

# 中证鹏元资信评估股份有限公司

## 信用等级通知书

中鹏信评【2019】第 Z【495】号

### 山东道恩高分子材料股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争以及财务实力等方面对贵公司及贵公司拟发行的山东道恩高分子材料股份有限公司 2019 年公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零一九年八月三十一日

# 山东道恩高分子材料股份有限公司 2019 年公开发行可转换 公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

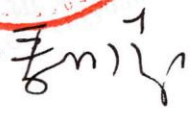
本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用等级的变化情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：  
中鹏信评【2019】第 Z  
【495】号 01

分析师

姓名：

钟继鑫 邓艰  
电话：  
0755-82820859

邮箱：

dengj@cspengyuan.com

评级日期：

2019 年 9 月 18 日

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该  
评级方法已披露于公司  
官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 山东道恩高分子材料股份有限公司 2019 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行规模：不超过 3.60 亿元

债券期限：6 年

担保主体：山东道恩钛业有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

发行主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对山东道恩高分子材料股份有限公司（以下简称“道恩股份”或“公司”，股票代码：002838.SZ）本次拟发行总额不超过 3.60 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到近年来公司主要产品产能提升较快，产能利用率和产销率较好，销售收入和净利润快速增长，经营业务现金生成能力较强；同时中证鹏元也关注到，下游的汽车和家电行业景气度不高，给公司带来了一定的经营压力，公司对单一客户存在一定的依赖，主要产品毛利率存在波动风险及有息债务大幅增加，存在期限错配等风险因素。

### 正面：

- 近年来公司主要产品产能提升较快，产能利用率和产销率较好。公司主要产品为改性塑料和热塑性弹性体，改性塑料和热塑性弹性体的产能分别由 2016 年的 5.00 万吨和 1.36 万吨提升至 2018 年的 8.80 万吨和 1.90 万吨，改性塑料和热塑性弹性体的产能利用率分别维持在 80%和 85%以上，产销率均维持在 85%以上。
- 近年来公司销售收入和净利润快速增长。得益于产能提升、对外并购和订单增加，2016-2018 年公司营业收入分别为 8.00 亿元、9.34 亿元和 13.63 亿元，年均复合增长率为 30.53%；同期净利润分别为 0.82 亿元、0.96 亿元和 1.24 亿元，年均复合增长率为 23.54%。
- 公司经营业务现金生成能力较强。近年来公司经营业务现金生成能力较好，

2016-2018 年 FFO 分别为 1.15 亿元、1.23 亿元和 1.52 亿元。

关注：

- 下游的汽车和家电行业景气度不高，给公司带来一定的经营压力。目前改性塑料下游最大的应用领域家电和汽车的应用占比在 60%以上，自 2017 年以来，我国汽车行业景气度不高，销量增速开始下降，尤其是 2018 年 7 月以来，我国汽车销量已连续 12 个月同比负增长；2018 年我国主要家电产品销量呈分化行情，部分主要的家电产品销量负增长，给公司带来了一定的经营压力。
- 公司对单一客户存在一定的依赖。2018 年公司并购的子公司青岛海尔新材料研发有限公司（以下简称“海尔新材料”）的主要客户为青岛海尔零部件采购有限公司及关联公司（以下简称“青岛海尔”），2019 年 1-6 月青岛海尔成为公司第一大客户，销售收入为 4.40 亿元，占当期营业收入的 33.84%。
- 公司主要产品毛利率存在波动风险。公司各类产品毛利率易受上游石油化工产品价格影响而发生波动。2016-2018 年公司改性塑料毛利率分别为 19.05%、13.79%和 14.44%；同期热塑性弹性体毛利率分别为 34.59%、33.94%和 30.26%；同期色母粒毛利率分别为 20.60%、17.08%和 13.96%。
- 公司有息债务大幅增加，存在期限错配风险。截至 2019 年 6 月末，公司有息债务为 3.53 亿元，相比 2016 年末增长 320.24%。有息债务均为短期借款，主要用于生产经营投入等长期资产构建，存在期限错配风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年6月末 /2019年1-6月	2018年末 /2018年度	2017年末 /2017年度	2016年末 /2016年度
总资产	176,891.38	173,212.87	99,060.02	100,975.29
归属于母公司所有者权益	99,857.10	94,477.25	84,250.80	76,301.72
有息债务	35,300.00	35,300.00	0.00	8,400.00
资产负债率	40.12%	42.26%	14.95%	22.48%
流动比率	1.80	1.65	6.04	3.94
速动比率	1.19	0.99	3.67	3.23
营业收入	129,890.14	136,253.32	93,408.53	79,968.50
营业利润	9,774.43	13,991.91	10,517.02	8,945.17
净利润	8,444.58	12,442.98	9,573.88	8,152.71
综合毛利率	16.06%	17.46%	20.55%	24.38%
总资产回报率	-	10.78%	11.20%	12.36%
EBITDA	12,862.21	17,516.36	13,270.32	11,572.75
EBITDA 利息保障倍数	12.66	26.54	90.81	28.71
经营活动现金流净额	13,809.64	3,042.65	3,359.31	4,466.88

注：公司 2017 年财务数据来源于 2018 年审计报告期初数（上期数），2016 年财务数据来源于 2017 年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年6月末 /2019年1-6月	2018年末/ 2018年度	2017年末/ 2017年度
总资产	383,883.02	373,428.07	335,013.50
归属于母公司所有者权益	301,159.27	283,635.94	247,592.82
资产负债率	21.55%	24.05%	26.09%
营业收入	126,675.45	250,810.05	249,955.00
净利润	17,523.33	36,043.12	40,039.16
经营活动现金流净额	12,360.73	2,203.28	-

注：2017 年财务数据来源于 2018 年审计报告年初数。

资料来源：山东道恩钛业有限公司 2018 年及 2019 年 1-6 月审计报告（审计机构为烟台裕翔会计师事务所（普通合伙）），中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司前身为龙口市道恩工程塑料有限公司（以下简称“道恩有限”），成立于2002年12月6日，由龙口兴隆道恩化学有限公司和韩丽梅以货币资金出资设立，初始注册资本为50万元。2010年11月22日，道恩有限的3名自然人股东和1名法人股东作为发起人，以2010年9月30日为基准日，将道恩有限依法整体变更为股份公司，并更为现名，注册资本变更为5,700万元。2016年12月2日，经中国证券监督管理委员会证监许可【2016】2989号文核准，公司首次公开发行人民币普通股A股2,100万股，股票简称为“道恩股份”，股票代码为002838.SZ。

2017年-2019年上半年，公司共进行了三次资本公积转增资本，截至2019年6月末，公司注册资本及实收资本均为40,320.00万元，第一大股东为道恩集团有限公司（以下简称“道恩集团”），道恩集团的股东为韩丽梅和于晓宁夫妇，分别持股20%、80%，韩丽梅和于晓宁夫妇为公司的共同实际控制人。其中，截至2019年9月16日，韩丽梅和于晓宁夫妇直接和间接持有的处于质押状态的股份合计19,744万股，占其所持公司股份总数的70.16%，占公司总股本的48.97%。公司前十大股东明细如表1所示。

表1 截至2019年6月末公司前十大股东明细（单位：股）

序号	股东名称	股份数量	股权比例
1	道恩集团有限公司	195,609,210	48.51%
2	韩丽梅	85,798,352	21.28%
3	伍社毛	9,426,643	2.34%
4	华澳国际信托有限公司-华澳·道恩股份2017年员工持股集合资金信托计划	8,495,840	2.11%
5	全国社保基金四零四组合	5,562,362	1.38%
6	招商银行股份有限公司-鹏华创新驱动混合型证券投资基金	3,478,128	0.86%
7	新疆明德若水企业管理有限公司	2,931,287	0.73%
8	中国工商银行股份有限公司-鹏华改革红利股票型证券投资基金	2,431,258	0.60%
9	贾幼明	2,403,136	0.60%
10	沈向红	2,207,100	0.55%
	合计	318,343,316	78.96%

资料来源：Wind

公司主要从事热塑性弹性体、改性塑料和色母粒的研发、生产和销售，截至2019年6

月30日，纳入公司合并报表范围内的子公司共有4家<sup>1</sup>，其中一级子公司3家，二级子公司1家，具体如表2所示。

表2 截至2019年6月30日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	级次
青岛润兴塑料新材料有限公司	1,493.47	100.00%	色母粒的生产与销售	一级
山东道恩特种弹性体材料有限公司	3,000.00	100.00%	热塑性弹性体的生产与销售	一级
青岛海尔新材料研发有限公司	6,000.00	80.00%	改性塑料的生产与销售	一级
青岛海纳新材料有限公司	15,000.00	80.00%	改性塑料的生产与销售	二级

注：截至2019年6月末，青岛海纳新材料有限公司尚未开展具体经营，注册资本尚未实缴。  
资料来源：公司提供

## 二、本期债券概况

**债券名称：**山东道恩高分子材料股份有限公司2019年公开发行可转换公司债券；

**发行总额：**不超过人民币3.60亿元；

**债券期限：**6年；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

**转股期限：**自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

**初始转股价格：**本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前1个交易日公司A股股票交易均价，同时不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐人（主承销商）协商确定；

**转股价格的向下修正条款：**在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决；上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施，股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避，修正

<sup>1</sup>公司持有烟台旭力生恩投资中心（有限合伙）（以下简称“旭力生恩”）99.97%的认缴出资份额，根据旭力生恩的合伙协议，旭力生恩的全部业务以及其他活动之管理、控制、运营、决策的权力全部排它性地归属于执行事务合伙人重庆生众投资管理有限公司，由其直接行使，公司作为有限合伙人，其本身并不参与旭力生恩的经营管理，同时旭力生恩投资决策委员会共由3人组成，普通合伙人委派2人，有限合伙人委派1人，投资决策委员会在职权范围内，所表决事项应当经投资决策委员会全体委员三分之二（含三分之二）通过，故未将其纳入合并报表范围内。



后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日均价之间的较高者，同时不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值；若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

**债券赎回条款：**在本期债券期满 5 个工作日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据届时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定；在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：（1）在本期债券转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），（2）当本期债券未转股余额不足 3,000 万元时；

**债券回售条款：**在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司，若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算，如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使回售权；若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司，持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

**向原股东配售的安排：**本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量由股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定，并在本次可转换公司债券的发行公告中予以披露；

**增信方式：**山东道恩钛业有限公司（以下简称“道恩钛业”）为本期债券提供无条件

不可撤销的连带保证。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过3.60亿元，资金投向明细如下：

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

资金用途	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
道恩高分子新材料项目	36,000	26,000	72.22%
偿还银行借款及补充流动资金	10,000	10,000	-
合计	46,000	36,000	78.26%

资料来源：公司提供

#### （一）项目基本情况

本期债券募投项目为道恩高分子新材料项目，由公司子公司海尔新材料的全资子公司青岛海纳新材料有限公司负责建设生产，项目建设周期为12个月，自2019年12月至2020年11月。募投项目位于胶州市胶州经济技术开发区跃进河以南青连铁路以西青兰高速以东，厂区总占地面积93.093亩，约为62,062平方米。主要建设内容为办公楼与生产车间合建，建筑面积2,475平方米、生产车间六个，总建筑面积58,725平方米、道路硬化26,629.62平方米、绿化10,734.38平方米、门卫岗亭92平方米、停车位87个。

#### （二）项目审批情况

本期债券募投项目取得的批复文件如下表所示：

表4 道恩高分子新材料项目获得的相关部门的批复

文件名称	文号	出具单位	出具时间
胶州市企业投资项目备案证	2018-370281-29-03-000112	胶州经济技术开发区发展和改革委员会	2019-04-16
胶州经济技术开发区建设局关于道恩高分子新材料项目环境影响报告表的批复	胶经开审批【2019】03003号	胶州经济技术开发区建设局	2019-2-15

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### （三）项目投资进度

本期债券募投项目计划总投资36,000万元，其中：建设投资合计29,839.69万元，铺底流动资金6,160.31万元。截至2019年7月末，该项目暂未开工。

#### （四）项目经济效益

根据北京中金万瑞工程咨询有限公司出具的《青岛海纳新材料有限公司道恩高分子新材料项目可行性研究报告》（以下简称“募投项目可研报告”），募投项目年产能12万吨，

募投项目产品方案及产能情况如表5所示。

表5 本期债券募投项目产品方案及产能情况表（单位：万吨）

序号	产品名称	年产能	产品种类
1	ABS 热塑性高分子材料及车用材料专利产品	4	ABS 塑料颗粒
			FABS 塑料颗粒
			PP 塑料颗粒
2	阻燃聚苯乙烯（PS）树脂组合物及车用复合材料产品	4	PS 塑料颗粒
			PP 塑料颗粒
3	PC 复合材料专利产品	2	PC/ABS 塑料颗粒
			PP 塑料颗粒
4	玻纤增强 PA 复合材料及车用复合材料专利产品	2	PA 塑料颗粒
			PPO 塑料颗粒
			PP 塑料颗粒
合计		12	

资料来源：募投项目可研报告

根据募投项目可研报告，预计项目投入运营后，达产年均经营收入可实现14.80亿元，年均经营成本13.56亿元，净利润7,411.64万元/年，项目财务内部收益率约16.88%（税后），投资回收期约为6.97年（税后，不含建设期），具体财务指标如表6所示。但考虑到项目能否如期完工存在不确定性，且受改性塑料下游市场需求影响，募投项目存在收益不达预期的风险。

表6 本期债券募投项目生产期预计收入情况（单位：万元）

序号	营业收入	税金及附加	总成本费用	净利润	所得税后净现金流
1	0.00	0.00	37.92	-37.92	-29,830.21
2	74,000.00	196.91	70,242.31	2,680.07	-5,539.61
3	118,400.00	315.05	110,731.32	5,515.22	1,530.80
4	148,000.00	393.82	137,723.99	7,411.64	5,465.79
5	148,000.00	393.82	137,723.99	7,411.64	9,542.94
6	148,000.00	393.82	137,723.99	7,411.64	9,542.94
7	148,000.00	393.82	137,723.99	7,411.64	9,542.94
8	148,000.00	393.82	137,723.99	7,411.64	9,542.94
9	148,000.00	393.82	137,723.99	7,411.64	9,542.94
10	148,000.00	393.82	137,723.99	7,411.64	9,542.94
11	148,000.00	393.82	137,723.99	7,411.64	9,542.94
12	148,000.00	393.82	136,202.88	8,552.48	36,134.73
合计	1,524,400.00	4,056.31	1,419,006.35	76,003.01	74,562.08

资料来源：募投项目可研报告

## 四、运营环境

### 下游的汽车和家电行业景气度不高，短期内塑料行业需求面临一定增长压力

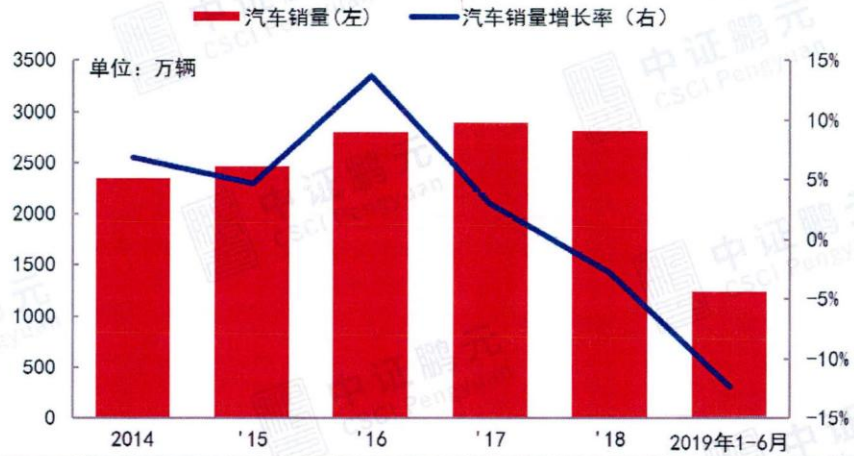
改性塑料行业是介于生产合成树脂的大型石化企业与生产具体塑料制品的塑料加工企业之间的独立行业。改性塑料是向合成树脂中添加合适的改性剂，采用一定的加工成型工艺，从而制得具有新颖结构特征、能够满足各种不同使用性能要求的新型塑料材料，在阻燃性、强度、抗冲击性、韧性等方面的性能都优于通用塑料。作为衡量一个国家塑料工业发展水平的指标——塑钢比，我国仅为30:70，不及世界平均水平50:50，更远不及发达国家如德国的63:37和美国的70:30。

改性塑料产品应用市场较为广泛，主要包括汽车、家电、电子电气、建筑和医疗等诸多行业，目前改性塑料下游最大的应用领域是家电和汽车，应用占比在60%以上，但是考虑到下游汽车行业增速下滑、家电行业增长乏力，短期内对塑料行业面临一定的增长压力。

自2017年以来，我国汽车行业景气度不高，销量增速开始下降，尤其是2018年7月以来，我国汽车销量已连续12个月同比负增长，其中2018年我国汽车销量为2,808.06万辆，同比下降2.76%，2019年1-6月销量为1,232.30万辆，同比下降12.40%，主要原因有一是居民杠杆不断抬升，居民消费意愿受到房地产支出挤压明显，二是经济换挡周期尚未结束，经济下行压力大，居民购买能力与消费意向不断削弱，进而影响乘用车购置需求；三是2019年处于国五切换国六的换挡期，消费者期待刺激利好政策以及出于对国五国六切换的不确定情绪，市场观望情绪浓厚。

总体来看，2019年下半年总需求仍将疲软，经济下行压力继续加大，居民消费能力与消费意愿难有大幅提升，汽车销量整体仍将保持下滑态势，但考虑到下半年一系列政策开始缓慢发力，国六标准提前实施缓和观望情绪，购买力逐步得到释放，且2018年下半年销量基数较低，预计2019年下半年汽车销量有望缓慢复苏，降幅将有所收窄。7、8月份受季节性因素影响较大，加之6月厂商大促透支部分需求，大部分国六车型刚刚上市，销量还没完全释放，因此市场增速仍将同比下滑；9-12月，在传统“金九银十”和年底冲量等利好因素的带动下，预测销量降幅将有所收窄。

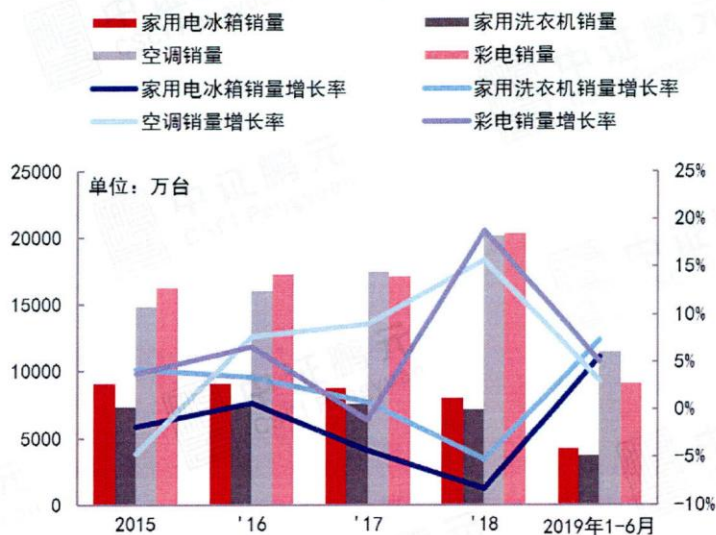
图1 近年来我国汽车销量及增长率情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018年我国家电行业延续2017年的分化行情，其中2018年我国家用电冰箱和家用洗衣机销量分别为8,004.97万台和7,193.10万台，销量同比分别下降8.27%和5.24%，空调和彩电销量分别为20,142.50万台和20,306.26万台，销量同比分别增长15.63%和18.78%。家电具有明显的房地产后周期属性，近年来房地产调控政策遏制了家电市场需求，根据国家统计局数据，2018年全国商品房销售面积同比增长1.3%，增速较上年下滑6.4个百分点，2019年上半年家电市场整体增长乏力，2019年1-6月家用电器、家用洗衣机、空调和彩电销量分别为4,168.11万台、3,734.52万台、11,423.92万台和9,118.47万台，同比分别增长5.49%、7.24%、3.05%和5.07%。2019年1-5月，国内商品房现房销售面积分别合计8,425.08万平方米，同比分别下降19.90%；期房销售面积47,092.97万平方米，同比增长2.60%。根据申万行业指数，2018年白色家电处于下行趋势，2019年上半年有所回升，但总体来看，短期内国内家电市场行业景气度较低，给改性塑料带来了较大的增长压力。

图2 近年来我国主要家电产品销量及增长率情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

随着油价下降, 改性塑料成本端有望迎来改善

改性塑料上游原材料主要为PP(聚丙烯)和ABS等石化产业链产品, 其中聚丙烯在改性塑料成本中的占比约为60%-70%左右。自2016年以来石油价格持续上涨, PP和ABS价格相应持续上升, 改性塑料行业盈利水平有所弱化, 从2018年下半年PP和ABS价格开始呈下降趋势, 改性塑料成本端有望迎来改善, 但改性塑料行业成本传递速度较慢, 销售价格难以及时反映原材料成本的变化, 油价波动对产品盈利能力影响较大。

图3 近年来我国 PP(市场价)、ABS(现货价)价格走势情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

### 1、公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会。公司制订了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。

股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针、投资计划、重大交易事项、公司资本变动、选举和更换董事、非由职工代表担任的监事等重大事项。2016-2018年公司累计召开年度股东大会3次，临时股东大会7次，会议的筹备、召开及决议均按照《股东大会议事规则》进行，并邀请见证律师进行现场见证并出具法律意见书。

董事会是公司常设决策机构，对股东大会负责，决定公司的经营计划和投资方案。公司董事会由9名董事组成，设董事长1名，独立董事3名。董事会人员组成专业结构合理，包括化工专业、财务和法律等方面的专家，具备履行职务所需的知识、技能和素质。董事会下设总经理一名、副总经理若干名。总经理及副总经理由董事会聘任或解聘，接受董事会的考核与监督，按照股东大会和董事会的要求进行日常经营管理工作。

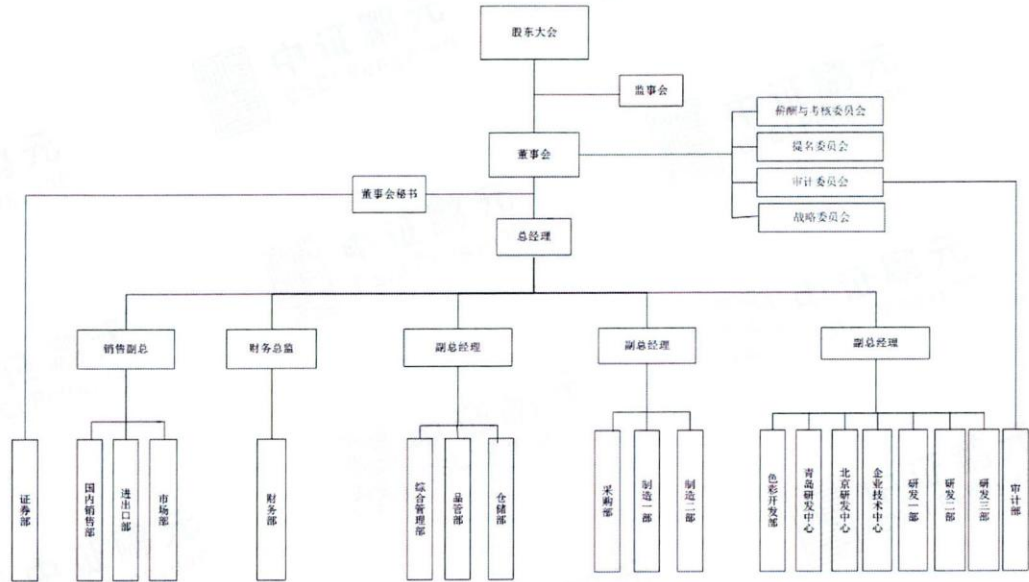
公司监事会有监事3人，其中1人为职工监事，监事会设主席1人。监事会职责包括：对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督和提议召开临时股东大会等。

近年公司股东大会、董事会、监事会及董事会各专门委员能依据相关工作程序，履行职责、实施权利，进行表决或发表相应意见。公司能够按照有关法律法规和公司章程的规定召开股东大会、董事会和监事会会议，并按规定流程进行公告披露。

### 2、公司管理

根据行业特点和经营管理需要，总经理下设市场部、采购部、制造一部和制造二部等部门，截至2019年7月31日，公司本部组织架构图如图4所示。

图4 截至2019年7月31日公司本部组织架构图



资料来源：公司提供

截至2019年6月末，公司在岗职工973人。从岗位构成来看，生产人员504人，占比51.80%，比较符合生产型企业的经营特点；技术人员202人，占比20.76%。从学历来看，本科及以上学历人员245人，占比25.18%。

表7 截至2019年6月末公司员工岗位分布情况

类别	人数	占比
生产人员	504	51.80%
销售人员	106	10.89%
技术人员	202	20.76%
财务人员	52	5.34%
行政人员	109	11.20%
合计	973	100.00%

资料来源：公司提供

表8 截至2019年6月末公司员工受教育情况

受教育程度	人数	占比
硕士及以上学历	49	5.04%
本科	196	20.14%
专科	189	19.42%
高职、中专	224	23.02%
其他	315	32.37%
合计	973	100%

资料来源：公司提供



## 六、经营与竞争

公司营业收入主要来源于改性塑料、热塑性弹性体和色母粒的生产与销售，2016-2018年营业收入分别为8.00亿元、9.34亿元和13.63亿元，年均复合增长率为30.53%，2019年1-6月营业收入为12.99亿元，同比增长142.74%，主要系新增子公司海尔新材料带来的改性塑料收入增加所致。其他业务收入主要为原料与废料销售收入，2018年以来公司加大了业务开展力度，收入规模大幅增加，但毛利率较低，对公司盈利贡献有限。

2016-2018年公司综合毛利率分别为24.38%、20.55%和17.46%，呈逐年下降趋势，主要原因是2017年石油价格上涨带动的聚丙烯和ABS等原材料价格上涨，2018年受原材料价格上涨影响，热塑性弹性体和色母粒毛利率较2017年有所下降。2019年1-6月公司综合毛利率继续下降至16.06%，主要原因是低毛利率的改性塑料收入占比大幅增加。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-6月		2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
改性塑料	91,057.98	13.59%	82,918.74	14.44%	49,161.66	13.79%	40,808.33	19.05%
热塑性弹性体	19,588.28	33.09%	31,525.10	30.26%	28,333.26	33.94%	26,062.02	34.59%
色母粒	7,766.33	18.69%	15,844.60	13.96%	15,301.67	17.08%	12,456.56	20.60%
其他业务收入	11,477.55	4.85%	5,964.89	0.94%	611.93	30.60%	641.59	21.88%
合计	129,890.14	16.06%	136,253.32	17.46%	93,408.53	20.55%	79,968.50	24.38%

资料来源：公司提供

近年来公司主要产品销售收入均快速增长，产销率良好，但对单一客户存在一定的依赖

公司的热塑性弹性体、改性塑料和色母粒的产品应用领域相近，下游客户主要为家电和汽车行业，具有一定的重叠性，在市场销售中有一定的协同性。销售模式以直销为主，经销为辅，直销是指公司与客户签订加工定制合同，将产品直接销售给客户，经销是指公司与经销商签署代理协议，经销商的最终用户在公司进行备案登记，产品由公司直接发货给最终用户，截至2019年6月末，公司在册的经销商数量较少，经销商收入规模较小，对公司营业收入贡献很小。公司一般给予下游的汽车和家电行业3个月账期。

公司改性塑料产品主要分为增强增韧改性塑料、阻燃改性塑料和高光泽改性塑料，基本为通用改性塑料，公司改性塑料收入规模在行业内处于一般水平，但近年产销率逐年上升，销量持续增加，销售收入快速增长，2016-2018年的年均复合增长率为42.54%，2019年上半年实现收入9.11亿元，完成了2018年度的109.82%，主要系并购的海尔新材料带来

的大规模改性塑料收入所致。毛利率方面，2016-2018年分别为19.05%、13.79%和14.44%，主要是原材料价格波动影响。2018年10月，公司以25,796.46万元的现金资产购买旭力生恩持有的海尔新材料80%股权，作为非同一控制下的企业合并，海尔新材料从2018年11月开始纳入公司合并范围，2018年为公司带来了2.32亿元的收入、1,002.61万元的净利润。考虑到海尔新材料近年经营状况较好，2019年完全并表后将为公司业绩做出重要贡献。

表10 近年海尔新材料主要财务数据（单位：万元）

项目	2018年末/2018年度	2017年末/2017年度	2016年末/2016年度
总资产	51,176.86	55,869.83	45,072.56
净资产	23,818.77	19,619.46	14,867.95
营业收入	135,468.54	125,431.39	73,024.02
营业利润	6,346.19	5,197.37	2,625.62
净利润	5,699.31	4,751.51	2,478.18
经营活动现金流净额	6,381.71	-493.93	-3,821.22

资料来源：海尔新材料2016年至2018年上半年连审审计报告及2018年审计报告

公司是国内热塑性弹性体的龙头企业，是热塑性弹性体TPV的国家行业标准的起草单位。公司的热塑性弹性体产品主要分为TPV、TPU和TPE-S等，随着进口产品替代加快，市场区域不断扩大，以及首发上市时的募投项目高性能热塑性弹性体扩建项目的2.1万吨产能逐步有效释放，近年来热塑性弹性体销售收入逐年增加，2016-2018年的年均复合增长率9.98%，2019年上半年实现收入1.96亿元，完成了2018年度的62.14%。近年来热塑性弹性体产销率维持在85%以上，整体销售状况较好。毛利率方面，2016-2018年分别为34.59%、33.94%和30.26%，主要是受原材料价格波动影响。子公司的氢化丁晴橡胶（HNBR）项目于2019年6月试生产成功，预计未来可为公司贡献一定的收入，但考虑到氢化丁晴橡胶（HNBR）应用在航天航空等领域，验证周期长，收入实现时间具有不确定性。

色母粒产品由子公司青岛润兴塑料新材料有限公司（以下简称“青岛润兴”）负责生产与销售，产品主要分为专用和功能色母粒，受益于近年来新增产能的有效释放，色母粒销售收入逐年增加，产销率维持在90%以上，销售状况良好。

表11 公司主要产品销售情况

产品	项目	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
改性塑料	产量（吨）	81,896.73	75,641.38	53,667.29	48,575.55
	销量（吨）	80,402.45	76,020.83	50,492.85	43,457.85
	产销率	98.18%	100.50%	94.08%	89.46%
	销售额（万元）	91,057.98	82,918.74	49,161.66	40,808.33
	均价（元/吨）	11,325.27	10,907.37	9,736.36	9,390.32
热塑性弹	产量（吨）	10,487.59	17,269.98	13,736.82	13,082.54

性体	销量（吨）	9,474.97	14,940.99	12,973.56	11,966.75
	产销率	90.34%	86.51%	94.44%	91.47%
	销售额（万元）	19,588.28	31,525.10	28,333.26	26,062.02
	均价（元/吨）	20,673.70	21,099.70	21,839.20	21,778.70
	产量（吨）	8,494.07	16,085.83	13,223.32	12,473.44
色母粒	销量（吨）	8,171.52	15,195.51	13,009.48	12,267.39
	产销率	96.20%	94.47%	98.38%	98.35%
	销售额（万元）	7,766.33	15,844.60	15,301.67	12,456.56
	均价（元/吨）	9,504.10	10,427.16	11,761.90	10,154.20

资料来源：公司提供

公司下游客户主要处于家电和汽车行业，主要客户有青岛海尔、北京北化新橡特种材料科技股份有限公司（经销商）和海信（山东）冰箱有限公司及其关联公司（以下简称“海信公司”），公司本部与部分大客户的销售合同一年一签，提前锁定半年的销售价格，更多的销售合同类型是一单一签，子公司海尔新材料与青岛海尔签订了长期的年度框架合同，到期后一般自动续签一年，收入来源较有保障。2016-2017年公司前五大客户销售收入合计额占营业收入的比重低于20%，青岛海尔是海尔新材料最主要的客户，随着海尔新材料纳入公司合并范围，客户集中度大幅提升，2019年上半年第一大客户销售收入占比为33.84%，公司对单一客户存在一定依赖，随着海尔新材料全部纳入合并范围，预计青岛海尔或将长期作为公司的第一大客户来源。从销售区域来看，公司的销售区域基本位于国内，2016-2018年的销售收入占比在95%以上，国外的销售区域主要位于东南亚。

表12 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	主要产品	销售收入	占比
2019年1-6月	青岛海尔零部件采购有限公司及关联公司	改性料、色母粒	43,951.47	33.84%
	宿迁市恒力贸易有限公司	塑料颗粒	4,020.42	3.10%
	广州市普立龙高分子材料有限公司	热塑性弹性体	2,092.01	1.61%
	惠州市轻舟行实业有限公司	改性料	1,850.18	1.42%
	延锋汽车饰件系统武汉有限公司及其关联方	改性料	1,784.52	1.37%
	合计	-	53,698.60	41.34%
2018年	青岛海尔零部件采购有限公司及关联公司	改性料、色母粒	17,931.42	13.16%
	北京北化新橡特种材料科技股份有限公司	热塑性弹性体	3,703.07	2.72%
	杭州信多达电器有限公司及其关联方	改性料	3,398.63	2.49%
	海信（山东）冰箱有限公司及关联公司	色母粒	2,830.43	2.08%
	曼胡默尔滤清器（上海）有限公司及其关联方	改性料	2,092.57	1.54%
	合计	-	29,956.11	21.99%
2017年	青岛海尔零部件采购有限公司及关联公司	色母粒	3,898.24	4.17%
	北京北化新橡特种材料科技股份有限公司	热塑性弹性体	3,884.26	4.16%

	科达斯特恩（常州）汽车塑件系统有限公司	改性料	3,558.32	3.81%
	海信（山东）冰箱有限公司及关联公司	色母粒	3,359.21	3.6%
	安吉信多达智能科技有限公司	改性料	2,924.90	3.13%
	<b>合计</b>	-	<b>17,624.93</b>	<b>18.87%</b>
2016年	北京北化新橡特种材料科技股份有限公司	热塑性弹性体	3,887.59	4.86%
	青岛海尔零部件采购有限公司及关联公司	色母粒	3,422.34	4.28%
	科达斯特恩（常州）汽车塑件系统有限公司	改性料	3,050.31	3.81%
	海信（山东）冰箱有限公司及关联公司	色母粒	2,164.66	2.71%
	浙江利民实业有限公司及其关联公司	改性料、热塑性弹性体	1,755.24	2.19%
	<b>合计</b>	-	<b>14,280.14</b>	<b>17.86%</b>

资料来源：公司提供

近年来公司主要产品产能产量均有所提升，产能利用率较高，未来产能将继续大幅增加，但产能释放存在一定不确定性

公司的生产基地位于烟台龙口和青岛，生产模式为以销定产，根据公司生产计划安排，分具体产品种类看，改性塑料由公司本部制造一部和子公司海尔新材料生产，热塑性弹性体类主要由公司本部制造二部生产，色母粒由子公司青岛润兴生产。

近年来公司改性塑料产能大幅增加，主要原因是并购海尔新材料带来的12万吨产能和公司首发时的募投项目改性塑料扩建项目3万吨产能的逐步释放，2016-2018年产量分别为4.86万吨、5.37万吨和7.56万吨，年均复合增长率为24.79%。近年改性塑料产能利用率在80%以上，产能消化情况良好。随着海尔新材料12万吨产能全部并表和首发时的募投项目改性塑料扩建项目3万吨产能全部释放，2019年公司改性塑料产能将达20万吨，预计2019年改性塑料产量将大幅提升。

近年来公司热塑性弹性体类产能逐步增加，主要是高性能热塑性弹性体（TPV）扩建项目2.1万吨产能的逐步释放，产能利用率在85%以上，2016-2018年产量年均复合增长率为14.89%，随着2.1万吨产能的全部释放，预计2019年或者2020年产量将大幅提升。

近年来子公司青岛润兴陆续购买新的色母粒生产线，相应的产能和产量逐年增加，2016-2018年产量年均复合增长率为13.56%，产能利用率维持在75%以上。

表13 公司主要产品产能产量情况

产品	项目	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
改性塑料	产能（吨）	100,000.00	88,000.00	55,000.00	50,000.00
	产量（吨）	81,896.73	75,641.38	53,667.29	48,575.55
	产能利用率	81.90%	85.96%	97.58%	97.15%
热塑性弹性体类	产能（吨）	12,000.00	19,000.00	14,000.00	13,600.00
	产量（吨）	10,487.59	17,269.98	13,736.82	13,082.54

	产能利用率	87.40%	90.89%	98.12%	96.20%
	产能（吨）	11,000.00	20,000.00	17,000.00	16,000.00
色母粒	产量（吨）	8,494.07	16,085.83	13,223.32	12,473.44
	产能利用率	77.22%	80.43%	77.78%	77.96%

注：海尔新材料18年纳入合并范围内的产能按2万吨计算。

资料来源：公司提供

值得注意的是，海尔新材料厂房存在产权瑕疵。海尔新材料的厂房建设于2000年至2001年，相关权属证明于2018年开始补办。因相关前置手续未办理，海尔新材料在补办房产证过程中，被胶州市综合行政执法局等有关部门处以警告、罚款行政处罚，具体如下：

一是海尔新材料因未取得建设工程规划许可证进行建设，被胶州市综合行政执法局处以245.76万元的行政处罚；二是海尔新材料车间工程因未按照规定办理工程质量监督手续，未取得建筑工程施工许可证擅自开工，被胶州市城乡建设局给予警告并罚款25.1万元的行政处罚。海尔新材料已于2019年2月26日、2019年5月24日分别缴纳了上述罚款，并于2019年4月15日办理了《建设工程规划许可证》，其他相关后续手续正在补办中。根据旭力生恩于2018年9月6日出具的《关于标的公司经营合规性的承诺函》，上述罚款损失由旭力生恩全额承担。

截至2019年6月末，公司首发时的募投项目高性能热塑性弹性体（TPV）扩建项目的2.10万吨产能预计将于2019年底或2020年初全部释放；首发时的募投项目万吨级热塑性医用溴化丁基橡胶（TPIIR）正在建设中，目前已取得美国认证，国内认证正在取证过程中，产能释放时间具有不确定性；年产3000吨特种氢化丁腈橡胶项目中的1000吨已试生产成功，并交由下游验证，但验证周期较长，且能否通过验证存在不确定性。此外，本期债券募投项目的12万吨改性塑料产能若能顺利投产释放，公司产能将进一步大幅增加。整体而言，预计公司未来产能将大幅增加，但考虑到下游汽车行业增速下滑、家电行业增长乏力，未来能否获得充足订单消化产能具有不确定性。

表14 2019年6月末公司主要拟投产产能及拟建产能情况（单位：万元、吨）

项目名称	计划总投资	工程进度	产能	预计投产时间
高性能热塑性弹性体（TPV）扩建项目	18,533	59.09%	21,000	2018年6月已投产1万吨，剩余1.1万吨预计2019年底或2020年初投产
医用溴化丁基橡胶项目	9,000	60.05%	10,000	待定
年产3000吨特种氢化丁腈橡胶项目	7,817	106.53%	3,000	待定
道恩高分子新材料项目*	36,000	-	120,000	待定
合计	71,350	-	154,000	-

注：标“\*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 近年原材料价格上涨导致主要产品毛利率有所下降，未来原材料价格有望下降

公司主要产品的成本构成较为稳定，聚丙烯（PP）、丙烯晴-丁二烯-苯乙烯共聚物（ABS）和三元乙丙橡胶（EPDM）等大宗化工原料是公司产品最主要的成本来源，近年来在成本中的占比维持为92%以上，大宗化工原料对公司生产成本影响较大。分具体产品品种来看，改性塑料的主要原材料为PP和ABS，其中PP在改性塑料成本中的占比为60%-70%；热塑性弹性体的主要原材料为EPDM和石蜡油，其中EPDM的占比在60%-70%左右。

PP和ABS等原材料主要来源于石油，其价格受到国际原油价格波动的影响，自2016年以来，WTI原油价格整体处于震荡上行状态，聚丙烯（PP）、丙烯晴-丁二烯-苯乙烯共聚物（ABS）和三元乙丙橡胶（EPDM）等采购价格整体处于高位，2018年采购均价分别为8,082.53元/吨、13,250.68元/吨和14,171.96元/吨，且公司成本转嫁相对滞后，产品价格变动不能覆盖原材料价格的涨幅，近年来主要产品毛利率有所下降。随着公司产量的扩张，采购的PP、ABS和EPDM等大宗化工原料也逐年增加，上述原材料2018年采购量合计6.76万吨，较2016年大幅增长66.72%。2018年下半年开始，PP和ABS价格开始呈下降趋势，采购价较2018年有所下降，公司成本端有望迎来改善。

表15 公司主要原材料构成情况

原材料	项目	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
PP	采购数量（吨）	50,849.87	56,051.68	40,220.94	33,676.42
	单价（元/吨）	7,693.50	8,082.53	7,547.21	6,968.46
	金额（万元）	39,121.37	45,303.92	30,355.57	23,467.27
ABS	采购数量（吨）	12,388.21	7,800.25	3,358.12	3,162.27
	单价（元/吨）	11,537.52	13,250.68	13,526.94	10,345.95
	金额（万元）	14,292.92	10,335.86	4,542.51	3,271.67
EPDM	采购数量（吨）	1,578.80	3,761.23	3,453.01	3,715.08
	单价（元/吨）	13,615.53	14,171.96	13,951.39	13,248.06
	金额（万元）	2,149.62	5,330.40	4,817.43	4,921.76

资料来源：公司提供

2016-2018年前五大供应商采购金额占比在40%左右，2019年上半年受海尔新材料带来的重要供应商影响，前五大供应商采购金额占比上升至47.11%。由于供应商主要为大型化工企业，原材料为基础性化工产品，采购价格主要参考市场价，公司对上游议价能力较弱，特别是向中石油和中石化等强势央企采购PP、ABS等主要原材料时需预付100%货款。

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告和未经审计的2019年半年报,报告均采用新会计准则编制,其中2016年财务数据采用2017年审计报告期初数(上期数),2017年财务数据采用2018年审计报告期初数(上期数)。近三年合并报表范围变化情况如表16所示。

表16 2016-2018年公司合并报表范围内的子公司情况

子公司名称	2018年	2017年	2016年
青岛润兴塑料新材料有限公司	是	是	是
山东道恩特种弹性体材料有限公司	是	是	是
青岛海尔新材料研发有限公司	是	否	否
青岛海纳新材料有限公司	是	否	否

资料来源:公司2016-2018年审计报告,中证鹏元整理

### 资产结构与质量

#### 近年公司资产规模快速增加,资产质量尚可

近年公司资产规模快速增加,2016-2018年均复合增长率为30.97%,截至2018年末总资产为17.32亿元,较2017年末大幅增长74.86%,主要原因是合并了海尔新材料。近年来公司流动资产占比维持在65%以上。

流动资产方面,2018年末公司货币资金为1.44亿元,主要为银行存款,其中0.29亿元的货币资金使用权受限。公司与客户承兑汇票结算比例加大,应收票据规模增速较快,2016-2018年年均复合增长率为46.50%,2019年6月末为1.72亿元,较2018年末大幅增长51.25%。受海尔新材料纳入合并报表的影响,2018年末公司应收账款为4.10亿元,较2017年末大幅增长74.12%。公司应收账款账龄整体较短,截至2018年末,账龄在一年以内的应收账款余额占比为97.67%,前五大应收账款余额合计1.35亿元,占当期末应收账款余额的30.98%,坏账计提比例为5.82%。公司存货主要为原材料和库存商品,近年来规模逐年增加,2016-2018年末分别为1.25亿元、1.49亿元和3.27亿元,其中2018年末存货账面价值较2017年末大幅增长120.14%,增量主要是子公司海尔新材料1.66亿元的存货,2018年末计提的存货跌价准备为221.98万元,计提比例为0.67%。公司其他流动资产主要为购买的银行理财产品,截至2019年6月末,其他流动资产为5,563.29万元。

**表17 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年6月末		2018年末		2017年末		2016年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15,478.44	8.75%	14,352.27	8.29%	8,162.79	8.24%	33,021.53	32.70%
应收票据及应收账款	60,667.24	34.30%	52,431.94	30.27%	31,651.26	31.95%	27,162.96	26.90%
其中：应收票据	17,245.17	9.75%	11,401.46	6.58%	8,086.20	8.16%	5,312.65	5.26%
应收账款	43,422.07	24.55%	41,030.48	23.69%	23,565.05	23.79%	21,850.31	21.64%
存货	29,528.41	16.69%	32,727.77	18.89%	14,866.98	15.01%	12,549.98	12.43%
其他流动资产	5,563.29	3.15%	5,291.49	3.05%	9,563.39	9.65%	0.91	0.00%
<b>流动资产合计</b>	<b>115,874.34</b>	<b>65.51%</b>	<b>112,920.13</b>	<b>65.19%</b>	<b>65,918.70</b>	<b>66.54%</b>	<b>73,738.52</b>	<b>73.03%</b>
固定资产	38,731.73	21.90%	28,833.49	16.65%	17,164.19	17.33%	14,619.37	14.48%
在建工程	4,132.73	2.34%	13,219.87	7.63%	5,694.64	5.75%	2,743.58	2.72%
无形资产	10,521.48	5.95%	10,983.77	6.34%	6,482.78	6.54%	5,065.28	5.02%
<b>非流动资产合计</b>	<b>61,017.04</b>	<b>34.49%</b>	<b>60,292.73</b>	<b>34.81%</b>	<b>33,141.32</b>	<b>33.46%</b>	<b>27,236.76</b>	<b>26.97%</b>
<b>资产总计</b>	<b>176,891.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>173,212.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>99,060.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>100,975.29</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司固定资产主要为机器设备和房屋建筑物，2018年末固定资产账面价值较2017年末大幅增长67.99%，主要原因是海尔新材料纳入公司合并报表，此外，2018年末5,806.49万元的固定资产已用于抵押。公司在建工程主要为年产3000吨特种氢化丁腈橡胶项目、高性能热塑性弹性体（TPV）扩建项目和医用溴化丁基橡胶项目的投入，截至2019年6月末，公司在建工程为4,132.73万元，较2018年末大幅下降68.74%，主要原因是高性能热塑性弹性体（TPV）扩建项目已基本完工，3000吨特种氢化丁腈橡胶项目中的1000吨已于2019年6月17日试生产成功，分别转入固定资产2,423.51万元和7,926.69万元，预计上述在建项目未来可为公司带来一定的收益。公司无形资产主要为土地使用权和非专利技术，截至2018年末，土地使用权和非专利技术分别为0.74亿元和0.36亿元，其中3,781.55万元的土地使用权已用于抵押，占土地使用权的50.96%，非专利技术均为内部研发形成。

整体来看，公司资产规模快速增加，主要为应收款项和存货等经营性资产及固定资产和在建工程等生产性资产，应收款项对营运资金造成一定的占用，部分资产受限，但资产质量整体尚可。

### 资产运营效率

公司运营效率一般，且净营业周期逐年增加

公司的下游客户主要为汽车行业和家电行业，一般给予3个月的账期，客户账期与公司业务人员绩效挂钩，近年来公司应收账款周转天数稳定在110天左右，符合公司的信用



政策。近年来公司存货周转效率逐年下降，2016-2018年存货周转天数分别为61.99天、66.50天和76.17天，其中2018年的大幅下降主要原因是收购海尔新材料属于非同一控制下合并，仅合并了海尔新材料11-12月的营业收入和营业成本，但2018年末的存货全部合并。公司上游供应商主要为大型化工企业，可占用原材料账期较短，近年应付账款周转天数保持在40天左右。受近年来存货周转效率不断下降影响，公司净营业周期不断增加，从2016年的133.08天增加至2018年的149.43天，运营效率一般。

厂房、机器设备是公司最重要的生产性资产，在收入较快增长下，公司加大了在建工程投入和转固，使得固定资产周转效率整体较为稳定，2016-2018年固定资产周转天数维持在61天左右。受益于流动资产周转效率的提升，公司总资产周转效率有所改善，从2017年的385.47天下降至2018年的359.69天。

表18 公司主要运营效率指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	111.08	113.34	109.91
存货周转天数	76.17	66.50	61.99
应付账款周转天数	37.82	40.42	38.83
净营业周期	149.43	139.42	133.08
流动资产周转天数	236.26	269.12	243.18
固定资产周转天数	60.77	61.25	63.51
总资产周转天数	359.69	385.47	360.77

资料来源：公司2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 近年来公司营业收入和净利润均大幅增加，未来需关注产品毛利率波动风险

近年来公司营业收入大幅增加，2016-2018年均复合增长率为30.53%，受益于新增子公司海尔新材料带来的改性塑料收入，2019年上半年营业收入同比大幅增长142.74%。受原材料价格上涨的影响且成本传导机制较慢的影响，产品价格变动不能覆盖原材料价格的涨幅，近年来主要产品毛利率存在波动风险，2016-2018年综合毛利率分别为24.38%、20.55%和17.46%，逐年下降。

近年来公司期间费用控制情况整体较好，2016-2018年分别为11.00%、8.84%和8.33%，呈逐年下降趋势。

公司2016-2017年有一定规模的投资损失，主要是联营企业大韩道恩高分子材料（上海）有限公司（以下简称“大韩道恩”）带来的亏损，2018年的投资收益主要来自旭力生恩投资的海尔新材料确认的投资收益，随着海尔新材料纳入公司合并报表，未来旭力生恩

将不会确认与海尔新材料相关的投资收益。大韩道恩是公司于2012年投资600万美元（折合人民币3,773.85万元），与大韩油化工业株式会社成立的合营企业，公司持有大韩道恩50%的股权，采用权益法核算。大韩道恩相关生产线运行时间较短，而下游认证时间较长，多数客户尚未形成大批量采购，前期产能利用率不足，不能覆盖相应三项费用及其他固定开支，2016-2018年和2019年1-6月大韩道恩净利润分别为-1,751.94万元、-1,190.90万元、-825.72万元和-66.84万元。

受上述因素综合影响，2016-2018年净利润年均复合增长率为23.54%，2019年上半年净利润为8,444.58万元，同比大幅增长51.01%。

表19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
营业收入	129,890.14	136,253.32	93,408.53	79,968.50
营业利润	9,774.43	13,991.91	10,517.02	8,945.17
利润总额	9,498.48	14,009.69	11,053.31	9,502.98
净利润	8,444.58	12,442.98	9,573.88	8,152.71
投资收益	60.99	1,137.05	-348.29	-875.97
综合毛利率	16.06%	17.46%	20.55%	24.38%
期间费用率	8.45%	8.33%	8.84%	11.00%
营业利润率	7.53%	10.27%	11.26%	11.19%
总资产回报率	-	10.78%	11.20%	12.36%
净资产收益率	-	13.51%	11.78%	13.68%
营业收入增长率	142.74%	45.87%	16.81%	27.70%
净利润增长率	51.01%	29.97%	17.43%	30.00%

资料来源：公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年半年报，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金生成能力较好，预计未来存在一定的融资需求

近年来公司收现情况波动较大，2016-2018年收现比分别为1.10、0.46和0.64，2017-2018年收现比较低的主要原因是自2017年起，票据结算的销售款和采购款均未计入现金流量表。近年来公司经营活动现金生成能力较好，2016-2018年FFO分别为1.15亿元、1.23亿元和1.52亿元。但应收款项和存货的占款规模较大，使得同期经营活动现金净流入不大。

投资活动方面，2016-2017年的投资活动现金流出主要为年产3000吨特种氢化丁腈橡胶项目、高性能热塑性弹性体（TPV）扩建项目和医用溴化丁基橡胶项目的投入。2018年支付了1.69亿元旭力生恩的投资款、1.26亿元海尔新材料的净收购款及购买了2.10亿元银行理财产品，导致2018年投资活动净流出规模大幅增加至2.04亿元。

近年来公司筹资活动波动较大，2016年公司新股发行取得扣除尚未划转发行费用的募集资金3.01亿元导致当年筹资活动现金净流入2.98亿元；2017年公司未取得外部筹资活动流入，偿还有息债务等导致筹资活动现金净流出1.26亿元；2018年由于借款增加，当年筹资活动现金净流入1.76亿元。公司主要的在建项目已经在2016年通过发行的新股解决了主要的资金需求，此外，本期债券募投项目资金需求为3.60亿元，若募集资金不能及时到位，则预计未来公司存在一定的筹资压力。

**表20 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	0.64	0.46	1.10
净利润	12,442.98	9,573.88	8,152.71
FFO	15,197.67	12,277.16	11,487.77
营运资本变化	-12,155.01	-8,917.85	-7,020.89
其中：存货减少（减：增加）	-18,082.76	-2,317.01	-4,272.42
经营性应收项目的减少（减：增加）	-2,538.99	-5,184.13	-5,713.55
经营性应付项目的增加（减：减少）	8,466.74	-1,416.71	2,965.08
经营活动产生的现金流量净额	3,042.65	3,359.31	4,466.88
投资活动产生的现金流量净额	-20,404.23	-8,041.61	-4,311.08
筹资活动产生的现金流量净额	17,605.71	-12,616.70	29,784.58
现金及现金等价物净增加额	280.73	-17,249.83	29,950.02

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

公司整体资本实力较弱，有息债务大幅增加，且存在期限错配风险

受益于经营利润积累，近年来公司所有者权益逐年增加，2016-2018年均复合增长率为34.17%，截至2019年6月末为10.59亿元，整体资本实力较弱。2016-2017年公司总负债规模较低，2018年受有息债务、经营性负债和应付的股权受让款增加等因素的综合影响，2018年末总负债大幅增加至7.32亿元，产权比率也大幅上升至73.20%，整体而言，所有者权益对负债的保障程度较好。

**表21 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年6月末	2018年末	2017年末	2016年末
负债总额	70,961.94	73,208.01	14,809.22	22,698.37
所有者权益	105,929.44	100,004.86	84,250.80	78,276.92
产权比率	66.99%	73.20%	17.58%	29.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，中证鹏元整理

公司负债基本以流动负债为主。截至2019年6月末，公司短期借款为3.53亿元，主要

是用于公司的生产经营投入。公司应付账款主要为应付材料款和设备配件款等，2016-2017年末规模较为稳定，受海尔新材料带来的应付账款影响，2018年末大幅增加至1.44亿元，2019年6月末应付账款进一步增加至1.68亿元。公司应付股利为应付海尔新材料原股东股利，截至2019年6月末，应付股利为3,731.28万元，涉及外汇管制，支付时间不确定。2016-2017年公司其他应付款规模较小，2018年应付股权转让款大幅增加，导致2018年末其他应付款大幅增加至1.05亿元，随着股权转让款的支付，2019年6月末下降至3,119.15万元。

公司非流动负债主要为收到政府补助形成的递延收益，截至2019年6月末，递延收益为6,101.42万元。

表22 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年6月末		2018年末		2017年末		2016年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	35,300.00	49.74%	35,300.00	48.22%	0.00	0.00%	8,400.00	37.01%
应付票据及应付账款	17,742.16	25.00%	15,088.58	20.61%	8,542.88	57.69%	8,120.30	35.77%
应付账款	16,842.16	23.73%	14,388.58	19.65%	8,542.88	57.69%	8,120.30	35.77%
其他应付款(合计)	6,953.35	9.80%	14,344.62	19.59%	407.27	2.75%	242.95	1.07%
其中：应付股利	3,731.28	5.26%	3,731.28	5.10%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	3,119.15	4.40%	10,497.70	14.34%	407.27	2.75%	242.95	1.07%
<b>流动负债合计</b>	<b>64,252.90</b>	<b>90.55%</b>	<b>68,555.15</b>	<b>93.64%</b>	<b>10,911.12</b>	<b>73.68%</b>	<b>18,700.52</b>	<b>82.39%</b>
递延收益-非流动负债	6,101.42	8.60%	3,978.88	5.44%	3,898.10	26.32%	3,997.85	17.61%
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,709.05</b>	<b>9.45%</b>	<b>4,652.86</b>	<b>6.36%</b>	<b>3,898.10</b>	<b>26.32%</b>	<b>3,997.85</b>	<b>17.61%</b>
<b>负债合计</b>	<b>70,961.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>73,208.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>14,809.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>22,698.37</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	35,300.00	49.74%	35,300.00	48.22%	0.00	0.00%	8,400.00	37.01%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，中证鹏元整理

截至2019年6月末，公司有息债务为3.53亿元，应分别于2019年和2020年偿还2.03亿元和1.50亿元，公司本部和子公司的生产经营投入属于长期资产构建，债务期限存在部分错配，可能会造成一定的流动性压力。

从公司各项偿债指标来看，截至2019年6月末，公司资产负债率为40.12%。由于短期有息债务增加，2018年末公司流动比率和速动比率均大幅下降，短期偿债压力加大。

受益于公司净利润规模、费用化的利息支出和生产设备的折旧摊销增加，使得2018年公司EBITDA同比增长32.00%，EBITDA利息保障倍数为26.54，EBITDA对有息债务的本金和利息保障能力增强，总体而言，公司经营对债务的保障能力很强。

**表23 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年6月末 /2019年1-6月	2018年末 /2018年度	2017年末 /2017年度	2016年末 /2016年度
资产负债率	40.12%	42.26%	14.95%	22.48%
流动比率	1.80	1.65	6.04	3.94
速动比率	1.19	0.99	3.67	3.23
EBITDA (万元)	12,862.21	17,516.36	13,270.32	11,572.75
EBITDA 利息保障倍数	12.66	26.54	90.81	28.71
有息债务/EBITDA	2.74	2.02	0.00	0.73
债务总额/EBITDA	5.52	4.18	1.12	1.96
经营性净现金流/流动负债	0.21	0.04	0.31	0.24
经营性净现金流/负债总额	0.19	0.04	0.23	0.20

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### (一) 本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券偿债资金来源及其风险主要包括以下几个方面：

(1) 本期债券募投项目产生的收益。根据本期债券募投项目可研报告，预计项目投入运营后，达产年均经营收入可实现14.80亿元，年均经营成本13.56亿元，净利润7,411.64万元/年，项目财务内部收益率约16.88%（税后），投资回收期约为6.97年（税后，不含建设期）。考虑到募投项目暂未开工，项目进度受资金安排能否如期完工存在不确定性，且受改性塑料下游市场需求影响，募投项目存在收益不达预期的风险。

(2) 经营性业务方面，2016-2018年营业收入分别为8.00亿元、9.34亿元和13.63亿元，年均复合增长率为30.53%，经营活动现金流分别净流入0.45亿元、0.34亿元和0.30亿元。公司主要产品销售情况良好，净利润保持增长，可为本期债券偿付提供一定的保障。但我们也关注到下游汽车行业增速下滑、家电行业增长乏力给公司带来了一定的经营压力，公司对单一客户存在一定的依赖，主要产品毛利率存在波动风险，且有息债务大幅增加，存在期限错配风险。

(3) 公司也可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。公司可通过在资本市场增发股票或银行借款等外部融资渠道筹集应急偿债资金。但同时也需关注因公司经营状况变化等原因导致外部融资困难的风险。

(4) 本期债券为可转换债券，本期债券转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但我们也关注到股价下跌等因素致使债券持有人不进行转股的可能。

## （二）本期债券保障措施分析

道恩钛业为本期债券提供无条件不可撤销的连带保证，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，保证责任期间为本期债券所应承担的第一笔主债务产生之日起，至本期债券所应承担的最后一笔主债务履行期限届满之日起两年。

道恩钛业成立于2007年7月26日，系道恩集团的全资子公司，注册资本及实缴资本均为1.10亿元，实际控制人为韩丽梅和于晓宁夫妇。道恩钛业主营业务为钛白粉的研发、生产及销售，截至2019年6月末，道恩钛业总资产为38.39亿元，归属于母公司的所有者权益为30.12亿元，资产负债率为21.55%，具体财务指标如下表所示。中证鹏元未对道恩钛业进行评级，其为本期债券提供的保证担保的增信效果无法判断。

表24 担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年6月末/ 2019年1-6月	2018年末/ 2018年度	2017年末/ 2017年度
总资产	383,883.02	373,428.07	335,013.50
归属于母公司所有者权益	301,159.27	283,635.94	247,592.82
有息债务	52,225.00	55,525.00	30,250.00
资产负债率	21.55%	24.05%	26.09%
流动比率	3.76	3.33	2.98
营业收入	126,675.45	250,810.05	249,955.00
营业利润	20,613.41	42,391.21	54,295.07
净利润	17,523.33	36,043.12	40,039.16
综合毛利率	20.63%	20.46%	24.76%
经营活动现金流净额	12,360.73	2,203.28	-

注：2017年财务数据来源于2018年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：道恩钛业2018年及2019年1-6月审计报告（审计机构为烟台裕翔会计师事务所（普通合伙）），中证鹏元整理

## 九、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年8月2日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年6月末 /2019年1-6月	2018年末 /2018年度	2017年末 /2017年度	2016年末 /2016年度
货币资金	15,478.44	14,352.27	8,162.79	33,021.53
应收票据及应收账款	60,667.24	52,431.94	31,651.26	27,162.96
应收票据	17,245.17	11,401.46	8,086.20	5,312.65
应收账款	43,422.07	41,030.48	23,565.05	21,850.31
存货	29,528.41	32,727.77	14,866.98	12,549.98
其他流动资产	5,563.29	5,291.49	9,563.39	0.91
<b>流动资产合计</b>	<b>115,874.34</b>	<b>112,920.13</b>	<b>65,918.70</b>	<b>73,738.52</b>
固定资产	38,731.73	28,833.49	17,164.19	14,619.37
在建工程	4,132.73	13,219.87	5,694.64	2,743.58
无形资产	10,521.48	10,983.77	6,482.78	5,065.28
<b>非流动资产合计</b>	<b>61,017.04</b>	<b>60,292.73</b>	<b>33,141.32</b>	<b>27,236.76</b>
<b>资产总计</b>	<b>176,891.38</b>	<b>173,212.87</b>	<b>99,060.02</b>	<b>100,975.29</b>
短期借款	35,300.00	35,300.00	0.00	8,400.00
应付票据及应付账款	17,742.16	15,088.58	8,542.88	8,120.30
应付账款	16,842.16	14,388.58	8,542.88	8,120.30
应付股利	3,731.28	3,731.28	0.00	0.00
其他应付款	3,119.15	10,497.70	407.27	242.95
<b>流动负债合计</b>	<b>64,252.90</b>	<b>68,555.15</b>	<b>10,911.12</b>	<b>18,700.52</b>
递延收益-非流动负债	6,101.42	3,978.88	3,898.10	3,997.85
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,709.05</b>	<b>4,652.86</b>	<b>3,898.10</b>	<b>3,997.85</b>
<b>负债合计</b>	<b>70,961.94</b>	<b>73,208.01</b>	<b>14,809.22</b>	<b>22,698.37</b>
其中：有息债务	35,300.00	35,300.00	0.00	8,400.00
所有者权益合计	105,929.44	100,004.86	84,250.80	78,276.92
营业收入	129,890.14	136,253.32	93,408.53	79,968.50
营业利润	9,774.43	13,991.91	10,517.02	8,945.17
净利润	8,444.58	12,442.98	9,573.88	8,152.71
经营活动产生的现金流量净额	13,809.64	3,042.65	3,359.31	4,466.88
投资活动产生的现金流量净额	-9,240.19	-20,404.23	-8,041.61	-4,311.08
筹资活动产生的现金流量净额	-3,548.82	17,605.71	-12,616.70	29,784.58
<b>财务指标</b>	<b>2019年6月</b>	<b>2018年</b>	<b>2017年</b>	<b>2016年</b>
应收账款周转天数	-	111.08	113.34	109.91
存货周转天数	-	76.17	66.50	61.99
应付账款周转天数	-	37.82	40.42	38.83
净营业周期	-	149.43	139.42	133.08
流动资产周转天数	-	236.26	269.12	243.18

固定资产周转天数	-	60.77	61.25	63.51
总资产周转天数	-	359.69	385.47	360.77
综合毛利率	16.06%	17.46%	20.55%	24.38%
期间费用率	8.45%	8.33%	8.84%	11.00%
营业利润率	7.53%	10.27%	11.26%	11.19%
总资产回报率	-	10.78%	11.20%	12.36%
净资产收益率	-	13.51%	11.78%	13.68%
营业收入增长率	142.74%	45.87%	16.81%	27.70%
净利润增长率	51.01%	29.97%	17.43%	30.00%
资产负债率	40.12%	42.26%	14.95%	22.48%
流动比率	1.80	1.65	6.04	3.94
速动比率	1.19	0.99	3.67	3.23
EBITDA (万元)	12,862.21	17,516.36	13,270.32	11,572.75
EBITDA 利息保障倍数	12.66	26.54	90.81	28.71
有息债务/EBITDA	2.74	2.02	0.00	0.73
债务总额/EBITDA	5.52	4.18	1.12	1.96
经营性净现金流/流动负债	0.21	0.04	0.31	0.24
经营性净现金流/负债总额	0.19	0.04	0.23	0.20

注：(1) 标“-”表示不适用；(2) 注：公司 2017 年财务数据来源于 2018 年审计报告期初数（上期数），2016 年财务数据来源于 2017 年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，中证鹏元整理



## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货} - \text{预付账款} - \text{一年内到期的非流动资产} - \text{其他流动资产}) \div \text{流动负债}$
有息债务	短期借款

## 附录三 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

### 三、展望符号及定义

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

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



# 营业执照 (副本)

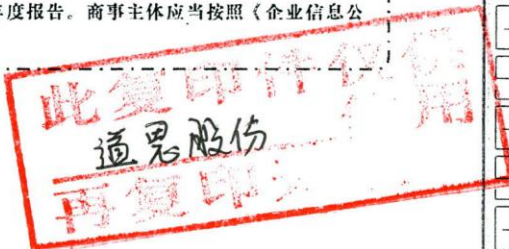
统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司（非上市）
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



### 重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



登记机关

2018 年 11 月 05 日





# 中华人民共和国

# 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光

编号：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)



2018 年 12 月 21 日



# 中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：钟继鑫

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030217120001



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

# 中国证券业执业证书

执业注册记录

2013-07-24 中信建投证券股份有限公司 一般证券业务 S1440113070084



姓名：邓艰

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030219050004



2019年05月28日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。