

信用评级公告

联合〔2021〕5005号

联合资信评估股份有限公司通过对山西永东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，确定维持山西永东化工股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，并维持“永东转债”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：高

二〇二一年六月二十八日

山西永东化工股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山西永东化工股份有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
永东转债	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	债券期限
永东转债	3.40 亿元	3.37 亿元	6 年

转股期:自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

最新转股价格: 12.52 元/股

担保方式: 刘东良、靳彩虹夫妇将其拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保,并提供连带保证担保

评级时间: 2021年6月28日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
化工企业信用评级方法	V3.0.201907
化工企业主体信用评级模型	V3.0.201907

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

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁺	评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
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
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	5
		资本结构	3	
偿债能力	2			
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对山西永东化工股份有限公司(以下简称“公司”或“永东股份”)的评级反映了公司作为国内领先的炭黑生产企业之一,在生产规模、循环经济经营模式和生产技术等方面具备优势。公司致力于煤焦油深加工产品产业链的延伸,竞争力有望提升;公司债务负担轻且盈利能力在炭黑行业内处于较高水平。同时,联合资信也关注到炭黑行业产能结构性过剩依然严重、安全环保风险、焦炉煤气采购不足、原材料及产品价格波动、应收账款占用资金及间接融资渠道有待拓宽等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

“永东转债”设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素,预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能,公司偿债压力将得以减轻。

刘东良、靳彩虹夫妇为本次债券提供连带保证责任担保,同时,将其拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保,跟踪期内,受股价波动影响,上述股票质押担保比例小幅下降,但仍对本次债券的还本付息有一定积极作用。

未来,随着在建项目投产,公司产业链将进一步完善,抗周期能力有望提升。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,维持“永东转债”的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

优势

1. 经营优势明显,行业地位领先。公司作为国内领先炭黑生产企业之一,跟踪期内,在生产规模、循环经济经营模式和生产技术等方面保持领先优势。公司在建项目为煤焦油深加工产品产业链的延伸,项目建成投产后,公司产业链将进一步完善,抗周期能力有望提升。
2. 盈利能力相对较强。跟踪期内,公司炭黑产品产能利用率和产销率均保持很高水平,整体盈利能力仍处于同行业较高水平。
3. 公司债务负担轻。截至 2021 年 3 月底,公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为 22.87%和 16.52%。

分析师：任贵永 刘莉婕
 邮箱：lianhe@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）
 网址：www.lhratings.com

关注

- 原材料及产品价格波动大，焦炉煤气采购量不足。**煤焦油及炭黑行业产能过剩问题严重，价格波动大。跟踪期内，公司焦炉煤气采购对上游供应商的依赖程度很高，且现有焦炉煤气供应不足以满足公司的采购需求，燃料缺口由天然气补足，成本压力增大。
- 应收账款占用资金。**截至2020年底，公司应收账款账面价值为4.66亿元，占资产总额的18.35%，应收账款规模较大，对资金形成一定占用。
- 公司间接融资渠道有待拓宽。**截至2021年3月底，公司剩余可用授信额度1.20元。
- 安全环保风险。**随着国家安全环保监督检查力度逐步增强，公司面临一定的安全环保风险和资金投入压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产（亿元）	3.81	4.59	4.63	4.11
资产总额（亿元）	19.94	23.88	25.40	26.78
所有者权益（亿元）	14.73	17.93	19.35	20.66
短期债务（亿元）	0.78	1.52	1.31	1.04
长期债务（亿元）	2.70	2.86	3.01	3.05
全部债务（亿元）	3.48	4.38	4.33	4.09
营业收入（亿元）	25.87	28.56	23.91	8.39
利润总额（亿元）	3.15	0.95	1.76	1.54
EBITDA（亿元）	3.64	1.70	2.51	--
经营性净现金流（亿元）	2.07	-0.36	1.59	0.24
营业利润率（%）	20.96	13.07	11.62	23.45
净资产收益率（%）	18.87	5.08	8.18	--
资产负债率（%）	26.15	24.91	23.84	22.87
全部债务资本化比率	19.10	19.61	18.29	16.52
流动比率（%）	442.25	486.19	526.57	565.75
经营现金流动负债比（%）	87.04	-12.31	55.14	--
现金短期债务比（倍）	4.91	3.03	3.52	3.97
EBITDA 利息倍数（倍）	16.43	7.03	11.42	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.95	2.58	1.72	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额（亿元）	19.94	23.89	25.41	26.79
所有者权益（亿元）	14.73	17.94	19.35	20.66
全部债务（亿元）	3.48	4.38	4.33	4.09
营业收入（亿元）	25.87	28.56	23.91	8.39
利润总额（亿元）	3.15	0.95	1.76	1.54
资产负债率（%）	26.15	24.90	23.84	22.87
全部债务资本化比率（%）	19.10	19.61	18.28	16.52
流动比率（%）	442.03	486.01	526.39	565.57

经营现金流流动负债比 (%)	87.19	-12.31	55.14	--
----------------	-------	--------	-------	----

注：1. 2021年1-3月数据未经审计，相关指标未年化；2. 现金类资产含应收款项融资

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

主体评级历史：

债项简称	债券级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
永东转债	AA-	AA-	稳定	2020/6/19	任贵永 樊思	化工行业企业信用评级方法	阅读全文
永东转债	AA-	A+	稳定	2016/7/28	周魁 杨世龙	工商企业主体评级方法/--	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

声 明

一、本报告引用的资料主要由山西永东化工股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司



山西永东化工股份有限公司

可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

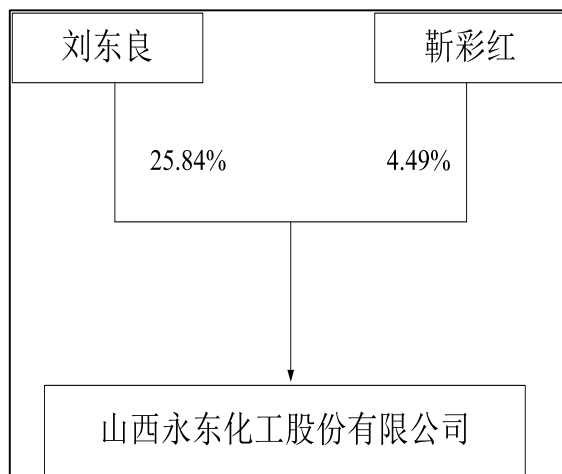
一、跟踪评级原因

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”）关于山西永东化工股份有限公司（以下简称“公司”或“永东股份”）及其相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

永东股份是由原山西永东化工有限公司整体变更设立，2009年6月，公司取得企业法人营业执照，注册资本6100.00万元。2010年11月，公司进行了增资扩股，注册资本增至7400.00万元。2015年5月，公司发行的人民币普通股（A股）股票2470.00万股在深圳证券交易所上市交易，股票简称“永东股份”，股票代码“002753.SZ”。后经多次增资扩股，截至2021年3月底，公司总股本37543.85万股，控股股东及实际控制人刘东良先生、靳彩红女士及其一致行动人持有公司53.94%股份，所持有公司股份累计被质押共计98202774股（占其所持股份的48.50%，占公司总股本的26.16%）。

图1 截至2021年3月底公司股权关系情况



资料来源：公司提供

公司作为炭黑行业领先生产企业之一，在生产规模、循环经济经营模式和生产技术等方面仍具备优势。跟踪期内，公司经营范围和组织结构未发生变化；截至2021年3月底，公司下设全资子公司1家。

截至2020年底，公司合并资产总额25.40亿元，所有者权益19.35亿元（无少数股东权益）；2020年，公司实现营业收入23.91亿元，利润总额1.76亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额26.78亿元，所有者权益20.66亿元（无少数股东权益）；2021年1—3月，公司实现营业收入8.39亿元，利润总额1.54亿元。

公司注册地址：山西省运城市稷山县西社镇高渠村；法定代表人：刘东杰。

三、债券发行及募集资金使用

经中国证监会“证监许可〔2017〕393号”文核准，公司于2017年4月17日发行了“2017年山西永东化工股份有限公司可转换公司债券”（以下简称“本次债券”），债券发行规模为3.40亿元，于2017年5月12日在深交所挂牌交易（债券简称“永东转债”，债券代码“128014.SZ”）。本次债券发行期限为6年，票面利率第一年为0.5%，第二年为0.7%，第三年为1.0%，第四年为1.5%，第五年为1.8%，第六年为2%。本次债券转股期自发行结束之日起满6个月后的第1个交易日起至到期日止（即2017年10月23日至2023年4月16日），初始转股价格为30.77元/股。本次债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给

公司。2017年6月7日，由于2016年度权益分派，公司发布公告调整“永东转债”转股价格为20.46元/股。2018年5月31日，由于2017年度权益分派，公司发布公告调整“永东转债”转股价格为13.53元/股。2019年6月10日，由于2018年度权益分派，公司发布公告调整“永东转债”转股价格为13.28元/股。公司非公开发行新增股份于2019年11月4日在深圳证券交易所上市；根据规定，“永东转债”的转股价格于2019年11月4日起由原来的13.28元/股调整为12.64元/股；2020年6月16日，公司发布公告称，公司于2020年6月22日（股权登记日）实施2019年度权益分派方案，“永东转债”的转股价格于2020年6月23日起由调整前的12.64元/股调整为12.60元/股；2021年5月26日，公司发布公告称，公司于2021年6月1日（股权登记日）实施2020年度权益分派方案，“永东转债”的转股价格于2021年6月2日起由调整前的12.60元/股调整为12.52元/股。截至2021年3月底，“永东转债”因转股累计减少2985500.00元，累计转股数量为219802.00股，剩余可转换公司债券面值337014500.00元。

刘东良、靳彩红夫妇将其拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，且初始质押担保比例不低于200%，刘东良、靳彩红为本次债券提供连带保证责任。截至2021年3月底，刘东良持股97031250股，质押62265326股，质押比例64.17%；靳彩红持股16875000股，质押13437448股，质押比例79.63%。刘东良、靳彩红夫妇合计质押股数为75702774股。

本次债券募集资金在扣除发行费用后，全

部投资于“30万吨/年煤焦油深加工联产8万吨/年炭黑项目”或置换之前投入资金，截至2020年底，募集资金已全部按照规定用途使用完毕。

公司已于2021年4月19日支付了“永东转债”2020年4月17日至2021年4月16日期间的利息。跟踪期内，公司存续债券付息正常。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表1 2016-2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00

进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、

办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30% 和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿

元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 年中国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品体系和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居

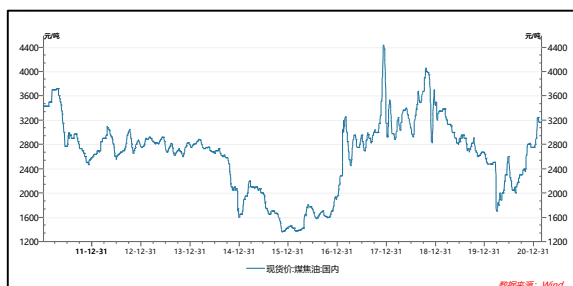
民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年中国GDP增速将达到8.50%左右。

五、行业分析

2020年，原材料价格大幅波动，受疫情影响，加之行业产能结构性过剩较为严重，全年开工率和下游需求均表现疲软。炭黑产品价格大幅波动，产品盈利能力略有提升。

上游原材料方面，炭黑生产所需的原材料主要为煤焦油和蒽油，其中，蒽油为生产高品质炭黑所需要的优质原材料，同时，也是煤焦油进一步加工之后的产品。受下游需求不足的影响，2019年以来，煤焦油价格处于下行通道。受疫情影响，2020年初，煤焦油价格下行，4月以来，价格触底反弹。

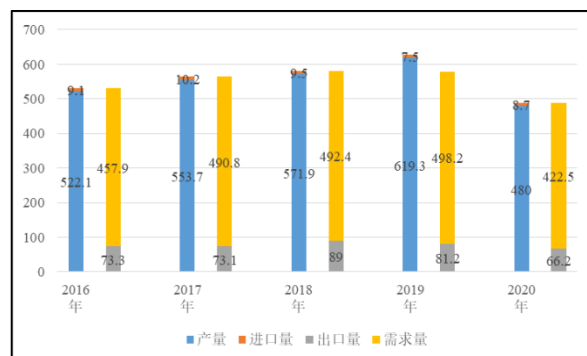
图2 2011年以来国内煤焦油价格波动情况



资料来源：Wind

2020年，国内炭黑行业开工率在60%左右，炭黑产能在800万吨左右，全年炭黑产量480万吨，较去年下降25%，主要系新冠疫情期间开工不足、原料紧张、需求下降等因素影响。根据中国橡胶网数据，三年内仍将有111万吨新增产能，加上目前产能预计2022年至少在900万吨以上，行业预计短期内仍将处于供过于求状态。

图3 2016-2020年中国炭黑行业供需平衡情况

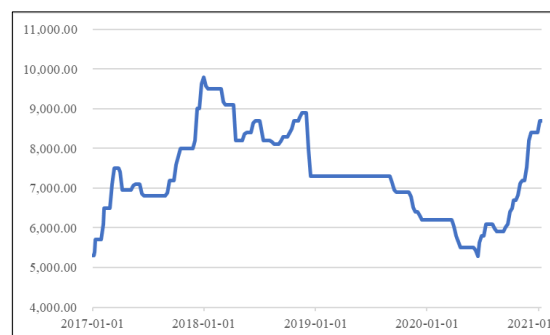


资料来源：公开信息，联合资信整理

下游需求方面，炭黑是橡胶工业中仅次于生胶的第二原材料，全球炭黑约有70%用于轮胎的制造，20%用在其他橡胶，其余不到10%则用于塑料添加剂、染料、印刷油墨等工业。汽车方面，自2018年以来中国汽车产量开始下滑，2020年中国汽车产量为2522.5万辆，较2019年少了30.3万辆，同比减少1.19%。受此影响，轮胎企业开工均出现下滑，终端需求偏弱。

价格方面，2019年以来，受下游开工及需求减少的影响，炭黑价格呈震荡下行态势。受疫情影响，2020年初，炭黑价格进一步震荡下行，从5月下半月开始，炭黑价格便基本处于上涨通道。一方面，受淘汰落后焦化产能、节能减排等因素影响，原料煤焦油供应紧张，价格上涨，成本压力增加。另一方面，下游橡胶轮胎等制品终端需求开始好转。

图4 近年来国内炭黑价格走势（单位：元/吨）

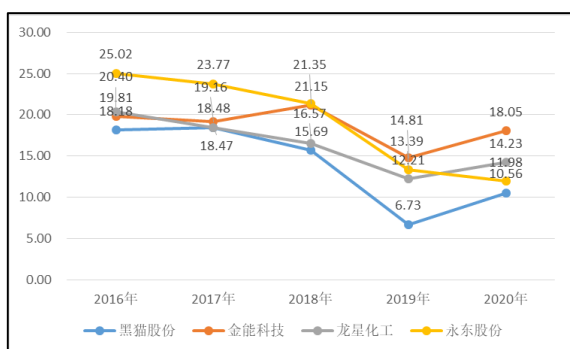


资料来源：Wind

从行业竞争格局来看，随着国家供给侧改革和环保趋严因素的持续性影响，加速了落后

产能整合和出清，炭黑市场集中度进一步提升，但现阶段行业集中度依然较低。2019年我国前五家企业总产能279万吨，占全国总产能比重仅为35%。2020年国内炭黑行业龙头江西黑猫炭黑股份有限公司产能为110万吨，占全国总产能比重不到14%。整体来看，2020年前期受到疫情影响，后期环保及去产能影响叠加，2020年炭黑产量较2019年有明显下行，产品供给不足大量消化了行业库存，产品持续攀升，带动产品盈利水平持续提升。

图5 2016-2020年主要炭黑企业毛利率对比



资料来源：Wind，联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司总股本37543.85万股，控股股东及实际控制人刘东良先生、靳彩红女士及其一致行动人持有公司53.94%股份。

2. 企业规模和竞争力

公司拥有循环经济产业链及低成本优势，随着生产能力幅升，公司在煤焦油深加工及炭黑生产行业综合竞争优势不断提升。

公司自成立以来，依托稷山县经济技术开发区的煤焦油资源优势，致力于建设完整的产业链条，通过一体化经营实现源、能源的就地转化。公司已实现了“煤焦油加工+炭黑生产+尾气发电+精细化工”的产业链条，并形成可持续循环的产业模式。公司各业务环节在工序、空间上紧密衔接，有效降低了经营成本。

公司作为高新技术企业，自设立以来一直非常重视科学技术的研究和发展，通过不断的积累与创新，公司培养和组建了一批核心技术人才队伍，为公司技术水平的不断提高奠定了基础。公司目前已通过GB/T19001-2016/ISO9001:2015、IATF16949:2016质量管理体系认证、ISO45001:2018职业健康安全管理体系认证和GB/T24001-2016/ISO14001:2015环境管理体系认证。“永东”牌炭黑产品质量稳定优质，获得行业协会颁发的“质量守信企业”和“推荐品牌”荣誉。截至2021年3月底，公司拥有32项专利，其中15项发明专利，17项实用新型转专利。

3. 人员素质

跟踪期内，公司董事会及监事会进行换届选举，主要管理人员未发生重大变动。

2021年3月17日，公司发布公告称，公司董事长刁隽桓先生因个人原因辞去公司第四届董事职务，辞职后不再担任公司任何职务。2021年4月27日，公司董事会换届选举，选举卫娜女士为公司第五届董事会非独立董事，其余董事会成员未发生变更同日，公司监事会换届选举，第五届监事会成员未发生变更。跟踪期内，公司其他主要管理人员未发生重大变动。

4. 企业信用记录

截至2021年6月2日，根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示（统一社会信用代码：91140800719861645D），公司未结清和已结清信贷记录中不存在不良和关注类信贷信息。

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，履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受疫情及下游需求不振、产品销售价格下跌及运费调整至营业成本等因素共同影响，公司收入规模及毛利率均有所下降。2021年一季度，下游市场需求回升带动公司收入及毛利率同比大幅提升。

公司主营业务包括炭黑及煤焦油加工，随着投产产能的释放，产品产量小幅增加。2020年，受疫情及下游需求不振影响，炭黑和煤焦油加工产品价格同比有所下跌，公司营业收入同比下降 16.27%至 23.91 亿元。

从收入构成来看，炭黑产品仍是公司主要的收入来源，2020年，炭黑产品收入同比下降 16.54%至 15.84 亿元，占营业收入的比重仍维持在 66%以上；煤焦油加工产品收入同比下降 16.63%至 7.97 亿元。

毛利率水平方面，2020年，公司炭黑产品毛利率同比下降3.29个百分点至12.14%，主要系产品销售价格下跌及运费调整至营业成本等因素共同影响所致；煤焦油加工产品毛利率小幅回升至10.83%，主要系毛利率较高的粗酚销量大幅增长所致。综上，2020年，公司综合毛利率为11.98%，同比下降1.41个百分点。

表 2 2018 - 2020 年以来公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
炭黑产品	18.68	72.22	25.54	18.98	66.46	15.43	15.84	66.24	12.14
煤焦油加工产品	7.18	27.75	10.38	9.56	33.47	9.20	7.97	33.34	10.83
其他	0.01	0.03	--	0.02	0.07	--	0.10	0.41	--
合计	25.87	100.00	21.35	28.56	100.00	13.39	23.91	100.00	11.98

注：1.煤焦油加工产品中包括工业萘、改质沥青、洗油、轻油、酚油和粗酚等；2.尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2021年1-3月，公司实现营业收入8.39亿元，较2020年同期大幅增长84.59%，主要系下游市场需求旺盛，炭黑产品销售量价齐升所致；综合毛利率23.79%，同比大幅提升7.41个百分点。

2. 原材料采购

跟踪期内，公司主要采购模式及结算方式较上年无重大变化。公司在煤焦油价格较低时加大采购量，减少蒽油外购量。公司焦炉煤气的采购对上游依赖性较大，燃料缺口转用价格较高的天然气，抬高了公司生产成本。

公司产品生产所需的主要原材料包括煤焦油、蒽油天然气和煤气，其中煤焦油为公司最主要的生产原材料。公司产品生产中，原材料

成本占营业成本的比重在80%以上，原材料价格波动对公司成本影响较大。跟踪期内，公司主要采购模式及结算方式较上年无重大变化。

原材料采购方面，生产炭黑产品的主要原材料为煤焦油及蒽油等，随着公司炭黑生产规模的不断扩大，2020年，公司煤焦油采购量同比增长8.12%至81.05万吨；蒽油采购量同比大幅下降61.14%至2.39万吨，主要系公司用煤焦油生产改质沥青的过程中可自产蒽油，在煤焦油价格处于低位时，公司加大煤焦油采购量，降低蒽油外购量所致。从采购均价看，2020年，受市场行情影响，公司煤焦油和蒽油采购均价均有所下滑。综上影响，2020年，公司煤焦油采购金额有所下降，蒽油采购金额大幅下降。

表 3 公司原材料及燃料采购情况

材料名称	项目	2018 年	2019 年	2020 年
煤焦油	采购金额（万元）	175523.17	204406.00	171758.09

	采购量(万吨)	59.09	74.96	81.05
	平均采购价(元/吨)	2970.41	2726.76	2119.16
葱油	采购金额(万元)	13710.57	17531.40	5469.15
	采购量(万吨)	4.67	6.15	2.39
	平均采购价(元/吨)	2938.88	2852.28	2288.35
天然气	采购金额(万元)	1568.99	3692.34	5180.87
	采购量(万立方米)	649.03	1504.20	2261.02
	平均采购价(元/立方米)	2.42	2.45	2.29
煤气	采购金额(万元)	5598.42	6683.02	6411.66
	采购量(万立方米)	12555.00	14285.23	12790.00
	平均采购价(元/立方米)	0.45	0.47	0.50

资料来源:公司提供

主要燃料采购方面,2020年,公司天然气采购量有所增长,但煤气采购量有所下降,主要系当期公司周边一焦化厂永久性停产,焦炉煤气供应不足所致。公司附近分布的焦化企业数量较少,焦炉煤气的供应不足以满足公司生产的需要,因此,公司在使用低价焦炉煤气作为燃料的同时,也会采购价格更高的天然气或燃油用于生产所需,进而增加了公司的生产成本。2020年,煤气采购均价持续小幅提升,天然气采购均价有所下滑。

原材料供应商方面,公司的煤焦油供应商主要为周边的炼焦企业,2020年,公司前五名供应商合计采购金额为3.77亿元,占年度采购总额比例为19.23%,集中度有所降低。公司炭黑生产所需的煤焦油货源广泛,不存在过度依赖的现象。公司焦炉煤气全部由山西永祥煤焦集团有限公司供应,依赖程度很大,若更换供应商,会有额外的管道建设支出以及供应稳定性等影响。

3. 产品生产

公司“煤焦油加工+炭黑生产+尾气发电+

精细化工”循环经济产业链有助于公司降低生产成本;2020年,公司主要产品产量均有所提升。

生产方面,公司炭黑产品采取“以销定产、产销结合”的生产模式,工业萘和改质沥青为“以产定销”的模式,依托“煤焦油加工+炭黑生产+尾气发电+精细化工”循环经济产业链条,具有一体化优势。跟踪期内,公司生产模式和生产工艺未发生重大变化。

跟踪期内,公司炭黑产能未发生变化,截至2020年底,公司已具有34万吨/年炭黑产品的生产能力。2020年,公司炭黑生产装置整体仍处于满负荷运行,产能利用率处于很高水平;炭黑产量稳步提升至34.04万吨。

跟踪期内,公司煤焦油经加工生产的主要产品仍为工业萘和改质沥青,其中工业萘为生产炭黑的副产品。2020年,公司工业萘产量进一步提升至8.04万吨;截至2020年底,公司改质沥青产能达20.00万吨/年;2020年,公司改质沥青产量为17.59万吨,产能利用率提升至87.96%

表4 公司产能及产量情况(单位:吨/年、吨、%)

产品	项目	2018年	2019年	2020年
炭黑产品	产能	290000.00	340000.00	340000.00
	产量	290065.21	333190.25	340374.92
	折算产量	300040.91	347874.75	353956.09
	产能利用率	103.46	102.32	104.10
煤焦油加工产品	产能	--	--	--

(工业萘)	产量	55373.00	76493.06	80439.53
	产能利用率	--	--	--
煤焦油加工产品 (改质沥青)	产能	200000.00	200000.00	200000.00
	产量	109532.08	169755.88	175911.58
	产能利用率	54.77	84.88	87.96

注：1. 由于公司生产的炭黑产品型号较多，不同型号的产品生产周期及生产过程均有一定程度的差异，为了与产能核算口径一致，上表中关于公司产量的统计数据是按照将所有硬质炭黑产品折算为 N330 炭黑品种的产量，将所有软质炭黑产品折算为 N660 炭黑品种的产量的统计方法计算得出。2. 公司 2018 年产能为折算产能，根据新产线投产时间年化折算而来

资料来源：公司提供

在资源综合利用方面，公司的炭黑生产装置实现了炭黑生产和尾气发电的联合操作与控制，既解决了尾气排空污染环境的问题，又实现了炭黑生产用电自供。安全生产方面，公司生产过程中存在高温高压等情况，易造成安全事故对公司未来生产经营造成影响。

4. 产品销售

2020年，受上游原材料价格下降及市场供需情况共同影响，公司主要产品售价均有所下降。

跟踪期内，公司销售模式及结算方式较上

年无重大变化。

从主要产品的销售情况看，2020年，炭黑产品销量同比保持稳定，产销率小幅下滑但仍保持较高水平；工业萘及改质沥青销量略有提升，产销率处于较高水平。

公司所生产的炭黑主要用作轮胎生产的原材料，销售价格随上游原材料价格和市场供需情况波动。2020年，受原材料价格下降及下游行业需求不振影响，公司炭黑产品平均售价同比下降14.13%至4707.05元/吨；改质沥青平均售价同比下降12.37%至3182.97元/吨；工业萘平均售价同比下降21.30%至2450.55元/吨。

表5 公司产品销售数量及销售价格情况（单位：吨、元/吨、%）

产品	项目	2018年	2019年	2020年
炭黑产品	销量	284920.03	339344.34	336532.34
	平均售价	6557.41	5481.54	4707.05
	产销率	98.23	101.84	98.88
煤焦油加工产品 (工业萘)	销量	53715.37	77712.66	77901.86
	平均售价	4381.20	3632.28	3182.97
	产销率	97.01	101.59	96.85
煤焦油加工产品 (改质沥青)	销量	109899.38	168557.05	170987.43
	平均售价	3557.70	3113.77	2450.55
	产销率	100.34	99.30	97.20

资料来源：公司提供

销售客户方面，公司炭黑产品的主要客户为大型的轮胎厂商，2020年，公司前五名客户合计销售额为6.86亿元，占年度销售总额比例为28.70%，较上年有所下降，公司销售集中度一般，不存在对单一客户依赖的情况。

5. 经营效率

2020年，公司经营效率指标有所下滑，但优于同行业其他上市企业。

2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为3.19次、8.40次和0.97次，同比均有所下滑，与同行业上市公司相比，公司经营效率指标均处于同行业较

高水平，公司整体经营效率较高。

表 6 2020 年同行业上市公司经营效率指标情况
(单位: 次)

公司名称	永东股份	龙星化工	黑猫股份
销售债权周转次数	3.19	4.78	4.28
存货周转次数	8.40	6.56	8.06
总资产周转次数	0.97	0.89	0.79

注: 龙星化工股份有限公司简称“龙星化工”; 江西黑猫炭黑股份有限公司简称“黑猫股份”

资料来源: Wind

6. 在建工程

公司在建项目为煤焦油深加工产品产业链的延伸，尚需投资规模较大。项目建成投产后，公司产业链将进一步完善，抗周期能力有望提升。

目前，公司在建项目为“年产4万吨煤系针状焦项目”，备案投资总额为49875.05万元，公司已于2019年11月4日通过非公开发行股票募集资金净额31167.66万元用于该项目建设。截至2021年3月底，该项目累计已投资6640.03万元，尚需投资规模较大，计划于2021年10月底投产。2020年上半年受疫情影响，且项目所需生产设备均为定制设备，相关设备设计、采购、运输及安装等受限，项目建设进度有所放缓。

7. 未来发展

公司致力于煤焦油深加工产业链的延伸，战略目标明确。

公司制定了战略发展规划，专注于煤焦油深加工产业链的不断延伸和高效利用，致力于高品质炭黑产品、煤焦油精细加工产品的研发和生产，通过“煤焦油加工+炭黑生产+尾气发电+精细化工”的有机结合形成可持续循环的产业模式。在巩固炭黑主业的基础上，积极构建循环经济产业链条，逐步向煤焦油精细加工产品、高品质炭黑、新材料等具有高技术含量的领域拓展。

九、财务分析

1. 财务概况

中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见; 2021 年一季度财务数据未经审计。公司执行财政部最新颁布和修订的《企业会计准则》。从合并范围来看，2020 年及 2021 年 1—3 月，公司合并范围无变化且主营业务无重大变化，财务数据可比性强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 25.40 亿元，所有者权益 19.35 亿元(无少数股东权益); 2020 年，公司实现营业收入 23.91 亿元，利润总额 1.76 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 26.78 亿元，所有者权益 20.66 亿元(无少数股东权益); 2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.39 亿元，利润总额 1.54 亿元。

2. 资产质量

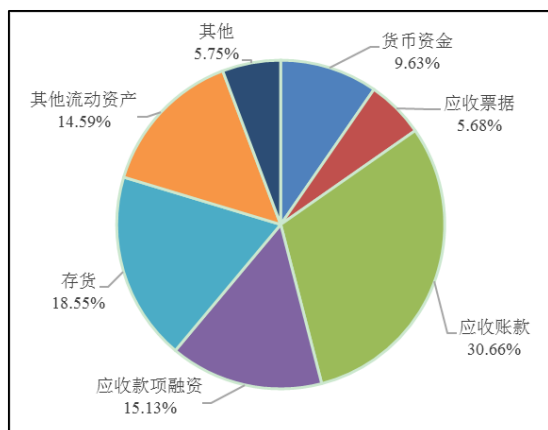
2020年，公司资产总额有所增长，资产结构较为均衡；应收账款形成一定的资金占用；资产受限比例低，整体资产流动性较好。

截至2020年底，公司合并资产总额25.40亿元，较上年底增长6.37%。其中，流动资产占59.85%，非流动资产占40.15%。公司资产结构较上年底变化不大，结构较为均衡。

(1) 流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 15.20 亿元，较上年底增长 6.86%。公司流动资产主要由货币资金(占 9.63%)、应收票据(占 5.68%)、应收账款(占 30.66%)、应收款项融资(占 15.13%)、存货(占 18.55%)和其他流动资产(占 14.59%)构成。

图6 截至2020年底公司流动资产构成



注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司货币资金1.46亿元，较上年底下降19.52%，主要系当期偿还债务支持规模增长所致。货币资金中有0.23亿元受限资金，受限比例为15.74%，主要为银行承兑汇票保证金。

截至2020年底，公司应收票据0.86亿元，较上年底大幅增长，主要系当期新增银行承兑汇票0.85亿元所致。

截至2020年底，公司应收账款账面价值为4.66亿元，较上年底增长6.12%。应收账款账龄以1年以内为主（占97.53%），累计计提坏账0.36亿元，计提比例为7.13%，主要为对山东奥戈瑞轮胎有限公司和天津市巨龙轮胎有限公司计提；应收账款前五大欠款方合计金额为2.65亿元，占比为52.34%，集中度较高。由于公司销售结算主要为先货后款模式，公司应收账款规模较大，对资金形成一定占用。

截至2020年底，公司应收款项融资2.30亿元，较上年底下降16.27%，主要系当期公司使用票据增加采购所致。

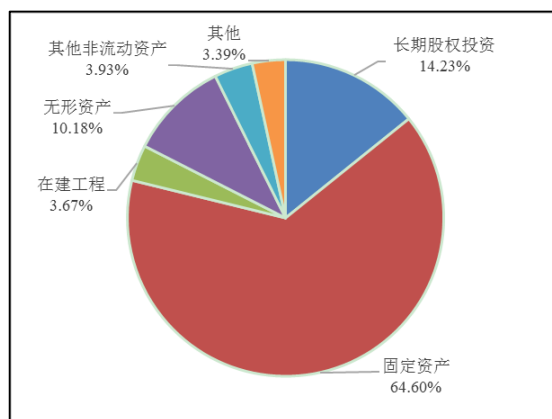
截至2020年底，公司存货2.82亿元，较上年底增长28.65%，主要系原材料及库存商品增加所致。存货主要由原材料（占43.53%）和库存商品（占25.79%）构成，累计计提跌价准备3.58万元。

公司其他流动资产主要为公司用闲置非公开发行股票募集资金购买的本金保障型理财产品。截至2020年底，公司其他流动资产2.22亿元，较上年底下降11.73%，主要系理财产品规模下降所致。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产10.20亿元，较上年底增长5.66%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占14.23%）、固定资产（占64.60%）、无形资产（占10.18%）和其他非流动资产（占3.93%）构成。

图7 截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司长期股权投资1.45亿元，较上年底下降2.72%，较上年底变化不大，全部系对山西稷山农村商业银行股份有限公司的投资。公司固定资产6.59亿元，较上年底保持稳定，主要由房屋及建筑物（占26.36%）和机器设备（72.51%）构成，累计计提折旧2.58亿元；固定资产成新率73.83%，成新率较高。公司无形资产1.04亿元，较上年底变化不大。公司无形资产主要由土地使用权构成，累计摊销0.13亿元。

截至2020年底，公司受限资产合计1.08亿元，占总资产比例为4.24%，受限原因主要为银行承兑汇票保证金。

表7 截至2020年底公司资产受限情况(单位:亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.23	银行承兑汇票保证金

应收票据	0.85	开立银行承兑汇票保证金
合计	1.08	--

资料来源：公司年报

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 26.78 亿元，较 2020 年底增长 5.43%，主要系应收账款增长所致；应收账款 6.59 亿元，较 2020 年底增长 41.31%，主要系公司炭黑产品销售账期一般为 2~3 个月，当期炭黑价格上涨以及炭黑销量增长所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，受益于未分配利润增长，公司所有者权益有所增长，但考虑到公司未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

截至 2020 年底，公司所有者权益 19.35 亿元，较上年底增长 7.88%，主要系未分配利润增长所致。公司所有者权益全部归属于母公司，主要由股本（占 19.41%）、其它权益工具（占 4.22%）、资本公积（占 22.10%）、盈余公积（占 6.24%）和未分配利润（占 47.66%）构成。公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 20.66 亿元，较 2020 年底增长 6.78%，主要系未分配利润增长所致，权益结构较 2020 年底变化不大。

(2) 负债

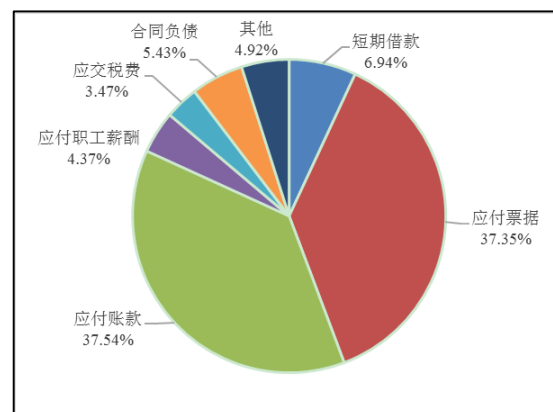
公司负债控制较好，债务负担轻，可转债发行后长期债务占比大幅提升。

截至 2020 年底，公司负债总额 6.06 亿元，较上年底保持稳定。其中，流动负债占 47.67%，非流动负债占 52.33%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动负债 2.89 亿元，较上年底下降 1.33%，较上年底变化不大。公司流动负债主要由短期借款（占 6.94%）、应付票据（占 37.35%）、应付账款（占 37.54%）、应付职工薪酬（占 4.37%）、应交税费（占 3.47%）

和合同负债（占 5.43%）构成。

图8 截至2020年底公司流动负债构成



注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司短期借款 0.20 亿元，较上年底下降 79.97%，主要系归还到期短期借款所致；短期借款主要为保证借款。公司应付票据 1.08 亿元，较上年底增长 109.19%，主要系当期公司质押大额应收票据开具小额票据支付原料所致。公司应付账款 1.08 亿元，较上年底增长 19.75%，主要系应付运输装卸费及港杂费增长所致。应付账款账龄以 1 年以内为主。

截至 2020 年底，公司非流动负债 3.17 亿元，较上年底增长 4.91%。公司非流动负债主要由应付债券（占 95.11%）构成。截至 2020 年底，公司应付债券 3.01 亿元，较上年底增长 5.43%，主要系利息调整所致，全部为“永东转债”的债务部分余额。

截至 2020 年底，公司全部债务 4.33 亿元，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占 30.37%，长期债务占 69.63%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 23.84%、18.29% 和 13.48%，较上年底分别下降 1.06 个百分点、下降 1.33 个百分点和下降 0.27 个百分点。公司债务负担轻。

截至 2021 年 3 月底，公司负债合计 6.13 亿元，规模及结构较 2020 年底保持稳定。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 4.09 亿元，较 2020 年底保持稳定；受益于未分配利润增

长，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，分别为22.87%、16.52%和12.88%。

4. 盈利能力

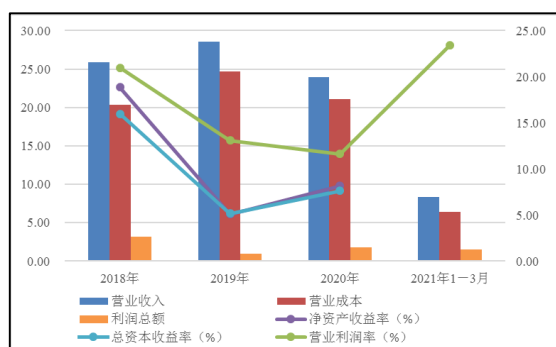
2020年，受疫情及下游需求不振影响，公司主营产品价格同比下跌，营业收入有所下降，整体盈利能力较强。

2020年，受疫情及下游需求不振影响，炭黑和煤焦油加工产品价格同比有所下跌，公司营业收入同比下降16.27%至23.91亿元；营业成本同比下降14.91%至21.05亿元，降幅小于营业收入降幅，主要系运费调整至营业成本所致；营业利润率为11.62%，同比下降1.46个百分点。

从期间费用来看，2020年，公司费用总额为1.13亿元，同比下降60.68%，主要系运费调整至营业成本，销售费用大幅下降所致。其中，销售费用为0.12亿元，同比下降93.23%；管理费用为0.49亿元，同比增长5.71%；研发费用为0.29亿元，同比下降29.28%，主要系材料费下降所致，公司研发费用主要用于提升产品质量，研发高端产品等；财务费用为0.23亿元，同比保持稳定。2020年，公司期间费用率为4.74%，同比下降5.35个百分点，公司费用规模较小，对整体利润侵蚀程度较轻。

2020年，公司非经常性损益规模较小，对公司利润总额影响较小。公司利润总额1.76亿元，同比大幅提升。

图9 2018年以来公司盈利情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从盈利指标来看，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为7.61%和8.18%，同比分别提高2.45个百分点和提高3.10个百分点。公司各盈利指标有所提升，整体盈利能力较强。

2021年1-3月，下游需求回暖，公司炭黑产品销售量价齐升，实现营业收入8.39亿元，较2020年同期大幅增长84.59%；实现利润总额1.54亿元，较2020年同期大幅增长；营业利润率提升至23.45%。

5. 现金流

2020年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，收入实现质量有所提升，但仍处于较低水平；经营活动现金流净额对投资支出覆盖程度有所提升。公司依托上市公司平台优势融资，整体看，公司筹资压力一般。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入14.06亿元，同比增长15.06%，主要系当期销售回款中现金汇款占比提升所致；经营活动现金流出12.47亿元，同比保持稳定。2020年，公司经营活动现金净流入1.59亿元，同比净流出转为净流入。2020年，公司现金收入比为58.59%，同比提高16.07个百分点，收入实现质量有所提升，但仍处于较低水平，公司现金收入比较低主要系公司销售结算模式以先货后款为主，且多采用银行票据结算所致。

从投资活动来看，受理财投资支出与收回的年度不同影响，公司投资活动现金流波动较大。2020年，公司投资活动现金流入1.97亿元，同比大幅增长；投资活动现金流出2.61亿元，同比下降16.09%；投资活动现金净流出0.64亿元，同比下降78.86%。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额为0.96亿元，同比由净流出转为净流入，经营活动现金流净额对投资支出覆盖程度有所提升。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入0.20亿元，同比下降95.15%，主要系2019年公司通过非公开发行股票融资，2020年

无此项融资所致；筹资活动现金流出1.22亿元，同比增长12.45%，主要系归还到期短期借款所致。2020年，公司筹资活动现金净流出1.02亿元，同比净流入转为净流出。

2021年1-3月，公司经营活动产生的现金流量净额为0.24亿元，投资活动产生的现金流量净额为0.59亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-0.20亿元。

6. 偿债能力

公司债务负担较轻，长短期偿债能力指标表现很好，公司直接融资渠道畅通，但间接融资渠道有待拓宽，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的486.19%和411.26%分别提高至526.57%和至428.88%，流动资产对流动负债的保障程度很强。截至2020年底，公司经营现金流动负债比率为55.14%，同比提高67.45个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比提高至3.52倍，现金类资产对短期债务的保障程度强。截至2021年3月底，公司流动比率和速动比率分别为565.75%和446.22%，现金短期债务比为3.97倍。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2020年，公司EBITDA为2.51亿元，同比增长48.04%；公司EBITDA利息倍数由2019年的7.03倍提高至11.42倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA由上年的2.58倍下降至1.72倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至2021年3月底，公司获得银行授信额度共计人民币1.20亿元，均未使用，公司间接融资渠道有待拓宽。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至2021年3月底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司无重大未决诉讼。

7. 同行业对比

从2020年财务指标对比来看，公司盈利能力处于同行业较高水平，债务负担轻。

表8 公司及同行业上市公司2020年主要财务指标
(单位: 亿元、%)

项目	公司	龙星化工	黑猫股份
资产总额(亿元)	25.40	25.17	69.33
所有者权益(亿元)	19.35	13.15	30.83
全部债务(亿元)	4.33	8.37	28.72
资产负债率(%)	23.84	47.77	55.52
全部债务资本化比率(%)	18.29	38.90	48.22
营业收入(亿元)	23.91	22.96	55.60
利润总额(亿元)	1.76	0.97	1.02
营业利润率(%)	11.62	13.38	9.79
总资本收益率(%)	7.61	5.81	2.75
净资产收益率(%)	8.18	5.89	2.72

资料来源: 联合资信整理

8. 母公司财务分析

公司合并范围内仅有一家子公司，经营情况和资产负债结构与母公司口径差异小；2020年，母公司资产规模有所增长，其中应收账款和固定资产占比较高；母公司营业收入规模同比有所下降，但利润同比有所提升。

截至2020年底，母公司口径资产为25.41亿元，较上年底增长6.38%。从资产结构来看，母公司流动资产占比较高，为59.82%。截至2020年底，母公司流动资产为15.20亿元，以货币资金(占9.60%)、应收账款(占30.67%)、应收款项类融资(占15.13%)和存货(占18.56%)为主。同期，母公司非流动资产合计10.21亿元，以长期股权投资(占16.07%)、固定资产(占64.53%)和无形资产(占9.39%)为主。截至2020年底，母公司口径负债总额6.06亿元，其中应付票据1.08亿元，应付账款1.08亿元和应付债券3.01亿元。截至2020年底，母公司口径所有者权益19.35亿元，较上年底增长7.89%。

2020年，母公司口径营业收入为23.91亿元，同比增长下降16.27%；利润总额为1.76亿元，同比增长86.18%。

2020年,母公司口径经营活动产生的现金流净额为1.59亿元;投资活动产生的现金流净额为-0.64亿元;筹资活动产生的现金流净额为-1.02亿元。

十、存续期债券偿还能力分析

公司现金类资产对“永东转债”债券余额覆盖程度较高,净资产及经营活动现金流入量对“永东转债”债券余额覆盖程度高,考虑到公司是国内大型炭黑生产企业,在生产规模、循环经济经营模式和生产技术等方面所具备的优势以及转股条款和质押担保对债券的偿付起到了较强的保障作用,公司对“永东转债”的偿还能力很强。

从资产情况来看,截至2021年3月底,公司现金类资产4.11亿元,约为“永东转债”余额(3.37亿元)的1.22倍,公司现金类资产对债券的覆盖程度较高;净资产20.66亿元,约为债券余额(3.37亿元)的6.13倍,公司较大规模的净资产能够对“永东转债”的按期偿付起到保障作用。

2020年,公司EBITDA为2.51亿元,约为债券余额(3.37亿元)的0.75倍;经营活动产生的现金流入和现金流净额分别为14.06亿元和1.59亿元,分别为债券余额(3.37亿元)的4.17倍和0.47倍。公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

“永东转债”已进入转股期,公司为本次发行可转换公司债而设置的转股价格调整及转股价格向下修正的条款有利于促进债券持有人实施转股。考虑到未来转股因素,考虑到本次可转换公司债券未来转股因素,预计公司的资本结构有进一步优化的可能,偿债压力将得以减轻。

“永东转债”采用股份质押和保证的担保方式,出质人刘东良、靳彩红夫妇将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保,刘东良、靳彩红夫妇为本次发行可转债提供连带

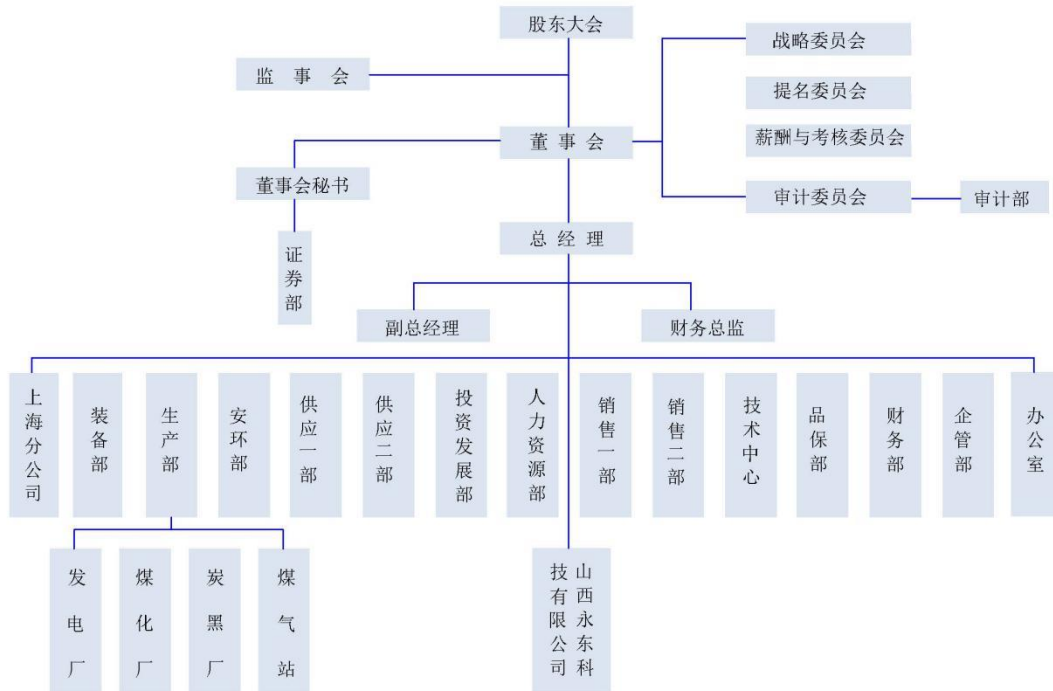
保证责任。担保范围为“永东转债”本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用,担保的受益人为全体债券持有人,以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。

截至2021年3月底,刘东良、靳彩红夫妇合计持有公司股份11390.63万股,以2021年3月最后一个交易日收盘价7.60元/股计算,市值合计8.66亿元,为“永东转债”待偿本金(3.37亿元)的2.57倍。截至2021年3月底,刘东良持股97031250股,质押62265326股,质押比例64.17%;靳彩红持股16875000股,质押13437448股,质押比例79.63%。刘东良、靳彩红夫妇合计质押股数为75702774股,占其持有公司股份的66.46%。

十一、结论

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA-,维持“永东转债”的信用等级为AA-,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
					直接	间接	
1	山西永东科技有限公司	山西省晋中市山西示范区晋中开发区汇通产业园区综合通道西侧、河东街北侧	山西省晋中市山西示范区晋中开发区汇通产业园区综合通道西侧、河东街北侧	化工技术开发、技术服务、技术转让、技术咨询、化工生产专业设备的研发、服务；货物进出口	100	--	新设

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	3.81	4.59	4.63	4.11
资产总额 (亿元)	19.94	23.88	25.40	26.78
所有者权益 (亿元)	14.73	17.93	19.35	20.66
短期债务 (亿元)	0.78	1.52	1.31	1.04
长期债务 (亿元)	2.70	2.86	3.01	3.05
全部债务 (亿元)	3.48	4.38	4.33	4.09
营业收入 (亿元)	25.87	28.56	23.91	8.39
利润总额 (亿元)	3.15	0.95	1.76	1.54
EBITDA (亿元)	3.64	1.70	2.51	--
经营性净现金流 (亿元)	2.07	-0.36	1.59	0.24
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	4.77	4.38	3.19	--
存货周转次数 (次)	9.24	10.61	8.40	--
总资产周转次数 (次)	1.38	1.30	0.97	--
现金收入比 (%)	40.70	42.52	58.59	45.21
营业利润率 (%)	20.96	13.07	11.62	23.45
总资本收益率 (%)	15.96	5.16	7.61	--
净资产收益率 (%)	18.87	5.08	8.18	--
长期债务资本化比率 (%)	15.50	13.75	13.48	12.88
全部债务资本化比率 (%)	19.10	19.61	18.29	16.52
资产负债率 (%)	26.15	24.91	23.84	22.87
流动比率 (%)	442.25	486.19	526.57	565.75
速动比率 (%)	338.33	411.26	428.88	446.22
经营现金流动负债比 (%)	87.04	-12.31	55.14	--
现金短期债务比 (倍)	4.91	3.03	3.52	3.97
EBITDA 利息倍数 (倍)	16.43	7.03	11.42	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.95	2.58	1.72	--

注: 1. 2021 年 1-3 月数据未经审计, 相关指标未年化; 2. 现金类资产含应收款项融资

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	3.80	4.59	4.62	4.11
资产总额 (亿元)	19.94	23.89	25.41	26.79
所有者权益 (亿元)	14.73	17.94	19.35	20.66
短期债务 (亿元)	0.78	1.52	1.31	1.04
长期债务 (亿元)	2.70	2.86	3.01	3.05
全部债务 (亿元)	3.48	4.38	4.33	4.09
营业收入 (亿元)	25.87	28.56	23.91	8.39
利润总额 (亿元)	3.15	0.95	1.76	1.54
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	2.07	-0.36	1.59	0.24
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	4.77	4.38	3.19	--
存货周转次数 (次)	9.24	10.61	8.40	--
总资产周转次数 (次)	1.38	1.30	0.97	--
现金收入比 (%)	40.70	43.38	58.59	45.21
营业利润率 (%)	20.97	13.07	11.62	23.45
总资本收益率 (%)	--	--	--	--
净资产收益率 (%)	18.88	5.09	8.19	--
长期债务资本化比率 (%)	15.49	13.75	13.48	12.87
全部债务资本化比率 (%)	19.10	19.61	18.28	16.52
资产负债率 (%)	26.15	24.90	23.84	22.87
流动比率 (%)	442.03	486.01	526.39	565.57
速动比率 (%)	338.11	411.08	428.69	446.04
经营现金流动负债比 (%)	87.19	-12.31	55.14	--
现金短期债务比 (倍)	4.90	3.03	3.52	3.96
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 1. 2021 年 1-3 月数据未经审计, 相关指标未年化; 2. 现金类资产含应收款项融资

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
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	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+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其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的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。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

