

跟踪评级公告

联合〔2019〕1092号

山西永东化工股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

山西永东化工股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”

山西永东化工股份有限公司公开发行的“永东转债”的债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

山西永东化工股份有限公司 可转换公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：A+ 评级展望：稳定

上次评级结果：A+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
永东转债	3.37 亿元	6 年	AA-	AA-	2018.6.15

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：13.28 元/股

担保方式：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，并提供连带保证担保。

跟踪评级时间：2019 年 6 月 14 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	17.52	19.94	20.40
所有者权益 (亿元)	12.24	14.73	14.96
长期债务 (亿元)	2.57	2.70	2.74
全部债务 (亿元)	3.56	3.48	3.93
营业收入 (亿元)	19.85	25.87	6.45
净利润 (亿元)	2.37	2.78	0.22
EBITDA (亿元)	3.06	3.64	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.08	2.07	-0.03
营业利润率 (%)	23.37	20.96	14.02
净资产收益率 (%)	22.14	20.61	1.49
资产负债率 (%)	30.16	26.15	26.64
全部债务资本化比率 (%)	22.51	19.10	20.82
流动比率 (倍)	3.79	4.42	4.31
EBITDA/全部债务 (倍)	0.86	1.05	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	31.23	16.43	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.91	1.08	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，山西永东化工股份有限公司（以下简称“公司”或“永东股份”）作为国内领先炭黑生产企业之一，在生产规模、循环经济经营模式和生产技术等方面仍具备优势。2018 年，公司可转债募投项目建成投产，带动公司收入和利润规模增长；公司债务负担轻，经营性现金流改善明显。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到行业竞争加剧、炭黑价格高位回落、原材料成本压力加大以及安全环保要求提升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，公司申请非公开发行股票方式投资“年产 4 万吨煤系针状焦项目”和“年产 5 万吨洗油深加工项目”已获得核准批文。若此次募投项目顺利实施，公司净资产规模将大幅增长，同时产业链将进一步延伸，综合实力有望提升。

“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、靳彩红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下降，但仍对本次债券的信用水平提升具有积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“A+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“永东转债”的债项信用等级为“AA-”。

优势

1. 2018 年，公司可转债募投项目建成投产，主要产品产销量增加，产品均价上升，共同带动公司营业收入和利润增长。

2. 2018年,公司经营性净现金流情况明显改善,资本实力进一步增强。

3. 公司短期债务规模较小,现金类资产充裕,偿债指标良好,整体债务压力很轻。

关注

1. 跟踪期内,炭黑行业产能扩张导致竞争加剧,炭黑价格呈震荡下行趋势,对公司盈利水平造成不利影响。

2. 跟踪期内,原材料煤焦油价格保持高位,现有焦炉煤气供应商供气量增长不足,公司增加天然气用量,成本压力较大。

3. 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投入压力。

分析师

樊 思

电话: 010-85172818

邮箱: fans@unitedratings.com.cn

龚 艺

电话: 010-85172818

邮箱: gongy@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC
大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

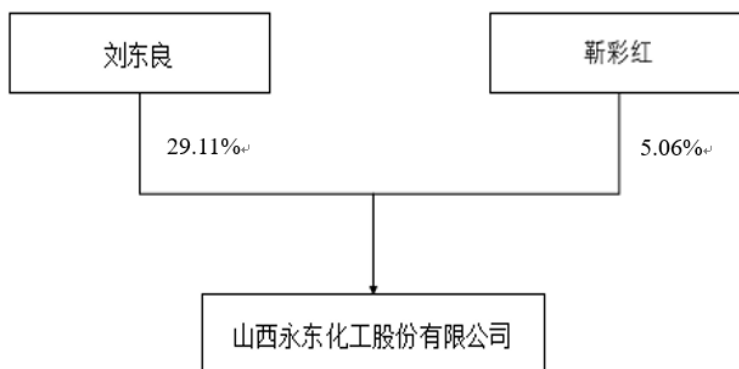


一、主体概况

山西永东化工股份有限公司（以下简称“公司”或“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6,100.00万元。2010年11月，公司进行了增资扩股，注册资本增至7,400.00万元。2015年5月，公司发行的人民币普通股（A股）股票2,470.00万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2018年底，公司总股本33,332.93万股，控股股东为自然人刘东良先生，刘东良先生与靳彩红女士为夫妻关系，为公司实际控制人。根据公司2019年5月7日的最新公告，控股股东刘东良先生持有公司股份共计97,031,250股（占截至2019年04月30日公司总股本的29.11%）。其所持有公司股份累计被质押共计67,904,565股（占其所持股份的69.98%，占截至2019年04月30日公司总股本的20.37%）。

图1 截至2018年底公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司经营范围和组织结构未发生变化，法定代表人由刘东良先生变更为刘东杰先生；截至2018年底，公司下设全资子公司1家；拥有在职员工705人。

截至2018年底，公司合并资产总额19.94亿元，负债合计5.22亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计14.73亿元，其中归属于母公司的所有者权益14.73亿元。2018年，公司实现营业收入25.87亿元，净利润（含少数股东损益）2.78亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.78亿元；经营活动产生的现金流量净额2.07亿元，现金及现金等价物净增加额0.58亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额20.40亿元，负债合计5.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计14.96亿元，其中归属于母公司的所有者权益14.96亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入6.45亿元，净利润（含少数股东损益）0.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.22亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.03亿元，现金及现金等价物净增加额-0.70亿元。

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。

二、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。截至 2019 年 3 月底，“永东转债”余额为 337,066,600 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。截至目前，受股价波动，刘东良、靳彩红夫妇股票质押担保比例有所下降。

本次债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部投资于“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 2018 年底，尚未使用的募集资金为 0.25 亿元，已使用资金全部用于募投项目。

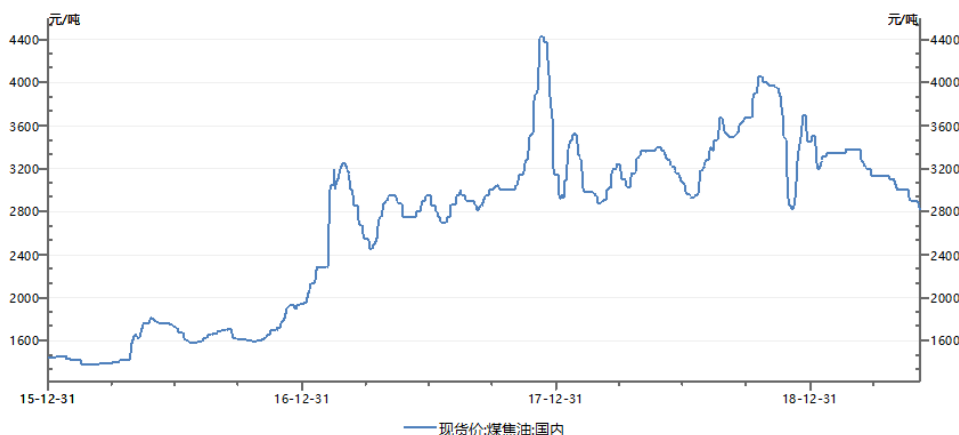
公司已于 2019 年 4 月 17 日支付了“永东转债”2018 年 4 月 17 日至 2019 年 4 月 16 日期间的利息。

三、行业分析

公司主营业务收入主要来源于炭黑业务板块，炭黑行业的整体发展趋势和外部环境直接影响到公司的经营状况。

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。受上游煤炭行业去产能及环保限产等因素影响，2016 年以来，煤焦油价格快速回暖，2017 年 12 月，国内煤焦油现货价格已超过 4,400 元/吨，价格涨幅较 2017 年初已超过一倍。2017 年 12 月下旬开始，煤焦油价格有所回落，价格波动明显。2018 年，煤焦油价格整体呈高位震荡趋势，波动较大，均价约为 3,340 元/吨，较 2017 年均价 2,940 元/吨上涨 13.61%。2018 年 12 月中旬，煤焦油价格下探至 3,000 元/吨以下，较 11 月中旬高点跌幅高达 1,300 元/吨，之后价格有所回弹，截至 2019 年 3 月底，煤焦油价格为 3,130 元/吨，仍然维持较高位置。跟踪期内，煤焦油价格整体维持高位，但价格波动较大，对炭黑生产企业形成较大的成本控制压力。

图2 近年来国内煤焦油价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

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。2018 年，全国汽车轮胎外胎总产量约 8.16 亿条，同比增长 1.00%，增速较上年下降 4.4 个百分点，主要系汽车产量增速放缓及贸易战预期所致。

受下游需求增速放缓拖累，2018 年，我国炭黑产量增长至 572 万吨，同比增长 3.3%，增速放缓。价格方面，受原材料价格处于高位及下游需求放缓影响，2018 年，炭黑价格整体处于高位，但呈震荡下行趋势，尤其在 12 月份，受需求放缓和原材料价格下行等多重因素影响，截至 2018 年底，国内 N330 炭黑主流报价下跌至约 6,000 元/吨，较年初下跌约 34%，较 11 月份下跌约 25%，导致炭黑企业四季度盈利能力大幅下滑。

市场竞争方面，2018 年，炭黑行业产能过剩情况依旧严重，行业新增产能近 60 万吨，全国炭黑总产能超过 750 万吨，而需求仅为 550 万吨，大小企业分化明显，其中大型炭黑生产企业产销率较高，其产能利用率一直保持在 90%以上，而中小型企业的产能利用率则相对较低，一般不超过 50%。

总体看，2018 年，受原材料上涨影响，整体炭黑价格处于高位，但呈震荡下行趋势，需重点关注产能过剩及下游需求放缓对行业产生的不利影响。

四、管理分析

跟踪期内，由于任期届满，公司董事长由刘东良先生变更为刘东杰先生，刘东良先生职务变更为公司非独立董事；公司总经理由刘东杰先生变更为苏国贤先生，苏国贤先生原为公司副总经理；公司监事会主席、职工代表监事吉英俊先生因公司工作调整原因申请辞去公司第四届监事会主席、职工代表监事职务，公司聘任陈玉杰先生为公司第四届监事会职工代表监事，聘任毛肖佳为公司第四届监事会主席。除此之外，跟踪期内，公司主要管理人员和核心技术人员未发生重大变动，公司管理制度连续，管理运作平稳正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括炭黑及煤焦油加工，2018年，公司可转债募投项目建成投产，产品产销量增加，产品均价上涨，共同带动公司收入和利润规模增长。2018年，公司实现营业收入25.87亿元，较上年增长30.31%；实现净利润2.78亿元，较上年增长17.25%。

分业务板块看，2018年，公司炭黑产品收入为18.68亿元，较上年增长36.11%；煤焦油加工产品收入为7.18亿元，较上年增长17.21%。2018年，炭黑产品收入和煤焦油加工产品收入分别占公司主营业务收入的72.24%和27.76%，炭黑收入占比略有提升。

表1 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			收入变动百分比	毛利率变动百分点
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
炭黑产品	13.73	69.14	28.65	18.68	72.24	25.54	36.11	-3.11
煤焦油加工产品	6.13	30.86	12.85	7.18	27.76	10.38	17.21	-2.47
合计	19.85	100.00	23.77	25.86	100.00	21.33	30.28	-2.44

资料来源：公司年报，联合评级整理

毛利率水平方面，2018年，公司主营业务综合毛利率为21.33%，较上年下降2.44个百分点，主要系原材料煤焦油价格上涨对利润造成一定挤压所致。具体看，炭黑产品毛利率为25.54%，较上年下降3.11个百分点；煤焦油加工产品毛利率为10.38%，较上年下降2.47个百分点。

2019年一季度，受行业竞争以及下游需求不振影响，炭黑和煤焦油加工产品价格较上年同期下跌明显，公司实现营业收入6.45亿元，较上年同期增长7.88%；实现净利润0.22亿元，较上年同期减少72.51%。

总体看，2018年，公司可转债募投项目建成投产，产品产销量增加，产品均价上涨，共同带动公司收入和利润规模增长，但受原材料价格上涨，行业竞争加剧等因素影响，公司盈利水平下降。

2. 原材料采购

公司产品生产所需的主要原材料包括煤焦油、蒽油，主要燃料为天然气和煤气，其中煤焦油为公司最主要的原材料。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。2018年，公司主要采购模式和信用政策较上年无重大变化。

原材料采购方面，随着公司炭黑及煤焦油加工产品生产规模的扩大，原材料采购量随之增长。2018年，公司煤焦油和蒽油采购量分别为59.09万吨和4.67万吨，较上年分别增长27.55%和52.61%。采购价格方面，2018年，公司煤焦油和蒽油采购均价分别为2,970.41元/吨和2,938.88元/吨，较上年分别上涨16.98%和16.09%，主要系炭黑产能增加，煤焦油需求向好，煤焦油市场价格上涨所致，公司生产成本压力有所加大。

表2 公司原材料及燃料采购情况

材料名称	项目	2017年	2018年
煤焦油	采购金额（万元）	137,612.84	175,523.17
	采购量（万吨）	54.19	59.09
	平均采购价（元/吨）	2,539.30	2,970.41

葱油	采购金额（万元）	7,740.32	13,710.57
	采购量（万吨）	3.06	4.67
	平均采购价（元/吨）	2,531.57	2,938.88
天然气	采购金额（万元）	876.84	1,568.99
	采购量（万立方米）	420.00	649.03
	平均采购价（元/立方米）	2.09	2.42
煤气	采购金额（万元）	5,543.72	5,598.42
	采购量（万立方米）	12,470.66	12,555.00
	平均采购价（元/立方米）	0.44	0.45

资料来源：公司提供

2018年，公司生产所需主要能源仍为煤气，但煤气供气量有限，采购数量与上年持平；公司生产规模扩大所需要的燃料缺口由天然气补足，天然气采购量较上年增长54.53%。采购价格方面，2018年，受供需不平衡影响，天然气价格较上年涨幅较大，采购均价增至2.42元/立方米，煤气采购均价较为稳定。

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，2018年，公司前五名供应商合计采购金额为6.21亿元，占年度采购总额比例为30.19%，集中度变动不大。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及其子公司供应，依赖程度较大，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。

总体看，2018年，公司采购量随产品产量同步增长，原材料采购均价受市场行情影响大幅提高，公司成本压力有所加大，焦炉煤气采购具有一定依赖性且焦炉煤气供应量不足，转用价格较高的天然气进一步抬高了公司生产成本。

3. 产品生产

在生产方面，公司采取“以销定产”的生产模式，依托“煤焦油加工+炭黑制造+尾气发电+精细化工”循环经济产业链条，具有一体化优势。2018年公司生产模式和生产工艺较上年无重大变化。

随着炭黑八线（4万吨/年）和炭黑九线（4万吨）在2018年下半年相继投产，公司炭黑产能提高，截至2018年底，公司炭黑产能达34.00万吨/年；2018年，公司炭黑产品实际有效产能为29.00万吨¹，同比有所增长；公司炭黑折算产量为30.00万吨，同比增长16.19%；产能利用率为103.46%，保持较高水平。

公司煤焦油经加工可生产多种产品，包括工业萘、改质沥青、洗油、葱油、轻油等，其中工业萘与改质沥青为最主要的加工产品，2018年11月底，公司30万吨煤焦油深加工产能投产。2018年，公司工业萘产量为5.54万吨，同比增长8.60%；改制沥青产量为10.95万吨，同比减少2.33%，公司改制沥青新建10万吨产能已于2017年12月投产，但受前端煤焦油加工能力限制，产能未有效发挥，30万吨煤焦油深加工项目投产后，改制沥青产能够完全释放。

表3 公司产能及产量情况（单位：吨/年、吨、%）

产品	项目	2017年	2018年
炭黑产品	产能	250,000	290,000
	产量	248,170.57	290,065.21
	折算产量	258,238.99	300,040.91

¹ 公司2017年及2018年产能均为折算产能，根据新产线投产时间年化折算而来。

	产能利用率	103.30	103.46
煤焦油加工产品（工业萘）	产能	--	--
	产量	50,986.95	55,373.00
	产能利用率	--	--
煤焦油加工产品（改质沥青）	产能	100,000	200,000
	产量	112,146.78	109,532.08
	产能利用率	112.15	54.77

资料来源：公司提供。

注：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。

总体看，2018 年，公司产品产能有所提高，产品产量随之增长，炭黑产能利用率保持较高水平，但改制沥青受前端煤焦油加工能力限制，产能未能有效发挥，目前，随着 30 万吨煤焦油深加工项目投产后，改制沥青产能能够完全释放。

4. 产品销售

2018 年，公司销售模式和渠道较上年无重大变化。

从主要产品的销售情况看，2018 年，公司炭黑、改质沥青和工业萘产品销量分别为 28.49 万吨、10.99 万吨和 5.37 万吨，公司“以销定产”的经营模式，使得产销率维持在 100% 左右。

从销售价格来看，2018 年，受上游原材料煤焦油、蒽油价格上涨影响，公司主要产品价格均有不同幅度的提高。2018 年，炭黑产品销售均价为 6,557.41 元/吨，同比上升 17.92%；改制沥青销售均价为 3,557.70 元/吨，同比上升 8.16%；工业萘销售均价为 4,381.20 元/吨，同比上升 33.20%。

表 4 公司产品销售数量及销售价格情况（单位：吨、元/吨、%）

产品	项目	2017 年	2018 年
炭黑产品	销量	246,853.91	284,920.03
	平均售价	5,560.78	6,557.41
	产销率	99.47	98.23
煤焦油加工产品（改质沥青）	销量	112,204.26	109,899.38
	平均售价	3,289.39	3,557.70
	产销率	100.05	100.34
煤焦油加工产品（工业萘）	销量	52,398.66	53,715.37
	平均售价	3,289.20	4,381.20
	产销率	102.77	97.01

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，2018 年，公司前五名客户合计销售额为 8.20 亿元，占年度销售总额比例为 31.70%，较上年变化不大，公司销售集中度一般。

结算方面，公司主要产品炭黑以先发货后收款的方式进行销售，且较多采用银行票据的形式进行结算，结算周期较短，一般在 3 个月以内。

总体看，2018 年，公司维持“以销定产”的经营模式，公司产品产销率保持高水平，主要产品销售价格受原材料价格影响同比上升。

5. 重大事项

2018 年 8 月，公司发布 2018 年度非公开发行股票预案，拟非公开发行 A 股股票不超过 6,660

万股，募集资金总额不超过 85,000.00 万元，扣除发行费用后募集资金净额将全部用于以下项目：

表 5 非公开发行股票募投项目（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金
1	年产 4 万吨煤系针状焦项目	49,875.05	47,000.00
2	年产 5 万吨洗油深加工项目	24,527.56	24,400.00
3	补充公司流动资金	13,600.00	13,600.00
合计		88,002.61	85,000.00

资料来源：公司 2018 年度非公开发行股票预案

本次非公开发行股票募投项目均为煤焦油深加工产业链下游项目，有助于公司延伸产业链以及丰富产品结构。年产 4 万吨煤系针状焦项目，主要工程内容为原料预处理、延迟焦化及煅烧三个工段及相应生产辅助设施，建设周期为两年，投资回收期为 6.29 年。年产 5 万吨洗油深加工项目，主要工程内容包括原料预处理、馏分富集、甲基萘精制、萘酐精制、喹啉精制、茚、氧茚精制及相应辅助生产设施，建设周期为一年半，主要产品为中质洗油、重质洗油、萘酐、工业甲基萘等，投资回收期为 7.28 年。

2019 年 3 月 19 日，根据中国证监会发行审核委员会会议审核结果，公司本次非公开发行股票申请获得审核通过。2019 年 6 月 12 日，公司收到中国证监会出具的《关于核准山西永东化工股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2019〕864 号）。

总体看，若本次非公开发行股票顺利完成，公司资产、净资产规模将进一步增加，产品结构将得到改善，综合实力有望进一步提升；但同时，需关注行业政策、产品价格、市场推广等发生不利变化导致募投项目未能达到预计效益的风险。

6. 经营效率

2018 年，公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 6.67 次、9.24 次和 1.38 次，较上年基本持平。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好。

表 6 2018 年同行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

公司名称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
黑猫股份	6.16	8.44	1.08
龙星化工	5.07	6.50	1.05
永东股份	7.28	9.24	1.38

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

总体看，公司经营效率较高，且优于同行业上市企业。

7. 经营关注

（1）行业景气度下行风险

2018 年，受上一轮市场冲高的影响，炭黑行业新建产能投放较多，同质化竞争加剧，炭黑价格震荡下行；而下游轮胎企业受汽车行业需求不振以及国外贸易摩擦影响，增速明显放缓，国内需求进一步萎缩。公司产品线较为简单，盈利情况受行业影响大，随着炭黑行业景气度下行，公司盈利能力将随之下降。

(2) 原材料价格波动风险和供应稳定性风险

公司主要产品为炭黑制品及煤焦油加工产品，其主要原材料为煤焦油、蒽油等原料油，约占全部生产成本的 80% 以上，近年来，煤焦油价格波动较大，整体处于高位运行，公司成本压力较大。

同时，由于公司焦炉煤气全部由单一供应商供应，目前随着公司产能的扩张焦炉煤气供应量不足，若公司未来无法维持较低的焦炉煤气采购价格和较为稳定的焦炉煤气供应量，会对公司的正常生产产生一定影响。

(3) 安全生产及环保风险

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。环保方面，公司在生产过程中存在造成环境污染的可能性以及污染治理问题。随着国家环保标准趋严，公司存在一定的环保风险。

8. 未来发展

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、高品质炭黑等具有高技术含量的领域拓展。

总体看，公司战略目标明确，方案切实可行。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留的审计意见。公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。2018 年，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 2018 年底，公司合并资产总额 19.94 亿元，负债合计 5.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 14.73 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 14.73 亿元。2018 年，公司实现营业收入 25.87 亿元，净利润（含少数股东损益）2.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.58 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 20.40 亿元，负债合计 5.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 14.96 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 14.96 亿元。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 6.45 亿元，净利润（含少数股东损益）0.22 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.03 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.70 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 19.94 亿元，较年初增长 13.82%；其中，流动资产 10.51 亿元（占 52.72%），非流动资产 9.43 亿元（占 47.28%），非流动资产占比略有上升，流动资产和非流动资产较为均衡。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 10.51 亿元，较年初增长 7.73%；流动资产主要由货币资金（占 15.63%）、应收票据（占 20.60%）、应收账款（占 35.37%）和存货（占 23.50%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 1.64 亿元，较年初增长 54.33%，主要系利润留存所致。公司

货币资金主要为银行存款（占 99.99%），无使用受限制的货币资金。

截至 2018 年底，公司应收票据为 2.17 亿元，较年初增长 37.99%，主要系业务规模扩大所致；公司应收票据主要为银行承兑票据（占 97.49%），其中已质押票据金额为 0.58 亿元，已背书或贴现且在资产负债表日尚未到期的应收票据金额为 7.39 亿元。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 3.72 亿元，较年初增长 9.62%。公司应收账款余额主要为按账龄分析法计提坏账准备的应收账款（占 99.10%），其中账龄在一年以内的占 96.75%，公司应收账款账龄较短。截至 2018 年底，公司应收账款共计提坏账准备 0.33 亿元，计提比例为 8.25%。公司应收账款前五名余额占比为 40.60%，集中度较高。公司应收账款账龄较短，整体回售风险不大。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 2.47 亿元，较年初增长 27.86%，主要系产能扩大导致库存商品和半成品增加所致。公司存货主要由原材料（占 32.97%）、库存商品（占 32.56%）和半成品（24.29%）构成。截至 2018 年底，公司存货未计提存货跌价准备，考虑到目前原材料和产品价格目前正在高位，若未来产品价格下跌，公司存货将面临跌价风险。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 9.43 亿元，较年初增长 21.46%，主要系固定资产增长所致；非流动资产主要由长期股权投资（占 15.64%）、固定资产（占 70.46%）和无形资产（占 8.37%）构成。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 1.47 亿元，较年初减少 1.57%，全部系对山西稷山农村商业银行股份有限公司的投资。公司固定资产为 6.64 亿元，较年初增长 58.78%，主要系炭黑第八生产线、炭黑第九生产线及四煤化生产线投产转固所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 21.70%）和机器设备（75.72%）构成，累计计提折旧 1.63 亿元、减值 3.67 万元，固定资产成新率为 80.28%，成新率较高。公司无形资产为 0.79 亿元，较年初增长 26.82%，主要系购买土地所致。公司无形资产基本全部为土地所有权，累计摊销为 0.09 亿元。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 0.58 亿元，全部为质押的银行承兑汇票，受限规模较小。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 20.40 亿元，较上年末增长 2.29%，资产结构变动不大。

总体看，2018 年，受业务规模扩大影响，公司资产规模有所增长，流动资产和非流动资产较为均衡；公司受限资产规模较小，资产流动性较好，但应收款项形成一定的资金占用。公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债规模合计 5.22 亿元，较年初减少 1.31%，其中流动负债 2.38 亿元（占 45.58%），非流动负债 2.84 亿元（占 54.42%），较年初变动不大，流动负债和非流动负债占比较为均衡。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 2.38 亿元，较年初减少 7.74%，主要系短期借款减少所致；流动负债主要由短期借款（占 8.41%）、应付票据（占 24.22%）、应付账款（占 48.87%）、预收款项（占 6.29%）和应交税费（占 5.41%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 0.20 亿元，较年初减少 0.60 亿元，主要系归还到期短期借款所致，公司短期借款全部为信用借款。公司应付票据和应付账款分别为 0.58 亿元和 1.16 亿元，分别较年初增长 203.09%和 22.84%，主要系经营规模扩大导致原材料采购金额增加所致。公司预收款项为 0.15 亿元，较年初减少 14.21%；公司应交税费为 0.13 亿元，较年初减少 61.10%。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 2.84 亿元，较年初增长 4.81%；非流动负债主要由应付债

券（占 95.16%）构成。

截至 2018 年底，公司应付债券为 2.70 亿元，较年初增长 5.26%，全部为“永东转债”的债务部分余额。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 3.48 亿元，较年初减少 2.23%，其中短期债务占 22.32%，长期债务占 77.68%。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 26.15%、19.10%和 15.50%，较年初分别下降 4.01、3.42 和 1.84 个百分点，公司整体债务负担很轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 5.43 亿元，较上年末增长 4.21%，主要系应付账款有所增加所致，公司负债结构较上年末变动不大。

总体看，2018 年，公司债务指标进一步下降，债务负担很轻。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 14.73 亿元，较年初增长 20.35%，主要系未分配利润增加所致。公司所有者权益全部归属于母公司，主要由股本（占 22.63%）、其它权益工具（占 5.55%）、资本公积（占 10.72%）、盈余公积（占 6.50%）和未分配利润（占 54.05%）构成，2018 年公司资本公积转增股本导致股本占比提高、资本公积占比下降，其他权益工具主要为可转债权益成分应确认的金额；公司未分配利润占比较高，权益稳定性有待提高。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 14.96 亿元，较年初增长 1.61%，权益结构较上年末变化不大。

总体看，2018 年，受益于盈利情况较好，公司未分配利润增长带动所有者权益增长，所有者权益中未分配利润为占比较大，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司新建产能投产，同时产品均价上涨，共同带动公司收入和利润规模增长。2018 年，公司实现营业收入 25.87 亿元，较上年增长 30.31%；实现净利润 2.78 亿元，较上年增长 17.25%。

期间费用方面，2018 年，公司费用总额为 2.29 亿元，较上年增长 20.33%，主要系业务规模扩大带动销售费用增加所致。2018 年，公司销售费用、管理费用、财务费用和研发费用分别为 1.49 亿元、0.41 亿元、0.12 亿元和 0.28 亿元，较上年分别增长 12.57%、26.89%、160.74%和 29.24%。2018 年，公司费用收入比为 8.85%，较上年下降 0.73 个百分点，公司费用控制能力较好。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 20.96%，较上年下降 2.41 个百分点，主要系行业景气度略有下行所致；受此影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 17.09%、17.50%和 20.61%，分别较上年下降 1.90 个、2.07 个和 1.53 个百分点，公司盈利指标略有下降。与同行业上市公司相比，公司总资产报酬率、净资产收益率和销售毛利率均明显优于其余两家同行业上市企业，公司整体盈利能力强。

表 7 2018 年同行业上市公司盈利指标情况（单位：%）

公司名称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
黑猫股份	7.67	12.27	15.69
龙星化工	6.96	11.06	16.57
永东股份	17.49	20.61	21.35

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

2019年一季度，受行业竞争以及下游需求不振影响，炭黑和煤焦油加工产品价格下跌明显，公司实现营业收入6.45亿元，较上年同期增长7.88%；实现净利润0.22亿元，较上年同期减少72.51%。

总体看，2018年，公司新建产能投产，同时产品均价上涨，共同带动公司收入和利润规模增长，但受行业景气度下行影响，盈利指标略有下降。2019年一季度，公司盈利水平同比大幅下降。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2018年，公司经营活动现金流入为10.57亿元，同比增长44.17%，主要系营业收入增长所致；公司经营活动现金流出为8.50亿元，同比增长14.67%，主要系原材料价格上涨，营业成本增加所致。2018年，公司经营活动现金流量净额由上年的-0.08亿元增长为2.07亿元，主要系公司上年度营业收入增幅较大，导致结算资金和存货资金占用增加，造成上年经营活动产生的现金流量净额较少所致。2018年，公司现金收入比为40.70%，较上年上升3.97个百分点，但仍处于较低水平，主要系公司销售结算主要以承兑汇票为主，并直接背书给上游供应商，导致经营活动现金流入相对较少。

投资活动现金流方面，2018年，公司投资活动现金流入为2.59亿元，同比增长10.87%，主要为理财资金；公司投资活动现金流出为3.07亿元，同比增长49.99%，主要系本年购建固定资产支付的现金增加所致。综上影响，2018年公司投资活动现金净流出由上年3.80亿元缩小至0.48亿元。

筹资活动现金流方面，2018年，公司筹资活动现金流入1.00亿元，同比大幅减少75.57%，主要系上年公司发行可转债募集资金所致；公司筹资活动现金流出为2.01亿元，同比大幅增长459.09%，主要系归还到期银行借款增加所致。综上影响，2018年公司筹资活动现金流量净额由上年的3.73亿元减少至-1.01亿元。

2019年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.03亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.09亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-0.58亿元。

总体看，2018年，公司经营活动现金净流量显著好转，但现金收入比率仍然较低；公司目前项目投资基本完成，未来拟投资的年产4万吨煤系针状焦项目和年产5万吨洗油深加工项目计划以非公开发行A股股票的形式募集资金，公司融资压力较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年，公司流动比率由年初的3.79倍上升至4.42倍，速动比率由年初的3.04倍上升至3.38倍，现金短期债务比由年初的2.66倍上升至4.91倍，主要系短期债务减少所致，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为3.64亿元，较上年增长19.02%，主要系利润总额增长所致；公司EBITDA主要由利润总额（占86.55%）和折旧（占9.51%）构成。2018年，公司EBITDA全部债务比由上年的0.86倍上升至1.05倍，主要系EBITDA增长所致；EBITDA利息倍数由上年的31.23倍下降至16.43倍，主要系2018年公司利息费用增长所致。总体看，公司EBITDA对利息费用具有很强的保障能力。

截至2019年3月底，公司获得银行授信额度共计人民币1.60亿元，已使用授信额度为0.20亿元，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2019年3月底，公司无对外担保。

截至2019年3月底，公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1014082400000620J），截至2019

年5月15日，公司无未结清或已结清不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

总体看，由于目前公司债务负担较轻，因此偿债能力指标表现较好，公司偿债能力较强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产达3.61亿元，约为“永东转债”余额（3.37亿元）的1.07倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达14.96亿元，约为债券余额（3.37亿元）的4.37倍，公司较大规模的净资产能够对“永东转债”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为3.64亿元，约为债券余额（3.37亿元）的1.08倍，公司EBITDA对本次债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入10.57亿元，约为债券余额（3.37亿元）的3.14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。

综合以上分析，并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。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为国内领先炭黑生产企业之一，在生产规模、循环经济经营模式和生产技术等方面仍具备优势。2018年，公司可转债募投项目建成投产，带动公司收入和利润规模增长；公司债务负担轻，经营性现金流改善明显。同时，联合评级也关注到行业竞争加剧、炭黑价格高位回落、原材料成本压力加大以及安全环保要求提升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

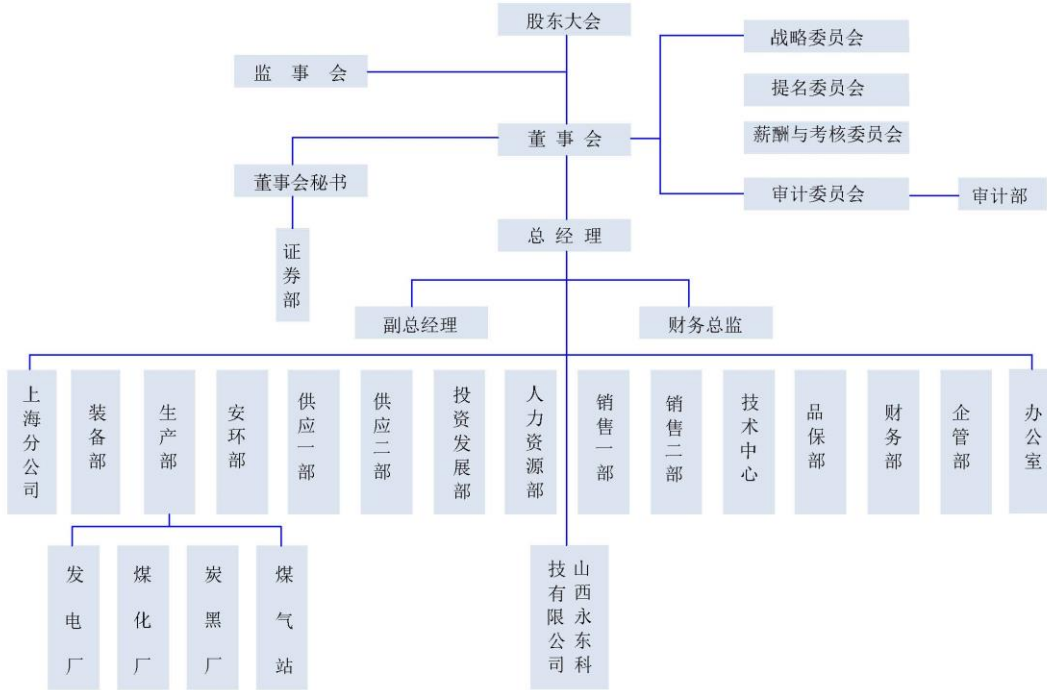
跟踪期内，公司申请非公开发行股票方式投资“年产4万吨煤系针状焦项目”和“年产5万吨洗油深加工项目”已获得核准批文。若此次募投项目顺利实施，公司净资产规模将大幅增长，同时产业链将进一步延伸，综合实力有望提升。

“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、靳彩红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下降，但仍对本次债券的信用水平提升具有积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“A+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“永东转债”的债项信用等级为“AA-”。

附件 1 山西永东化工股份有限公司 组织结构图



附件 2 山西永东化工股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	17.52	19.94	20.40
所有者权益 (亿元)	12.24	14.73	14.96
短期债务 (亿元)	0.99	0.78	1.19
长期债务 (亿元)	2.57	2.70	2.74
全部债务 (亿元)	3.56	3.48	3.93
营业收入 (亿元)	19.85	25.87	6.45
净利润 (亿元)	2.37	2.78	0.22
EBITDA (亿元)	3.06	3.64	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.08	2.07	-0.03
应收账款周转次数 (次)	6.71	6.67	--
存货周转次数 (次)	9.96	9.24	--
总资产周转次数 (次)	1.40	1.38	0.32
现金收入比率 (%)	36.73	40.70	54.99
总资本收益率 (%)	19.00	17.09	--
总资产报酬率 (%)	19.57	17.50	--
净资产收益率 (%)	22.14	20.61	1.49
营业利润率 (%)	23.37	20.96	14.02
费用收入比 (%)	9.59	8.85	10.12
资产负债率 (%)	30.16	26.15	26.64
全部债务资本化比率 (%)	22.51	19.10	20.82
长期债务资本化比率 (%)	17.33	15.50	15.48
EBITDA 利息倍数 (倍)	31.23	16.43	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.86	1.05	--
流动比率 (倍)	3.79	4.42	4.31
速动比率 (倍)	3.04	3.38	3.10
现金短期债务比 (倍)	2.66	4.91	3.02
经营现金流动负债比率 (%)	-3.12	87.04	-1.28
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.91	1.08	--

注：1、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 2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、2019 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
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%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含可转债）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。