

四川和邦生物科技股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【1232】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。

四川和邦生物科技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
和邦转债	AA	AA

评级日期

2025年7月28日

联系方式

项目负责人: 谢海琳
 xiehl@cspengyuan.com

项目组成员: 王钰
 wangyu@cspengyuan.com

评级总监:

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：四川和邦生物科技股份有限公司（以下简称“和邦生物”或“公司”，股票代码：603077.SH）主要业务板块包括化学、农药和光伏，主要产品包括纯碱、双甘膦/草甘膦、玻璃等，成本优势仍存，公司拓展蛋氨酸和矿产品业务，培育新的利润增长点，且公司杠杆水平仍较低。但中证鹏元也关注到，受行业周期性波动影响，2024年公司归母净利润下跌97.55%，存货减值压力仍存，公司资本开支压力和产能消化风险仍较大，矿业板块面临较强不确定性及海外合作风险、政治风险，以及仍面临一定的安全生产及环保风险等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	298.45	296.50	245.42	241.03
所有者权益	184.69	186.26	195.75	191.18
总债务	90.80	87.25	23.04	19.38
营业收入	17.26	85.47	88.24	130.39
归母净利润	0.13	0.31	12.83	38.07
经营活动现金流净额	-0.55	4.68	0.80	26.44
净债务/EBITDA	--	1.00	-0.61	-0.75
EBITDA 利息保障倍数	--	9.10	35.30	86.85
总债务/总资本	32.65%	31.46%	10.23%	8.93%
自由现金流/净债务	-19.19%	-60.37%	48.09%	-41.20%
EBITDA 利润率	--	12.58%	28.82%	42.14%
总资产回报率	--	0.00%	6.42%	21.62%
速动比率	1.87	1.76	1.49	2.05
现金短期债务比	2.22	2.09	2.21	4.20
销售毛利率	10.70%	7.80%	23.26%	42.85%
资产负债率	37.26%	35.90%	17.62%	18.00%

注：2022-2023年净债务/EBITDA为负，系盈余现金规模较大，导致净债务为负所致；
 2023-2024年自由现金流为负，系资本性支出较多所致。
 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

正面

- **公司成本优势仍存。**2024 年原燃料采购结构较为稳定，公司自有盐矿及四川地区丰富的水电、天然气、黄磷等资源仍能形成采购价格优势；同期一体化产业链生产优势、化工、玻璃产业协同优势继续巩固制造成本优势；同时，公司主要产品生产仍保持规模效应，有助于降低单位成本。
- **公司通过拓展蛋氨酸和矿产品业务，培育了新的两大利润增长点。**公司是国内第二家量产液体蛋氨酸企业，在蛋氨酸固转液背景的推动及下游市场养殖业需求复苏的共同影响下，2024 年市场开拓成果较好，收入及利润规模提升明显。2024 年以来公司加大矿业布局力度，新增获得 36 宗矿权，截至 2025 年 7 月 8 日共在手 40 宗矿权，其中已完成初探的 6 宗矿权（主要为磷矿）合计储量 73,065.10 万吨，为后续业务扩展奠定基础。2024 年矿业板块实现毛利润 2.60 亿元，占公司业务毛利润的 40%。
- **公司杠杆水平仍较低。**2024 年主要杠杆指标虽有弱化但仍处于较低水平，EBITDA 可以覆盖净债务及利息，总债务/总资本仅 31.46%。

关注

- **2024 年公司毛利率大幅下滑，归母净利润大幅下跌。**公司主要产品为化工基础产品和农药原粉，售价受行业景气度波动影响较大，2024 年联碱、双甘膦/草甘膦、玻璃及光伏行业均进入价格下行通道，公司毛利率大幅下滑，归母净利润同比下降 97.55%；此外，考虑到远兴能源（000683.SZ）阿拉善基地的 400 万吨/年天然碱及业内其他纯碱项目投产，预计纯碱行业中短期供需格局宽松，价格中枢下行。
- **继续关注存货减值风险。**公司长期执行价格优先的销售策略，2024 年因受行业景气度波动影响，公司库存继续累库，截至 2024 年末，存货账面价值同比小幅增长至 45.45 亿元（第一大货值为双甘膦/草甘膦、其次为联碱产品），已计提坏账准备 1.36 亿元，考虑到纯碱行业中短期供需格局宽松、双甘膦/草甘膦中短期行业不确定性较强，需关注后续减值风险。
- **仍面临较大的资本开支压力和产能消化风险。**截至 2024 年末，公司主要资金压力仍集中在本期债券募投项目双甘膦项目，剔除本期债券募集资金后续资金需求约为 114 亿元，此外，由于资本性支出较多，导致 2024 年自由现金流为负，日常经营生成的现金难以覆盖债务；跟踪期间全球双甘膦/草甘膦供给格局尚无变化，新增双甘膦产能将转化为境外草甘膦产能，草甘膦产能消化将受到环保政策较大影响。
- **矿业不确定性较强，需关注海外合作项目的合作风险、政治风险等。**2024 年公司战略转型聚焦矿业领域，矿业板块经营情况受矿产实际勘探、开采情况影响较大，不确定性较强；新增 30 宗海外矿权采用合营方式运营，合作方为海外本土公司，需关注合作风险、海外政治风险等因素。
- **公司仍面临一定的安全生产和环保风险。**随着“双碳”目标提出，国家环保政策趋严，公司环保支出压力加大，且公司部分产品属于危险化学品，面临着生产经营可能发生安全事故、生产过程中产生的“三废”等生态环境问题。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司具备盐矿、区位、规模和产业链一体化优势，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

同业比较（单位：亿元）

指标	和邦生物	远兴能源	三友化工	山东海化	双环科技	兴发集团	新安股份	江山股份
总资产	296.50	358.76	260.57	85.78	37.29	477.76	226.12	86.34
营业收入	85.47	132.64	213.61	60.13	28.91	283.96	146.65	54.32
归母净利润	0.31	18.11	4.99	0.39	2.81	16.01	0.51	2.24

销售毛利率	7.80%	40.92%	16.01%	13.98%	16.74%	19.52%	11.07%	14.49%
资产负债率	35.90%	45.31%	41.12%	39.60%	37.26%	52.11%	39.81%	54.42%
纯碱年产能	110	680	340	280	110	-	-	-
纯碱产量	120.33	577.79	334.01	309.67	111.15	-	-	-
纯碱毛利率	-	48.18%	25.37%	12.81%	18.46%	-	-	-
草甘膦年产能	5	-	-	-	-	23	8	7
草甘膦产量	6.35	-	-	-	-	26.6	-	-

注：（1）以上各指标均为2024年数据；（2）“-”表示不适用或公开渠道无数据披露；（3）和邦生物未披露纯碱毛利率，2024年联碱产品毛利率为3.72%；双环科技未披露纯碱毛利率，上表数据为联碱及其他化工产品；兴发集团未披露草甘膦产量，上表数据为农药产量，其中草甘膦系列占农药收入的95.21%。

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	8/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		5/7	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				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
和邦转债	46.00	45.9974	2025-1-26	2030-10-28

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于广安必美达生物科技有限公司年产50万吨双甘磷项目。截至2025年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为42.04亿元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人、董监高均无变更情况，截至2025年6月末，实际控制人贺正刚仍合计控制公司26.91%股权，四川和邦投资集团有限公司（以下简称“和邦集团”）持有的10.69亿股份被质押，占其所持公司股份的54.44%。2024年及2025年一季度公司多次以集中竞价交易方式回购股份，截至2025年3月末，公司回购专用证券账户持有公司股份8.58亿股，持股比例9.71%。

2024年，公司经营战略转型，在原有业务板块外大力开拓矿业领域，通过入股、拍卖、协议合作等方式获得澳大利亚、新疆、尼日利亚多地的磷矿、金矿、铜多金属矿、铅锌矿、硅石矿、锂矿、锡矿（伴生稀土矿）等多类型矿种探矿权。

表1 2024年度/末公司重要经营主体基本情况（单位：亿元）

名称	行业	总资产	净资产	营业收入	净利润
和邦生物本部	化工	201.75	123.95	38.47	1.06
和邦农科	化工	116.92	58.71	31.24	-0.46
武骏光能	玻璃制造	53.81	26.26	22.48	-1.19
和邦盐矿	采盐	2.81	2.50	1.73	0.80
和邦磷矿	磷矿	7.49	6.77	2.19	1.09

注：和邦农科为乐山和邦农业科技有限公司简称，武骏光能为四川武骏光能股份有限公司简称，和邦盐矿为四川和邦盐矿有限公司简称，和邦磷矿为四川和邦磷矿有限公司简称。

资料来源：公司2024年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长

9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

行业环境

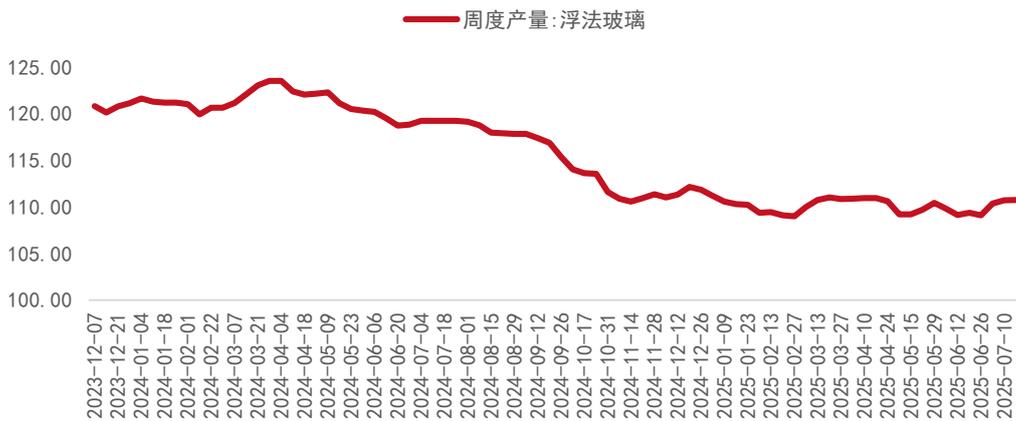
1.纯碱及玻璃行业

随着浮法玻璃及光伏玻璃有望进入供应收缩阶段，纯碱需求预计减弱，但产能将持续放量，预计中短期处于供需偏松局面、价格中枢下行

1.1需求端：浮法玻璃及光伏玻璃有望进入供应收缩阶段，纯碱需求减弱

浮法玻璃市场弱势运行。2024年“保交楼”利好出尽，同时房屋新开工面积2023-2024年分别同比下滑20.9%、12.7%，浮法玻璃需求量受房地产市场拖累下行，虽然2024年9月下旬以来，政府密集出台一系列政策拉动宏观情绪转暖，但需求端疲软难改。根据隆众资讯数据，截至2025年5月18日，国内浮法玻璃库存天数攀升至30.8天，处于同年高位、同比增长25.71%。

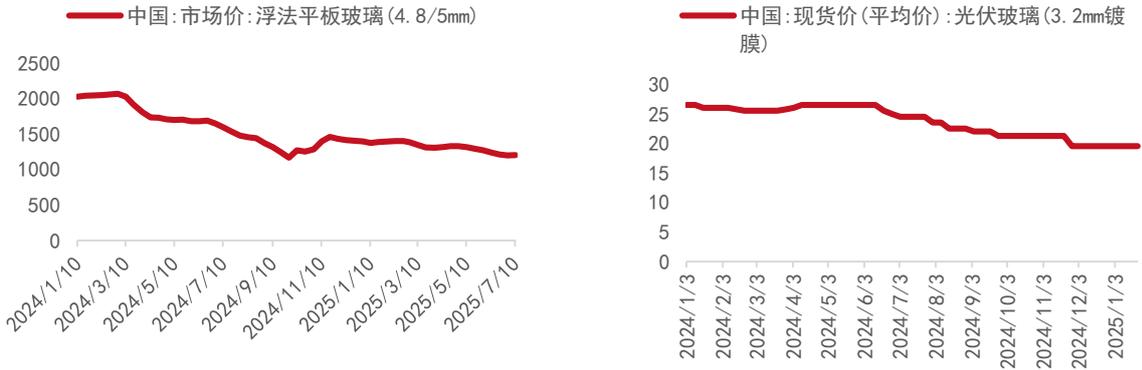
图1 浮法玻璃 2024 年上半年产量偏高，而后震荡下跌（单位：万吨）



资料来源：wind，中证鹏元整理

图2 2024 年以来浮法玻璃价格震荡下行（单位：元/吨）

图3 2024 年以来光伏玻璃价格震荡下行（单位：元/平方米）



资料来源: wind, 中证鹏元整理

光伏玻璃反内卷急迫性较强，龙头企业有望带头减产。2024年上半年，随着组件厂家开工率逐渐上调，光伏玻璃需求预期有所升温，但2024年6月开始，组件排产环比下行；2025年“430新政”、“531新政”引发抢装潮，带动光伏玻璃需求，而由于需求被提前消化，6月组件排产大幅下滑，行业供大于需矛盾再度凸显，多家光伏玻璃企业6月结算价格已低于11元/平方米。面对高库存、低价格的局面，光伏玻璃企业自2024年下半年开始自发性减产，2024年9月，龙头企业信义和福莱特牵头十大企业减产30%；2025上半年由于抢装潮推动新投产窑炉日熔化量超过1.7万吨，但综合来看行业产能由2024年6月11.5万t/d高点减产，2025年6月末已下降至9.8t/d。2025年6月29日，《人民日报》刊文《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》点名提到光伏组件的内卷式竞争；6月30日，信义光能、福莱特再次牵头十大企业，自7月起通过“冷修”（停产窑炉）或“堵窑口”（限产）等方式减产30%，或将为光伏玻璃价格筑底。按照减产30%估算，光伏玻璃年产量将减少1,073万吨，按照1吨玻璃耗用0.23吨纯碱粗略估算，将带动纯碱需求减少250万吨左右。

1.2供应端：2025年纯碱供应继续增加，短期内产能难以出清

2024年行业维持供给过剩局面，2025年纯碱实际产量预计将继续增长，短期内产能难以出清。受过往行业高景气度的影响，2024年行业新产能大量投放，远兴能源一期装置三、四线装置达产、金山舞阳厂区五期扩产、阜丰味精纯碱装置投产，2024年纯碱产量同比增长约17.05%至3,818.61万吨。由于供给过剩，2024年以来纯碱价格震荡下行，2025年7月13日重碱市场均价已下降至1,287.6元/吨，较2024年初降幅超50%。2025年国内纯碱产能释放仍将继续，连云港碱业110万吨联碱项目、江苏德邦60万吨联碱项目、湖北双环30万吨联碱项目、远兴能源二期280万吨项目都计划在年内投放，预计2025年纯碱产能将继续增加，且远超下游需求增量，由于2021-2022年行业景气度高，生产企业积累较多利润，为企业提供了一定的利润安全垫，预计短期内产能出清难度大。

图4 2024年以来纯碱价格延续下行趋势（单位：元/吨）



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

纯碱行业产能集中度仍较高，竞争格局无重大变动。2024年末国内纯碱总产能约3,683万吨，得益于阿拉善天然碱项目不断分期投产，远兴能源于2024年产能提升至680万吨，其余国内产能前五大纯碱厂家分别为中盐化工（600328.SH）、三友化工（600409.SH）、山东海化（000822.SZ）和双环科技（000707.SZ），前五大纯碱企业产能合计占全国纯碱产能的48.87%。

2. 草甘膦行业

南美市场需求等因素拉动草甘膦市场短期上调；中长期草甘膦需求受益于转基因政策提速而不断扩容，需关注孟山都破产预期落地后，环保政策对行业格局的影响

南美市场需求等因素拉动草甘膦市场上调，长期需求仍受益于转基因政策提速而不断扩容。草甘膦主要用于抗草甘膦转基因作物（大豆、玉米、棉花等），目前是全球第一大农药单品，前三消费国依次为巴西、美国、阿根廷。2024年国内的大宗农产品价格下行，影响农户的种植积极性，抑制了部分草甘膦的采购需求，其中3-4月成本端支撑有力，9月国内草甘膦企业发布调价函，价格短期上涨；2025年5月以来，由于南美地区在6月至8月期间进入除草剂使用的高峰期，补货需求拉动出口增长，同时叠加部分企业停产检修、行业库存处于低位、企业挺价意愿强烈等因素，价格上扬恢复至2024年初水平。中长期来看，政策驱动国内转基因商业化再加速，国内转基因市场将成为草甘膦的重要增长点。草甘膦的主要使用作物为大豆和玉米，2025年4月，农业农村部公告97个转基因玉米品种和2个转基因大豆品种拟通过国审初审，转基因产业加速发展。

图5 2024年以来草甘膦价格震荡（单位：元/吨）



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

目前行业供给仍宽松，需关注孟山都破产预期落地后，环保政策对行业格局的影响。由于草甘膦属于发改委限制投资项目，供应端扩张受限，2024年无新增产能，截至2024年末供给格局仍为全球草甘膦年产能118.3万吨，其中海外年产能37万吨（拜耳孟山都）、国内年产能81.3万吨，产量增长至61万吨，增幅约15%，当前行业富余产能较多。因美国草甘膦致癌诉讼累计赔偿超100亿美元，2025年5月拜耳计划就密苏里州“农达”除草剂部分大规模诉讼达成和解，若和解失败或启动子公司孟山都破产程序，行业供给或有所缩减；但与此同时，若孟山都因环保原因关停产能，草甘膦或将在主要使用地区受限，需求大幅下降。

表1 截至2024年末全球草甘膦产能分布情况（单位：万吨）

国家	公司名称	年产能	IDA 工艺年产能	甘氨酸法年产能	地区
美国	孟山都	37	37		美国、比利时、巴西、阿根廷
中国	兴发集团	23		23	湖北、内蒙古
	四川福华通达	15.30		15.30	四川
	新安股份	8		8	江苏
	江苏好收成韦恩	7	7		江苏
	江山股份	7	4	3	江苏
	广信股份	6		6	安徽
	和邦生物	5	5		四川
	扬农化工	4	3		江苏
	河南红东方	3		3	河南
	其他	3	2		-
合计		118.30	58	58.3	

资料来源: 公开资料

四、经营与竞争

除蛋氨酸产品受益于下游需求的复苏，自2024年起即实现量价齐涨外，2024年公司其他主要业务板

块联碱、双甘膦/草甘膦、玻璃主要处于需求下行通道，出现价格下降，因此收入及利润结构均有较大变化，双甘膦/草甘膦、营养剂及中间体收入占比增长；同时由于2024年加大矿业布局力度，矿业板块、营养剂及中间体成为公司的主要利润来源。同期，公司毛利率受主要产品价格中枢下行影响，同比出现较大下滑。

表2 公司主营业务收入情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
联碱产品	20.25	24.08%	3.72%	34.99	40.19%	31.68%
双甘膦/草甘膦	28.31	33.66%	-0.55%	14.00	16.07%	12.50%
营养剂及中间体	12.79	15.21%	13.54%	6.55	7.52%	8.16%
玻璃及光伏业务	22.42	26.65%	0.76%	32.81	37.68%	13.20%
矿产品（盐矿、磷矿）	3.92	4.66%	66.32%	2.55	2.93%	66.45%
其他	4.51	5.36%	34.10%	4.84	5.56%	30.15%
内部抵消	-8.09	-9.61%		-8.66	-9.95%	
合计	84.12	100.00%	7.76%	87.07	100.00%	23.26%

注：联碱产品包括：碳酸钠、氯化铵；营养剂及中间体包括：蛋氨酸、丙烯醛、甲硫醇钠、硫酸铵等。
 资料来源：公司提供

（一）联碱业务

公司联碱业务仍具备较强的区域竞争优势及一定的规模优势，但行业供需不平衡局面短期内难以改善，2024年毛利率大幅下滑，需持续关注化工行业周期性波动对盈利能力的影响

行业进入下行通道，公司延续惜售的销售策略，联碱业务价量齐跌。2024年受行业大规模产能投产及需求疲软等因素影响，纯碱及氯化铵均出现价格重心回落，公司纯碱销售均价同比下降26.47%、氯化铵销售均价同比下降36.83%，因此公司惜售压货，联碱化工类产品销售量同比降幅超20%、库存量同比增长168.52%。同时产品结构变动叠加电力成本上涨，联碱产品单位销售成本小幅增长3.07%，综合影响下，公司2024年联碱业务毛利率大幅下滑，下降至行业内较低水平。

公司联碱业务保持一定的规模优势及较强的区域竞争优势。由于新建纯碱（化学合成法）属于限制类产能，2024年公司联碱业务年产能仍稳定，保持一定的规模优势，同时西南区域无新增产能，公司保持在西南地区纯碱市场的突出地位；产能利用率数据仍在100%以上，高于行业平均水平。

联碱产品作为基础化工产品，各厂家产品性能差异不大，因此客户集中度及稳定性均一般；同时盈利水平受售价波动影响较大，未来需持续关注化工行业周期性波动对联碱业务盈利能力的影响。

表3 部分上市公司纯碱业务情况对比情况（单位：万吨）

工艺	企业	生产基地	销量		毛利率	
			2024年	2023年	2024年	2023年
天然碱法	远兴能源	河南南阳、内蒙古	565.26	256.95	48.18%	59.59%

氨碱法	山东海化	山东潍坊	262.01	312.75	12.81%	23.94%
	三友化工	河北唐山、青海海西	326.60	339.86	25.37%	40.13%
联碱法	和邦生物	四川乐山	--	112.75	--	32.33%
	双环科技	湖北应城	109.56	111.42	--	26.92%

注：（1）2024年双环科技未披露纯碱业务毛利率，联碱及其他化工产品毛利率为18.46%；（2）和邦生物2024年未披露纯碱销量、毛利率，当年联碱产品销量为153.01万吨、毛利率为3.72%。

资料来源：公开资料

（二）农业板块业务

由于前期存货成本较高，2024年双甘磷/草甘磷业务出现亏损，2025年5月以来行业景气度回升，有助于改善业绩；得益于良好的下游需求，2024年蛋氨酸业务价量齐升，产品粘性强有助于客户稳定性

2024年农业板块主要产品双甘磷/草甘磷、液体蛋氨酸均放量，境外子公司S.T.K.继续亏损，但由于在整体业绩中占比较小，对公司业绩影响仍有限。

因行业景气度及公司出货策略影响，2024年公司双甘磷/草甘磷价跌量起，收入增长但亏损。2024年在行业需求弱化、成本支撑、企业联合调价等因素的综合影响下，草甘磷价格前高后低、震荡下行，公司双甘磷/草甘磷销售均价下跌11.65%。公司在二季度年内价格高点加大出货，当年双甘磷/草甘磷收入翻倍，农药及农药中间体销量同比增长69.27%、库存量增速下降至14.80%，双甘磷/草甘磷存货净值同比下降11.25%。由于此前的惜售策略，公司双甘磷/草甘磷产品在2023年末的存货价值较高，导致2024年双甘磷/草甘磷业务亏损。值得注意的是，草甘磷原粉作为农药原料，盈利水平受售价波动影响较大，2025年5月以来南美需求旺盛等因素叠加，带动2025年6月以来草甘磷价格持续上涨，较年初已有较大增幅，有助于改善业绩。

蛋氨酸产品市场开拓有力，2024年价量齐升；产品粘性有助于强化与下游客户的合作。公司是国内第二家量产液体蛋氨酸企业，在蛋氨酸固转液背景的推动及下游市场养殖业需求复苏的共同影响下，2024年市场开拓成果较好，蛋氨酸销量同比增长167.46%，带动收入增长191.68%；同时，2024年液体蛋氨酸价格虽然年内有小幅下行但整体仍维持在较高区间，带动蛋氨酸及副产品毛利率亦小幅增长，对公司利润贡献明显提升。市场开拓亦推动2024年产能利用率、产销率均突破1，库存开始去化。受行业特性影响，蛋氨酸为饲料添加剂，单个客户对蛋氨酸需求量有限，但蛋氨酸需配套设备使用，产品粘性强，有助于维持稳定客户。

表4 公司蛋氨酸业务产销情况（单位：万吨、万元、元/吨）

时间	年产能	产量	产能利用率	销量	产销率	销售收入	销售均价
2024年	7	8.19	117.00%	9.04	110.38%	114,179.56	12,630.48
2023年	7	6.59	94.17%	3.38	51.27%	39,145.78	11,581.92

资料来源：公司提供

（三）玻璃及光伏业务

公司玻璃业务保持了在西南地区较强的区域竞争力，但受市场价格下行影响，2024年盈利空间大幅收窄；公司暂停光伏及玻璃板块产能新增投入

受光伏市场变化影响，公司暂停光伏及玻璃板块产能新增投入。公司光伏和玻璃板块产品主要分为普通玻璃、光伏玻璃、光伏组件和硅片四类，经营主体为子公司武骏光能。武骏光能光伏板块核心资产8GW 光伏封装材料及制品项目的两条光伏玻璃生产线、配套建设的2GW光伏组件产能已投产，2024年公司考虑到光伏行业整体情况已暂停剩余6GW光伏组件生产线建设，并对900t/d 原片生产线进行冷修技改；同年，10GWN+型超高效单晶太阳能硅片项目已建成投产约1.5GW N 型硅片的产能，剩余产能亦暂停追加投资。

表5 公司玻璃产品销售情况

浮法玻璃					
年度	平均销售单价（元/吨）	销售数量（万吨）	销售收入（万元）	毛利率	
2024 年	1,435.32	37.69	54,097.21	12.81%	
2023 年	1,729.00	43.04	74,416.16	18.75%	
光伏玻璃					
年度	平均销售单价（元/平方米）	销售数量（万平方米）	销售收入（万元）	毛利率	
2024 年	13.12	8,146.38	106,880.51	2.21%	
2023 年	17.68	6,813.24	120,458.08	17.42%	

资料来源：公司提供

玻璃业务保持了在西南区域较强竞争优势，但盈利空间大幅收窄。受房地产市场持续深度影响，2024年浮法玻璃下游需求疲软难改，公司浮法玻璃销量同比下滑12.43%；同期间光伏玻璃市场需求前高后低，公司光伏玻璃销量同比增长19.57%。2024年浮法玻璃及光伏玻璃市场价均震荡下跌，公司销售均价同比下降幅度分别为16.99%、25.79%，纯碱等原材料价格的下降难以对冲玻璃市场价格下降的影响，玻璃及光伏业务板块毛利率快速下降。由于玻璃存在经济销售半径，同时在西南区域公司光伏玻璃保持一定规模优势（西南地区4个厂家、5条光伏玻璃生产线日熔量合计为4,900 T/D，公司日熔量为1,000 T/D），玻璃业务仍具有较强的区域竞争力，且主要客户稳定性较好，光伏及玻璃产品前五大客户与公司合作年限均在3年及以上。

（四）矿产品业务

2024年矿产品成为公司主要利润来源，但矿业板块经营情况受矿产实际勘探、开采情况影响较大，不确定性较强；同时需关注海外合作项目的合作风险、政治风险等风险因素

截至2025年7月8日，公司通过收购、竞拍、股权投资、合作等方式直接和间接持有的矿权共计 40 宗，以探矿权为主，2024年-2025年7月8日为取得上述新增矿权而发生的投资总额约 6.2 亿元；同时2024年以来，矿业板块新入职超过 180 名员工。目前已实现销售的矿产主要是磷矿和盐矿，新疆的金属矿已办理探矿权证、石英砂矿已取得采矿权证，澳大利亚金矿已完成航磁拍摄等初勘事项，尚需进一步完善

详勘工作；尼日利亚矿产尚在筹备初勘工作。公司采用“分期投入、滚动开发”模式，2025、2026年度在矿业板块的资本开支预计合计不超过8亿元。

表6 截至2025年7月8日公司在手矿权基本情况（单位：亿元、万吨）

资源类型	持有时间	投资方式	投资金额	地理位置	储量总额	开发开采阶段	预算金额	权利期限
马踏盐矿	2010年	收购	0.58	乐山市井研县	6,514.4	在产	不适用	2040.11.30届满，可续期
罗城盐矿	2010年	收购	0.22	乐山市犍为县	2,383.8	在产	不适用	2026.10.14届满，可续期
烟峰磷矿	2010年	竞拍	4.90	乐山市马边彝族自治县	3,174.1	试生产	2.00	2043.1.4届满，可续期
刘家山磷矿	2021年	收购	9.70	雅安市汉源县	5,917.8	在建	2.00	2053.6.21届满，可续期
库迪铜矿	2024年	竞拍	1.00	新疆阿克陶县	/	初勘实施中	/	2029.12.24届满，可续期
塔木铅锌矿	2024年	竞拍	1.19	新疆阿克陶县	/	初勘实施中	/	2029.12.24届满，可续期
喀怕银矿	2025年	竞拍	0.16	新疆民丰县	/	初勘实施中	/	2030.5.13届满，可续期
卧龙岗铅锌矿	2025年	竞拍	1.02	新疆民丰县	/	初勘实施中	/	2030.5.15届满，可续期
上屋基铜矿	/	竞拍	0.47	四川省会理县	/	初勘实施中	/	5年，从勘查许可证有效期开始之日起算
Wonarah 磷矿	2022年	入股	/	澳大利亚	53,300	磷矿一期（70万吨/年）采矿工程建设	2.00	/
JundeeSouth 金矿	2022年	入股	/	澳大利亚	/	初勘实施中	/	/
尼日利亚28宗矿权	2025年	合作	2,306.3万美元	尼日利亚	/	计划2025年8月开始实施详勘工作	/	集中于2026-2027年届满，可续期
新疆布尔津石英砂矿	2024年	入股	0.52	新疆布尔津县阔斯特克镇	/	2025年5月已开始矿山工程建设	不适用	2025.1.2—2035.1.2

注：（1）“/”指数据不可得；（2）2025年7月2日公司与四川省自然资源厅就会理铜矿正式签订了《探矿权出让合同》，由于尚未拟定勘探计划，故暂时无法估计投入额；（3）根据尼日利亚法律规定，探矿权期限均为3年，期满可以申请延期，每次延期期限为2年，可申请2次；（4）初勘及项目建设阶段部分项目储量及后续投资情况需根据勘探情况确定。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

马踏盐矿和罗城盐矿早已实现正常开采运营，所产出的卤水系公司联碱产品的主要原材料；马边烟峰磷矿在2023年矿山工程建设过程中已采出工程矿并实现销售，目前处于试生产阶段。2024年矿产品贡献公司近四成毛利润，近年磷肥景气度对磷矿价格支撑有力，后续产出磷矿预计将实现较稳定收入，且保持高盈利水平。

表7 公司已实现销售矿产情况（单位：万元）

矿产	主营业务收入	主营业务毛利	毛利率
马踏盐矿	4,564.99	2,847.87	62.38%
罗城盐矿	12,754.12	7,956.65	62.38%
马边烟峰磷矿	21,888.87	15,198.40	69.43%
合计	39,207.98	26,002.92	66.32%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

国内的大部分矿产业务，公司采用全资自营模式，即在当地设立项目公司负责项目的开发和建设、运营。而在国外开展矿产业务时，鉴于属地化的合规要求以及政治、经济和社会文化环境的差异，公司通过向合营项目股东会、董事会以及委派管理层、控制银行账户的大额资金划出的模式，进行投资风险控制，并负责资本投入、技术解决方案及国际化运营管理，由于海外合作方在当地公共关系等属地资源优势更强，需关注合作风险。同时，海外政治风险及矿产勘探进展、结果也值得关注。

公司对部分供应商仍存在一定依赖，2024年原燃料成本无重大边际变动，区位成本优势仍存

2024年原燃料采购结构较为稳定，采购的原燃料仍主要为天然气、电力、黄磷、原煤、石英砂，化工业务原燃料成本占营业成本的比重为80.89%，玻璃及光伏业务原燃料成本占营业成本的比重为78.07%，原燃料采购成本对公司利润水平影响仍较大。

公司地处西南，天然气、电力等原材料采购价格远低于华东等地区，采购价格优势明显，仍具备一定的成本优势。天然气、电力、原煤、黄磷均处于卖方市场，公司采购价格与市价一致，2024年除电价小幅增长外，其他主要原燃料均有不同程度降价，公司成本优势边际无明显变动。

表8 公司原燃料采购情况

主要原燃料	2024年		2023年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
天然气(万方、元/立方米)	52,882.04	2.28	52,420.84	2.34
黄磷(万公斤、元/公斤)	2,993.54	21.17	3,263.00	22.67
电力(万度、元/度)	188,730.00	0.46	187,637.18	0.44
原煤(万吨、元/吨)	98.16	548.21	95.99	609.91

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

公司主要供应商包括具有垄断性的中石油、国家电网等，较为稳定，且公司对其存在一定的依赖，较大的供应商出现突发变动将可能影响公司的稳定经营。

2024年净营业周期继续增加，营运资金压力不断加大

2024年存货周转天数继续上升，由于公司产品均为通用商品，下游客户广泛，且产品保质期较长，故公司长期执行“价格优先”的销售政策，因此在价格低位时会形成较大的存货。2024年主要产品除氨酸外均面临需求不足的市场环境，其中联碱产品大量惜售囤货，拉长了存货周转天数。由于上游供应商对现金需求更强，愿意以优惠价格加速回款进度，故应付款项周转天数缩短。综合来看，2024年公司净营业周期继续上升，营运资金压力加大。

表9 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2024年	2023年
应收款项周转天数	38	36
存货周转天数	205	173
应付款项周转天数	68	88
净营业周期	175	121

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司面临较大的资本开支压力，新建双甘磷项目的终端草甘磷存在较大的产能消化风险

目前公司项目资金压力仍主要集中在本期债券募投项目，除本期债券募集资金外主要在建后续尚需资金约为114亿元，公司面临较大的资金压力。跟踪期内双甘磷/草甘磷供给格局尚无变化，按照1.5:1估算，50万吨双甘磷投产将新增33万吨草甘磷产能，若拜耳孟山都项目宣告破产，由于公司与拜耳均采用IDA法，新增产能或将消化；但若孟山都因环保限制关停产能，草甘磷在主要使用区域或将受到限制，大幅影响需求。此外，公司拟在印尼投产20万吨草甘磷项目，已取得境外投资的相应审批手续，目前正在进行土地治理工作，但考虑到全球经贸格局的重构等因素，投产后或将面临一定的贸易摩擦风险。

表10截至2024年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	具体内容	总投资	累计已支付	后续资金需求	预计工期	资金来源
广安必美达生物科技有限公司年产50万吨双甘磷项目*	50万吨/年双甘磷及其配套设施	167.13	7.75	160.28	2年	自筹+本期可转债
磷矿开发项目	100万吨磷矿（产品矿）	15.27	6.85	-	-	自筹
印尼年产20万吨草甘磷项目	20万吨/年草甘磷	-	-	-	-	自筹
合计		242.40	14.60	160.28		

注：带*项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

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四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计的财务报表。

2024年公司主要产品行业景气度下行，归母净利润大幅下跌；同样受此影响公司继续囤货、当年新增计提较多存货减值准备，存货减值及商誉减值风险仍存；除本期债券发行带来现金类资产增长外，2024年其他资产结构整体稳定，仍符合化工行业重资产的经营特点；同时债券发行导致债务快速增长，推升公司杠杆，各偿债指标表现均弱化，但整体债务风险仍较为可控

资本实力与资产质量

公司净资产主要由原始股东投入、IPO和再融资募集资金、自身经营积累构成，2024年由于多次开展股票回购，净资产规模同比下降；在本期债券发行及银行借款增长的推动下，公司总债务快速增加，导致产权比率快速提升，但所有者权益对总负债的保障程度仍较好，2025年3月末产权比率仅为59%。

图6 公司资本结构

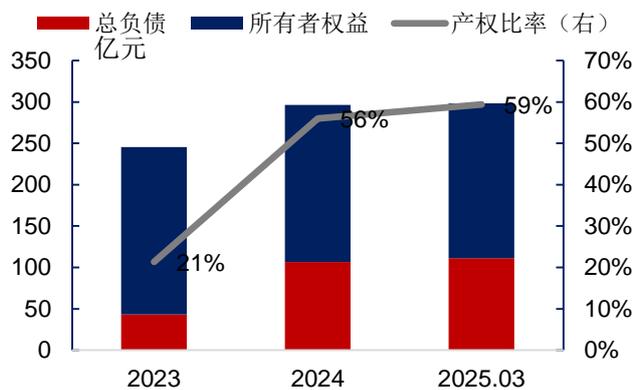
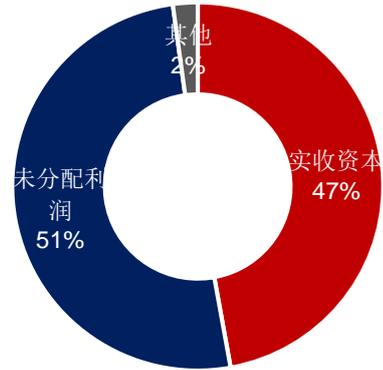


图7 2025年3月末公司所有者权益构成



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

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

公司深耕基础化工和玻璃制造等重资产行业，主要通过新建厂房、购置生产设备实现生产、销售和回款并逐步扩大再生产，资产以生产性资产（固定资产、在建工程、无形资产）为主，经营性资产（应收账款、存货）为辅，2025年3月末上述资产合计占总资产的比重为60.73%；同期末由于本期债券发行，货币资金大幅增长至占比23.86%，现金资产较为充裕。

2024年，公司继续推动厂房建设、维修，生产性资产同比小幅增长，固定资产、在建工程随项目建设投入及已建成项目技改维修而相互转化；公司本年对矿业板块进行部署，新增新疆阿克陶县库迪铜多金属矿探矿权等探矿权，自投产起按产量法摊销。公司商誉因收购子公司和邦农科、涌江实业和S.T.K产生，本年未新增计提减值准备，考虑到S.T.K.业绩常年亏损、和邦农科业绩受行业景气度影响较大，未来上述收购标的商誉存在一定减值风险。

由于2024年营业收入小幅下滑同时公司增大催收力度，应收账款同比下降，周转效率同比稳定。2024年公司在联碱产品上继续维持囤货策略，虽然联碱产品较上年库存量大幅增长，但由于价格较低，同时蛋氨酸去库存，故存货价值增幅不大；存货营运效率继续走低，2024年公司存货周转天数进一步增长至205天。2024年库存联碱产品、双甘膦/草甘膦产品、玻璃及光伏产品原值分别为10.36亿元、22.93亿元、6.43亿元，分别计提存货跌价准备6,601.93万元、1,527.12万元、5,289.89万元，期末减值准备余额为1.36亿元，同比增长较多，由于联碱、玻璃产品下行趋势不减，需持续关注存货减值及对营运资金的大规模占用风险。

此外，截至2024年末因用于保证金、抵押等原因受限的资产合计10.16亿元，占总资产3.43%，受限比例较小。

表11 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	71.20	23.86%	69.99	23.61%	30.64	12.49%
应收账款	8.80	2.95%	8.10	2.73%	9.78	3.98%
应收款项融资	7.45	2.50%	12.11	4.09%	10.51	4.28%
存货	46.65	15.63%	45.45	15.33%	44.03	17.94%
流动资产合计	138.75	46.49%	140.03	47.23%	98.55	40.15%
固定资产	71.49	23.95%	75.67	25.52%	84.71	34.52%
在建工程	27.84	9.33%	23.54	7.94%	11.74	4.78%
无形资产	26.48	8.87%	23.89	8.06%	22.00	8.97%
商誉	18.38	6.16%	18.38	6.20%	18.38	7.49%
非流动资产合计	159.69	53.51%	156.46	52.77%	146.88	59.85%
资产总计	298.45	100.00%	296.50	100.00%	245.42	100.00%

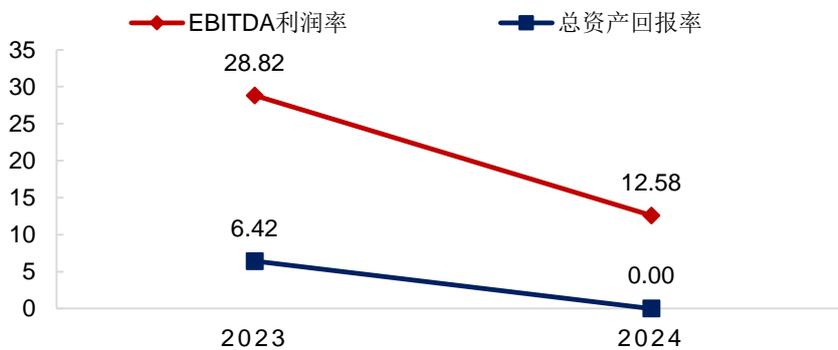
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年主要产品行业景气度下行，公司营业收入同比小幅下降，销售毛利率大幅下滑，盈利能力下降。同样由于主要产品景气度下行，2024年存货减值损失计提增多，叠加债务增长带来的财务费用增长，当年公司归母净利润同比大幅下降97.55%。此外，公司期间费用控制能力仍较好。

公司主要产品属于周期性行业，业绩受行业景气度影响面临较大的波动，目前联碱、玻璃产品价格仍处于行业底部，草甘膦产品2025年5月以来价格回升，但考虑到纯碱行业中短期供需格局宽松、双甘膦/草甘膦行业中短期不确定性较强，预计公司盈利保持当前趋势。此外，矿业板块盈利性受矿产开采情况影响较大，后续不确定性较强，目前磷矿盈利较好。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

由于发行本期债券以及为回购股份而发生的借款，2024年末公司总债务同比大幅增长，债券成为主要融资渠道之一，与银行借款规模基本相当，由于发行前期债券票面利率较低，2024年公司综合融资成

本被拉低至2.14%。同时公司债务结构转变为长期债务为主，短期债务规模增长，但仍能由现金类资产覆盖，偿债风险仍可控。

经营性债务方面，公司应付账款主要为应付供应商货款，同比变动不大，虽然应付账款周转天数同比下降但仍保持对上游供应商较强的资金占用能力。公司合同负债主要是预收货款，受市场需求及产品价格的影响波动。

表12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	25.18	22.64%	23.53	22.11%	11.68	27.00%
应付票据	0.96	0.86%	6.69	6.29%	3.33	7.71%
应付账款	14.48	13.02%	14.38	13.51%	15.44	35.71%
合同负债	1.16	1.04%	0.45	0.42%	0.95	2.20%
一年内到期的非流动负债	6.01	5.40%	7.52	7.07%	3.46	8.01%
流动负债合计	49.23	44.27%	53.75	50.50%	36.70	84.87%
长期借款	16.65	14.97%	7.66	7.20%	4.31	9.97%
应付债券	42.00	37.77%	41.70	39.18%	0.00	0.00%
租赁负债	0.13	0.12%	0.15	0.14%	0.25	0.58%
非流动负债合计	61.97	55.73%	52.69	49.50%	6.54	15.13%
负债合计	111.20	100.00%	106.43	100.00%	43.24	100.00%
总债务	90.80	81.65%	87.25	81.98%	23.04	53.28%
其中：短期债务	32.14	35.40%	37.75	43.26%	18.48	80.20%
长期债务	58.65	64.60%	49.51	56.74%	4.56	19.80%

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

本期债券发行推升公司杠杆，资产负债率、总债务/总资本增长；同时推动净债务由负转正。由于主营业务盈利能力下滑，EBITDA大幅下降，相关指标表现弱化。公司2024年加强销售回款催收力度，当期经营活动现金流改善，考虑到本期债券募投项目推进，公司存在持续的资本开支需求，因此自由现金流/净债务能很好地体现真实杠杆情况，2024年资本性支出较多，导致自由现金流为负，日常经营生成的现金难以覆盖债务。

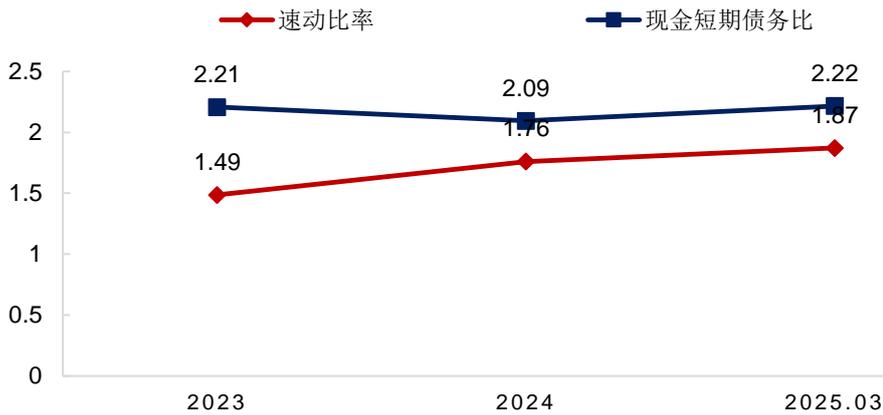
表13公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.55	4.68	0.80
资产负债率	37.26%	35.90%	17.62%
净债务/EBITDA	--	1.00	-0.61
EBITDA 利息保障倍数	--	9.10	35.30
总债务/总资本	32.65%	31.46%	10.23%
自由现金流/净债务	-19.19%	-60.37%	48.09%

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

受益于本期债券发行，现金类资产规模大幅增长，流动性指标表现改善。截至2025年3月末，公司银行授信额度不高，授信总额和未使用额度分别为55.65亿元和7.91亿元，但考虑到公司作为上市公司，直接融资和间接融资渠道较为畅通，且拥有较大规模的非受限资产，融资渠道和融资弹性较好。整体来看，公司流动性指标表现较好，偿债压力可控。

图9 公司流动性比率情况



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

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

公司面临一定的安全生产及环保风险

环境和社会因素方面，作为化工类企业，部分产品属于危险化学品，公司面临着生产经营可能发生安全事故、生产过程中产生的“三废”等对生态环境产生损害的问题。公司本部被乐山市生态环境局列为国控重点排污单位（废水、废气）；全资子公司和邦农科被乐山市生态环境局列为市控重点排污单位（废水、废气）；控股子公司武骏光能被泸州市生态环境局列为市控重点排污单位（废气）。对此，公司近年在环保方面保持一定的投入力度。近年来公司排污总量未超过许可证上的总量要求，但未来需关注公司可能存在的超标排放情况及其对生产经营造成的不利影响。此外，公司本部所在的五通桥区还有福华通达化学股份公司等其他几家化工企业，其他化工企业发生爆炸等安全事故时，或将导致公司停产检查。

随着“双碳”目标提出，国家环保政策趋严，公司在业务发展过程中需要不断增加环保支出，并根据环保政策及时调整，对现有设备、工艺进行更新优化，如果公司未能及时适应趋严的环保要求，将面临环保处罚风险。公司生产过程对安全生产的要求较高，在未来业务开展过程中存在因设备或工艺不完善、危险化学品管理或操作不当等原因而造成安全事故的风险。

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9日），公司本部、子公司和邦农科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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至信息查询日（2025年7月22日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

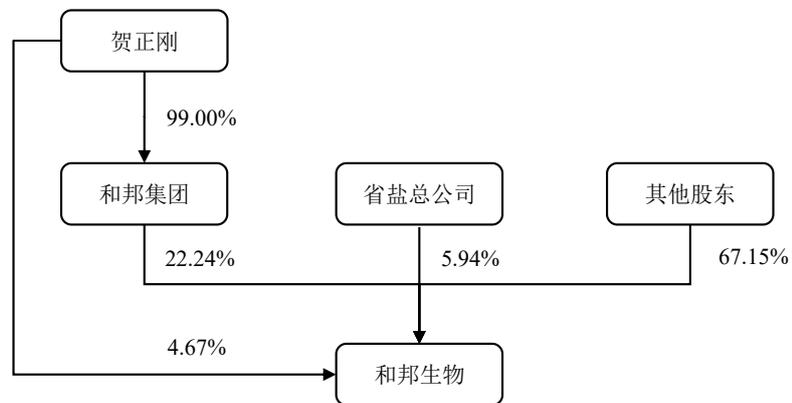
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	71.20	69.99	30.64	45.91
应收账款	8.80	8.10	9.78	7.78
应收款项融资	7.45	12.11	10.51	17.90
存货	46.65	45.45	44.03	20.76
流动资产合计	138.75	140.03	98.55	97.19
固定资产	71.49	75.67	84.71	75.73
在建工程	27.84	23.54	11.74	18.85
无形资产	26.48	23.89	22.00	21.43
商誉	18.38	18.38	18.38	18.38
非流动资产合计	159.69	156.46	146.88	143.84
资产总计	298.45	296.50	245.42	241.03
短期借款	25.18	23.53	11.68	12.22
应付票据	0.96	6.69	3.33	1.19
应付账款	14.48	14.38	15.44	17.59
合同负债	1.16	0.45	0.95	2.34
一年内到期的非流动负债	6.01	7.52	3.46	1.68
流动负债合计	49.23	53.75	36.70	37.34
长期借款	16.65	7.66	4.31	4.08
应付债券	42.00	41.70	0.00	0.00
租赁负债	0.13	0.15	0.25	0.22
非流动负债合计	61.97	52.69	6.54	6.05
负债合计	111.20	106.43	43.24	43.39
总债务	90.80	87.25	23.04	19.38
其中：短期债务	32.14	37.75	18.48	15.08
长期债务	58.65	49.51	4.56	4.30
所有者权益	187.25	190.07	202.18	197.63
营业收入	17.26	85.47	88.24	130.39
营业利润	0.21	-0.62	15.42	44.81
净利润	0.08	-0.71	12.79	38.10
归属于母公司所有者的净利润	0.13	0.31	12.83	38.07
经营活动产生的现金流量净额	-0.55	4.68	0.80	26.44
投资活动产生的现金流量净额	-3.38	-13.87	-7.82	-8.07
筹资活动产生的现金流量净额	6.05	48.47	-9.44	10.05
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	10.75	25.43	54.95
净债务（亿元）	20.09	10.74	-15.56	-41.46
销售毛利率	10.70%	7.80%	23.26%	42.85%

EBITDA 利润率	--	12.58%	28.82%	42.14%
总资产回报率	--	0.00%	6.42%	21.62%
资产负债率	37.26%	35.90%	17.62%	18.00%
净债务/EBITDA	--	1.00	-0.61	-0.75
EBITDA 利息保障倍数	--	9.10	35.30	86.85
总债务/总资本	32.65%	31.46%	10.23%	8.93%
经营活动现金流净额/净债务	-2.72%	43.57%	-5.16%	-63.78%
自由现金流/净债务	-19.19%	-60.37%	48.09%	-41.20%
速动比率	1.87	1.76	1.49	2.05
现金短期债务比	2.22	2.09	2.21	4.20
净营业周期（天）	--	173.90	120.24	19.38
存货周转天数（天）	--	204.38	172.23	72.19
应付账款周转天数（天）	--	68.12	87.79	70.42
应收账款周转天数（天）	--	37.64	35.81	17.61
管理费用率	5.70%	4.86%	4.68%	6.48%
期间费用率	7.93%	6.32%	5.53%	7.59%
销售费用率	1.07%	0.93%	0.67%	0.40%
研发费用率	0.26%	0.36%	0.54%	0.52%

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

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



注：上图中省盐总公司的全称为四川省盐业集团有限责任公司。

资料来源：公司提供

附录三 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

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号