28.92%	4.54	31.56%	4.28	34.62%
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.53</b>	<b>41.05%</b>	<b>6.20</b>	<b>43.13%</b>	<b>4.85</b>	<b>39.24%</b>
<b>负债合计</b>	<b>15.92</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.35</b>	<b>100.00%</b>
总债务	--	--	11.68	81.20%	10.17	82.32%
其中：短期债务	--	--	5.67	48.58%	5.56	54.65%
长期债务	--	--	6.01	51.42%	4.61	45.35%

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

2024年公司销售回款规模保持稳定，由于原材料采购现金支出明显增加，经营活动净现金流净额大幅下滑，公司主业现金生成能力整体保持稳定。随着债务规模的增加，2024年末公司FFO对净债务的覆盖程度有所下降，同时净债务/EBITDA、总债务/总资本等指标表现亦下滑，资产负债率升至51.64%，公司杠杆水平有所加大，EBITDA利息保障倍数继续下降但表现仍尚可，整体来看，公司杠杆水平有所增加。

**表8 公司偿债能力指标**

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.48	0.20	1.64
FFO（亿元）	--	0.50	0.48
资产负债率	53.95%	51.64%	47.24%
净债务/EBITDA	--	7.24	3.93
EBITDA 利息保障倍数	--	2.43	3.39
总债务/总资本	--	46.44%	42.44%
FFO/净债务	--	6.51%	10.88%
经营活动现金流净额/净债务	--	2.60%	37.23%
自由现金流/净债务	--	-36.13%	-83.58%

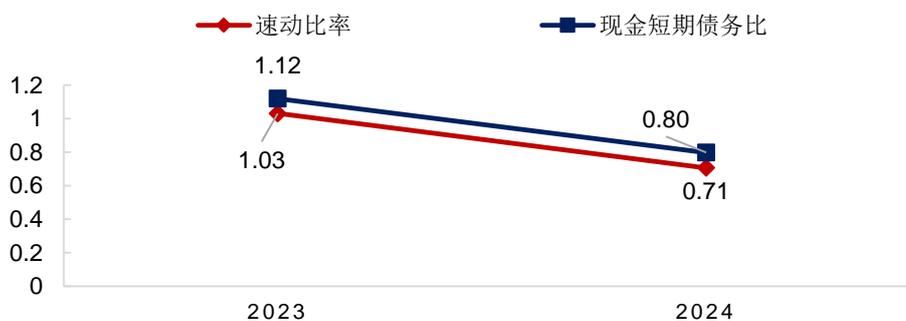
注：2023-2024 年公司自由现金流为负。

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，随着对项目建设的持续投入，公司现金类资产规模有所下降，同时短期债务规模

略有增长，公司流动性指标表现均有明显下滑，短期偿债压力明显增加。截至2024年末，公司银行授信总额和未使用额度分别为16.80亿元人民币和10.98亿元人民币，剩余可使用授信额度尚可，同时公司作为上市公司，仍有一定直接融资空间且受限资产占比较小，综合来看，公司仍具有一定融资弹性。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、 其他事项分析

### 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（2025年6月6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2025年6月17日，中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

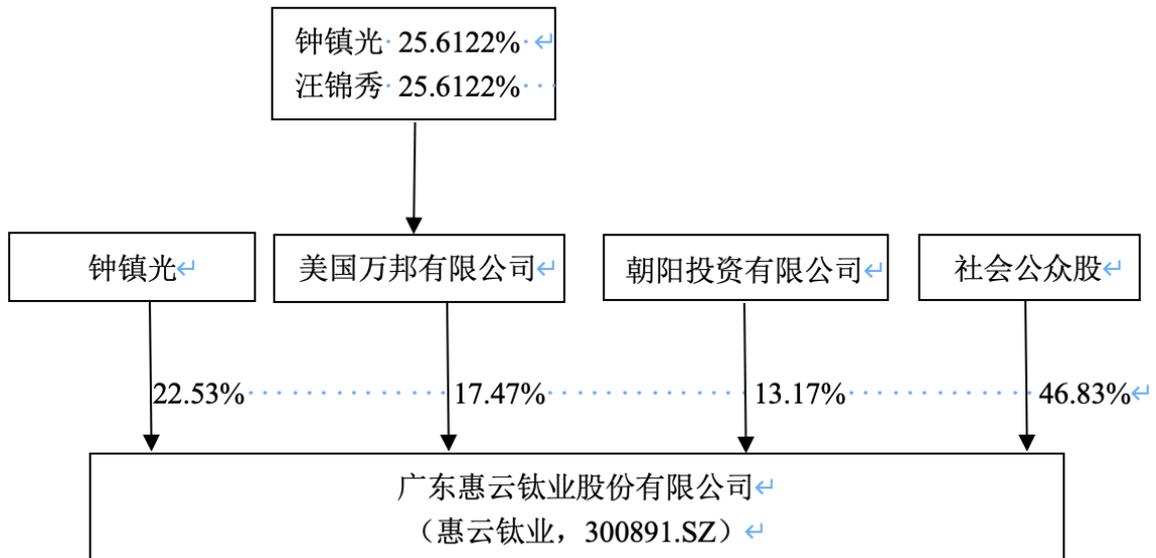
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	1.75	1.78	3.20	5.53
存货	4.16	3.85	2.62	3.61
流动资产合计	11.09	9.63	10.37	13.67
固定资产	11.37	11.00	8.29	6.25
在建工程	5.31	5.47	5.34	3.00
非流动资产合计	18.41	18.22	15.78	10.80
资产总计	29.51	27.85	26.15	24.48
短期借款	4.91	4.01	3.45	2.98
应付账款	2.22	2.01	1.57	1.05
一年内到期的非流动负债	0.33	0.41	0.14	0.01
流动负债合计	9.39	8.18	7.50	6.49
长期借款	1.75	1.47	0.34	0.23
应付债券	4.60	4.54	4.28	4.02
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	6.53	6.20	4.85	4.56
负债合计	15.92	14.38	12.35	11.05
总债务	--	11.68	10.17	9.13
其中：短期债务	--	5.67	5.56	4.88
长期债务	--	6.01	4.61	4.25
所有者权益	13.59	13.47	13.79	13.43
营业收入	4.82	16.60	16.52	15.12
营业利润	0.10	0.01	0.47	0.15
净利润	0.10	0.04	0.41	0.14
经营活动产生的现金流量净额	-0.48	0.20	1.64	0.02
投资活动产生的现金流量净额	-0.45	-2.49	-5.70	-3.33
筹资活动产生的现金流量净额	0.88	1.37	0.81	5.69
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	1.05	1.12	0.91
FFO（亿元）	--	0.50	0.48	0.44
净债务（亿元）	--	7.63	4.41	0.94
销售毛利率	10.04%	7.71%	9.19%	8.39%
EBITDA 利润率	--	6.35%	6.80%	6.02%
总资产回报率	--	0.85%	2.18%	0.77%
资产负债率	53.95%	51.64%	47.24%	45.14%
净债务/EBITDA	--	7.24	3.93	1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	2.43	3.39	7.60

总债务/总资本	--	46.44%	42.44%	40.47%
FFO/净债务	--	6.51%	10.88%	47.43%
经营活动现金流净额/净债务	--	2.60%	37.23%	2.07%
速动比率	0.74	0.71	1.03	1.55
现金短期债务比	--	0.80	1.12	1.77

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）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 2024年末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况（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
惠云（广州）国际贸易有限公司	1,000.00	100.00%	贸易
青河县惠云矿业有限公司	5,000.00	100.00%	采矿业

资料来源：公司 2024 年年报，公开资料，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

## 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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	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