

贵州川恒化工股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2024 年 跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕2811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-**，维持“川恒转债”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：

二〇二四年五月二十一日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受贵州川恒化工股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任一金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及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。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



贵州川恒化工股份有限公司公开发行可转换公司债券

2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
贵州川恒化工股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2024/05/21
川恒转债	AA-/稳定	AA-/稳定	

评级观点

跟踪期内，贵州川恒化工股份有限公司（以下简称“公司”）作为上市公司，法人治理结构及内控制度完善，ESG 管理尚可。2023 年，公司在工艺技术方面仍保持领先，主要产品磷酸二氢钙和磷酸一铵细分行业竞争力较强，整体产能利用率保持较高水平；公司营业总收入有所扩大，但整体业务规模在化工行业内仍较小。公司具备磷矿资源，且近年来不断延伸产业链，产业布局愈发完善，综合竞争力较强。财务方面，截至 2023 年底，受益于向特定对象发行股票，公司货币资金增加，同时，公司受限资产规模小，资产质量较高。向特定对象发行股票带动权益规模扩大，资本结构有所优化。公司负债和有息债务较上年底均有所增长，但公司经营业绩保持稳健，各项偿债指标表现强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司在建项目主要围绕现有磷酸产业拓展和延伸，随着在建项目顺利完工，公司综合竞争力有望提升。同时也需关注到公司尚需投资规模大，项目建设进度及未来市场环境变化导致投资回报不达预期等风险。虽磷化工市场信心提振不足，但面对国内磷矿石资源稀缺现状，公司可依托于自身较高品位磷矿石资源形成较为良好的现金流。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司业务规模明显扩大，市场竞争力显著提升；同时，磷化工行业周期持续上行，磷矿石及磷化工产品价格大幅上涨，经营活动现金净流入明显增加。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司投资节奏加快，经营活动产生的现金流无法满足投资需求，公司通过外部融资等方式扩大债务规模，同时磷化工市场景气度持续下行，公司磷化工产品价格大幅下跌，经营业绩明显下滑，整体偿债指标明显恶化。

优势

- 原材料保障能力强。**公司拥有小坝磷矿、新桥磷矿和鸡公岭磷矿 3 个采矿权，参股公司瓮安县天一矿业有限公司（以下简称“天一矿业”）拥有老虎洞磷矿，公司磷矿资源储备充足。截至 2023 年底，小坝磷矿保有资源量为 2896.60 万吨；新桥磷矿保有资源量为 5856.29 万吨；鸡公岭磷矿探获磷矿资源量为 8253.00 万吨。公司已基本实现磷矿石（不含磷精矿）的自给自足。
- 2023 年公司经营业绩保持稳健。**2023 年，公司营业总收入同比增长 25.30%至 43.20 亿元；营业利润率为 36.19%，同比下降 6.10 个百分点；利润总额同比增长 2.25%至 9.66 亿元。同期，公司经营活动现金净流入 5.28 亿元，同比下降 2.81%。
- 公司完成向特定对象发行股票。**2023 年 12 月，公司发布《川恒股份向特定对象发行股票发行情况报告书》，本次向特定对象发行股票的数量为 4025 万股，募集资金总额为 6.60 亿元。发行完成后，公司资本实力得到提升。

关注

- 项目投资风险及或有负债风险。**截至 2023 年底，公司主要在建项目尚需投资规模为 65.56 亿元，尚需投资规模大。同时，公司参股的老虎洞磷矿项目仍处于建设期，考虑到磷矿石市场价格波动等因素，长期股权投资存在一定减值风险。此外，截至 2023 年底，公司为上述参股项目提供担保 12.74 亿元，担保比率为 20.15%，存在一定或有负债风险。
- 环保压力较大。**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。
- 海外经营风险。**2023 年，公司实现国际销售收入 13.92 亿元，占营业总收入的 32.23%，出口收入是公司主营业务收入的重要组成部分。因公司出口产品主要以美元定价、结算，或面临一定贸易保护、汇率波动及海内外政策变化等风险。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 化工企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 化工企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
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	2
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA ⁺

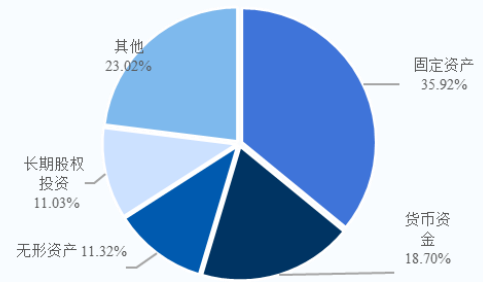
注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

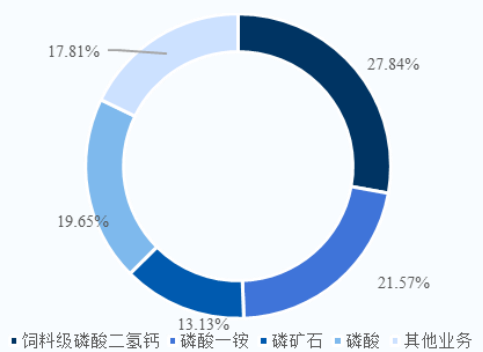
合并口径				
项目	2021年	2022年	2023年	
现金类资产（亿元）	17.79	17.86	28.47	
资产总额（亿元）	69.23	101.38	120.24	
所有者权益（亿元）	37.38	49.62	63.21	
短期债务（亿元）	5.77	10.54	16.32	
长期债务（亿元）	16.71	24.64	25.36	
全部债务（亿元）	22.48	35.18	41.68	
营业总收入（亿元）	25.30	34.47	43.20	
利润总额（亿元）	4.36	9.45	9.66	
EBITDA（亿元）	6.36	12.82	14.88	
经营性净现金流（亿元）	0.80	5.44	5.28	
营业利润率（%）	26.33	42.29	36.19	
净资产收益率（%）	10.29	15.89	12.48	
资产负债率（%）	46.00	51.06	47.43	
全部债务资本化比率（%）	37.55	41.49	39.74	
流动比率（%）	187.60	121.86	140.76	
经营现金流流动负债比（%）	6.09	21.94	17.98	
现金短期债务比（倍）	3.08	1.69	1.74	
EBITDA利息倍数（倍）	11.50	8.14	8.66	
全部债务/EBITDA（倍）	3.53	2.75	2.80	
公司本部口径				
项目	2021年	2022年	2023年	
资产总额（亿元）	49.72	62.36	80.12	
所有者权益（亿元）	26.60	29.73	40.30	
全部债务（亿元）	17.10	21.58	24.89	
营业总收入（亿元）	20.47	31.86	32.05	
利润总额（亿元）	2.47	7.15	7.46	
资产负债率（%）	46.50	52.32	49.71	
全部债务资本化比率（%）	39.13	42.05	38.18	
流动比率（%）	183.61	159.71	216.45	
经营现金流流动负债比（%）	1.09	5.94	9.58	

注：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；除特别说明外，均指人民币
资料来源：联合资信根据公司年报整理

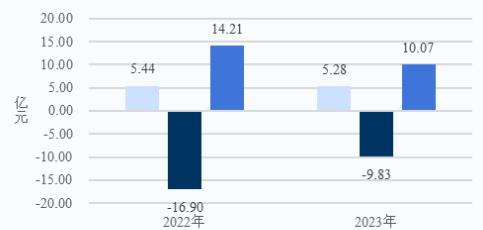
2023年底公司资产构成



2023年公司收入构成

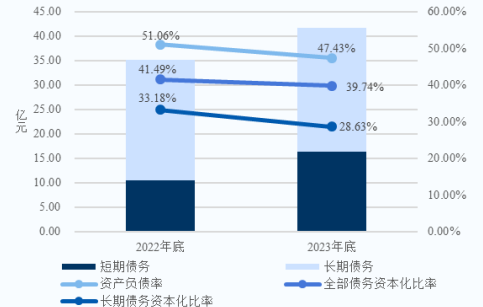


2022—2023年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2022—2023年底公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 资产负债率 ■ 全部债务资本化比率 ■ 长期债务资本化比率

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
川恒转债	11.60 亿元	10.44 亿元	2027/08/12	--

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
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
川恒转债	AA/稳定	AA/稳定	2023/05/23	张垆 周婷	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
川恒转债	AA/稳定	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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张垆 zhangtong@lhratings.com

项目组成员：马金星 majx@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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”）及其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

公司成立于 2002 年 11 月 25 日，由自然人李光春（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”）和李光英发起设立。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。截至 2023 年底，公司注册资本和股本均为 5.42 亿元，四川川恒控股集团股份有限公司（以下简称“川恒集团”）持股 55.33%，为公司控股股东；自然人李光明和李进作为一致行动人，共同持有川恒集团 69.70% 股权，为公司实际控制人（见附件 1-1）。截至 2024 年 5 月 16 日，公司控股股东川恒集团所持公司股权质押共计 13389.80 万股，占总股数的 24.70%。

公司主营业务为磷矿石和磷酸盐产品的生产和销售，按照联合资信行业分类标准划分为化工行业。

截至 2023 年底，公司设有营销中心、矿石供销部、质量管理部、证券部、投资发展部和充填管理部等多个职能部门；公司共拥有员工 3449 人。

截至 2023 年底，公司资产总额 120.24 亿元，所有者权益 63.21 亿元（含少数股东权益 5.62 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 43.20 亿元，利润总额 9.66 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、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 5 月 20 日，公司由联合资信评级的存续债券见下表。公司发行的“川恒转债”已于 2022 年 2 月 18 日起进入转股期，转股期为 2022 年 2 月 18 日至 2027 年 8 月 11 日，初始转股价格为人民币 21.02 元/股。跟踪期内，因限制性股票授予、股利分配以及向特定对象发行股票等因素调整转股价格，截至本报告出具日公司转股价格为 18.72 元/股。截至 2023 年底，“川恒转债”累计转股 5595745 股，金额为 1.16 亿元。

图表 1 • 公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
川恒转债	11.60	10.44	2021/08/12	6 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2023 年底，“川恒转债”募集资金使用情况如下。

图表 2 • “川恒转债”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 2023 年底累计投入金额
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	31951.61
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	23.00
3	30 万吨/年硫铁矿制硫酸项目	22866.33	20197.79	20334.75
4	贵州川恒化工股份有限公司工程研究中心	5775.00	5200.00	996.81
5	补充流动资金	13110.72	13110.72	13129.40
6	偿还银行贷款	20000.00	20000.00	20000.00
	合计	125110.35	114388.30	86435.57

注：1. “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”项目地址位于公司罗尾塘厂区，目前已经完成项目建设前期工作。因本次向特定对象发行股票募投项目中低品位磷矿综合利用生产 12 万吨/年食品级净化磷酸项目亦涉及在该厂区建设硫铁矿制硫酸装置，为提高项目建设效率，拟将两套硫铁矿制硫酸装置同步建设，预计完工时间为 2024 年 8 月 31 日；2.截至 2023 年底补充流动资金累计投入金额超出募集资金承诺投资金额是募集资金存入银行产生的利息收入；3.部分项目超出募集资金承诺投资金额，超出金额由公司自有资金承担

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023年，中国经济回升向好。初步核算，全年GDP按不变价格计算，比上年增长5.2%。分季度看，一季度同比增长4.5%、二季度增长6.3%、三季度增长4.9%、四季度增长5.2%。信用环境方面，2023年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在3.5%左右。总体看，中国2024年全年经济增长预期将维持在5%左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2023年年报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

2023年原油和煤炭价格均波动下降，缓和了化工行业的成本压力，化工产品价格中枢走低，化工行业整体收入同比下降。由于化工行业下游地产建筑、汽车和家电制造、纺织服装等行业表现不一，对细分行业的需求拉动各异，导致细分化工行业利润分化明显。具体来看，化肥方面，2023年，氮肥、磷肥、钾肥产品价格中枢下移，行业景气度高位回落。2024年，尿素产品新增供给较多，推动尿素产品供给宽松。中国钾肥企业集中度较高且钾矿资源储量较低，未来扩产难度较大，但钾肥需求缺口较大，进口量或将持续扩大。完整版行业分析详见[《2024年化工行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。企业规模和竞争力方面，公司拥有小坝磷矿、新桥磷矿和鸡公岭磷矿3个采矿权，参股公司瓮安县天一矿业有限公司（以下简称“天一矿业”）拥有老虎洞磷矿，磷矿资源储备充足。截至2023年底，小坝磷矿保有资源量为2896.60万吨（平均品位25.94%）；新桥磷矿保有资源量为5856.29万吨（平均品位超过25%）；鸡公岭磷矿探获磷矿资源量为8253.00万吨（平均品位为27.47%）。公司磷矿品位较高，且已基本实现磷矿石（不含磷精矿）的自给自足，有利于降低生产成本，提高产品稳定性。同时，公司作为国家高新技术企业，工艺技术仍继续保持领先。截至2023年底，公司共计取得102项专利技术。历史信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2024年4月2日，公司未结清和已结清信贷中均无关注类和不良/违约类贷款；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，公司无逾期或违约记录。截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

（二）管理水平

跟踪期内，公司对部分管理制度进行完善修订。整体看，公司治理结构和管理体系未发生重大变化。

（三）重大事项

公司完成向特定对象发行股票。

2023年6月，公司向特定对象发行股票申请获得中国证监会同意注册批复。2023年12月，公司发布《川恒股份向特定对象发行股票发行情况报告书》，本次向特定对象发行股票的数量为4025万股，募集资金总额为6.60亿元，用于投资建设中低品位磷矿综合利用生产12万吨/年食品级净化磷酸项目、10万吨/年食品级净化磷酸项目、补充流动资金和偿还银行贷款。发行完成后，川恒集团持有公司51.22%股权，仍为公司控股股东。2024年1月，公司发布《贵州川恒化工股份有限公司调整募投项目募集资金使用金额的公告》，根据项目的轻重缓急等情况，公司决定将募集资金全部投入“中低品位磷矿综合利用生产12万吨/年食品级净化磷酸项目”建设。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2023年，公司部分产品产能提升，整体产能利用水平较高，叠加终端产品产销情况较为良好，公司收入规模同比扩大；但受市场行情影响，磷化工产品销售价格下跌，公司综合毛利率有所下降。同时，因公司出口产品收入规模较大，存在一定海外经营风险。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。2023年，公司营业总收入同比增长25.30%。其中，因养殖业市场低迷，下游需求有限，磷酸二氢钙市场价格有所下跌，导致公司饲料级磷酸二氢钙收入和毛利率均同比下降；受益于产销量提升，公司磷酸一铵收入同比增长21.33%，但因2023年销售价格有所下跌，磷酸一铵毛利率同比有所降低；受益于磷矿石外销量和销售价格均提升，磷矿石开采业务收入同比增长29.38%。同期，随着20万吨/年半水-二水湿法磷酸项目前端湿法磷酸装置的逐步完工及恒轩新能源磷酸铁一期项目投产，磷酸和磷酸铁收入均同比大幅增加，但因新能源市场竞争激烈，磷酸铁毛利率水平较低。受益于硫铁矿制硫酸装置全年持续生产，其副产品铁精粉同比明显增加，带动2023年其他业务收入有所提升。分地区来看，2023年，公司国内和国际销售收入分别为29.27亿元和13.92亿元，分别占营业总收入的67.77%和32.23%，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和结算，出口业务面临一定贸易保护、汇率波动及海内外政策变化等风险。

图表3·公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料级磷酸二氢钙	15.70	45.55%	48.92%	12.03	27.84%	36.69%
磷酸一铵	7.68	22.28%	39.35%	9.32	21.57%	35.91%
磷矿石	4.38	12.72%	65.79%	5.67	13.13%	82.50%
磷酸	2.55	7.38%	35.53%	8.49	19.65%	29.15%
磷酸铁	0.01	0.04%	10.20%	3.07	7.10%	6.26%
其他	4.15	12.04%	24.02%	4.63	10.71%	38.02%
合计	34.47	100.00%	44.93%	43.20	100.00%	39.04%

注：其他业务收入主要包含含肥料级磷酸氢钙、聚磷酸铵等产品销售，磷酸一铵、氯化钾等产品贸易及铁精粉、氟硅酸等副产物销售
资料来源：公司提供

2023年，公司磷矿石开采量同比增加。同期，随着广西扶绥工厂20万吨/年半水-二水湿法磷酸项目前端湿法磷酸装置和恒轩新能源10万吨/年电池用磷酸铁一期项目陆续产出，公司磷酸和磷酸铁产能均同比大幅提升，其中因磷酸铁装置在前期运营过程中不断优化，叠加新能源市场竞争较为激烈，磷酸铁产能利用水平较低。2023年，公司磷酸二氢钙福泉工厂产量同比有所减少；什邡工厂仅作为产销旺季时福泉工厂的产能补充，并在淡季承担一定研发、中试职能，其产量仍低；受益于磷酸一铵部分产能装置技改项目建设完毕，磷酸一铵产能提升至26.00万吨/年。2023年，因饲料级磷酸二氢钙产量减少，公司碳酸钙采购量同比减少；因外购硫酸价格较低，公司降低硫磺制酸装置负荷，硫磺采购量同比有所减少；受磷酸和磷酸铁产能提升影响，公司其他主要原材料采购量均有所增加。2023年，因高品位磷精矿市场供不应求，导致公司磷精矿采购价格同比上涨；但因当期外购磷矿石品位同比较低使得磷矿石采购均价同比大幅下跌；由于合作方广西南国铜业有限责任公司可为广西扶绥工厂提供低价硫酸和蒸汽，叠加市场供需环境变化，公司硫酸采购成本同比明显降低；其他原材料价格受市场环境变化影响有所涨跌。

图表4·公司产品生产情况（单位：万吨/年、万吨）

产品类型	2022年			2023年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
磷矿石	/	251.21	/	/	299.20	/
磷酸	33.00	35.48	107.50%	53.00	50.11	94.55%
磷酸铁	--	0.27	--	10.00	3.74	37.40%
磷酸二氢钙-福泉	30.00	29.86	99.53%	30.00	27.45	91.51%
磷酸二氢钙-什邡	6.00	2.81	46.83%	6.00	3.01	50.18%
磷酸一铵	17.00	17.69	104.06%	26.00	24.55	94.40%

资料来源：公司提供

图表5·公司原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料	2022年		2023年	
	采购量	采购价格	采购量	采购价格
磷矿石	1.94	584.67	7.49	244.37
磷精矿	14.24	905.49	16.66	1068.85
硫酸	58.79	553.56	79.88	181.03
硫磺	6.18	2431.26	5.51	1077.19
碳酸钙	19.89	166.24	17.24	170.31
液氨	2.40	4513.87	3.94	3761.64

资料来源：公司提供

注：1.20万吨/年半水-二水湿法磷酸项目前端湿法磷酸装置和10万吨/年电池用磷酸铁装置分别于2022年10月和2022年12月陆续投产，2022年处于产能爬坡阶段，因此未计入2022年产能；2.尾差系四舍五入所致

跟踪期内，公司产品销售模式、销售渠道及结算方式均未发生明显变化。2023年，公司自产磷矿石自用量为228.35万吨，外销量较少。公司磷酸为中间产品，主要用于后端产品生产。2023年，广西扶绥工厂后端产品装置已建设完成尚未正式生产，因此中间产品磷酸销量较2022年（3.69万吨）大幅增加至15.14万吨。公司磷酸铁主要销售给国轩高科股份有限公司，2023年产销率一般，主要系下游市场低迷，磷酸铁需求较少所致。2023年，公司磷酸二氢钙和磷酸一铵产销水平高。同期，受益于磷矿石市场价格上涨，公司磷矿石销售均价同比有所上涨；受磷化工市场景气度下行影响，公司磷酸、磷酸铁、磷酸二氢钙和磷酸一铵产品销售均价均有所下跌。

图表6·公司产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品类型	2022年			2023年		
	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率
磷矿石	66.58	658.61	26.50%	75.42	752.22	25.21%
磷酸铁	0.01	15204.6	3.70%	2.86	10729.79	76.47%
磷酸二氢钙	32.01	4905.38	98.03%	31.98	3760.93	104.96%
磷酸一铵	16.24	4729.43	108.92%	22.99	4052.82	106.27%

注：公司部分磷酸一铵自用于磷酸铁生产，上表磷酸一铵产销率口径包含自用于磷酸铁生产的销量
资料来源：公司提供

2 未来发展

公司在建项目主要围绕现有磷酸产业拓展和延伸，因部分主要在建项目缓建，2024年投资压力尚可；需持续关注公司项目后续投资风险。

在建工程方面，因新能源市场竞争激烈，市场风险较大，公司暂缓磷酸铁二期、六氟磷酸锂及瓮安县“矿化一体”新能源材料循环产业项目¹项目建设，主要推进磷矿新建、技改及募投项目中低品位磷矿综合利用生产12万吨/年食品级净化磷酸项目¹建设。截至2023年底，主要在建项目尚需投资规模大，但公司整体投资节奏放缓，2024年投资压力尚可。未来，公司将持续推进磷矿石全资源要素开发与利用。在传统磷化工领域，公司采用清洁生产工业路线，持续优化工艺技术路线和生产流程，不断改善产品品质，以满足客户需求，并以对客户创造价值为宗旨，创新营销服务体系，继续保持现有产品细分行业第一的地位；在新能源材料领域，公司继续围绕磷矿石中“磷、氟”资源进行一体化开发，适度参与锂资源整合，在福泉龙昌工厂实施产品结构升级调整，在福泉罗尾塘、瓮安青坑工业园区分别实施“矿化一体新能源材料循环产业项目”，重点发展磷系电池正极材料（磷酸铁及磷酸铁锂）和氟系电解液材料。

图表7·主要在建项目情况（单位：亿元）

投资项目	预计总投资	预计完工时间	截至2023年底 累计完成投资	剩余投资额	2024年预计投资 资金额	资金来源
瓮安县“矿化一体”新能源材料循环产业项目	42.66	/	1.32	41.34	0.72	自筹
10万吨/年磷酸铁二期项目	6.63	/	1.05	5.58	0.03	自筹
小坝磷矿80万吨/年改（扩）建工程项目	2.65	2024年12月	0.64	2.01	1.03	自筹
鸡公岭磷矿新建250万吨/年采矿工程项目	10.46	2026年12月	0.41	10.05	1.45	自筹
1万吨/年电池六氟磷酸锂项目	6.71	/	0.13	6.58	0.00	自筹
合计	69.11	--	3.55	65.56	3.23	--

注：1. 瓮安县“矿化一体”新能源材料循环产业项目预计完工时间尚不确定；2. 受市场行情影响，10万吨/年磷酸铁二期项目和1万吨/年电池六氟磷酸锂项目处于停工状态，预计2024年不启动，开工时间尚不确定
资料来源：公司提供

（五）财务方面

公司提供了2023年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。

2023年，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产流动性较强；参股企业天一矿业下属磷矿仍处于建设期，考虑到磷矿石市场价格波动等因素，长期股权投资存在一定减值风险。公司债务规模有所增加，但受益于利润留存和向特定对象发行股票，权益规模增加，债务期限分布较为合理，

¹ 截至2023年底，中低品位磷矿综合利用生产12万吨/年食品级净化磷酸项目尚未正式建设。

整体资本结构佳。

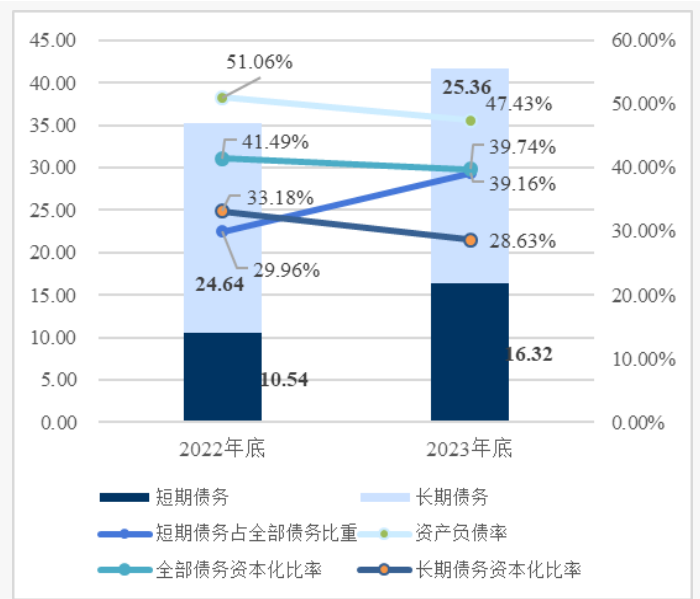
截至 2023 年底，公司资产总额较上年底有所增长，流动资产占比有所提升。流动资产方面，公司货币资金占比较高且增速较快，其中受限规模为 2.04 亿元；因磷矿石销售均采用银行承兑汇票结算，2023 年磷矿石销售收入增加使得期末应收票据和应收款项融资较上年底大幅增长。非流动资产方面，公司固定资产较上年底明显增长，主要系在建工程转固所致。长期股权投资仍主要为对天一矿业的投资，2023 年，天一矿业下属老虎洞磷矿共生产 3.02 万吨工程矿，预计 2026 年 12 月投产。若未来发生磷矿石价格大幅下降、磷矿石生产成本上升、可采储量下降或建设过程中遭遇重大施工技术问题等情况，该部分资产存在一定减值风险。截至 2023 年底，公司受限资产规模合计为 12.85 亿元（占资产总额的 10.69%），除货币资金外，固定资产和无形资产受限金额分别为 1.73 亿元和 9.09 亿元，受限资产规模较小。

图表 8 • 公司资产情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	30.20	29.79%	41.37	34.40%
货币资金	15.21	15.00%	22.49	18.70%
应收票据	2.08	2.05%	4.67	3.88%
应收款项融资	0.58	0.57%	1.31	1.09%
存货	7.92	7.81%	7.76	6.46%
非流动资产	71.19	70.21%	78.88	65.60%
长期股权投资	13.19	13.01%	13.27	11.03%
固定资产	28.47	28.08%	43.19	35.92%
在建工程	12.16	12.00%	4.30	3.57%
无形资产	13.98	13.79%	13.62	11.32%
资产总额	101.38	100.00%	120.24	100.00%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 9 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



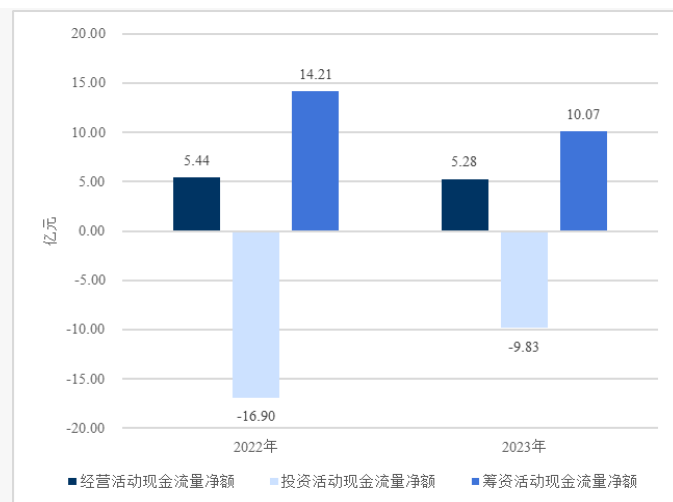
资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2023 年底，公司负债和有息债务规模较上年底均有所扩大。2023 年，公司通过银行承兑票据方式结算原材料货款较多，使得期末应付票据较上年底增加 3.16 亿元；同时因短期借款较上年底增加 2.98 亿元，使得公司 2023 年末短期债务占比有所提升。同期末，受益于利润留存和向特定对象发行股票，所有者权益较上年底增长 27.40%至 63.21 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均有所下降。截至 2023 年底，公司债务期限主要分布在 1 年及以内（占 39.17%）、2~3 年（占 17.83%）和 3 年及以上（占 43.00%），集中偿付压力不大。

2 偿债指标变化

公司经营业绩保持稳健，整体偿债指标表现良好。但公司对外担保规模较大，存在或有负债风险。

图表 10 • 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 11 • 公司偿债指标情况

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	121.86%	140.76%
	速动比率	89.89%	114.35%
	经营现金流动负债比	21.94%	17.98%
	经营现金/短期债务（倍）	0.52	0.32
	现金短期债务比（倍）	1.69	1.74
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	12.82	14.88
	全部债务/EBITDA（倍）	2.75	2.80
	EBITDA 利息倍数（倍）	8.14	8.66
	经营现金/全部债务（倍）	0.15	0.13
	经营现金/利息支出（倍）	3.45	3.08

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2023年末,受益于向特定对象发行股票,公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所优化。2023年,公司经营活动现金净流入量同比保持稳定,但受短期债务增加影响,经营活动现金净流入对短期债务的覆盖能力有所下降。考虑到公司处于业务扩张期,投资规模大,经营活动产生的现金无法满足对外投资需求,2023年筹资活动前现金净流出量为4.55亿元,公司融资需求较大。

2023年,受职工薪酬和财务费用增加影响,公司期间费用同比增长16.71%至5.52亿元,期间费用率为12.78%,公司费用控制能力有待提升;非经营性损益对公司利润影响不大。2023年,公司利润总额同比变化不大(9.66亿元),但受主要磷化工产品价格下跌影响,公司营业利润率同比下降6.10个百分点至36.19%;受向特定对象发行股票影响,净资产收益率同比下降3.41个百分点至12.48%。整体看,公司盈利水平高,EBITDA对全部债务本息形成良好的保障。

2024年,虽磷化工市场信心提振不足,但面对国内磷矿石资源稀缺现状,公司有望依托于自身磷矿石资源形成较为良好的现金流。联合资信也关注到公司近年来业务扩张较快,且所处行业市场周期性强,未来市场经营环境波动或对其项目产能释放及投资回报产生的不确定性。

对外担保方面,截至2023年底,公司对外担保金额为12.74亿元,担保比率为20.15%。公司被担保对象为参股企业天一矿业,所属老虎洞磷矿正在建设中,若未来项目建设不达预期或建成后效益不佳,公司存在一定或有负债风险。

未决诉讼方面,截至2023年底,公司涉诉金额非常小。

银行授信方面,截至2023年底,公司共获得银行授信额度132.90亿元,已使用授信30.18亿元,公司间接融资渠道畅通。同时,公司为上市公司,具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要负责福泉工厂磷酸二氢钙和磷酸一铵的生产,并承担主要的对外融资职能,整体债务负担尚可。

公司本部主要负责福泉工厂磷酸二氢钙和磷酸一铵的生产。截至2023年底,公司本部货币资金、其他应收款和预付账款均较上年底大幅增长,使得流动资产占比大幅提升至60.07%,资产总额较上年底增长28.48%。公司本部承担主要的对外融资职能。截至2023年底,公司本部全部债务24.89亿元,短期债务占30.46%;资产负债率和全部债务资本化比率分别为49.71%和38.18%,债务负担尚可。2023年,公司本部实现营业总收入为32.05亿元,利润总额为7.46亿元(含投资收益2.73亿元)。同期,公司本部经营活动现金流净额为2.13亿元,投资活动现金流净额-5.13亿元,筹资活动现金流净额9.17亿元。

(六) ESG 方面

公司 ESG 管理水平尚可,但考虑到磷化工生产存在一定的环保风险,联合资信将持续重点关注公司在环保管理制度建设、碳排放、污废管理、磷石膏处理及生态环境保护等方面的表现。

环境方面,公司作为磷矿石开采及磷化工企业,生产能耗强度较低;但公司主营的磷化工生产在加工、贮存、使用和废弃物处理等各个环节都有可能产生较多有毒物质而影响生态环境、危及人类健康。近年来,公司严格遵守和执行国家相关行业环境保护标准和排放指标,并将环境保护纳入业绩考核指标体系,制定《贵州川恒化工股份有限公司环境保护管理制度汇编》,从环保设施运行、三废排放管理、建设项目环境保护、环境应急管理等方面加强企业的环境保护管理。公司在安全生产及环境保护方面持续投入,2023年,公司环保投入约0.39亿元,暂未出现污染与废物排放等相关监管处罚。2023年,公司碳排放32.62万吨,综合能耗5.88万吨标准煤。在双碳目标和环保监管要求趋严的背景下,未来或将在工艺技术水平提升以及环保改造、绿色生产等方面保持稳定资金投入。

社会责任方面,公司纳税情况良好,为2023年度纳税信用A级纳税人,解决就业3449人,人均薪酬在福泉当地较高。公司构建了人才培养机制,2023年人均培训时长33小时/(人/年),注重员工安全及公平雇佣,女性员工占比14.22%。公司下设质量管理部,对用户和产品的管理情况良好。同时,公司在采购管理和供应商管理方面表现较好,上下游合同履行能力强。2023年,公司研发投入1.56亿元,技术创新优势较为显著。公司未发生一般事故以上的安全生产事故。公司积极响应政府政策,参与地方帮扶工作,2023年慈善捐赠84.05万元。

公司未设专门的ESG管治部门或组织。2023年,公司董事会中独立董事占比33.33%,公司董事及高管从业经验较为丰富,但学历水平一般。

七、债券偿还能力分析

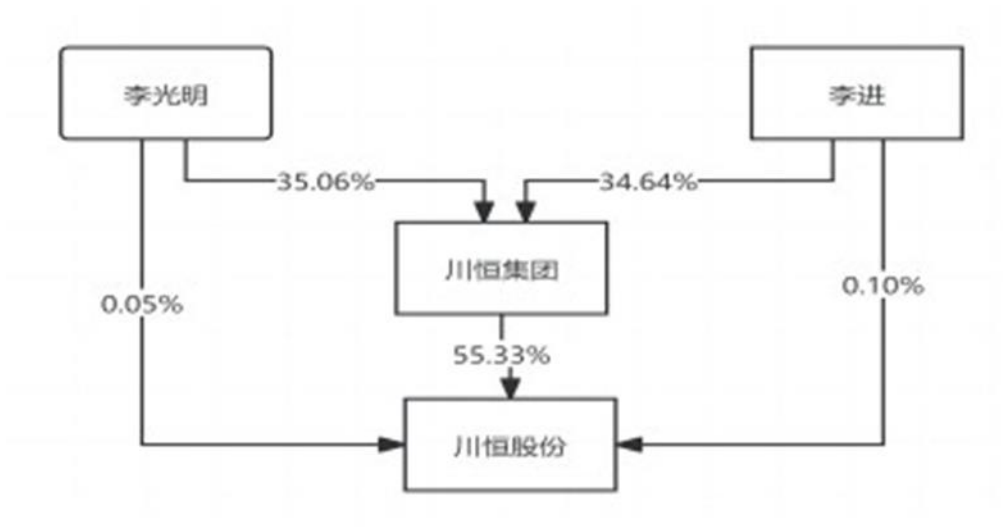
截至2023年底,公司存续债券“川恒转债”余额共10.44亿元,现金类资产对债券余额的覆盖能力较强(现金类资产/截至2023年底债券余额=2.73倍)。2023年,公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对债券余额(10.44亿元)的保障倍数分别为3.48倍、

0.51 倍和 1.43 倍，经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 的保障能力均很强。此外，考虑到“川恒转债”已进入转股期，未来若债券持有人转股，公司偿债压力将减轻。

八、跟踪评级结论

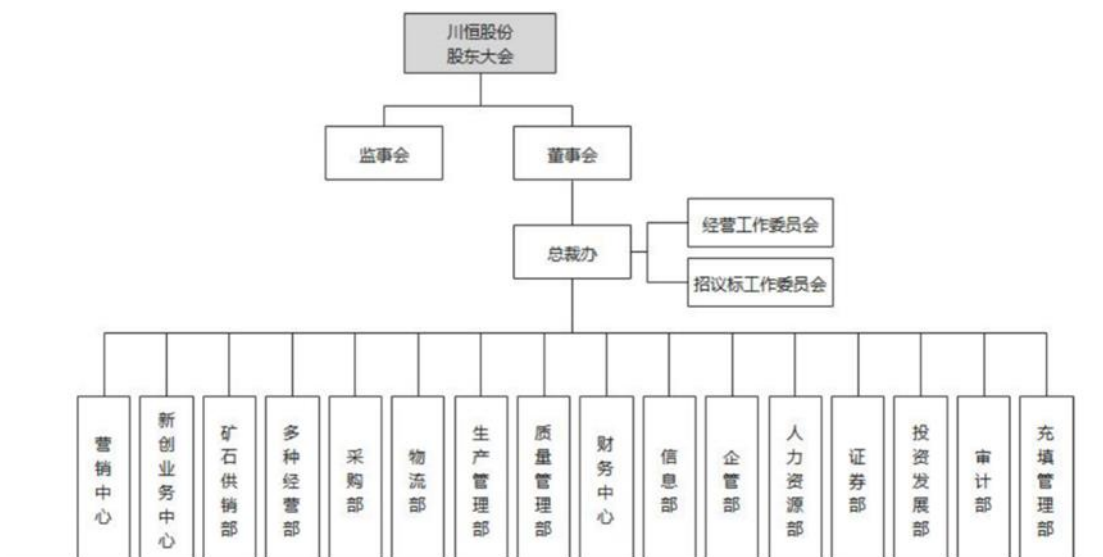
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“川恒转债”的信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	主营业务	注册资本金（亿元）	持股比例	持股方式
贵州正益实业有限公司	生产、销售磷化工产品	0.30	100.00%	直接
川恒生态科技有限公司	生产、销售磷化工产品	0.50	100.00%	直接
贵州恒轩新能源材料有限公司	生产、销售磷酸铁	8.00	60.00%	直接
贵州川恒物流有限公司	物流、运输	0.10	100.00%	直接
贵州川恒新材料有限公司	生产、销售磷化工副产品	0.03	100.00%	直接
福帝乐技术有限公司	产品贸易业务	0.03（港币）	100.00%	直接
贵州福麟矿业有限公司	采矿、销售磷矿石	5.97975	90.00%	直接
广西鹏越生态科技有限公司	生产、销售磷化工产品	6.20	90.00%	直接
贵州福祺矿业有限公司	矿产资源开采	0.551	81.65%	直接
贵州恒达矿业控股有限公司	矿产资源投资	4.90	91.01%	直接、间接
贵州恒昌新能源材料有限公司	生产、销售磷酸铁	12.26	90.00%	间接
贵州恒冠新能源材料有限公司	生产、销售磷化工产品	0.045	100.00%	间接
美麟国际有限公司	产品贸易业务	0.01（新加坡元）	100.00%	直接

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	17.79	17.86	28.47
应收账款（亿元）	1.57	2.07	2.50
其他应收款（亿元）	0.05	0.11	0.14
存货（亿元）	3.51	7.92	7.76
长期股权投资（亿元）	11.73	13.19	13.27
固定资产（亿元）	9.94	28.47	43.19
在建工程（亿元）	5.80	11.02	4.03
资产总额（亿元）	69.23	101.38	120.24
实收资本（亿元）	4.88	5.02	5.42
少数股东权益（亿元）	1.79	5.83	5.62
所有者权益（亿元）	37.38	49.62	63.21
短期债务（亿元）	5.77	10.54	16.32
长期债务（亿元）	16.71	24.64	25.36
全部债务（亿元）	22.48	35.18	41.68
营业总收入（亿元）	25.30	34.47	43.20
营业成本（亿元）	18.12	18.98	26.33
其他收益（亿元）	0.12	0.14	0.09
利润总额（亿元）	4.36	9.45	9.66
EBITDA（亿元）	6.36	12.82	14.88
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	20.19	29.95	35.19
经营活动现金流入小计（亿元）	21.30	31.95	36.31
经营活动现金流量净额（亿元）	0.80	5.44	5.28
投资活动现金流量净额（亿元）	-16.33	-16.90	-9.83
筹资活动现金流量净额（亿元）	22.49	14.21	10.07
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.77	7.42	6.54
存货周转次数（次）	5.96	3.32	3.36
总资产周转次数（次）	0.47	0.40	0.39
现金收入比（%）	79.79	86.87	81.48
营业利润率（%）	26.33	42.29	36.19
总资本收益率（%）	7.15	10.78	9.00
净资产收益率（%）	10.29	15.89	12.48
长期债务资本化比率（%）	30.89	33.18	28.63
全部债务资本化比率（%）	37.55	41.49	39.74
资产负债率（%）	46.00	51.06	47.43
流动比率（%）	187.60	121.86	140.76
速动比率（%）	161.06	89.89	114.35
经营现金流动负债比（%）	6.09	21.94	17.98
现金短期债务比（倍）	3.08	1.69	1.74
EBITDA 利息倍数（倍）	11.50	8.14	8.66
全部债务/EBITDA（倍）	3.53	2.75	2.80

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	10.87	11.88	19.67
应收账款（亿元）	1.32	5.77	5.95
其他应收款（亿元）	2.53	5.01	14.31
存货（亿元）	3.62	5.95	4.32
长期股权投资（亿元）	17.56	17.32	18.05
固定资产（亿元）	4.81	11.43	11.35
在建工程（亿元）	3.41	0.63	0.42
资产总额（亿元）	49.72	62.36	80.12
实收资本（亿元）	4.88	5.02	5.42
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	26.60	29.73	40.30
短期债务（亿元）	5.24	7.83	7.58
长期债务（亿元）	11.87	13.75	17.31
全部债务（亿元）	17.10	21.58	24.89
营业总收入（亿元）	20.47	31.86	32.05
营业成本（亿元）	16.67	23.13	24.29
其他收益（亿元）	0.11	0.12	0.07
利润总额（亿元）	2.47	7.15	7.46
EBITDA（亿元）	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	14.85	27.24	28.04
经营活动现金流入小计（亿元）	16.73	28.08	28.73
经营活动现金流量净额（亿元）	0.12	1.10	2.13
投资活动现金流量净额（亿元）	-8.51	-4.09	-5.13
筹资活动现金流量净额（亿元）	15.36	3.93	9.17
财务指标			
销售债权周转次数（次）	10.18	6.55	4.24
存货周转次数（次）	6.27	4.83	4.73
总资产周转次数（次）	0.53	0.57	0.45
现金收入比（%）	72.54	85.50	87.48
营业利润率（%）	18.19	27.09	23.85
总资本收益率（%）	5.86	14.00	11.80
净资产收益率（%）	8.57	20.96	16.72
长期债务资本化比率（%）	30.85	31.62	30.05
全部债务资本化比率（%）	39.13	42.05	38.18
资产负债率（%）	46.50	52.32	49.71
流动比率（%）	183.61	159.71	216.45
速动比率（%）	150.40	127.66	197.04
经营现金流动负债比（%）	1.09	5.94	9.58
现金短期债务比（倍）	2.07	1.52	2.60
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持