

龙星化工股份有限公司
公开发行可转换公司债券
2024 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4142号

联合资信评估股份有限公司通过对龙星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，确定维持龙星化工股份有限公司主体长期信用等级为 **AA-**，维持“龙星转债”信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月十九日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受龙星化工股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

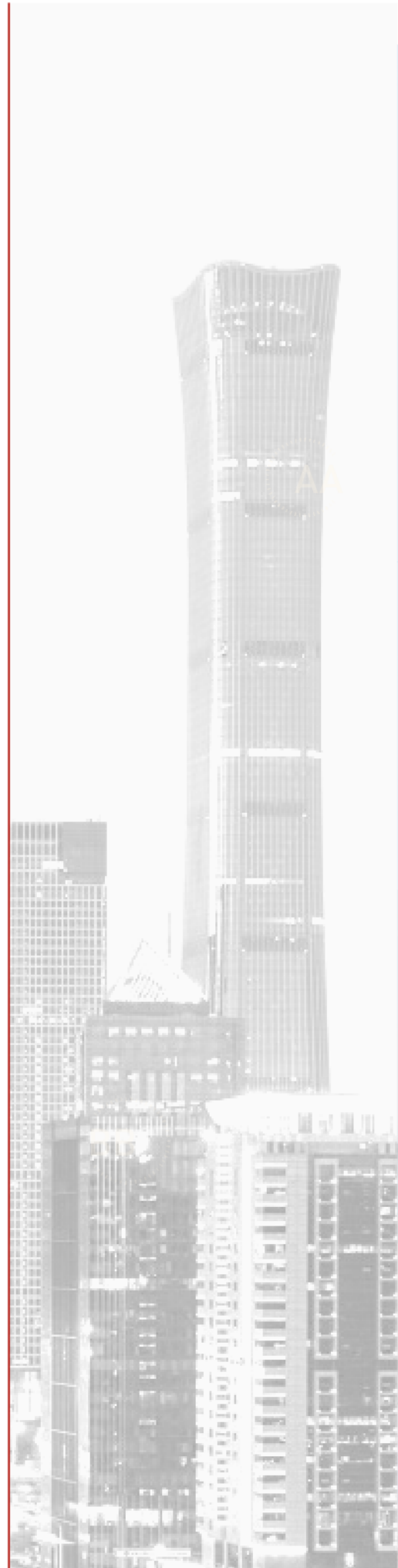
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任一金融产品的推荐意见或保证。

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

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



龙星化工股份有限公司公开发行可转换公司债券

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
龙星化工股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2024/06/19
龙星转债	AA-/稳定	AA-/稳定	

评级观点

跟踪期内，龙星化工股份有限公司（以下简称“公司”）作为上市公司，法人治理结构及内控制度完善，ESG 管理尚可。2023 年，公司产品产能规模仍保持领先，工艺技术处于高水平，仍具备行业竞争优势。2023 年，公司产品产量有所提升，带动产能利用率同比有所增长，但受产品价格下降影响，公司营业总收入有所下降。同期，公司产品成本亦有所下降，整体盈利水平有所提升，但受产品销售货款回收周期因素影响，应收占款较多。随着项目投资力度加大，公司资产及债务规模均有所增长，整体债务负担适中。公司于 2024 年 2 月成功发行可转换债券，缓解了项目资本支出压力，但在本期可转债转股前，公司债务率阶段性上升。2023 年，公司经营业绩保持稳健，主要偿债指标表现良好。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着本次债券募投项目的建成投产，公司产能规模将明显扩大，综合竞争力有望进一步增强。同时也需关注项目产能释放及投产后的效益实现情况。整体看，公司具备行业竞争优势，信用水平有望保持稳定。

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

可能引致评级下调的敏感性因素：炭黑产品市场景气度持续下行，公司产品盈利及获现能力大幅下降，整体偿债指标明显恶化；公司募投项目投产不及预期或环保及相关产业政策影响使公司正常生产经营受阻。

优势

- **炭黑产能规模在国内处于领先水平，且具备一定的工艺技术优势。**截至 2023 年底，公司炭黑产能为 42 万吨/年，拥有 13 条湿法造粒炭黑生产线。同时，公司多年在技术和研发方面持续投入，截至 2023 年底，公司累计获得国家专利授权 108 项，其中发明专利 26 项，实用新型专利 82 项
- **生产经营稳定，产能利用率和产销量保持在很高水平。**2023 年，公司实现炭黑产量 48.63 万吨，销售量为 49.27 万吨，产能利用率和产销率分别为 115.79% 和 101.31%，保持在很高水平。同时，公司产品下游客户稳定，亦可进一步保障公司经营稳定性。
- **未来资本实力有望进一步增强。**“龙星转债”的发行将有助于优化公司债务结构；同时，“龙星转债”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，届时公司资本实力有望进一步增强的同时杠杆水平也将有所下降。

关注

- **原材料价格波动风险。**公司所需原材料主要为煤焦油和蒽油，占其成本的 80% 以上。近年来，受国内钢铁、焦化产业政策调整和国际原油价格的波动等因素影响，原料油价格波动较大，且向炭黑产品价格的传导存在滞后性，对公司盈利水平稳定性会有一定影响。
- **产品类型相对单一，易受行业景气度影响。**公司收入主要来源于炭黑和白炭黑的生产和销售，如果未来产品或下游市场发生重大不利变化，则公司可能因产品类型相对单一而存在经营业绩下降的风险。
- **应收账款规模较大，对营运资金形成较大占用。**由于炭黑行业对下游客户普遍存在一定账期，公司应收账款规模较大。截至 2023 年底，公司应收账款账面价值 9.00 亿元，分别占流动资产和总资产的 37.46% 和 23.67%。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 化工企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 化工企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	4
			现金流量	4
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA ⁺

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

主要财务数据

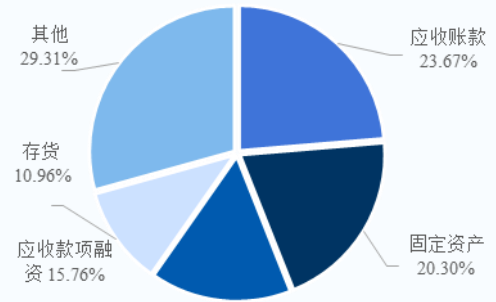
合并口径				
项目	2021年	2022年	2023年	
现金类资产（亿元）	4.15	6.29	10.02	
资产总额（亿元）	27.96	33.80	38.04	
所有者权益（亿元）	15.07	15.89	17.22	
短期债务（亿元）	9.08	13.30	13.85	
长期债务（亿元）	1.19	1.76	3.75	
全部债务（亿元）	10.27	15.07	17.60	
营业总收入（亿元）	34.39	45.60	42.72	
利润总额（亿元）	1.95	1.14	1.26	
EBITDA（亿元）	3.50	2.55	2.75	
经营性净现金流（亿元）	-0.14	1.79	1.28	
营业利润率（%）	14.05	8.23	9.00	
净资产收益率（%）	11.39	6.53	6.41	
资产负债率（%）	46.10	52.99	54.74	
全部债务资本化比率（%）	40.53	48.67	50.55	
流动比率（%）	152.88	143.62	143.65	
经营现金流流动负债比（%）	-1.17	11.11	7.64	
现金短期债务比（倍）	0.46	0.47	0.72	
EBITDA利息倍数（倍）	10.45	6.87	5.26	
全部债务/EBITDA（倍）	2.94	5.91	6.39	

公司本部口径				
项目	2021年	2022年	2023年	
资产总额（亿元）	25.00	30.15	30.72	
所有者权益（亿元）	14.20	14.85	15.74	
全部债务（亿元）	5.86	11.56	12.16	
营业总收入（亿元）	31.23	42.84	39.83	
利润总额（亿元）	1.28	1.02	1.02	
资产负债率（%）	43.22	50.74	48.75	
全部债务资本化比率（%）	29.21	43.77	43.57	
流动比率（%）	144.50	143.61	158.12	
经营现金流流动负债比（%）	3.93	4.08	0.61	

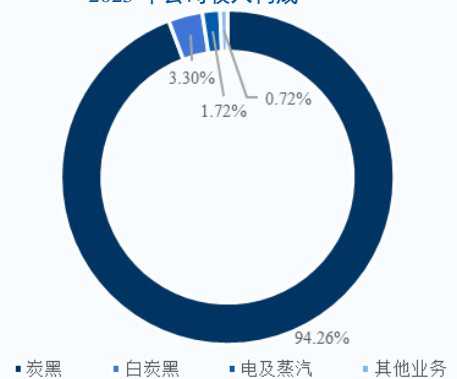
注：1.本报告部分合计数据与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2.2021年数据为追溯调整后数据；3.公司合并口径中其他应付款中有息部分已调入短期债务

资料来源：联合资信根据公司年报整理

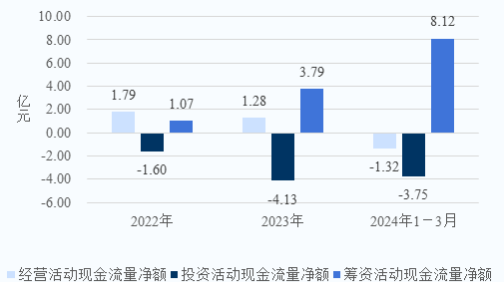
2023年底公司资产构成



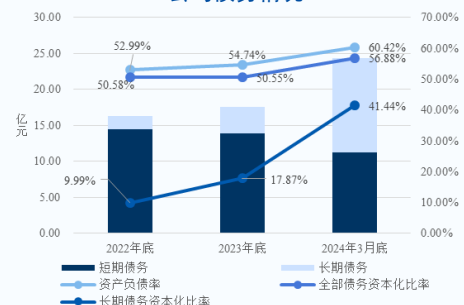
2023年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
龙星转债	7.5475 亿元	7.5475 亿元	2030/02/01	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
龙星转债	AA/稳定	AA/稳定	2023/06/12	王越 蔡伊静	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：蔡伊静 caiyj@lhratings.com

项目组成员：王越 wangyue@lhratings.com

樊思 fansi@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于龙星化工股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化，公司实际控制人仍为刘江山先生，持股比例为 19.95%。截至 2024 年 3 月底，公司股本为 4.91 亿元。截至本报告出具日，公司实控人所持股权未被质押。

公司主营业务为炭黑产品的生产和销售，按照联合资信行业分类标准划分为化工行业。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设证券部、财务部、市场营销部、研发部、审计部等职能部门。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 38.04 亿元，所有者权益 17.22 亿元（无少数股东权益）；2023 年，公司实现营业总收入 42.72 亿元，利润总额 1.26 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 46.55 亿元，所有者权益 18.42 亿元（无少数股东权益）；2024 年 1-3 月，公司实现营业总收入 10.01 亿元，利润总额 0.34 亿元。

公司注册地址：河北省沙河市东环路龙星街 1 号；法定代表人：刘鹏达。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表。公司发行的“龙星转债”尚未进入转股期。

图表 1· 公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
龙星转债	7.5475	7.5475	2024/02/01	6 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2024 年 5 月底，“龙星转债”募集资金使用情况如下。

图表 2· “龙星转债”募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金承诺投资金额	截至 2024 年 5 月底累计投入金额
山西龙星碳基新材料循环经济产业项目（一期）	160365.66	75475.39	42769.03

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

炭黑作为国民经济中重要的高分子纳米材料，广泛应用于轮胎、橡胶制品、导电、色素、新能源等领域。根据 QYResearch 最新调研报告，预计 2029 年全球橡胶硬质炭黑市场规模将达到 1644.19 百万美元。高端特种炭黑和非橡胶高值炭黑领域依赖进口，炭黑产能在橡胶用炭黑领域的同质化竞争和过剩情况持续恶化。2023 年，国内炭黑结构性产能过剩情况依然存在，截至 2023 年 12 月，据百川盈孚统计目前国内炭黑总产能 859.7 万吨，炭黑行业平均开工 59.35%。据中国橡胶工业协会炭黑分会统计数据显示，2023 年全国会员企业炭黑生产总量 493.33 万吨，同比增加 4.71%。

因炭黑生产成本中原材料煤焦油占比过大，加之炭黑行业产能结构性过剩，炭黑市场价格受煤焦油价格影响大。2023 年，炭黑行业原材料煤焦油价格以震荡下行为主，炭黑产品销售价格跌幅增大，据百川盈孚统计，炭黑年内均价约 9230 元/吨，较 2022 年均价下调 815 元/吨，跌幅 8.11% 左右。

国内炭黑行业集中度不断提高，据中国橡胶工业协会炭黑分会统计数据显示，2023 年，年产 10 万吨以上的炭黑企业共计 12 家，这 12 家企业的产量约占会员企业总产量的 80%。其中，江西黑猫炭黑股份有限公司炭黑产量 92.17 万吨，排名第一，占会员企业总产量的 18.68%，排名第二的金能科技股份有限公司炭黑产量为 59.59 万吨。

中国是全球炭黑主要生产国，占全球总产能近 50%，在能耗双控监管驱动的供给侧改革下，预计未来国内小产能或将面临出清压力，炭黑行业产能将逐渐向优势企业集中，规模企业的市场份额有望稳中有升。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。截至 2023 年底，公司炭黑设计产能为 42 万吨/年，拥有 13 条具有国际先进水平的新工艺湿法造粒炭黑生产线，炭黑产能规模居中国第三。2023 年，公司炭黑产量为 48.63 万吨，实现营业总收入 42.72 亿元。公司作为炭黑行业高新技术企业，在炭黑反应炉、炭黑尾气的回收治理等方面积累了多项核心技术和专利成果，建立了河北省省级企业技术中心。跟踪期内，公司主要攻克研发项目 12 项。截至 2023 年底，公司累计获得国家专利授权 108 项，其中发明专利 26 项，实用新型专利 82 项。其中，公司自主设计开发的特炭工艺及降碳技术攻关研发项目，较大幅度提高了余热利用效率，实现生产效率提升、节能降耗和降本增效的目标；公司自主研发的空气换热技术，最大程度利用余热，目前已经申请国家专利。

历史信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2024 年 5 月 17 日，公司未结清和已结清信贷中无不良/违约类贷款；根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录。截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

（二）管理水平

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

2023 年 12 月，公司董事会及高级管理人员换届，马宝亮和边同乐不再担任董事，刘飞舟不再担任董事及副总经理。截至本报告出具日，公司董事会人员为刘鹏达、魏亮、杨津、乔习学、马维峰、彭玉平、阎丽明、李馨子、刘鹏飞；高级管理人员为魏亮、杨津、马宝亮、边同乐、刘成友、孟奎、彭玉平、马维峰、王冰。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司产品产能未发生变化，产品销量受下游需求影响有所波动。2023 年，公司收入规模有所下降，产品原材料成本亦有所下降，毛利率同比变化不大。整体看，公司经营较为稳定。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。2023 年，炭黑价格下降导致公司炭黑板块收入同比下降 3.78%；受益于白炭黑销量增加，白炭黑板块营业收入同比增长 42.42%；其他业务板块主要为外销报关后的运输费收入、保险费收入等，2023 年该业务收入同比显著下降，主要系 2022 年海运运费价格较高，以及有部分加急订单采用航空运输，拉高运费，2023 年恢复正常所致。综上，2023 年，公司营业总收入同比下降 6.31%。毛利率方面，2023 年，公司炭黑产品价格及成本均有所下降，整体毛利率变化不大；白炭黑产品受成本下降以及产能利用率提

高摊薄成本等因素影响，板块毛利率同比提升 11.92 个百分点，其他板块中硫酸铵价格上涨以及处理废旧物资量增加带动板块毛利率同比有所提升。综合看，公司综合毛利率同比变化不大。

2024 年 1—3 月，受炭黑价格及原材料价格下降影响，公司实现营业总收入 10.01 亿元，同比下降 10.62%，营业成本 8.96 亿元，同比下降 13.47%。同期，公司营业利润率为 9.90%，同比变化不大。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 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
炭黑	41.85	91.77%	8.00%	40.27	94.26%	7.98%	9.25	92.49%	8.53%
白炭黑	0.99	2.17%	17.17%	1.41	3.30%	29.09%	0.34	3.41%	30.67%
电及蒸汽	0.74	1.62%	51.32%	0.74	1.72%	55.13%	0.21	2.14%	64.19%
其他	2.02	4.43%	3.75%	0.31	0.72%	21.06%	0.20	1.96%	5.60%
合计	45.60	100.00%	8.71%	42.72	100.00%	9.57%	10.01	100.00%	10.42%

注：1.尾差系四舍五入所致；2.其他业务主要包括运费、废旧物资销售、硫酸铵产品销售
 资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要经营主体、生产模式及产品产能未发生变化，主要产品受市场需求增加影响产销量同比有所增长，主要产品产能利用率有所提高。原材料采购方面，跟踪期内，公司原材料主要供应商和采购模式等未发生重大变化。受主要原材料市场价格波动影响，公司主要原材料采购价格呈下降态势，公司生产成本压力有所缓解。供应商方面，2023 年及 2024 年一季度，公司主要原材料前五大供应商较为稳定，占比情况变化不大，占比分别为 32.94% 和 30.57%，集中度一般。同期，公司炭黑产品受原材料价格下降影响，销售价格呈下降态势；白炭黑产品价格 2024 年一季度略有回升，主要系下游市场需求有所回升所致。因公司产品生产销售模式仍为“以销定产”，跟踪期内，公司主要产品产销量保持很高水平。从下游客户来看，2023 年及 2024 年一季度，公司主要产品前五大客户变化不大，占比情况变化较小，占比分别为 35.25% 和 36.92%，集中度一般。

图表 4 • 公司主要产品产能及产量情况

子公司或经营实体	项目	产能 (万吨/年)	产量(万吨)		
			2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
公司本部	炭黑	30.00	33.58	34.78	8.66
	白炭黑	3.50	1.99	2.97	0.71
焦作公司	炭黑	12.00	13.01	13.85	3.35
合计	炭黑	42.00	46.59	48.63	12.01
	白炭黑	3.50	1.99	2.97	0.71

资料来源：公司提供

图表 5 • 公司主要原材料采购情况

材料名称	项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
煤焦油	采购金额(亿元)	26.99	25.05	5.90
	采购量(万吨)	53.67	60.90	15.05
	采购均价(元/吨)	5028.09	4113.86	3920.95
葱油	采购金额(亿元)	6.67	3.54	0.68
	采购量(万吨)	14.40	8.54	1.68
	采购均价(元/吨)	4628.83	4144.28	4037.46
天然气	采购金额(亿元)	3.10	2.86	0.72
	采购量(万立方米)	9398.48	9498.98	2342.76
	采购均价(元/立方米)	3.30	3.01	3.09

资料来源：公司提供

图表 6 • 公司主要产品销售情况

产品名称	项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
炭黑	销量（万吨）	46.79	49.27	12.35
	销售均价（元/吨）	8943.38	8173.54	7492.34
	产销率	100.45%	101.31%	102.89%
白炭黑	销量（万吨）	1.96	3.03	0.70
	销售均价（元/吨）	5068.64	4647.60	4842.00
	产销率	98.32%	101.95%	99.85%

注：尾数差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2 未来发展

2024 年，公司整体资本支出压力不大。本次募投项目建成投产后，需要关注项目产能释放及投产后的市场拓展风险。

在建工程方面，公司主要在建项目为本期可转换债募投项目（20 万吨/年高纯度纳米炭黑），该项目已完成投资 6.14 亿元，2024 年剩余投资金额为 7.00 亿元。公司已于 2024 年 2 月成功发行可转换债券，募集资金 7.5475 亿元，2024 年整体资本支出压力不大。公司经营环境较为稳定，可持续发展的基础较好，未来随着本次募投项目建成投产，产能规模将大幅提升，企业经济效益和综合竞争能力将进一步提升。但由于目前炭黑行业整体产能利用率不高，仍需关注项目投产后的市场消纳风险。

图表 7 • 主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	总投资	已完成投资	资金来源	未来计划投资		
					2024 年 4—12 月	2025 年	2026 年
碳基新材料项目一期工程	2023.04	16.04	6.14	自有资金、项目贷款及可转债募集资金	7.00	2.00	--

注：已完成投资金额为实际支付金额
资料来源：公司提供

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2024 年一季度财务数据未经审计。2023 年，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司募投项目投资力度加大，带动资产规模有所增长。公司资产仍以流动资产为主。公司应收账款规模较大，对资金形成一定占用。项目投资力度不断加大也导致公司债务规模有所增长，但整体债务负担适中。随着公司债务结构的不断调整，集中兑付压力有所缓解。整体看，公司资产质量较好，资本结构佳。

截至 2023 年底，公司合并资产总额较上年底增长 12.54%，主要系项目投资增加带动在建工程和无形资产增长所致。公司资产仍以流动资产为主，非流动资产占比较上年底上升较快。其中，公司货币资金较上年底增长 47.28%，主要系净融资增加以及货款回收增加所致；公司产品销售银行承兑汇票收款增加带动应收账款融资较上年底大幅增长 68.29%；公司应收账款规模变化不大，但较大规模的应收账款仍对公司资金形成一定占用；公司商品库存量减少以及产品价格下降导致存货较上年底下降 37.40%；随着募投项目投资力度加大，公司在建工程和无形资产较上年底显著增长。

截至 2023 年底，公司受限资产规模为 2.22 亿元，受限资产比例为 5.84%，受限比例较低。

截至 2024 年 3 月底，公司资产结构变化不大，资产规模较上年底增长 22.37%，主要系公司于 2024 年 2 月发行可转换债券带动资产增加所致。

图表 8 • 公司资产主要构成情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	23.10	68.33	24.04	63.19	31.43	67.53

货币资金	2.73	11.82	4.02	16.72	6.12	19.46
应收账款	9.45	40.90	9.00	37.46	8.96	28.49
应收款项融资	3.56	15.42	5.99	24.94	8.81	28.03
存货	6.66	28.85	4.17	17.35	4.12	13.12
非流动资产	10.70	31.67	14.00	36.81	15.11	32.47
固定资产	8.12	75.83	7.72	55.14	7.57	50.09
在建工程	0.17	1.59	3.06	21.83	4.38	28.95
无形资产	1.15	10.72	2.52	17.98	2.51	16.60
资产总额	33.80	100.00	38.04	100.00	46.55	100.00

注：1.流动资产各科目占比系其占流动资产比例，非流动资产各科目占比系其占非流动资产比例；2.固定资产包括固定资产和固定资产清理，在建工程包括在建工程和工程物资
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

图表 9 • 公司负债主要构成情况

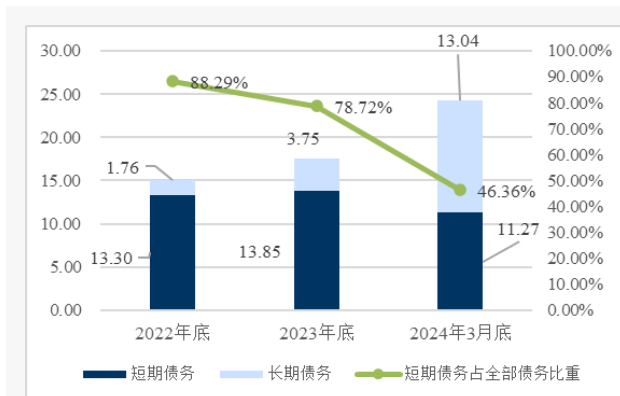
项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	16.08	89.78	16.73	80.36	14.75	52.44
短期借款	7.06	43.89	8.33	49.78	8.07	54.70
应付票据	5.23	32.55	2.50	14.97	1.09	7.37
应付账款	1.98	12.30	1.95	11.68	2.47	16.72
一年内到期的非流动负债	1.01	6.27	3.02	18.06	2.11	14.33
非流动负债	1.83	10.22	4.09	19.64	13.37	47.56
长期借款	1.76	96.39	3.75	91.61	6.43	48.06
应付债券	--	--	--	--	6.61	49.41
递延收益	0.07	3.61	0.34	8.39	0.34	2.53
负债总额	17.91	100.00	20.82	100.00	28.12	100.00

注：1.流动负债各科目占比系其占流动负债比例，非流动负债各科目占比系其占非流动负债比例；2.其他应付款包括应付利息、应付股利和其他应付款
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2023 年底，公司负债和有息债务规模较上年底均有所扩大。2023 年，公司通过票据方式付款减少，使得公司应付票据较上年底下降 52.16%；公司短期借款主要用于日常经营资金周转，长期借款主要为项目贷款，2023 年底，公司银行借款较上年底有所增长。同期末，受益于利润积累，公司所有者权益规模较上年底增长 8.36%至 17.22 亿元。截至 2023 年底，公司全部债务较上年底增长 16.83%，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率均较上年底有所增长，但整体债务负担处于适中水平。

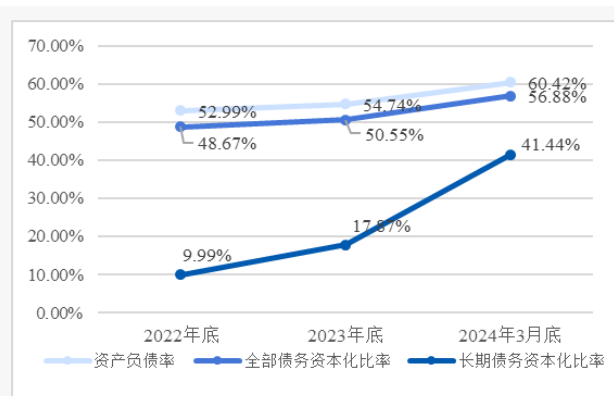
受公司发行可转换债券以及长期借款规模持续扩大共同影响，截至 2024 年 3 月底，公司负债和有息债务较上年底有所扩大，债务负担有所加重。但公司债务结构有所调整，长期债务占比较高。同期末，公司非流动负债占比快速提高。

图表 10 • 公司有息债务情况 (单位：亿元)



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

图表 11 • 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司经营业绩保持稳健，整体偿债指标表现良好。

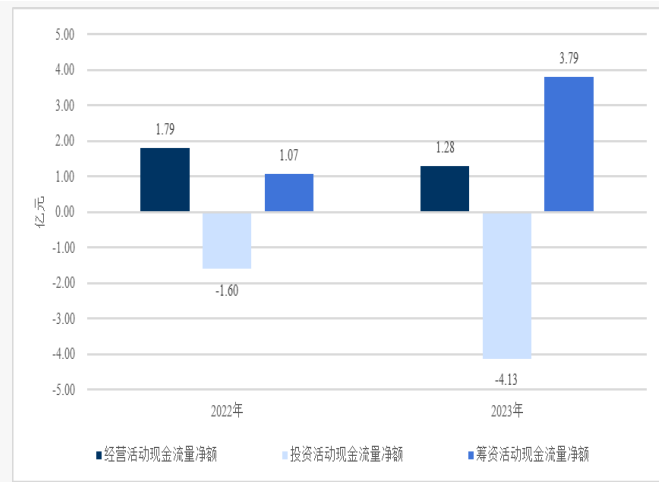
2023年，受产品价格以及原材料价格下降影响，公司营业总收入和营业成本均同比下降6.31%和7.21%。2023年，公司债务负担加重使得利息支出增加以及汇兑收益同比减少等导致财务费用显著增加，使得公司期间费用同比增长14.41%；公司期间费用率为5.99%，同比增加1.08个百分点。非经常性损益方面，2023年，公司资产减值损失主要为提取存货跌价准备以及设备减值，对利润有一定侵蚀；投资收益主要为当年承兑汇票贴现利息；其他收益主要为退税、补贴款以及补助资金，对利润形成一定补充。综上，公司利润总额同比有所增长，带动营业利润率有所提升。同期，公司总资本收益率和净资产收益率同比变化不大，盈利能力较为稳定。

图表 12 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1-3月
营业总收入	45.60	42.72	10.01
营业成本	41.63	38.63	8.96
期间费用	2.24	2.56	0.73
资产减值损失	-0.23	-0.23	0.00
投资收益	-0.22	-0.03	0.00
利润总额	1.14	1.26	0.34
营业利润率（%）	8.23	9.00	9.90
总资本收益率（%）	4.38	4.68	--
净资产收益率（%）	6.53	6.41	--

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

图表 13 • 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 14 • 公司偿债指标情况

项目	指标	2022年	2023年
短期偿债指标	流动比率（%）	143.62	143.65
	速动比率（%）	102.19	118.72
	经营现金流流动负债比（%）	11.11	7.64
	经营现金/短期债务（倍）	0.13	0.09
	现金短期债务比（倍）	0.47	0.72
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	2.55	2.75
	全部债务/EBITDA（倍）	5.91	6.39
	经营现金/全部债务（倍）	0.12	0.07
	EBITDA 利息倍数（倍）	6.87	5.26
	经营现金/利息支出（倍）	4.81	2.44

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2023年，公司经营活动现金流保持净流入态势，净流入规模同比有所下降。受下游回款有账期及使用票据结算的影响，公司现金收入比为80.68%。受公司项目投资影响，投资活动现金流净流出规模同比显著增加。公司经营活动现金流不能满足投资需求，考虑到公司已发行可转换债券，募集资金用于项目建设，且银行授信额度充足，整体筹资压力较小。

截至2023年底，受益于公司压降库存，速动比率有所提升；同期末，公司现金类资产规模增长带动现金短期债务比指标有所提升。2023年，公司长期偿债指标略有弱化，整体变化不大。2024年一季度，受益于可转换债券成功发行，公司现金类资产对短期债务覆盖程度明显提升。整体看，公司偿债指标表现良好。

截至2023年底，公司无对外担保，无未决诉讼。

银行授信方面，截至2023年底，公司共获得银行授信额度31.47亿元，未使用授信14.01亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司主要业务集中在本部。公司本部资产规模较大，整体债务负担尚可。

公司主要业务集中在本部，公司本部资产、收入及利润总额占合并口径的比重很高。截至 2023 年底，公司本部资产规模及结构较上年底变化不大。由于公司本部无新增在建项目，本部负债规模较上年底略有下降，负债结构变化不大。截至 2023 年底，公司本部债务规模为 12.16 亿元，较上年底略有增长。公司本部债务结构以短期债务为主（占 85.77%）。同期末，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 48.75% 和 43.57%，债务负担尚可。2023 年，公司本部营业总收入为 39.83 亿元，利润总额为 1.02 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为 0.08 亿元，投资活动现金流净额-1.99 亿元，筹资活动现金流净额 1.54 亿元。

七、ESG 方面

公司重视 ESG 管理工作，但考虑到炭黑生产存在一定的环保风险，联合资信将持续重点关注公司在环保管理等方面的表现。

环境方面，公司作为炭黑产品生产企业，生产过程中涉及到污染物排放。跟踪期内，公司生产经营严格遵守环境保护的各项法律法规。公司配套建设有脱硫、脱硝、湿电除尘等污染防治设施，废气治理采用低氮燃烧、高效脱硫、脱硝、布袋除尘和湿式静电除尘等先进工艺装备，废气经治理设施处理后实现超低排放。公司在突发环境事件、环境自行检测等方面均制定了相应预案和制度。2023 年，公司未出现因环境问题受到行政处罚的情况。

社会责任方面，公司纳税情况良好，为 2023 年度纳税信用 A 级纳税人。同时，公司在客户权益保护及供应商权益保护方面均建立了相对完善的机制。公司建立了严密有效的质量管理体系，以不断创新持续改善为目的，强化产品质量管理，优化产品结构，为客户提供优质的产品和服务。公司注重与供应商的沟通和协调，与供应商保持了良好的长期合作关系。2023 年，公司参与社区建设，捐资助教等活动，为改善社区教育及环境和提高社区就业率等方面做出一定贡献。

2023 年，公司董事会中独立董事占比 33.33%，女性高管占比 33.33%；公司董事及高管从业经验较为丰富，学历水平较高。

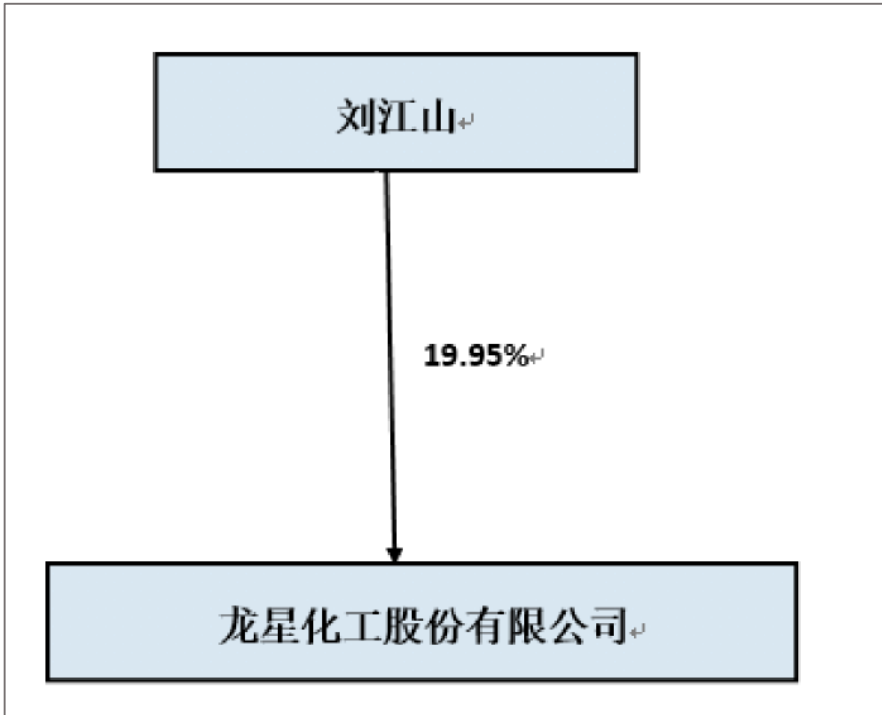
八、债券偿还能力分析

截至 2024 年 3 月底，公司存续债券“龙星转债”余额共 7.5475 亿元。2023 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对债券余额的保障倍数分别为 4.66 倍、0.17 倍和 0.36 倍，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力很强。截至本报告出具日，“龙星转债”尚未进入转股期，待进入转股期后，未来若债券持有人转股，公司偿债压力将减轻。

九、跟踪评级结论

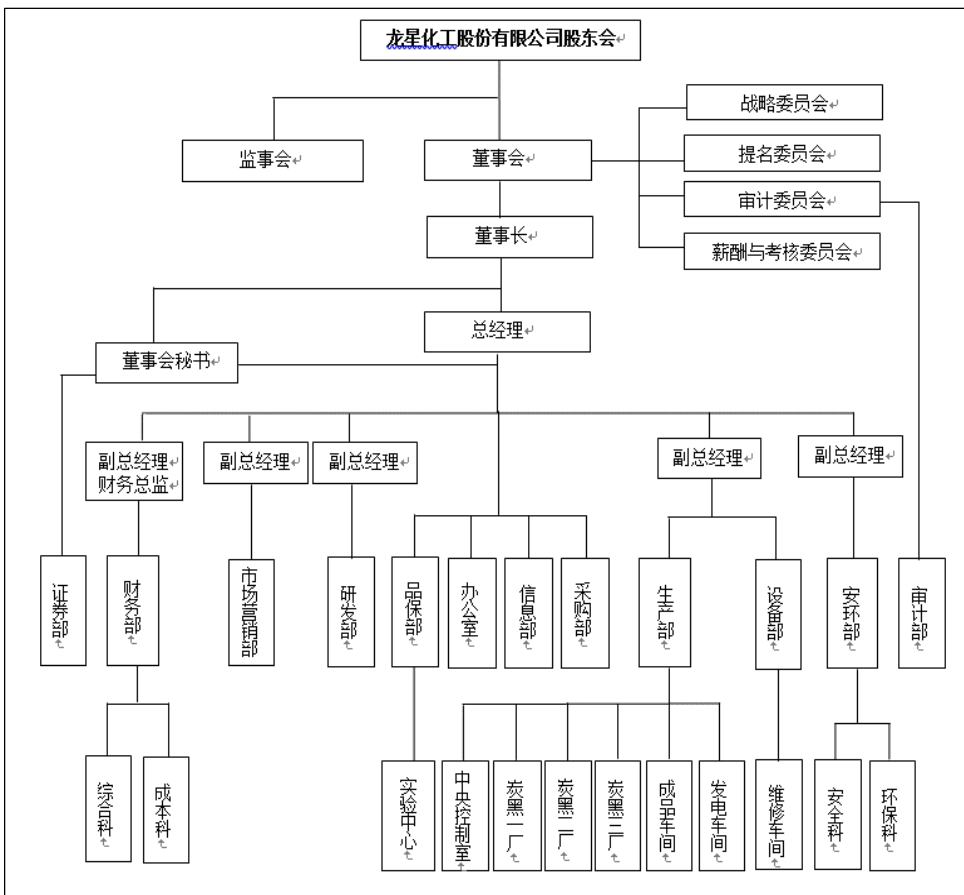
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“龙星转债”的信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

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



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金 (万元)	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
焦作龙星化工有限责任公司	20000.00	100.00	--	设立
沙河市龙星辅业有限公司	300.00	100.00	--	设立
龙星化工（欧洲）贸易有限公司	5 万欧元	100.00	--	设立
沙河市龙星精细化工有限公司	8000.00	100.00	--	非同一控制下企业合并
桦甸市常山铁矿有限公司	930.63	100.00	--	非同一控制下企业合并
山西龙星新材料科技发展有限公司	5000.00	100.00	--	设立
河北新珑智控科技有限责任公司	12000.00	100.00	--	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.15	6.29	10.02	17.31
应收账款（亿元）	7.96	9.45	9.00	8.96
其他应收款（亿元）	0.10	0.09	0.10	0.11
存货（亿元）	5.10	6.66	4.17	4.12
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	8.79	8.12	7.72	7.57
在建工程（亿元）	0.09	0.17	3.06	4.38
资产总额（亿元）	27.96	33.80	38.04	46.55
实收资本（亿元）	4.91	4.91	4.91	4.91
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	15.07	15.89	17.22	18.42
短期债务（亿元）	9.08	13.30	13.85	11.27
长期债务（亿元）	1.19	1.76	3.75	13.04
全部债务（亿元）	10.27	15.07	17.60	24.30
营业总收入（亿元）	34.39	45.60	42.72	10.01
营业成本（亿元）	29.32	41.63	38.63	8.96
其他收益（亿元）	0.15	0.10	0.31	0.11
利润总额（亿元）	1.95	1.14	1.26	0.34
EBITDA（亿元）	3.50	2.55	2.75	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	20.49	34.70	34.47	6.03
经营活动现金流入小计（亿元）	20.77	35.05	35.16	6.09
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.14	1.79	1.28	-1.32
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.38	-1.60	-4.13	-3.75
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.61	1.07	3.79	8.12
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.81	3.87	3.05	--
存货周转次数（次）	7.13	7.08	7.13	--
总资产周转次数（次）	1.29	1.48	1.19	--
现金收入比（%）	59.58	76.10	80.68	60.22
营业利润率（%）	14.05	8.23	9.00	9.90
总资本收益率（%）	8.09	4.55	4.68	--
净资产收益率（%）	11.39	6.53	6.41	--
长期债务资本化比率（%）	7.34	9.99	17.87	41.44
全部债务资本化比率（%）	40.53	48.67	50.55	56.88
资产负债率（%）	46.10	52.99	54.74	60.42
流动比率（%）	152.88	143.62	143.65	213.13
速动比率（%）	109.00	102.19	118.72	185.17
经营现金流动负债比（%）	-1.17	11.11	7.64	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.47	0.72	1.54
EBITDA 利息倍数（倍）	10.45	6.87	5.26	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.94	5.91	6.39	--

注：1 公司 2024 年一季度数据未经审计；2 公司其他应付款中有息部分已调入短期债务；3 公司 2021 年数据为追溯调整后数据

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.08	4.40	6.75
应收账款（亿元）	7.30	9.30	8.07
其他应收款（亿元）	0.43	1.12	2.63
存货（亿元）	3.53	4.70	3.02
长期股权投资（亿元）	3.67	3.91	4.36
固定资产（亿元）	6.03	5.77	5.24
在建工程（亿元）	0.02	0.00	0.00
资产总额（亿元）	25.00	30.15	30.72
实收资本（亿元）	4.91	4.91	4.91
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	14.20	14.85	15.74
短期债务（亿元）	5.26	10.16	10.43
长期债务（亿元）	0.60	1.40	1.73
全部债务（亿元）	5.86	11.56	12.16
营业总收入（亿元）	31.23	42.84	39.83
营业成本（亿元）	27.78	39.71	36.81
其他收益（亿元）	0.11	0.07	0.26
利润总额（亿元）	1.28	1.02	1.02
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	20.44	29.84	29.46
经营活动现金流入小计（亿元）	20.67	30.11	29.84
经营活动现金流量净额（亿元）	0.40	0.56	0.08
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.18	-1.49	-1.99
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.02	2.14	1.54
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.75	4.07	3.23
存货周转次数（次）	9.72	9.65	9.54
总资产周转次数（次）	1.35	1.55	1.31
现金收入比（%）	65.44	69.66	73.96
营业利润率（%）	10.50	6.95	7.16
总资本收益率（%）	6.65	4.37	4.67
净资产收益率（%）	7.82	5.94	5.57
长期债务资本化比率（%）	4.05	8.60	9.89
全部债务资本化比率（%）	29.21	43.77	43.57
资产负债率（%）	43.22	50.74	48.75
流动比率（%）	144.50	143.61	158.12
速动比率（%）	109.72	109.68	135.07
经营现金流动负债比（%）	3.93	4.08	0.61
现金短期债务比（倍）	0.59	0.43	0.65
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：“/”表示未获取

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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