



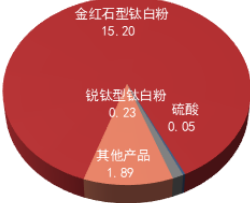
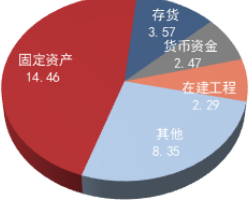
# 广东惠云钛业股份有限公司

## 2026 年主体信用评级报告

普策信评【2026】0044 号

## 广东惠云钛业股份有限公司 2026 年主体信用评级报告

评级主体		评级结果	
公司名称	广东惠云钛业股份有限公司	评级类型	委托评级
所属行业	工业颜料制造	主体信用等级	AA-
评级方法	《一般工商企业主体通用信用评级方法及模型（2024）》（版本号：PJFFMX-GSTY-202405）	债项信用等级	-
及模型		评级展望	稳定
		评级日期	2026/6/26

公司简介	2023	2024	2025	2026.3	
<p>广东惠云钛业股份有限公司（简称“惠云钛业”或“公司”）成立于 2003 年，2020 年在深圳证券交易所创业板上市，股票代码 300891.SZ。公司主要从事钛白粉产品的研发、生产和销售。截至 2025 年末，公司注册资本和实收资本均为 4 亿元，控股股东为钟镇光，实际控制人为钟镇光、汪锦秀夫妇。</p> <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="text-align: center;"> <p>2025年收入结构（亿元）</p>  </div> <div style="text-align: center;"> <p>2025年末资产结构（亿元）</p>  </div> </div>	营业收入（亿元）	16.52	16.60	17.37	4.90
	利润总额（亿元）	0.43	-0.03	-0.80	-0.09
	毛利率（%）	9.19	7.71	5.86	8.97
	总资产报酬率（%）	2.18	0.85	-1.32	-
	净资产收益率（%）	3.03	0.32	-4.70	-
	资产总计（亿元）	26.15	27.85	31.14	31.34
	全部债务（亿元）	8.88	10.44	13.72	13.77
	资产负债率（%）	47.24	51.64	57.91	58.37
	全部债务资本化比率（%）	39.16	43.67	51.15	51.36
	现金收入比（%）	74.59	75.77	81.00	85.70
	现金短债比（倍）	0.75	0.40	0.42	0.50
	EBITDA 利息保障倍数（倍）	3.83	2.67	1.34	-
	全部债务/EBITDA（倍）	6.98	9.01	20.03	-

联系方式	公司本部口径	2023	2024	2025
项目负责人：靳跃林/jinyuelin@philomax.cn 靳跃林	营业收入（亿元）	15.67	16.60	17.34
项目组成员：曾健昶/zengjianchang@philomax.cn	利润总额（亿元）	0.31	0.05	-0.78
信评委主任：陶懿 曾健昶	资产总计（亿元）	25.40	28.17	31.16
电话：010-65000913 网址：www.philomax.cn	负债合计（亿元）	12.97	15.91	19.54
	资产负债率（%）	51.06	56.47	62.70

### 评级观点

广州普策信用评价有限公司（简称“普策”）认为，惠云钛业深耕钛白粉行业，规模实力处于行业前列，积累了良好的品牌效应和技术优势，在塑料级市场上客户认可度较高，综合运营实力较强；公司凭借云浮市硫铁矿资源丰富和运输便利的优势，首创“硫-钛-铁-钙”循环经济产业链，获得地方政府的税收优惠和财政补贴支持。同时关注到，公司采购区域集中度较高，易受原材料供给及价格波动影响；钛白粉市场竞争加剧、海外反倾销政策扰动以及硫酸等原材料价格上升，对公司盈利状况带来不利影响。综合分析，普策认为公司的主体信用风险很低，本次评级评定的主体信用等级为 AA-。

### 评级展望

公司评级展望为稳定。普策认为，未来 1~2 年，公司钛白粉产品将继续保持良好的生产运营效率，资本结构基本稳健，预计公司信用状况将保持稳定。

## 优势

**产品具有良好的品牌认可度。**公司钛白粉产销规模处于行业前列，产品商标“白玉莹”具有良好的品牌效应，产品在塑料级市场领域的客户认可度较高，2024~2025 年克服外部环境带来的不利影响，产销量继续保持增长。

**具有硫铁矿等原料优势和便利的运输条件。**公司生产基地位于硫铁矿储量、品位均居亚洲首位的云浮市，为公司生产重要原材料硫酸提供充足的原料供应，同时可节省危化品硫酸的运输费用；区域内有云浮新港和广州云浮国际物流港等内河枢纽港，有利于公司产品、原材料的运输以及产品外销。

**依托当地产业链，发展循环经济，获得政府支持。**公司结合当地水泥、石材等支柱产业，首创完整的“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，是我国“硫酸法钛白粉清洁生产和循环经济产业链示范基地”，获得当地政府税收优惠和财政补贴支持。

**经营获现能力保持较强韧性。**近年来，在行业竞争加剧、钛白粉价格中枢下行的环境中，公司凭借自身经营竞争实力，保持产销和营收水平持续提升；2025 年，公司保持经营性净现金流持续为正且同比回升，体现出较强的经营获现能力。

## 关注

**下游需求放缓以及国际贸易政策对公司生产经营带来不利影响。**房地产行业持续下行一定程度上抑制了钛白粉需求；同时钛白粉产品出口面临国际贸易环境变化带来的不利影响，尽管印度已叫停征收关税，但国际对华的钛白粉贸易限制仍然严峻，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。

**硫铁矿供给集中度偏高，原材料总体价格波动性强，成本控制压力大。**公司原材料及燃料成本占比较高，其中钛精矿供给高度集中在攀西地区，供应商集中度偏高，其供应价格和规模易受攀西地区环保、产业政策等各种因素影响。2024~2026 年初，硫铁矿、硫磺和天然气等原材料及燃料价格受国际形势影响波动较大，公司成本控制压力增大。

**盈利能力承压。**受上下游环境波动影响，2024~2025 年公司主营业务毛利率持续下滑，加之期间费用增长以及加大资产减值计提力度，2025 年净利润出现亏损。

## 同业对比

同业对比数据（2025 年）（单位：亿元、%、次/年、万吨、倍）

指标	营业收入	毛利率	净利润	前五大客户集中度	应收账款周转速度	钛白粉产能	资产总计	资产负债率	现金短债比	全部债务/EBITDA
龙佰集团	259.69	21.32	11.82	10.89	7.47	151.00	644.25	57.54	1.21	4.35
钛能化学	77.84	13.72	3.62	36.28	7.35	70.00	194.79	37.82	2.21	3.70
钒钛股份	88.90	9.01	-1.44	39.25	67.17	29.50	145.10	13.10	8.48	0.93
<b>惠云钛业</b>	<b>17.37</b>	<b>5.86</b>	<b>-0.62</b>	<b>44.81</b>	<b>17.72</b>	<b>16.00</b>	<b>31.14</b>	<b>57.91</b>	<b>0.42</b>	<b>20.03</b>
金浦钛业	15.72	-4.55	-4.97	23.58	12.14	16.00	22.17	59.51	0.14	-1.00
安纳达	16.91	-0.76	-1.29	43.71	7.06	8.00	20.63	39.57	20.44	-1.15

注：龙佰集团股份有限公司简称龙佰集团，钛能化学股份有限公司简称钛能化学，金浦钛业股份有限公司简称金浦钛业，安徽安纳达钛业股份有限公司简称安纳达，攀钢集团钒钛资源股份有限公司简称钒钛股份。

资料来源：各公司年报，普策整理

## 声明

本评级报告为普策接受评级对象委托所出具。除因本次评级事项构成评级委托关系外，普策及其评级人员与评级对象之间不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系。本评级报告的评级结论是普策按照评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的干预而受影响。

本次评级中，普策及其评级人员遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本评级报告引用的资料主要来源于评级对象及其他合法公开渠道，普策对相关资料进行了必要的核查，但无法对相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性负责。

本评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅可用于相关决策参考，并非是某种决策的结论和建议。普策不对任何组织及个人使用或者引用本报告产生的任何后果负责，也不对任何投资者的投资行为和投资损失负责。

本评级报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。有效期内，普策可能根据评级对象信用风险变化情况对其信用等级作出调整；若发生评级对象拒不提供评级所需关键材料或者提供的材料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏等导致评级工作不能正常开展的情形，普策可能终止或者撤销评级。

本评级报告版权归普策所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。普策对本评级报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 跟踪评级安排

根据相关监管规定及本公司跟踪评级制度相关规定，在信用评级结果有效期内，普策将持续关注受评对象外部经营环境、业务状况、财务状况、履行债务情况等方面的重大变化，对受评对象的信用风险进行定期及不定期跟踪评级。

委托人应按跟踪评级资料清单要求及时提供相关资料。在跟踪评级期限内，普策将根据监管要求和委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告。

在信用评级结果有效期内，如发生可能影响受评对象信用级别的重大事项，委托人应及时通知普策并提供相关资料。同时，普策将密切关注受评对象的有关信息，如发现可能影响受评对象信用级别的重大事项，普策将对相关事项进行调查与分析，并决定是否调整受评对象的信用级别。

如委托人未能及时提供跟踪评级资料或者不配合跟踪评级尽职调查工作，普策可根据公开资料进行分析并据以确定或调整受评对象信用级别，必要时，可终止或撤销对受评对象的信用评级。

## 公司概况

广东惠云钛业股份有限公司（简称“惠云钛业”或“公司”），成立于 2003 年 9 月，原名云浮市惠云钛白有限公司，是由镇卓有限公司与美国万邦有限公司（简称“美国万邦”）分别出资 1,000 万港元成立的外商独资企业，初始注册资本为 2,000 万港元。2012 年 4 月，公司将净资产折股后，变更为股份有限公司并更名为现名，控股股东为钟镇光和美国万邦<sup>1</sup>，实际控制人为钟镇光、汪锦秀夫妇。2017 年 1 月，公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌，并于 2018 年 12 月终止挂牌，挂牌期间经过多次股权转让，控股股东为钟镇光，实际控制人仍为钟镇光、汪锦秀夫妇。

2020 年 9 月，公司在深圳证券交易所创业板上市（证券代码：300891.SZ），注册资本和实收资本均增至 4.00 亿元。2022 年 11 月，公司发行六年期 4.90 亿元的可转换公司债券（简称“惠云转债”）。截至 2025 年末，共有 881 张“惠云转债”完成转股，累计转股 8,161 股，公司剩余可转债票面总金额为 489,911,900 元，占发行额的 99.98%。

截至 2025 年末，公司注册资本和实收资本均为 4.00 亿元；控股股东钟镇光及其一致行动人美国万邦（公司第二大股东）合计持有公司 38.17% 的股份，控制权较为稳定（具体股权结构见附件一）。此外，公司前十大股东的股份均不存在质押或冻结情形。

公司主要从事钛白粉产品的研发、生产和销售，主要产品为金红石型钛白粉、锐钛型钛白粉系列产品及相关副产品（包括硫酸亚铁、聚合硫酸铁等）；公司配备硫酸生产线，其主要产品为硫酸、蒸汽和铁精矿。截至 2025 年末，公司主要通过本部和 8 家子公司进行生产经营。

图表 1 截至 2025 年末公司主要子公司（单位：万元、%）

子公司名称	主要经营地	业务性质	注册资本	持股比例	取得方式
云浮市业华化工有限公司	云浮市	制造业	3,000	100	设立
云浮惠云新材料有限公司	云浮市	制造业	1,000	100	设立
云浮市惠云钙业有限公司	云浮市	制造业	1,000	100	设立
惠云（广州）国际贸易有限公司	广州市	批发业	1,000	100	设立
青河县惠云矿业有限公司	新疆阿勒泰	有色金属矿采选业	5,000	100	设立
广东省惠云矿业投资有限公司	广州市	商务服务业	10,000	100	设立
广南县辰翔矿产开发有限责任公司	广南县	其他常用有色金属矿采选	2,000	70	收购
云浮市惠云环保科技有限公司	云浮市	环境与生态监测检测服务	500	51	设立

资料来源：公司提供，普策整理

## 外部环境

### 宏观经济

2025 年我国经济运行稳健，高质量发展扎实推进，进出口保持较快增长；展望 2026 年，宏观政策仍有增量调整空间，中国经济将延续稳中有进发展态势。

<sup>1</sup> 美国万邦由钟镇光、汪锦秀夫妇控股，截至 2026 年 3 月末，合计持股 51.22%。

当前全球政治经济形势复杂严峻，大国关系博弈加剧，地缘政治风险攀升，国际贸易摩擦影响加深，全球经济整体增长乏力，分化不断加剧。在此背景下，我国作为世界第二大经济体和全球经济增长稳定器，不断加大逆周期和跨周期调节力度，宏观经济展现出强劲韧性与活力，保持稳健运行。

2025 年是“十四五”规划收官之年，我国一揽子增量政策落地实施，更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策协同发力，消费升级与产业升级相互促进，中国经济顶住内外多重压力，呈现“稳中有进、向新向优”的发展态势，高质量发展取得新成效，经济社会发展主要目标任务圆满实现。初步核算，全年 GDP 达到 140.19 万亿元，同比增长 5.0%，在国际主要经济体中保持前列。分产业来看，三大产业协同发展：第一产业增加值 93,347 亿元，同比增长 3.9%，为经济稳定筑牢基础；第二产业增加值 499,653 亿元，增长 4.5%，工业生产韧性凸显；第三产业增加值 808,879 亿元，增长 5.4%，成为拉动经济增长的重要动力。房地产市场仍处于持续调整过程，呈现投资和销售双降局面，地区分化加剧，全年房地产开发投资和新建商品房销售面积同比分别下降 17.2%和 8.7%。进出口方面，在国际环境深刻演变、世界经贸秩序遭遇重大挑战的复杂局面下，我国货物进出口仍实现 3.8%的较快增长，其中出口增长 6.1%，市场更加多元，企业活力更足。

图表 2 2023~2025 年及 2026 年 1~3 月宏观经济主要数据指标

指标	2023 年		2024 年		2025 年		2026 年 1~3 月	
	数值	增速(%)	数值	增速(%)	数值	增速(%)	数值	增速(%)
国内生产总值(万亿元)	126.06	5.20	134.91	5.00	140.19	5.00	33.42	5.00
社会消费品零售总额(万亿元)	47.15	7.20	48.79	3.50	50.12	3.70	12.77	2.40
全社会固定资产投资(万亿元)	50.30	3.00	51.44	3.20	48.52	-3.80	10.27	1.70
货物进出口总额(万亿元)	41.76	0.20	43.85	5.00	45.47	3.80	11.84	15.00
社会融资规模存量(万亿元)	378.08	9.80	408.34	8.00	442.12	8.30	456.46	7.90
全国一般公共预算收入(万亿元)	21.68	6.40	21.97	1.30	21.60	-1.70	6.16	2.40
全国居民人均可支配收入(万元)	3.92	6.10	4.13	5.30	4.34	5.00	1.28	4.00

注：全社会固定资产投资数据口径不含农户。

资料来源：国家统计局、中国人民银行、财政部，普策整理

2025 年 12 月中央政治局会议和中央经济工作会议部署 2026 年重点工作时明确提出，经济工作要坚持稳中求进、提质增效，将提振消费、扩大内需市场，加强科技创新、建设现代化产业体系等放在突出位置，实施更加积极有为的宏观政策，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，切实提升宏观经济治理效能。2026 年一季度，国民经济实现良好开局，初步核算 GDP 同比增长 5.0%，比上年四季度加快 0.5 个百分点；工业生产增长加快，全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，比上年四季度加快 1.1 个百分点；货物进出口快速增长，货物进出口总额同比增长 15.0%，季度增速为近五年最高；消费市场运行向好，社会消费品零售总额同比增长 2.4%，增速比上年四季度加快 0.7 个百分点。

2026 年 3 月召开的十四届全国人大四次会议表决通过《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》，在保持发展理念、思路连续性的同时，根据未来五年发展大势，继续把推动高质量发展确定为“十五五”时期经济社会发展的主题，完整准确全面贯彻新发展理念，致力于实现质的有效提升和量的合理增长，推动经济持续健康发展和社会全面进步。2026 年 4 月，中共中央政治局会议强调，要精准有效实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，增强货币政策前瞻性灵活性针对性，保持

流动性充裕；深入挖掘内需潜力，增强经济发展内生动力，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，努力实现“十五五”良好开局。普策认为，尽管当前我国经济运行面临外部环境变化影响加深和国内供需矛盾仍然突出带来的困难和挑战，但我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有改变，且宏观政策仍有增量调整空间，我国经济仍能保持很强的韧性，未来将延续稳中有进的发展态势。

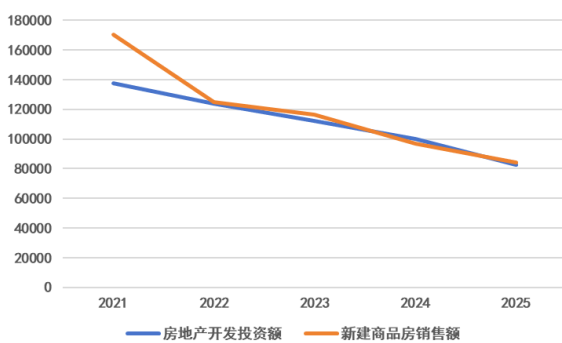
## 行业状况

受房地产端拖累以及国际钛白粉反倾销政策扰动，2025 年我国钛白粉产能、产量及出口首次下滑，但产能利用率和国际占比稳中有升。预计 2026 年全年，钛白粉需求市场仍受房地产及海外贸易政策影响，存在不确定性。

钛白粉是当前综合性能最好的白色颜料，广泛应用于涂料、塑料、造纸、橡胶、印刷油墨等领域。我国是全球钛白粉第一生产大国和消费大国，在全球钛白粉产业中处于核心地位，近年来呈现出“中国主导、全球收缩”的产能格局。2025 年，受下游市场影响，我国钛白粉产能和产量均有所收缩，产能由 2024 年的 605.00 万吨减至 570.00 万吨，产量由 476.60 万吨减至 472.00 万吨；但在全球产能的占比仍在提升，2025 年，我国钛白粉产能在全球占比达到 51.82%，较上年提升 1.82 个百分点；国内产能利用率增至 82.81%，较上年提升 4.03 个百分点。

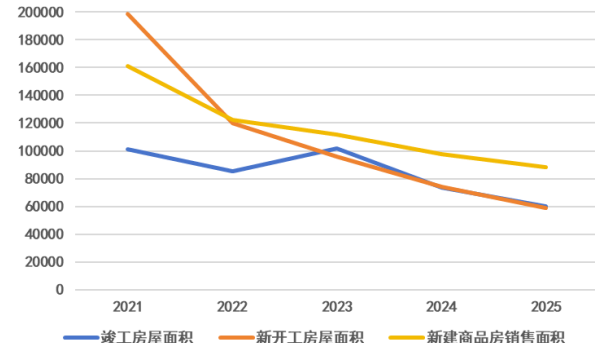
近年来，钛白粉需求端表现受房地产市场影响持续走弱。涂料行业是钛白粉第一大应用行业，涂料消耗的钛白粉占总产量的 55%~60%。涂料最终下游主要为房地产，因此房地产行业状况对钛白粉市场的影响较大。近年来，房地产市场处于下行周期，2025 年下降趋势未改。2025 年，全国房屋竣工面积同比下降 18.16%，新开工面积同比下降 20.47%，已连续六年负增长；2026 年 1~4 月，全国房地产开发投资额同比下降 13.70%，新开工面积同比下降 20.30%，预期 2026 年全年投资改善有限，钛白粉的涂料市场需求整体继续承压。

图表 3 近年来全国房地产开发投资及销售额（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，普策整理

图表 4 近年来全国新开工、竣工及销售面积（单位：万平方米）

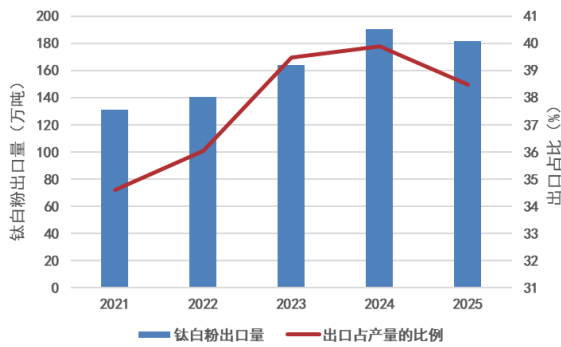


资料来源：国家统计局，普策整理

塑料是钛白粉的第二大应用领域，消耗占比在 18%~22%。近年来，受包装、汽车、电子电器等行业带动，塑料产量有所增长，但 2025 年基本见顶，全国塑料制品产量同比微降 0.20%。造纸行业是钛白粉行业的第三大应用行业，约占钛白粉消耗量的 7%~10%；近年来，纸浆产量稳定增长，2025 年增速为 3.60%。此外，钛白粉还广泛应用于橡胶、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、环保工业和催化等领域，且应用领域仍在不断拓展。

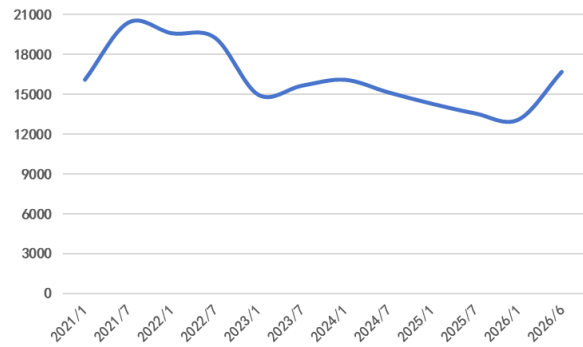
出口方面，得益于国内钛白粉生产技术的优化升级以及龙头厂商的崛起，我国钛白粉产品的性价比不断提升，国产钛白粉出口增长较快，出口逐渐成为国内钛白粉厂家的主要销售渠道之一。根据海关统计数据，我国钛白粉出口量已经从 2015 年的 53.84 万吨增至 2024 年的 190.17 万吨；进口量从 20.36 万吨降至 9.19 万吨，远低于出口量。2025 年，受印度、巴西等地区的反倾销政策影响，钛白粉出口承压，出口量同比下降 4.36% 至 181.69 万吨；出口量占全国总产量的比例微降至 38.49%。2026 年以来，由于印度取消反倾销税，以及东南亚市场拓展等因素，国产钛白粉出口量明显回升，1~4 月累计出口 73.03 万吨，同比增长 12.53%。

图表 5 近年来钛白粉出口及占比情况



资料来源：海关总署，普策整理

图表 6 近年来钛白粉（金红石型）市场价格（单位：元/吨）



注：采集 1 月和 7 月首个工作日数据代表当月价格。  
资料来源：Wind，普策整理

2023 年以来，中国钛白粉产业遭到多国反倾销调查和制裁。2024 年，欧盟对我国钛白粉征收 14.4%~39.7% 的临时关税（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 2025 年末，全球已有 5 个经济体对中国钛白粉实施贸易限制。2025 年 12 月，印度因法院认定程序缺陷，暂时叫停征税。2026 年 3 月，英国启动反倾销调查，4 月澳大利亚启动反倾销调查。总体看，传统钛白粉出口市场因海外贸易政策变动存在一定不确定性；但新兴市场有所崛起，中国企业加速开拓东南亚、中东、非洲等市场。预计未来 1~2 年，钛白粉出口危机与机遇并存，出口贸易政策存在一定不确定性。

综合来看，我国钛白粉产业处于全球主导地位，国内和国际市场共同对行业发展空间形成较强支撑，但近年来市场环境总体偏弱；预计 2026 年国内房地产开发投资规模继续缩减，市场仍处于下行调整周期，抑制钛白粉需求增长；2026 年二季度及以后，在海外备货效应减速、印度前期采购需求消退等影响下，钛白粉出口增速将有所回落，全年出口情况仍受贸易政策影响存在不确定性。

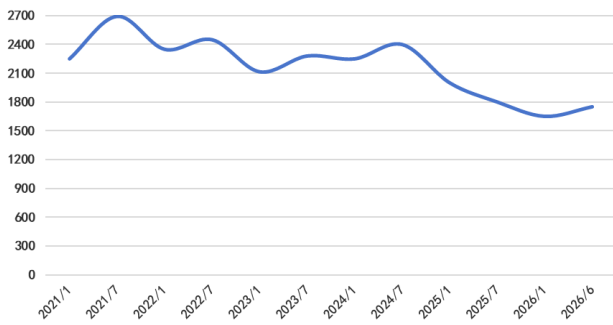
近年来下游需求放缓，钛精矿价格总体趋势向下；硫酸价格波动性强，2025 年以来，硫酸价格受国际地缘冲突和供给扰动等因素影响明显上升，对国内厂商造成一定成本压力的同时，也将一定程度上推高钛白粉价格。

国内钛白粉生产以硫酸法为主，上游原材料以钛精矿和硫酸为主。钛精矿的市场价格主要与大宗矿产价格挂钩，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 2025 年的行情发展来看，钛精矿价格呈震荡下行趋势，主要系下游需求疲软、供应宽松等因素所致，价格中枢较 2024 年有所下移。硫酸为钛白粉生产的另一重要原材料，受地缘冲突带来的供应扰动、需求爆发增长导

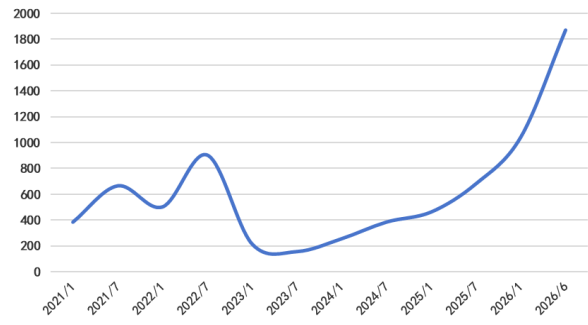
致的供需失衡以及进口成本及能源价格波动推高生产成本等多重因素共振影响，近年来硫酸价格持续大幅上涨，2025 年均价同比上涨 105%。受此影响，部分钛白粉企业单位成本明显上涨。由于中东冲突扰动，截至 2026 年 5 月末，硫酸价格较年初增长约两倍，给钛白粉企业造成一定成本压力。

近年来，钛白粉市场价格在供需因素作用下波动降低，呈现出“下行需求主导，原料库存周期波动”的特征。2021 年，房地产涂料市场在后疫情时代全球经济复苏的刺激下，需求迸发，同时钛精矿、硫酸价格上涨，共同推动钛白粉价格飙升至历史高位。2022~2025 年，在疫情反复、宏观经济下行、房地产市场低迷等因素作用下，钛白粉需求端收缩，多家厂商陆续释放产能扩大市场供给，造成钛白粉市场价格中枢总体下行的态势，2025 年末钛白粉价格较 2021 年高位下跌约 1/3；但是每年年初往往受库存下滑、原料端成本增加影响，钛白粉价格出现季节性上扬，表现为小幅波动。2026 年上半年，受中东冲突影响，硫酸、硫磺等原料价格大幅上行，龙佰集团、金浦钛业等厂商多次上调钛白粉市场价格，推动钛白粉价格显著抬升，2026 年 5 月末较年初增长约 27%。预计未来 1~2 年，地缘风险推动原料价格上涨成为钛白粉市场价格坚挺的重要因素。

图表 7 近年来钛精矿市场价格（单位：元/吨）



图表 8 近年来硫酸（98%）市场价格（单位：元/吨）



资料来源：公开资料，普策整理

注：采集 1 月和 7 月首个工作日数据代表当月价格。  
资料来源：Wind，普策整理

国内钛白粉市场呈现以龙佰集团为主的“一超多强”竞争格局，行业集中度不断提升；其产品以硫酸法生产为主，氯化法产能主要集中在国际钛白粉生产巨头。近年来国内厂商增加氯化法产线，并改良硫酸法，提升全球钛白粉市场份额的同时，向高端市场拓展。

国内钛白粉市场呈现出“一超多强”的竞争格局，行业集中度持续提升。龙佰集团作为全球最大的钛白粉生产商，2025 年末设计产能达到 151 万吨/年，约占国内总体产能的 26.48%；国内第二大厂商钛能化学 2025 年末设计产能达到 70 万吨/年，约占国内总体产能的 12.28%；钒钛股份、山东鲁北化工股份有限公司（简称“鲁北化工”）、福建坤彩材料科技股份有限公司（简称“坤彩科技”）、惠云钛业、金浦钛业、安纳达产能在 8 万吨/年以上。上述八家钛白粉厂商合计产能达到 342.50 万吨，占比为 60.09%，行业集中度较高且持续提升。国际市场方面，龙头厂商有科慕（Chemours）、特诺（Tronox）、康诺斯（Kronos）、泛能拓（Huntsman）等，主要分布在北美、欧洲、日本和韩国等地；其中科慕产能最大，约为 110 万吨/年。

钛白粉生产以氯化法和硫酸法为主，全球产量占比分别约为 42%和 58%。氯化法原料要求高、成本费用高、环保排放低、产品质量高、产品价格高，主要面向高端市场，产能主要集中在国际企业，如科慕产

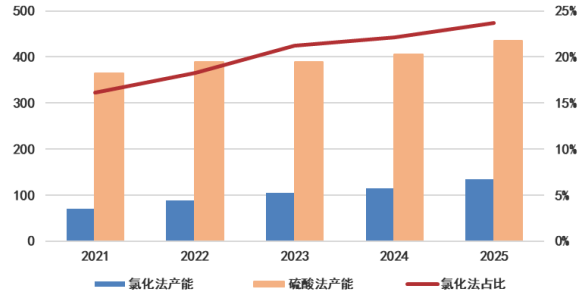
能均为氯化法，国内氯化法钛白粉在全球占比仅为 15%；硫酸法与氯化法整体相反，因成本要求和原料价格偏低，国内厂商多以硫酸法生产钛白粉，产品以中低端市场为主。近年来，国内厂商通过布局氯化法产线以及改良硫酸法，逐步实现赶超。其中，氯化法产能 2025 年末约 135 万吨/年，占国内总产能约 23.70%，近年来持续提升。

图表 9 2025 年末国内钛白粉市场产能格局（单位：万吨）



注：安纳达和坤彩科技采用历史值。  
资料来源：各公司年报，普策整理

图表 10 近年来钛白粉国内生产结构情况（单位：万吨/年）



资料来源：各公司年报，普策整理

## 业务状况

普策认为，惠云钛业的钛白粉产品品质和品牌效应良好，产能在国内钛白粉企业中处于中等偏上水平，但面临成本上升、竞争加剧等因素影响，2024 年以来盈利空间受到挤压；2026 年一季度，公司出口增加，叠加钛白粉市场价格回升，以及公司废酸回收项目投产，预计 2026 年盈利能力将得到好转。

## 主要业务

公司以金红石型钛白粉销售为主，近年来产能及产销量均保持增长，营收规模持续扩大；但受市场竞争加剧和原料成本上升影响，主营业务毛利率连续下滑。

图表 11 2023~2025 年及 2026 年 1~3 月公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年			2024 年			2025 年			2026 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
金红石型钛白粉	14.03	84.93	8.52	14.88	89.65	7.66	15.20	87.53	5.62	4.16	84.91	8.95
锐钛型钛白粉	0.52	3.13	0.30	0.43	2.60	4.62	0.23	1.31	2.68	0.05	1.02	-0.11
硫酸	0.13	0.79	-25.23	0.12	0.74	-25.25	0.05	0.27	10.43	0.03	0.63	40.73
其他产品	1.84	11.15	19.17	1.17	7.02	12.97	1.89	10.89	8.03	0.66	13.44	8.35
合计	16.52	100.00	9.19	16.60	100.00	7.71	17.37	100.00	5.86	4.90	100.00	8.97

资料来源：公司提供，普策整理

公司自成立以来主要从事钛白粉研发、生产和销售，收入和利润来源主要是金红石型钛白粉，硫酸主要为内部自用，多额外售，整体产品结构稳定；其他产品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，为公司盈利带来一定补充。凭借专用塑料级钛白粉较强的市场竞争力，2023 年以来，公司营业收入随产能释放稳定增长；但是受市场竞争加剧影响，公司金红石型钛白粉销售均价在

2025 年下滑 13.52%，加之原料端硫酸成本在 2024~2025 年持续上升，综合毛利率连续下降至 5.86%。2026 年一季度，受出口好转影响，公司营收较去年同期小幅增长 1.62%；但由于硫酸成本上涨，毛利率较去年同期下降 1.07 个百分点。

**公司是国内主要钛白粉生产企业之一，随着技改和新建项目投产，生产规模和运营能力持续增强，产能利用水平保持在高位。**

公司金红石型钛白粉生产能力位居国内前列，多年来处于满负荷运营状况。近年来，公司通过募投项目建设增加产线，并持续对现有产线更新改造以扩大产能、降低成本。2025 年 4 月，公司募投项目“60 万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目”一期 20 万吨/年的工程项目正式投产，稀酸回用实现成本压降；2025 年 7 月，“50KT/年改 80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程”项目投产，金红石型钛白粉产线的初品<sup>2</sup>产能提升。截至 2025 年末，公司拥有设计年产能金红石型钛白粉 13 万吨、锐钛型钛白粉及金红石型钛白粉初品 3 万吨，另外还拥有原材料硫酸设计年产能 45 万吨（硫磺制酸 25 万吨和硫铁矿制酸 20 万吨）。

图表 12 2023~2025 年公司主要产品产能利用情况（单位：吨、%）

产品类别	年度	年产能	产量	产能利用率
金红石型钛白粉	2023 年	80,000.00	95,565.25	119.46
	2024 年	110,000.00	116,234.33	105.67
	2025 年	130,000.00	128,195.08	98.61
锐钛型钛白粉及 金红石型钛白粉初品	2023 年	30,000.00	30,026.68	-
	2024 年	30,000.00	28,471.18	-
	2025 年	30,000.00	28,854.13	-

注：2023~2025 年，锐钛型钛白粉生产线分别生产 26,930 吨、24,174 吨、24,213 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，计算两条生产线的产能利用率时同时计算，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，普策整理

近年来，公司生产能力得到持续提升，但与龙佰集团等龙头企业相比还有差距。截至 2025 年末，公司主要募投项目基本投产，期末在建项目主要是部分技改项目，以及研发中心、稀酸浓缩等两个剩余募投项目，总体投资进度达到 88.26%，待投资规模不大，建设资金支出压力较小。预计未来产能规模将基本保持稳定，原料成本随技改项目陆续投产将有所压降。

图表 13 截至 2025 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

指标	概算总投资	累计已投资	建设进度
循环经济技术改造项目	1.21	1.15	100.00
钛白稀酸浓缩技术改造项目	1.06	1.05	75.00
金红石型钛白粉初品公辅设施技术改造项目工程	0.90	0.85	99.00
智能制造数字化技术改造	0.75	0.43	69.00
研发中心建设项目	0.67	0.63	99.00
新型结晶技改项目	0.55	0.46	94.00
水解、煅烧晶种提质技术改造项目	0.40	0.32	92.00
<b>合计</b>	<b>5.54</b>	<b>4.89</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，普策整理

2 金红石型钛白粉初品（煅烧粗品），经过包膜等处理后加工为成品，是钛白粉行业重要中间流通需求。

公司地处硫铁矿产区云浮市，依托资源、运输等区位优势和良好的研发能力，首创完整的“硫-钛-铁-钙”循环经济产业链，是具有独特循环经济优势的区域龙头钛白粉企业，商标“白玉莹”具有良好的品牌效应，产品在塑料级市场的客户认可度较高。

公司具有区位优势。公司生产基地所在的广东省云浮市是中国重要的多金属矿化集中区之一，有“中国硫都”“中国石都”之称，是广东省三大水泥基地之一，硫铁矿储量、品位均居亚洲首位。依托区位优势，公司通过硫铁矿制酸的原料充足，同时也可以节省危化品硫酸的运输费用，为钛白粉生产提供了综合循环利用和生产的便利。此外，云浮位于广东省中西部，水陆交通发达，区域内有西江黄金水道内河枢纽港——云浮新港和广州云浮国际物流港，有利于公司产品、原材料的运输以及产品外销。

公司拥有自主研发实力，具备良好的品牌效应。2025 年，公司研发人员 141 人，占比 11.02%，研发团队较为稳定，研发投入持续增长。公司发明专利数量较快增长，截至 2025 年末，有效发明专利 18 项，实用新型专利 4 项。公司的产品商标“白玉莹”具有良好的品质和品牌效应，通过英、韩、土耳其等国认证；尤其在塑料应用领域表现突出，在部分中高端应用领域占据一定市场份额，近年获得多家企业优秀供应商的荣誉。

图表 14 2023~2025 年公司研发情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
研发人员（人）	140	152	141
研发人员数量占比（%）	11.80	12.07	11.02
研发投入（亿元）	0.50	0.51	0.53
研发投入占营收比例（%）	3.04	3.06	3.06
新增发明专利（项）	1	4	6

资料来源：公司提供，普策整理

公司形成了完整的“硫-钛-铁-钙”循环经济产业链，是具有独特循环经济优势的区域龙头钛白粉企业。公司采用清洁联产硫酸法工艺生产钛白粉，依托云浮市当地丰富的硫铁矿资源，紧密结合当地水泥、石材等支柱产业，首创并形成了完整的“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、国家高新技术企业和国家级绿色工厂等。

2023~2025 年，公司营运周转速度有所减缓，但仍保持相对良好水平。公司应收账款周转次数逐年下降，主要系部分客户账期延长所致。募投项目陆续投产后，公司的产能不断释放，2024~2025 年库存量分别同比增长 143.10%、3.09%，存货周转率有所减缓，产品滚动去化压力有所增加。但整体看，公司的营运效率指标仍表现较好，在钛白粉行业中处于中等偏上水平。

图表 15 2023~2025 年公司营运指标情况（单位：次/年）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
应收账款周转次数	20.69	19.43	17.72
存货周转次数	4.73	4.73	4.37

资料来源：公司提供，普策整理

公司原料钛精矿主要来自攀西地区，采购集中度偏高；硫铁矿主要来自云浮本地，硫磺来自两广地区，易受国际硫酸价格扰动；2025 年以来钛精矿价格下行，但硫磺及硫铁矿采购成本上升较快，面临较大的原料成本控制压力。

公司硫酸法生产钛白粉所需的主要原料为钛精矿和硫酸，营业成本中直接材料占比在 70%左右。钛精矿主要从攀西地区采购，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。公司与攀西地区的主要钛矿供应商建立了稳定的合作关系，在保证钛精矿供应的同时，也存在供应商集中度偏高的情况，2024 年前五大供应商集中度已升至 65.48%。2025 年，公司推动上游产业布局，通过收购广南县辰翔矿产开发有限责任公司，启动矿山资源开发建设，以平抑集中度过高的影响。当期公司前五大供应商集中度降至 57.82%。

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，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。

采购价格方面，2024 年，公司整体采购数量和金额保持相对稳定。其中，公司提早对硫磺锁价，采购均价表现为小幅下降，但采购规模更大的硫铁矿采购均价同比上升 20.06%。2025 年，受硫磺和硫铁矿价格上涨影响，公司的采购成本明显上升。其中，钛精矿受供给增加和下游需求低迷影响，采购成本同比下降 15.24%；硫磺、硫铁矿受地缘冲突带来的供应扰动，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上涨。

图表 16 2023~2025 年公司主要原材料采购情况（单位：万吨、亿元、元/吨）

采购原料	2023 年			2024 年			2025 年		
	数量	金额	均价	数量	金额	均价	数量	金额	均价
钛精矿	21.10	5.17	2,449.25	19.64	4.83	2,456.57	25.67	5.35	2,082.25
硫磺	3.01	0.31	1,039.00	4.50	0.43	959.78	4.45	0.82	1,845.45
硫铁矿	22.18	1.06	478.31	20.28	1.16	574.26	19.25	1.50	777.51
金红石型钛白粉初品	2.00	2.35	11,779.46	3.32	3.97	11,970.71	1.86	1.98	10,687.68
合计	48.29	8.89	-	47.74	10.39	-	51.23	9.65	-

资料来源：公司提供，普策整理

**公司下游客户关系稳定，主要产品销量保持增长，但出口额受贸易政策影响存在波动；2026 年反倾销政策松动，公司一季度出口额占比明显提升，预计 2026 年出口收入将有所增加。**

公司采取直销和经销相结合的销售模式，并以经销为主；2025 年，公司直销收入和经销收入占比分别为 33.79%和 66.21%。公司的客户主要为塑料加工企业、涂料生产企业以及贸易企业等，下游客户较为稳定，同时客户集中度近年来有所提升，2025 年前五大客户集中度为 44.81%，同比提升 1.62 个百分点。从区域看，公司以内销为主，2025 年国内销售占比达 75.25%，同比提升 7.79 个百分点。由于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、当地市场竞争加剧等情况，公司的出口业务受到一定影响，2025 年出口额为 4.30 亿元，同比小幅下滑。2026 年一季度，由于印度等反倾销政策有所松动，以及加大其他地区拓客力度等，公司出口好转，出口额占比提升至约 36%。未来 1~2 年，公司将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和南美地区的优质客户；但仍需关注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。

产销方面，在房地产市场下行，塑料等行业需求温和增长的背景下，公司扩大塑料级市场产品占比，2025 年塑料级客户占比约 58%，推动公司销量增长，尤其是金红石型钛白粉销量实现连续逆势增长。从产销率看，2024~2025 年，钛白粉价格不断走弱，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（包括生产领用及研发领用等），主要集中在锐钛型钛白粉。

图表 17 2023~2025 年公司产品产销情况（单位：吨、元/吨）

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年
金红石型钛白粉	产量	95,565.25	116,234.33	128,195.08
	总销量	102,680.95	107,922.41	127,478.85
	产销率	107.45%	92.85%	99.44%
	平均售价	13,662.34	13,789.71	11,924.90
锐钛型钛白粉及	产量	30,026.68	28,471.18	28,854.13
	总销量	31,199.40	27,510.40	26,324.90
金红石型钛白粉初品	其中：内部领用消耗量	26,930.00	24,147.00	24,213.00
	产销率	103.91%	96.63%	91.23%

资料来源：公司提供，普策整理

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 年下半年以来钛白粉价格基本呈下行态势，价格中枢不断下移；公司推动“精品战略”和“个性化定制生产”等差异化策略，K-95 等金红石型钛白粉产品市场认可度较高，2025 年产销率有所提升。2026 年上半年，中东地缘冲突直接推高硫酸等原材料价格，致使公司制酸成本上升；在成本端较强支撑下，钛白粉市场价格保持偏强运行态势。

## 盈利能力

公司综合毛利率有所下滑，加之期间费用增长以及加大资产减值计提力度，净利润持续下滑；2026 年一季度受钛白粉价格抬升影响，公司毛利率有所回升；预计全年钛白粉价格将高位运行，公司凭借硫酸制酸以及废酸回收产线投产等优势，将冲抵部分成本上扬带来的影响，盈利有望得到改善。

公司营业收入主要源于金红石型钛白粉产品，近年来受产能释放及市场拓展力度加大影响，营业收入实现连续增长；但钛白粉价格弱势下行，且制酸等相关原材料价格有所上升，产品单位成本增加，导致综合毛利率不断下降，主营业务盈利能力有所减弱。由于设立收购子公司，加强市场营销以及增加借款费用等，公司的期间费用持续增加，2025 年末增至 1.61 亿元，期间费用率升至 9.30%，对利润有所侵蚀。公司投资收益规模较小，于 2025 年收购广西德天化工循环股份有限公司（简称“德天化工”）35%的股份，以权益法核算后确认投资损益-440.80 万元。另外，2025 年，公司对固定资产进行减值测试，对“亚铁综合利用研发中试线项目”计提减值 897.98 万元；同期，公司对存货中的在产品、库存商品等计提减值 449.43 万元。

在上述因素综合作用下，公司的净利润连续下滑，并于 2025 年出现亏损，致使总资产报酬率和净资产收益率等指标同步转负，盈利能力表现不佳。2026 年一季度，公司营业收入小幅增长，受钛白粉市场价格回升影响，毛利率明显好转；剔除投资收益、减值损失影响，公司净利润回正。2026 年二季度以来，

受中东冲突影响，硫磺等制酸原料成本抬升，同时受国际市场供给收缩影响，钛白粉市场价格持续走高；此外，公司凭借硫铁矿制酸以及废酸回收产线投产等优势，将抵冲部分成本上扬带来的影响，有望实现净利回升。

图表 18 2023~2025 年及 2026 年 1~3 月公司主要盈利指标（单位：亿元、%）

指标	营业收入	毛利率	期间费用率	期间费用	其他收益	投资收益	资产减值损失	信用减值损失	利润总额	总资产报酬率	净资产收益率
2023 年	16.52	9.19	6.98	1.15	0.12	0.01	-	0.00	0.43	2.18	3.03
2024 年	16.60	7.71	8.15	1.35	0.17	-0.01	0.00	-0.01	-0.03	0.85	0.32
2025 年	17.37	5.86	9.30	1.61	0.16	-0.06	-0.18	-0.03	-0.80	-1.32	-4.70
2026 年 1~3 月	4.90	8.97	8.61	0.42	0.02	-0.05	-0.04	-0.04	-0.09	-	-

资料来源：公司提供，普策整理

## 资产状况

公司资产规模近年来随募投项目建设稳步增长；结构方面以土地、厂房和机器设备以及原材料为主，公司于 2025 年对固定资产、存货等资产集中计提减值损失，资产实际价值有所压实。

作为制造业企业，生产性资产系公司重要资产，公司资产以土地、厂房和机器设备以及原材料为主。从具体科目看，固定资产规模最大，2025 年末占公司资产总额的比例为 46.46%，以机器设备、房屋及建筑物为主，近年来资产规模持续扩大主要系在建工程陆续转固所致；2025 年，公司按照预计未来现金流量现值测算，对“亚铁综合利用研发中试线项目”计提减值准备 897.98 万元；此外，公司尚有 1.40 亿元的房屋及建筑物的房产证正在办理中。在建工程于 2025 年末同比显著减少，主要系转固所致；主要在建工程项目有募投项目钛白稀酸浓缩技术改造、金红石型钛白粉公辅设施技术改造、新型结晶技改项目等，期末账面价值分别为 0.64 亿元、0.63 亿元、0.41 亿元。存货主要包括库存商品、在产品、原材料和发出商品等，2024 年末随着产能增加，原材料备货及日常库存商品结存有所增长，2025 年末存货规模微减；由于产量增加、市场供给宽松，公司库存商品流转效率有所降低，2025 年末计提 449.43 万元的减值准备，较去年同期明显增加。

图表 19 2023~2025 年末及 2026 年 3 月末公司资产结构指标（单位：亿元）

指标	资产总计	流动资产	货币资金	应收票据	应收账款	存货	非流动资产	固定资产	在建工程	无形资产
2023 年末	26.15	10.37	3.20	2.21	0.72	2.62	15.78	8.29	5.34	1.31
2024 年末	27.85	9.63	1.78	2.32	0.80	3.85	18.22	11.00	5.47	1.27
2025 年末	31.14	11.43	2.47	2.36	0.95	3.57	19.71	14.46	2.29	1.53
2026 年 3 月末	31.34	12.39	2.84	2.24	1.70	2.94	18.95	14.16	2.35	1.53

资料来源：公司提供，普策整理

其他规模相对较大的资产是货币资金和应收票据。货币资金因融资、回款及建设支出而变动，2025 年末同比增至 2.47 亿元，其中受限额 0.11 亿元，主要系银行承兑汇票保证金和土地复垦保证金。客户使用票据支付的结算方式较多，公司因此保有一定规模的银行承兑汇票，2025 年末规模变化不大。公司应收账款规模相对较小，但近年来规模保持增长。

从受限情况看，截至 2025 年末，公司受限资产总额 1.21 亿元，主要系银行抵质押资产，占总资产

的比例为 3.89%，受限占比不高。2026 年一季度，公司资产规模较年初保持基本稳定。

图表 20 截至 2025 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

指标	货币资金	其他流动资产	其他非流动资产	固定资产	无形资产	合计
账面价值	0.11	0.20	0.20	0.56	0.14	1.21
受限原因	保证金等	开具银行承兑汇票	开具银行承兑汇票	抵押贷款	抵押贷款	-

资料来源：公司提供，普策整理

## 资本结构

公司负债以外部融资形成的债务为主，近年来随融资需求增加而保持增长，短期债务占比较高；公司权益资本受利润下滑影响有所减少，财务杠杆水平处于合理区间。预计未来 1~2 年，公司建设支出需求减少，债务规模和杠杆率将趋于稳定。

近年来，由于债务规模增加，公司负债总额不断增长，2025 年末为 18.03 亿元。公司经营性负债占比较小，其中应付账款主要系应付材料款、工程设备款以及运输费用，近年来随产销量扩大保持增长；其他应付款 2025 年增幅较大，主要系收购德天化工等形成的应付股权收购款。

随着生产规模扩大，公司近年来债务融资需求有所增加，全部债务保持增长且在负债总额中占比较大，2025 年末占负债总额的 76.10%。公司全部债务包括银行借款、应付债券、应付票据、租赁负债和一年内到期的非流动负债。从期限结构看，2025 年末，短期债务和长期债务规模分别为 5.89 亿元和 7.83 亿元，占全部债务的比例分别为 42.93%和 57.07%，较上年末变化不大，短期债务占比相对较高，期限结构有待优化。公司存续债券一只，系 2022 年发行的“惠云转债”，募集资金净额 4.78 亿元，票面利率第一至六年依次为 0.4%至 3.00%，到期按面值 115%赎回；截至 2025 年末，已累计转股 8,161 股，减少应付债券金额 77,671.33 元。考虑到公司前期募投项目已基本建成投产，投资节奏放缓，且仍有部分可转债的募投资金尚未使用，预计未来 1~2 年，公司债务规模将趋于稳定。

图表 21 2023~2025 年末及 2026 年 3 月末公司主要债务指标（单位：亿元）

指标	负债合计	流动负债	短期借款	应付账款	应付票据	一年内到期的非流动负债	非流动负债	长期借款	应付债券	全部债务	短期债务
2023 年末	12.35	7.50	3.45	1.57	0.68	0.14	4.85	0.34	4.28	8.88	4.27
2024 年末	14.38	8.18	4.01	2.01	-	0.41	6.20	1.47	4.54	10.44	4.42
2025 年末	18.03	10.07	4.85	2.40	0.45	0.59	7.96	3.01	4.80	13.72	5.89
2026 年 3 月末	18.29	10.05	4.16	2.45	0.86	0.63	8.24	3.25	4.86	13.77	5.65

资料来源：公司提供，普策整理

近年来，公司所有者权益因未分配利润减少而小幅下滑，2025 年同比减少 2.71%至 13.10 亿元。结构方面，主要由股本、资本公积和未分配利润构成。2023~2024 年，公司分红金额分别为 1,195.28 万元和 397.37 万元，2025 年末未分红。

财务杠杆率方面，公司因负债规模增长，资产负债率和全部债务资本化比率均不断上升，2025 年末分别为 57.91%和 51.15%，尚处于相对合理水平。

图表 22 2023~2025 年末及 2026 年 3 月末公司资本结构指标 (单位: 亿元、%)

指标	资产总计	负债合计	全部债务	所有者权益	股本	其他权益工具	资本公积	未分配利润	资产负债率	全部债务资本化比率
2023 年末	26.15	12.35	8.88	13.79	4.00	0.66	3.81	4.70	47.24	39.16
2024 年末	27.85	14.38	10.44	13.47	4.00	0.66	3.83	4.62	51.64	43.67
2025 年末	31.14	18.03	13.72	13.10	4.00	0.66	3.83	3.95	57.91	51.15
2026 年 3 月末	31.34	18.29	13.77	13.05	4.00	0.66	3.84	3.87	58.37	51.36

资料来源: 公司提供, 普策整理

## 现金流状况

依托较强的经营获现能力, 公司经营活动现金流持续正流入, 投资流出受募投项目建设影响保持较大规模, 公司通过筹资弥补支出需求。预计未来 1~2 年, 公司投资及筹资需求有所减小, 经营活动现金流受到市场扰动出现一定波动。

公司销售回款情况有所好转, 2025 年现金收入比率提升至 81.00%。公司凭借自身较强的运营效率, 产销量持续增长, 经营活动净现金流一直保持净流入; 2024 年由于加大采购力度, 原材料采购现金支出增加, 当期经营活动净现金流明显下滑, 2025 年基本得到恢复。由于 2023 年以来募投项目持续建设投入, 公司投资活动现金流出规模较大, 投资活动净现金流均为大额净流出; 为弥补资金需求, 公司不断加大融资规模, 筹资活动净流入规模增长较快。2026 年一季度, 受钛白粉价格提振影响, 公司收入及回款均好转, 现金流状况进一步改善。预计未来 1~2 年, 公司的投资支出需求随项目陆续竣工而减少, 对筹资活动的依赖度将有所减弱, 经营活动受钛白粉市场价格及需求扰动, 存在波动可能。

图表 23 2023~2025 年及 2026 年 1~3 月公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

指标	2023	2024	2025	2026.3
经营活动现金流入小计	12.56	13.13	14.37	4.29
销售商品、提供劳务收到的现金	12.32	12.58	14.07	4.20
现金收入比率	74.59	75.77	81.00	85.70
经营活动现金流出小计	10.92	12.93	13.04	2.98
购买商品、接受劳务支付的现金	9.27	11.31	11.35	2.39
投资活动现金流入小计	0.93	0.96	2.03	0.50
投资活动现金流出小计	6.63	3.44	6.12	0.96
筹资活动现金流入小计	4.24	5.73	7.86	1.15
筹资活动现金流出小计	3.43	4.36	5.16	1.56
现金及现金等价物净增加额	-3.25	-0.88	-0.04	0.42

资料来源: 公司提供, 普策整理

## 偿债能力

我们认为, 公司综合运营能力较好, 尽管随着债务增长和盈利减弱, 长期债务保障指标有所下滑, 但仍具备较强韧性; 公司短期债务占比偏大, 面临一定的集中偿付压力; 预计未来 1~2 年, 公司项目建设等资金支出需求较小, 债务融资需求减弱, 考虑到公司融资渠道畅通, 整体看债务偿付压力较小。

惠云钛业作为国内主要钛白粉生产企业之一, 整体运营能力较强, 近年来在不利环境下营收规模仍

不断扩大，对公司债务偿还形成基本保障。2023 年以来，公司推动募投项目建设，固定资产和在建工程规模扩大，资金消耗增加，流动比率随之下降，现金短债比有所下滑；2025 年以来，公司销售回款增加，现金短债比小幅回升至 0.42 倍，短期债务保障指标逐渐趋稳。由于盈利状况弱化，公司 EBITDA 下滑，致使 EBITDA 相关债务保障指标逐渐弱化，长期债务保障能力受到一定影响。未来 1~2 年，预计公司收入和现金流来源相对稳定，项目建设等资金支出需求较小，债务融资需求减弱，现金短债比及 EBITDA 对债务的保障能力将稳中趋升。

另外，公司与当地主要金融机构建立了良好的信贷合作关系，截至 2025 年末合并口径银行授信总额为 13.88 亿元，尚未使用授信额度 5.30 亿元。公司于 2022 年发行可转债，用于募投项目建设和补充流动资金，资本市场融资渠道畅通，有利于公司债务的偿付保障。

图表 24 2023~2025 年末及 2026 年 3 月末公司主要债务保障指标（单位：亿元、倍）

指标	流动比率	速动比率	货币资金	现金短债比	EBITDA	全部债务/EBITDA	EBITDA 利息保障倍数	经营性净现金流利息保障倍数	经营性现金债务保障
2023 年末	1.38	1.03	3.20	0.75	1.27	6.98	3.83	4.96	1.94
2024 年末	1.18	0.71	1.78	0.40	1.16	9.01	2.67	0.46	0.58
2025 年末	1.13	0.78	2.47	0.42	0.69	20.03	1.34	2.60	0.62
2026 年 3 月末	1.23	0.94	2.84	0.50	-	-	-	-	-

资料来源：公司提供，普策整理

## 调整项

我们认为根据财务信息质量、内部管理、发展战略、ESG 评价、信用记录等方面的表现，不需要对公司偿债能力进行定性调整。

财务信息质量方面，公司 2023 年财务数据由大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2024~2025 年财务数据由北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。经公开信息查询，两家会计师事务所均是在财政部、中国证监会备案的开展证券服务业务的会计师事务所。公司 2026 年一季度财务数据未经审计。

内部管理及发展战略方面，公司制定了涵盖公司治理、运营管理、风险管理等多方面的制度规范，具体包括募集资金使用、关联交易、对外投资、对外担保、子公司管理等，能够保障公司经营有序运行。2025 年，公司秉持“精益求精”的战略导向，贯彻实施“精品战略”和“个性化定制生产”等差异化策略，持续优化产品质量，在市场竞争激烈的形势下，实现了钛白粉产销量的连续增长。未来，公司将继续围绕扩产、提质、降本、安全、环保开展技术攻关，加强采购供应链管理，优化采购流程，通过集中采购、招标采购等方式降低采购成本，缓解市场价格波动对公司成本的压力。

ESG 方面，公司生产采用清洁联产硫酸法工艺，是一家具有独特循环经济优势的区域龙头钛白粉企业。公司依托云浮市丰富的硫铁矿资源，与云浮水泥、石材等支柱产业紧密结合，在国内首创并形成了完整的“硫-钛-铁-钙”循环经济产业链。生产过程中产生的硫酸亚铁等副产物，用于净水剂、新能源材料等高附加值产品；酸性废水经中和处理生成钛石膏，实现资源化利用与以废治废，有效减少固废堆存与环境排放，提高了经济效益和环境效益，是我国“硫酸法钛白粉清洁生产和循环经济产业链示范基地”。2025

年 5 月，公司通过广东省循环经济和资源综合利用协会的审核评定，获评“企业信用评价 AAA 级信用企业”。2025 年 10 月，公司获批广东省首笔“循环金融+ESG 挂钩贷款”，以支持公司“硫-钛-铁-钙”循环经济产业链升级，助力云浮“无废城市”建设。2025 年 10 月，公司获评 2025 年广东省“绿色工厂”。2026 年 3 月，公司获评 2025 年度“国家级绿色工厂”。公司不存在因环保、安全管理问题而受到行政处罚或影响生产经营的情况。公司股权结构稳定，建立了董事会、经理层及经营管理机构和子公司各司其职的现代企业治理结构。

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 2026 年 3 月 26 日，公司在各银行未结清贷款中均为正常类贷款，无关注类和不良类贷款；截至本报告出具日，公司在债券公开市场发行的债务融资工具均无逾期或违约记录；普策未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家市场监督管理总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台中存在不良记录。

## 外部支持

惠云钛业作为广东省上市公司、国家高新技术企业以及循环经济示范单位，获得云浮市政府在税收优惠、补贴等方面的支持。2024 年 11 月，公司被继续认定为国家高新技术企业，享受连续三年（2024~2027 年）的高新技术企业所得税相关优惠政策，即按 15% 的税率缴纳企业所得税。2023~2025 年，公司获得进项税加计抵减分别为 838.03 万元、686.90 万元、832.30 万元。另外，2023~2025 年，公司获得生态文明建设专项、中小企业提质增效转型升级、设备更新、用电用气成本补贴等政府补贴总计分别为 389.24 万元、1,027.06 万元、732.57 万元，对公司利润形成一定补充。

## 评级结论

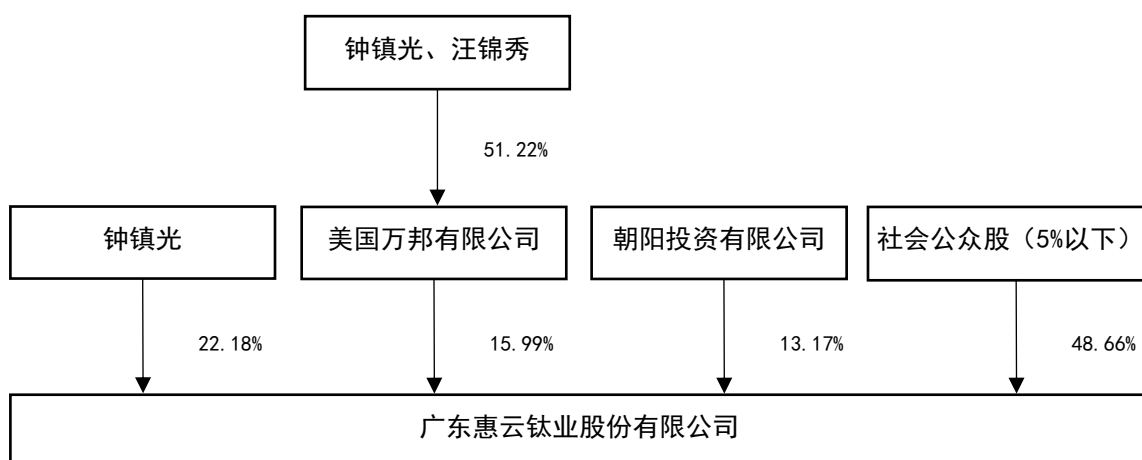
基于上述因素的综合分析评估，普策本次评级评定，惠云钛业的主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定。

## 评级模型

根据《一般工商企业主体通用信用评级方法及模型（2024）》（版本号：PJFFMX-GSTY-202405），广东惠云钛业股份有限公司在综合类企业评级模型中各项定量和定性指标的评分及最终信用等级结果见如下图表。

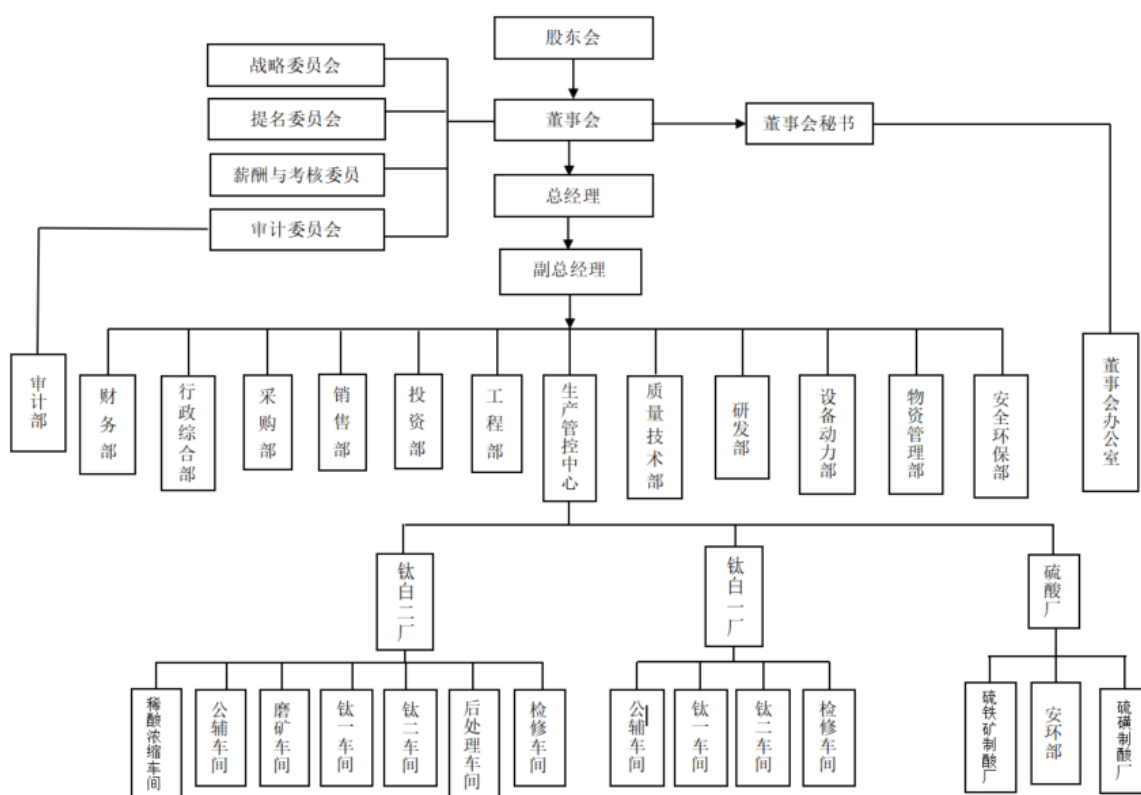
一级指标	得分	二级指标	得分	三级指标	得分
业务状况	4.52	业务规模	6.01	营业收入	3.70
				市场地位	7.00
		业务多样性	6.50	业务或产品种类	5.00
				客户或区域集中度	8.00
		核心竞争力	7.00	业务资质或产品优势	7.00
				装备技术及研发实力	7.00
		盈利能力	0.98	毛利率	2.41
				总资产报酬率	0.64
				净资产收益率	0.00
		业务保障	0.80	上游原材料获取	0.80
业务发展	1.00	中远期业务发展态势	1.00		
资产状况	1.57	资产规模	1.57	-	
		资产实际价值	1.00		
债务状况	1.00	实际债务	1.00		
偿债指标	-	到期债务保障	3.70	全部现金债务保障	2.05
				经营性现金债务保障	3.60
				经营性现金流入债务保障	4.78
		EBITDA 债务保障	4.65	全部债务/EBITDA	5.17
				EBITDA 利息保障倍数	3.42
		外部融资能力	7.97	资产负债率	4.66
				全部债务资本化比率	4.73
				融资成本	9.50
		融资环境	1.00		
偿债能力得分					5.52
偿债能力调整					-
偿债意愿调整					-
自身信用等级					aa-
外部支持调整					-
主体信用等级					AA-

## 附件一（1）：截至 2026 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供，普策整理

## 附件一（2）：截至 2026 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供，普策整理

## 附件二：公司合并口径主要财务数据和指标

财务数据（单位：亿元）	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
资产总计	26.15	27.85	31.14	31.34
货币资金	3.20	1.78	2.47	2.84
应收票据	2.21	2.32	2.36	2.24
存货	2.62	3.85	3.57	2.94
固定资产	8.29	11.00	14.46	14.16
在建工程	5.34	5.47	2.29	2.35
无形资产	1.31	1.27	1.53	1.53
负债合计	12.35	14.38	18.03	18.29
短期借款	3.45	4.01	4.85	4.16
应付账款	1.57	2.01	2.40	2.45
其他流动负债	1.31	1.28	1.12	1.34
长期借款	0.34	1.47	3.01	3.25
应付债券	4.28	4.54	4.80	4.86
所有者权益合计	13.79	13.47	13.10	13.05
股本	4.00	4.00	4.00	4.00
资本公积金	3.81	3.83	3.83	3.84
未分配利润	4.70	4.62	3.95	3.87
营业收入	16.52	16.60	17.37	4.90
期间费用	1.15	1.35	1.61	0.42
资产减值损失	-	0.00	-0.18	-0.04
净利润	0.41	0.04	-0.62	-0.07
现金及现金等价物净增加额	-3.25	-0.88	-0.04	0.42
财务指标（亿元、%、倍、次/年）	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
全部债务	8.88	10.44	13.72	13.77
短期债务	4.27	4.42	5.89	5.65
长期债务	4.61	6.02	7.83	8.13
存货周转速度	4.73	4.73	4.37	-
应收账款周转速度	20.69	19.43	17.72	-
毛利率	9.19	7.71	5.86	8.97
期间费用率	6.98	8.15	9.30	8.61
净资产收益率	3.03	0.32	-4.70	-
资产负债率	47.24	51.64	57.91	58.37
全部债务/EBITDA	6.98	9.01	20.03	-
EBITDA 利息保障倍数	3.83	2.67	1.34	-
经营性净现金流利息保障倍数	4.96	0.46	2.60	-
现金短债比	0.75	0.40	0.42	0.50
流动比率	1.38	1.18	1.13	1.23
速动比率	1.03	0.71	0.78	0.94
现金收入比率	74.59	75.77	81.00	85.70

资料来源：公司提供，普策整理

## 附件三：主要财务和经营指标计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 衍生金融负债 + 应付票据 + 应付利息 + 一年内到期的非流动负债 + 应付短期债券 + 短期债务调整项
	长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款合计 + 租赁负债 + 长期债务调整项
	全部债务 = 长期债务 + 短期债务
	资产负债率 = 负债总额 / 资产总额 × 100%
	全部债务资本化比率 = 全部债务 / (全部债务 + 所有者权益合计) × 100%
经营效率	存货周转率 = 营业成本 / [(期初存货 + 期末存货) / 2]
	应收账款周转率 = 营业成本 / [(期初应收账款 + 期末应收账款) / 2]
	综合毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 100%
盈利能力	净资产收益率 = 净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
	总资产报酬率 = EBIT / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
	期间费用 = 销售费用 + 管理费用 + 财务费用 + 研发费用
	期间费用率 = 期间费用 / 营业收入 × 100%
	EBIT (息税前利润) = 利润总额 + 利息费用
EBITDA (息税折旧摊销前利润) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 + EBITDA 调整项	
偿债能力	利息支出 = 费用化利息支出 + 资本化利息支出
	流动比率 = 流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率 = (流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
	现金比率 = (货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据) / 流动负债合计
	现金短债比 = 货币资金 / 短期债务
	全部现金债务保障 = (期初现金及现金等价物余额 + 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额) / 期初短期债务
	经营性现金债务保障 = (期初现金及现金等价物余额 + 经营活动产生的现金流量净额) / 期初短期债务
	经营性现金流入债务保障 = (期初现金及现金等价物余额 + 经营活动产生的现金流入) / 期初短期债务
	EBITDA 利息保障倍数 = EBITDA / 利息支出
	现金短债比 = 货币资金 / 短期债务
现金收入比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%	

## 附件四：信用等级的符号及定义

主体信用等级	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。

中长期债项信用等级	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。

短期债项信用等级	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每个信用等级均不进行微调。