



2020年山东道恩高分子材料股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级 报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2020年山东道恩高分子材料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

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-05-20	2020-09-01

评级观点

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）及其2020年7月2日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：2020年公司产能扩张，主要产品量价齐升，推动经营业绩大幅提升；资产质量得到提高，偿债能力指标改善。同时也关注到，原材料价格波动对公司盈利能力影响较大，公司产能消化存不确定性，对单一客户存在较大依赖等风险因素。

未来展望

公司在业内具有一定规模优势，产能扩张及业绩提升改善了公司资产质量及偿债能力指标，债务率较低。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：道恩转债

债券剩余规模：35,994.17万元

债券到期日期：2026-07-02

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

增信方式：保证担保

担保主体：山东道恩钛业有限公司

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.03	2020年	2019年	2018年
总资产	30.44	29.71	19.16	17.32
归母所有者权益	19.95	19.23	10.85	9.45
总债务	4.39	3.31	4.21	3.60
营业收入	10.04	44.22	27.35	13.63
净利润	0.78	8.69	1.78	1.24
经营活动现金流净额	-1.32	8.60	1.88	0.30
销售毛利率	14.65%	27.75%	16.91%	17.46%
EBITDA 利润率	-	23.38%	10.53%	12.86%
总资产回报率	-	41.84%	11.98%	10.78%
资产负债率	31.62%	32.65%	39.89%	42.26%
净债务/EBITDA	-	-0.56	0.19	0.79
EBITDA 利息保障倍数	-	48.16	14.32	26.55
总债务/总资本	17.43%	14.19%	26.75%	26.47%
FFO/净债务	-	-127.86%	355.87%	92.47%
速动比率	2.79	2.87	1.43	1.17
现金短期债务比	5.46	15.86	1.12	0.72

注：公司净债务为负值。

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1季度财务报表、公司提供，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘玮
liuw@cspengyuan.com

项目组成员：罗力
luol@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **2020 年公司产能扩张，主要产品量价齐升，推动经营业绩大幅提升。**2020 年 1 季度新冠疫情爆发，口罩等防疫物资阶段性面临很大缺口，熔喷料需求激增，公司快速扩建并释放产能，推动各产品总销量同比增长 47.12% 至 32.29 万吨，加之各产品价格均呈不同程度上涨，2020 年公司营业收入同比增长 61.67% 至 44.22 亿元，净利润同比增长 389.10% 至 8.69 亿元。
- **2020 年公司资产质量得到提高，偿债能力指标改善。**受益于业绩增长，主业回款较好，2020 年末公司现金类资产同比增长 130.07% 至 10.05 亿元，占总资产比重提高 11.03 个百分点至 33.83%，占比 21.02% 的应收款项账龄集中在 6 个月以内；2021 年 3 月末公司产权比率、资产负债率、总债务与总资本比值较 2019 年末分别下降 20.11、8.27 和 9.32 个百分点至 46.25%、31.62% 和 17.43%，EBITDA 利息保障倍数、速动比率和现金短期债务比较 2019 年亦有所提高。

关注

- **需关注原材料价格波动对公司盈利能力造成的影响。**公司营业成本中原材料占比超 90%，其价格主要取决于国际油价，国际油价影响因素复杂多变，需关注原材料价格波动对公司盈利能力产生的影响。
- **公司产能消化存不确定性。**随着疫情得到控制，国内口罩等防疫物资面临结构性产能过剩问题，公司新增熔喷料产能消化有待观察，此外，公司在建项目产能规模较大，而下游汽车、家电等行业需求存不确定性，新增产能能否消化值得关注。
- **公司对单一客户存在较大依赖。**2020 年公司第一大客户销售收入占公司营业收入比重仍高达 24.73%。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年7月2日发行6年期3.6亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于道恩高分子新材料项目和偿还银行借款及补充流动资金。本期债券募集资金共分为4个资金专户，截至2021年4月1日，本期债券募集资金专项账户余额为1.36亿元。

三、发行主体概况

随着公司2019年度实施股权激励计划对特定员工发行的股票期权行权，以及本期债券债转股1,995股；截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本分别为4.07亿元和4.08亿元，道恩集团有限公司（以下简称“道恩集团”）持有公司47.94%股权为公司控股股东，于晓宁和韩丽梅夫妇分别持有道恩集团80%和20%股权，韩丽梅直接持有公司18.14%股权，于晓宁和韩丽梅夫妇合计持有公司66.08%股权，为公司实际控制人（股权结构图详见附录二）；此外，道恩集团及韩丽梅合计持有公司15,619万股股份用于质押，占其持有公司股权的57.93%。

2020年5月公司独立董事胡迁林、总经理蒿文朋、副总经理梁兆涛任期满离任，选举周政懋为公司独立董事、聘任田洪池为公司总经理。

公司主要从事改性塑料、热塑性弹性体和色母粒的研发、生产和销售，主业未发生变化，2020年公司投资设立道恩万亿（河北）高分子材料有限公司，截至2021年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共6家。

表1 2020年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
道恩万亿（河北）高分子材料有限公司	3,000	51%	改性塑料熔喷料的研发及生产	新设

资料来源：公司提供

四、运营环境

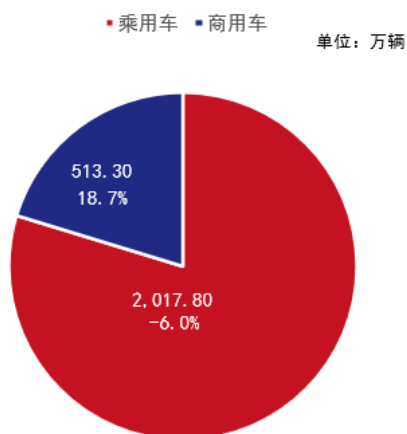
改性塑料是向聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）等合成树脂中添加合适的改性剂，采用一定的加工工艺，从而制得具有新颖结构特征、能够满足各种不同使用性能要求的新型塑料材料，在阻燃性、强度、抗冲击性、韧性等方面的性能都优于通用塑料。改性塑料产品应用市场较为广泛，主要包括汽车、

家电、电子电气、建筑和医疗等诸多行业，其中家电和汽车行业作为改性塑料传统下游，需求占比高。

2020年我国汽车销量延续跌势，汽车零部件行业收入低速增长，2021年汽车消费有望温和回暖

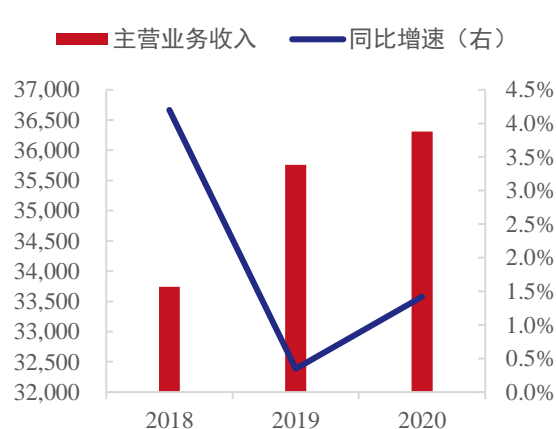
2020年我国汽车销量延续下降跌势，当年销售汽车2,531.10万辆，同比下降1.9%，其中乘用车销量同系下降6.0%，主要受房贷导致居民杠杆率提高、新冠肺炎对我国经济及居民收入与消费观念的冲击等多因素叠加影响；商用车销量同比增长18.7%，主要系新冠疫情下人流受限、货运增加以及基建投资加大等因素推动货车销量同比增长21.7%至468.5万辆。受汽车销量下降影响，2019年以来汽车零部件主营业务收入低速增长，2020年实现主营业务收入3.63万亿元，同比仅增长1.42%。

图1 2020年我国汽车销量下降（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

图2 2020年汽车零部件主营业务收入低速增长（单位：亿元）

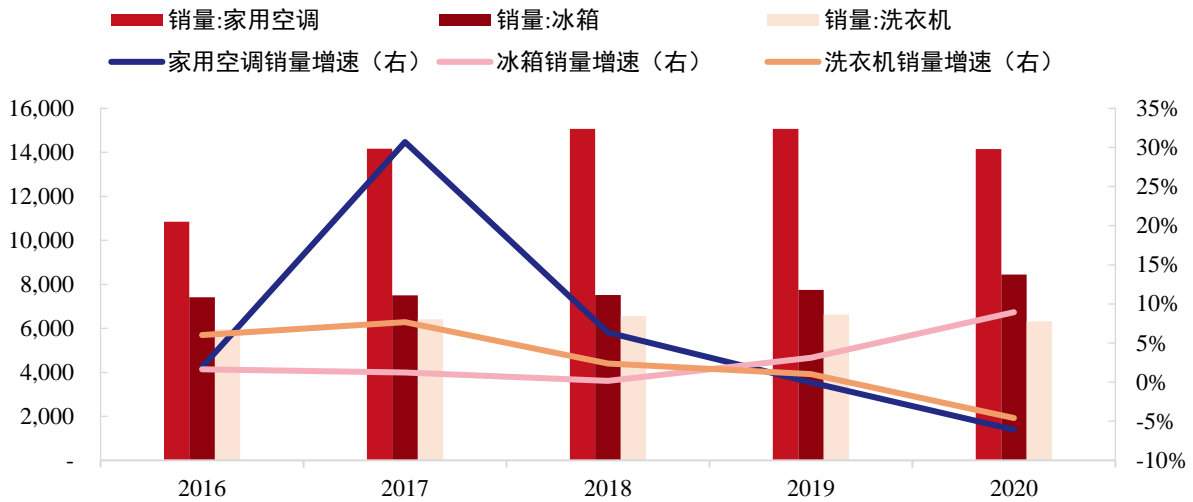


资料来源：Wind，中证鹏元整理

考虑到国三汽车淘汰和基建投资带来的商用车销量增长、新能源补贴退坡政策延长和汽车以旧换新等消费刺激政策的实施以及2021年新能源汽车车型投放力度的加大，预计2021年汽车消费需求将温和回暖，但仍需警惕居民杠杆率提升、芯片等核心汽车零部件供应紧张、经销商库存系数高位运营、以重卡为代表的商用车销量透支以及居民财产性收入下降对汽车消费的不利影响。

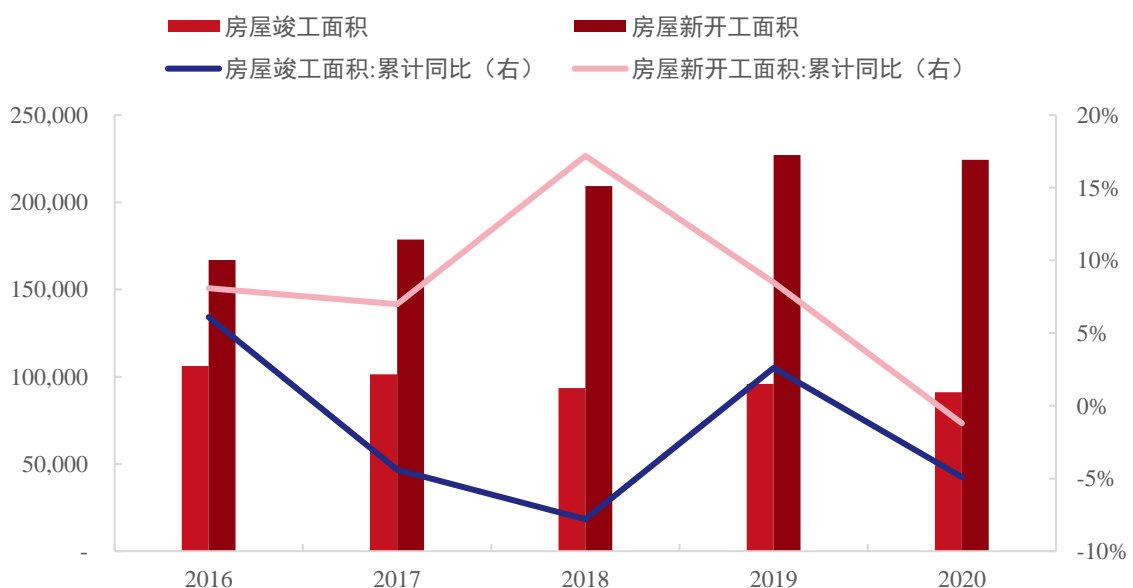
2020年受疫情及房地产市场低迷影响，我国白色家电行业总体需求下降，2021年预计将延续跌势，对改性塑料需求支撑乏力

2020年我国白色家电需求延续分化态势：由于全球冰箱产能对我国市场较为依赖，海关数据显示我国冰箱全年出口量同比增长35.6%，加之冰箱需求较为刚性，我国冰箱销量同比增长8.94%至8,447.00万台；空调销量同比下降6.08%至14,146.60万台，一方面受房地产市场低迷和空调百户拥有量逐年升高影响需求减少，另一方面疫情减少更换需求；洗衣机销量同比下降4.59%，亦主要受上述因素影响所致。

图3 2020年我国白色家电需求延续分化态势（单位：万台）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

家电具有明显的房地产后周期属性，受新冠疫情及房地产政策叠加影响，2020年我国房屋新开工面积及竣工面积同比分别下降1.2%和4.9%，系我国家电消费下降的主要原因。2021年我国“房住不炒”调控总基调未发生变化，政府对房地产融资延续强监管态势，受政策、新冠疫情及自身经营管理等多因素影响，2020年以来我国房企流动性趋紧、破产房企增加、房企拿地意愿更趋谨慎，2020年我国土地购置面积同比下降1.1%；此外，棚改停止、出生人口下降导致刚需减少、疫情影响下的谨慎性消费以及三四线城市房价下跌等将抑制房地产需求，房企销售端亦将承压；预计2021年我国房屋开工及竣工面积延续下行态势，家电需求更趋低迷，难以支撑改性塑料需求。

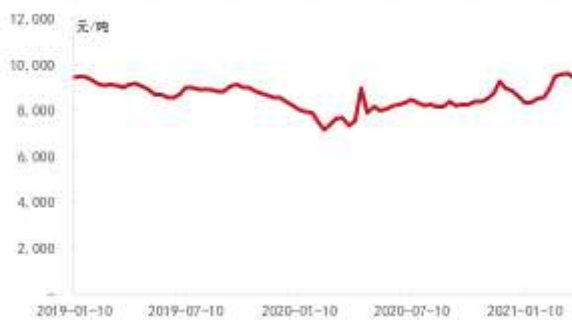
图4 2020年我国房屋新开工及竣工面积双降（单位：万平方米）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年改性塑料主要原材料价格波动上行，未来仍需关注其价格波动

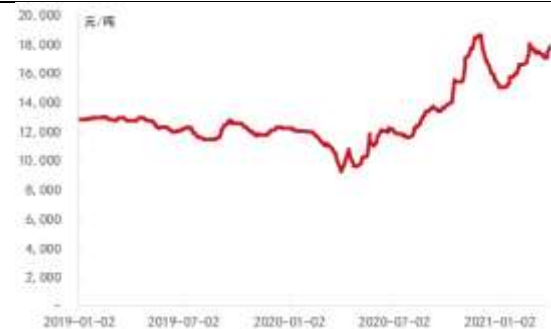
改性塑料上游原材料主要为PP（聚丙烯）和ABS等合成树脂，其中聚丙烯在改性塑料成本中的占比约为60%-70%左右。受新冠疫情影响，2020年口罩需求呈现爆发式增长，口罩专用熔喷料制成的熔喷性无纺布（以下简称“熔喷布”）需求激增，口罩专用熔喷料面临一定的阶段性产能瓶颈，专用熔喷料（即高熔指纤维聚丙烯）上半年价格阶段性大幅上涨，后续受产能的提升、国内疫情局部反复以及国际疫情未得到有效控制等因素叠加影响，聚丙烯价格波动上行。ABS合成树脂亦受原材料石油价格上涨以及下游需求增加影响震荡上行。未来仍需关注产业链上下游供需对聚丙烯及ABS等合成树脂价格影响。

图5 聚丙烯(T30S)市场价波动上涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 国内 ABS（通用）现货价震荡上行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年新冠疫情导致防疫物资短期需求集中爆发，推动熔喷料等改性塑料需求激增，行业经营业绩明显提升

我国改性塑料行业集中度较低，主要分布在华南、华东及环渤海等经济发达地区，主要生产企业有金发科技、道恩股份、国恩股份等，2020年受益于新冠疫情导致防疫物资相关材料短期需求集中爆发，熔喷料等改性塑料需求激增推动量价齐升，行业盈利水平明显提升，其中金发科技、国恩股份及道恩股份归母净利润同比分别增长268.64%、84.54%和414.51%。随着防疫材料新增产能释放及疫情逐步得到防控，熔喷料等改性塑料价格回归正常水平，业内企业超额利润或将难以再现。

表2 2020年改性塑料主要上市公司财务表现（单位：亿元）

公司简称	证券代码	总资产	净资产	营业收入	归母净利润	经营性现金净流量	资产负债率	销售净利率
金发科技	600143.SH	324.55	150.16	350.61	45.56	62.17	53.73%	13.15%
国恩股份	002768.SZ	54.61	32.14	71.81	7.31	1.50	41.14%	10.34%
普利特	002324.SZ	44.09	27.37	44.48	3.60	4.14	37.92%	8.95%
道恩股份	002838.SZ	29.71	20.01	44.22	8.55	8.60	32.65%	19.65%
沃特股份	002886.SZ	16.35	11.53	11.53	0.65	1.30	29.48%	6.23%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2020年公司收入仍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，受益于新冠肺炎导致口罩专用熔喷料供给阶段性短缺，熔喷料价格暴涨，当年公司改性塑料产品收入同比增长80.18%，推动公司营业收入同比增长61.67%；同样得益于此，公司改性塑料毛利率同比提高13.66个百分点至27.83%，公司热塑性弹性体毛利率提高主要因研发新品，色母粒毛利率提高主要系产品结构调整，综合推动公司销售毛利率提高10.84个百分点至27.75%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
改性塑料	357,763.53	27.83%	198,558.33	14.17%
热塑性弹性体	42,564.73	42.10%	39,490.39	34.19%
色母粒	22,183.42	22.90%	18,307.83	18.38%
其他产品	313.41	-269.53%	0.00	-
其他业务	19,407.93	5.12%	17,187.53	7.26%
合计	442,230.02	27.75%	273,544.08	16.91%

资料来源：公司提供

2020年疫情导致熔喷料需求激增，公司快速扩建并释放产能，主要产品量价齐升，盈利能力同步增强，但收入对单一客户仍存一定依赖，同时未来需关注新增产能消化问题

公司改性塑料产品基本为通用改性塑料，分为增强增韧改性塑料、阻燃改性塑料和高光泽改性塑料等，由公司本部制造一部（含熔喷料）和子公司海尔新材料生产。公司是国内热塑性弹性体的龙头企业，产品主要分为TPV和TPE-S等，应用于生产汽车零部件和家电产品中的密封条和密封圈及建筑材料中的玻璃幕墙等多领域，热塑性弹性体类主要由公司本部制造二部生产。色母粒产品主要分为专用和功能色母粒，以黑色母粒为主，下游行业主要为家电行业，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”）生产。

公司的生产基地位于烟台龙口和青岛。产能建设方面，2020年受疫情影响，公司扩建投产9万吨/年熔喷料生产线，公司改性塑料产能提升至30万吨/年；2020年底公司高性能热塑性弹性体（TPV）扩建项目剩余1.1万吨产能投产，公司热塑性弹性体类产品产能提高至3.5万吨/年；随着下游客户需求量增加，2020年青岛润兴新增色母粒生产线年产能提高5,000吨至2.7万吨。

生产方面，2020年疫情影响下防疫物资原材料熔喷料需求激增，随着熔喷料产能扩建9万吨，公司熔喷料产量同比增长260.71%，推动改性塑料产量同比增长48.32%，产能利用率同比提高3.48个百分点；公司热塑性弹性体类产品产量下降9.37%，主要系疫情导致下游需求减少所致，加之2020年底1.1万吨新增产能投产，导致其产能利用率降至55.86%。受益于家电客户需求量增加及产能扩张，公司色母粒产量

同比增长35.80%，产能利用率同比提高9.36个百分点。随着疫情得到控制，国内口罩等防疫物资面临结构性产能过剩问题，未来需关注公司新增产能消化问题。

表4 公司主要产品产销情况

产品	项目	2020年	2019年
改性塑料	产能（吨/年）	300,000.00	210,000.00
	产量（吨）	283,300.04	191,001.95
	产能利用率	94.43%	90.95%
	销量（吨）	283,311.57	181,207.41
	均价（元/吨）	12,627.92	10,957.52
	产销率	100.00%	94.87%
	销售额（万元）	357,763.53	198,558.33
热塑性弹性体类	产能（吨/年）	35,000.00	24,000.00
	产量（吨）	19,551.70	21,573.15
	产能利用率	55.86%	89.89%
	销量（吨）	18,659.78	19,695.14
	均价（元/吨）	22,810.95	20,050.83
	产销率	95.44%	91.29%
	销售额（万元）	42,564.73	39,490.39
色母粒	产能（吨/年）	27,000.00	22,000.00
	产量（吨）	26,235.84	19,319.20
	产能利用率	97.17%	87.81%
	销量（吨）	20,879.65	18,550.21
	均价（元/吨）	10,624.42	9,869.34
	产销率	79.58%	96.02%
	销售额（万元）	22,183.42	18,307.83

资料来源：公司提供

销售方面，公司主要通过以销定产方式组织生产，主要产品维持较高产销率；除热塑性弹性体类销量受下游需求减少同比下降5.26%外，改性塑料及色母粒销量同比分别增长56.35%和12.56%，推动公司各产品总销量同比增长47.12%至32.29万吨。价格方面，受原材料成本上涨、熔喷料需求激增、弹性体研发新品以及色母粒产品结构调整等综合影响，2020年公司改性塑料、热塑性弹性体类及色母粒均价同比分别增长15.24%、13.77%和7.65%。受益于量价齐升，2020年公司改性塑料及色母粒收入同比分别增长80.18%和21.17%，热塑性弹性体类收入同比增长7.79%主要得益于价格上涨。

公司下游客户主要处于家电和汽车行业，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，多数销售合同类型是一单一签；子公司海尔新材料与主要客户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，2020年公司来自客户一的收入增至10.94亿元，占比下降至24.73%，仍存在一定依赖。

表5 公司前五名客户情况（单位：万元）

时间	客户	金额	占比
2020年	客户一	109,367.48	24.73%
	客户二	4,804.03	1.09%
	客户三	4,413.80	1.00%
	客户四	4,033.06	0.91%
	客户五	3,815.49	0.86%
	合计	126,433.86	28.59%
2019年	客户一	102,451.57	37.45%
	客户二	3,660.99	1.34%
	客户三	2,852.99	1.04%
	客户四	2,821.92	1.03%
	客户五	2,784.79	1.02%
	合计	114,572.26	41.88%

资料来源：公司提供

原材料在公司成本中占比高，未来需关注原材料价格波动对公司盈利能力产生的影响

公司营业成本以原材料为主，2020年原材料占营业成本比重高达90.28%，较2019年下降3.55个百分点，主要系2020年将运费纳入营业成本所致，其中PP、ABS等各类合成树脂以及三元乙丙橡胶（EPDM）和石蜡油等化工产品是公司原材料的主要构成部分。上述原材料采购价格主要参考市场价，与国际原油价格呈正相关关系，2020年以来随着油价上涨，公司PP和ABS价格同比分别上涨3.95%和8.34%，EPDM采购价格同比下降6.37%，主要系公司预判行情，价格低点备货所致。考虑到国际油价影响因素复杂多变，未来需关注原材料价格波动对公司盈利能力产生的影响。

供应渠道方面，公司与主要供应商建立了长期的合作关系，供应商及原材料采购相对稳定，2020年公司前五大供应商采购金额占比为41.87%；但相对主要供应商，公司议价能力较弱，采购款多需预付。

表6 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2020年	2019年
PP	采购数量（吨）	194,927.51	111,006.66
	单价（元/吨）	7,964.35	7,661.64
	金额（万元）	155,247.13	85,049.30
ABS	采购数量（吨）	32,151.79	27,453.90
	单价（元/吨）	11,970.57	11,048.74
	金额（万元）	38,487.54	30,333.10
EPDM	采购数量（吨）	3,827.23	3,405.17
	单价（元/吨）	12,341.38	13,180.96
	金额（万元）	4,723.33	4,488.34

资料来源：公司提供

未来项目投产有利于提高公司产销量及营收规模，但需关注产能消化情况

随着IPO募投项目高性能热塑性弹性体（TPV）扩建项目完工投产，年产3,000吨特种氢化丁腈（HNBR）橡胶项目目前1,000吨已投产，2020年末公司主要在建项目包括万吨级热塑性医用溴化丁基橡胶（TPIIR）产业化项目和本期债券募投项目道恩高分子新材料项目，预计分别于2021年6月及12月投产。随着项目完工投产，有利于提高公司产销量及营收规模，但需关注下游需求增长乏力及新增产能消化情况。

表7 2020年末公司主要在建项目情况（单位：万元、吨/年）

项目名称	计划总投资	投资进度	产能	预计投产时间
万吨级热塑性医用溴化丁基橡胶（TPIIR）产业化项目	9,000	60.05%	10,000	2021年6月
道恩高分子新材料项目*	36,000	13.54%	120,000	2021年12月
合计	45,000	-	130,000	-

注：标“*”为本期债券募投项目。
资料来源：公司提供

六、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2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司于2020年1月1日起执行财政部于2017年7月5日发布的《企业会计准则第14号——收入（2017年修订）》（财会[2017]22号），执行新收入准则一方面将因转让商品而预先收取客户的合同对价从“预收款项”项目变更为“合同负债”项目和其他流动负债项目列报，另一方面将因转让商品而承担的运输费用属于履行合同发生的履约成本，从“销售费用”项目变更为“营业成本”项目列报。公司2020年度审计报告根据新会计准则选择仅对在2020年1月1日尚未完成的合同的累积影响数进行调整。2020年公司投资设立道恩万亿（河北）高分子材料有限公司，截至2021年3月末，公司纳入合并报表范围子公司共6家。

资产结构与质量

公司资产规模明显增长，且现金类资产及账龄较短的应收账款占比较高，资产质量得到提高

主要受益于业绩提升推动权益增加，2021年3月末公司总资产较2019年末增长58.89%至30.44亿元，其中流动资产占比较2019年末提升3.82个百分点至70.89%。

受经营性现金净流入水平提升影响，2020年末公司货币资金增至4.12亿元，其中0.27亿元作为信用证及应付票据保证金使用受限；随着理财产品到期及融资，2021年3月末公司货币资金增至4.97亿元。2020年末公司交易性金融资产均为购买的理财产品，2021年3月末随部分理财到期账面价值减至1.31亿

元。2020年末公司应收账款余额随收入同步增长至6.60亿元，其中账龄6个月以内占比95.36%，前5名应收对象合计欠款2.33亿元，占比35.38%；剔除坏账准备后公司应收账款账面价值6.25亿元。随着票据结算货款增加，2020年末公司应收款项融资账面价值2.59亿元，包括银行承兑汇票2.14亿元、商业承兑汇票0.46亿元，其中184.18万元银行承兑汇票已用于质押。公司存货亦随业务量同步增加，2020年末主要包括原材料2.12亿元、库存商品1.17亿元和发出商品0.53亿元，2021年3月末账面价值随原材料采购进一步增至5.08亿元。2020年末公司其他流动资产主要包括摊余成本计量的理财产品1.52亿元，2021年3月末随理财产品到期账面价值大幅减少。

2020年公司追加投资大韩道恩高分子材料（上海）有限公司0.42亿元并通过权益法确认投资收益0.40亿元，投资中科先行工程塑料国家工程研究中心股份有限公司0.13亿元，年末公司长期股权投资1.01亿元，依次分别持有上述两家公司50%和13.22%股权。公司固定资产主要系生产用厂房及机械设备等，随着采购生产设备，2020年末公司固定资产账面价值增至4.94亿元。公司在建工程主要系万吨级热塑性医用溴化丁基橡胶（TPIIR）产业化项目和道恩高分子新材料项目建设投入。公司无形资产主要为土地使用权及非专利技术，2020年末账面价值分别为0.91亿元和0.20亿元。

整体而言，公司资产规模受益业绩提升明显增长，除必要生产厂房及设备外，主要以现金类资产、账龄较短的应收账款为主，受限资产规模小，资产质量得到提升。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	49,660.85	16.31%	41,230.27	13.88%	21,971.03	11.47%
交易性金融资产	13,058.06	4.29%	18,164.24	6.11%	4,595.34	2.40%
应收账款	59,862.19	19.66%	62,453.57	21.02%	47,366.57	24.72%
应收款项融资	28,610.42	9.40%	25,949.65	8.73%	17,121.66	8.94%
存货	50,756.07	16.67%	39,365.62	13.25%	32,308.12	16.86%
其他流动资产	2,345.24	0.77%	17,305.15	5.82%	1,156.63	0.60%
流动资产合计	215,815.87	70.89%	212,944.25	71.67%	128,513.24	67.07%
长期股权投资	10,430.32	3.43%	10,104.90	3.40%	2,769.53	1.45%
固定资产	48,741.24	16.01%	49,360.99	16.61%	40,337.85	21.05%
在建工程	9,286.00	3.05%	7,842.68	2.64%	2,814.96	1.47%
无形资产	11,014.90	3.62%	11,288.63	3.80%	12,195.91	6.37%
非流动资产合计	88,617.72	29.11%	84,191.65	28.33%	63,089.93	32.93%
资产总计	304,433.59	100.00%	297,135.90	100.00%	191,603.16	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受益于新冠疫情推动公司主要产品量价齐升，公司盈利水平大幅提升

2020年，得益于新冠疫情推动公司改性塑料产品量价齐升，公司实现营业收入44.22亿元，同比增长61.67%，销售毛利率同比提高10.84个百分点至27.75%，同时收入增长带动期间费用率下降1.87个百分点至7.40%；此外，公司获得政府补助0.18亿元，投资收益0.48亿元（主要来自投资大韩道恩高分子材料（上海）有限公司权益法下确认投资损益0.40亿元）以及客户违约金（0.68亿元）为主的营业外收入0.71亿元。受上述因素叠加影响，2020年公司实现营业利润9.30亿元，同比增长366.26%；实现净利润8.69亿元，同比增长389.10%。得益于利润水平提升，2020年公司EBITDA利润率及总资产回报率同比分别提高12.85和29.86个百分点。

2021年1季度得益于改性塑料产销规模提升，公司当期实现营业收入10.04亿元，同比增长62.19%，但销售毛利率同比下降7.92个百分点至14.65%，主要系上年同期熔喷料毛利率较高所致；当期公司实现净利润0.78亿元，同比增长9.28%。

图7 公司收入及利润情况（单位：万元）

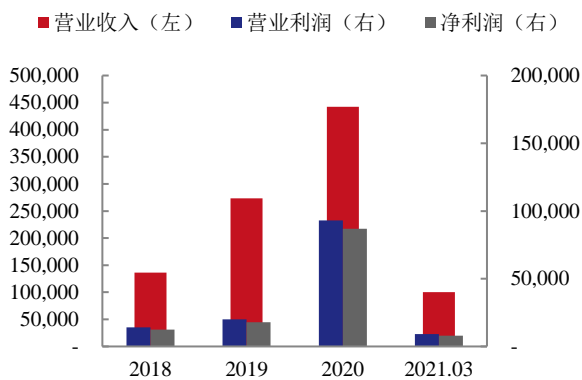
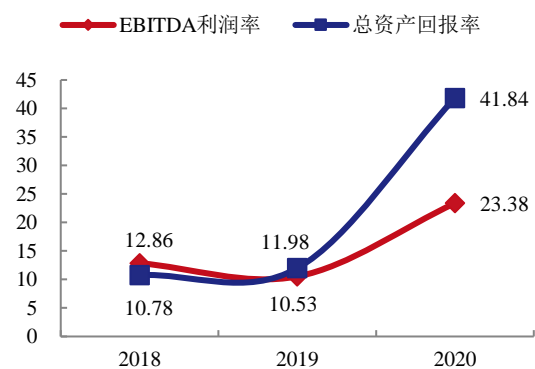


图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

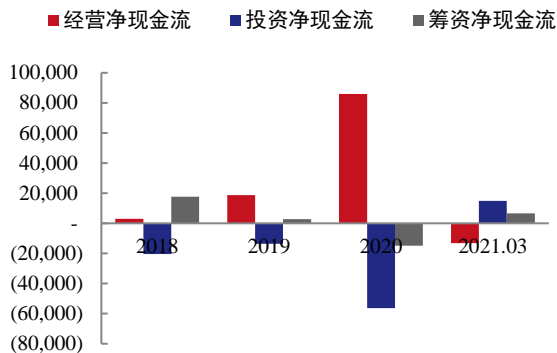
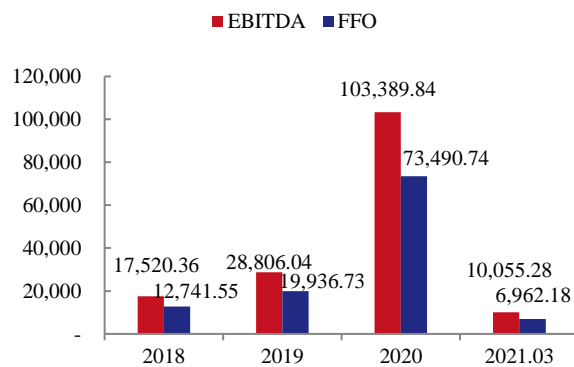
现金流

2020年公司经营活动现金流显著改善，对公司投资及偿债提供支持

得益于盈利水平提升，2020年公司EBITDA和FFO同比分别增长258.92%和268.62%，主业现金生成能力增强，得益于此，当年公司经营活动现金净流入8.60亿元，同比增长357.86%。

公司将经营活动流入资金主要用于扩大再生产、购买理财产品、股权投资及偿还债务等。投资活动方面，2020年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金1.88亿元，主要用于购置机械设备及项目建设投入；买卖理财产品现金净支出3.30亿元（不含理财收益）；投资大韩道恩高分子材料（上海）有限公司及中科先行工程塑料国家工程研究中心股份有限公司股权支付0.55亿元。筹资活动方面，除融资现金收支外，2020年公司筹资活动主要表现为现金分红1.50亿元，导致筹资活动现金净流出1.49亿元。

2021年1季度，受原材料采购增加影响，公司经营活动现金净流出1.32亿元；随着理财产品到期，投资活动现金净流入1.50亿元；筹资活动现金净流入0.66亿元，主要系新增银行借款1.83亿元。

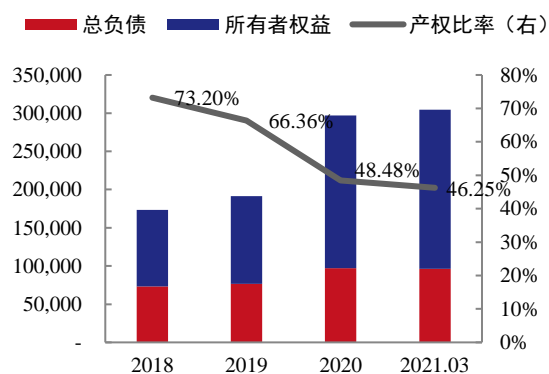
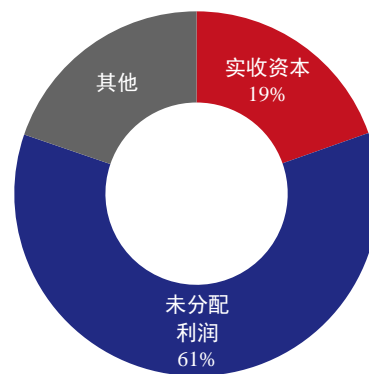
图9 公司现金流结构（单位：万元）

图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况（单位：万元）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务波动增长，但盈利水平提高推动杠杆率下降，偿债能力指标改善

得益于利润累积，2021年3月末公司所有者权益较2019年末增长80.73%至20.82亿元，主要由未分配利润和实收资本组成，分别占比60.66%和19.60%，其中未分配利润较2019年末增长121.35%。随着业务规模扩大导致应付账款增加及2020年发行本期债券，2021年3月末公司负债总额较2019年末增长25.97%至9.62亿元。受益于所有者权益增长较快，2021年3月末公司产权比率较2019年末下降20.11个百分点至46.25%，权益对负债的保障能力有所提升。

图11 公司资本结构（单位：万元）

图12 2021年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

随着公司发行本期债券，公司非流动负债占比有所提升，但仍以流动负债为主。截至2020年末，公司短期借款随其偿还减至0.50亿元，均系保证借款，2021年3月末随融资增加至1.53亿元；随着业务规模扩大，公司应付账款增至2.23亿元，主要包括应付材料采购款1.66亿元、工程项目及设备配件款合计0.40亿元；合同负债均为预收货款，其中预收熔喷料采购款1.33亿元；其他应付款主要包括应退合同终止客户预付款0.41亿元以及欠付日常经营费用0.23亿元，随着合同终止客户退款，2021年3月末余额减

至0.47亿元。公司于2020年7月发行本期债券，年末余额2.67亿元¹。

表9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15,313.57	15.91%	4,953.51	5.11%	37,351.23	48.87%
应付账款	20,239.77	21.02%	22,310.44	23.00%	14,682.71	19.21%
合同负债	11,964.48	12.43%	13,824.50	14.25%	0.00	0.00%
其他应付款	4,700.13	4.88%	8,338.28	8.59%	5,589.55	7.31%
流动负债合计	59,102.38	61.39%	60,396.12	62.25%	67,208.50	87.94%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2,918.66	3.82%
应付债券	27,212.11	28.26%	26,744.37	27.57%	0.00	0.00%
非流动负债合计	37,172.77	38.61%	36,623.32	37.75%	9,219.86	12.06%
负债合计	96,275.15	100.00%	97,019.44	100.00%	76,428.36	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

近年公司总债务波动增加，2021年3月末公司总债务增至4.39亿元，在总负债中占比下降至45.63%。随着本期债券发行，公司长期债务占总债务的比重提高至61.95%，短期债务规模降至1.67亿元，短期偿债压力下降。

图13 公司债务占负债比重（单位：万元）

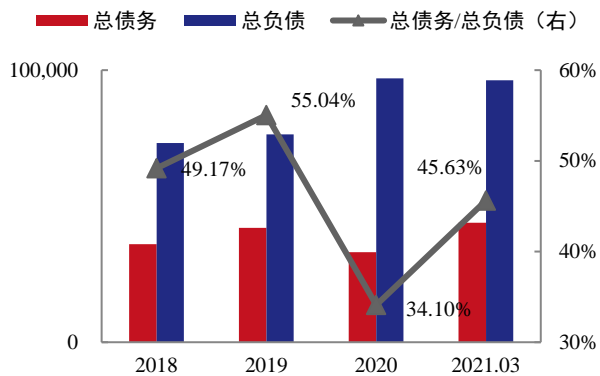
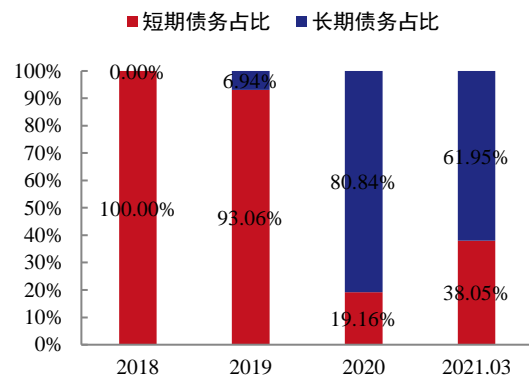


图14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

得益于利润累积推动权益资本增长较快，2021年3月末公司资产负债率降至31.62%，总债务与总资产的比值同比下降9.32个百分点至17.43%，公司财务弹性提高。受公司现金类资产增加及总债务减少叠加影响，2020年末公司净债务减少至-5.75亿元，现金类资产足以保障债务偿还，加之EBITDA和FFO同比明显增长，其对债务本息偿还的保障能力提升。

¹ 公司本期债券发行 3.6 亿元，在发行日采用未附转股条件的类似债券的市场利率来估计该等债券负债成份的公允价值，剩余部分作为权益成份的公允价值，并计入股东权益，列示在其他权益工具项目 0.96 亿元。

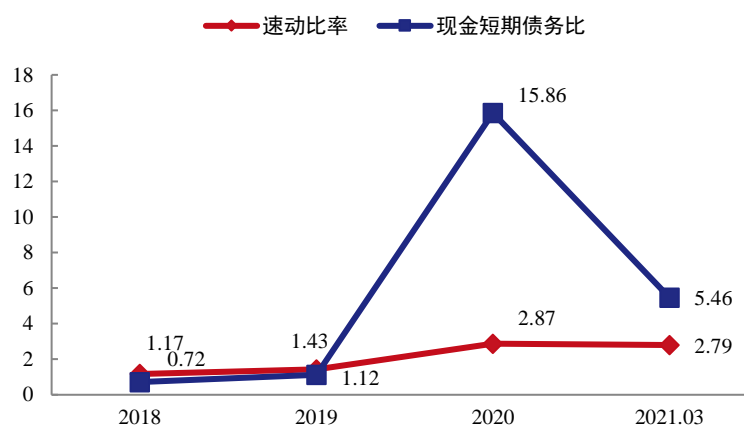
表10 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	31.62%	32.65%	39.89%
净债务/EBITDA	-	-0.56	0.19
EBITDA 利息保障倍数	-	48.16	14.32
总债务/总资本	17.43%	14.19%	26.75%
FFO/净债务	-	-127.86%	355.87%

注：公司净债务为负值。

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

得益于业绩及经营性现金流提升，公司资产流动性改善，流动资产及现金类资产增加，加之公司流动负债及短期债务减少，公司速动比率及现金短期债务比均有所提高，短期偿债能力指标改善。融资渠道方面，作为上市公司，公司可通过发行股票进行股权融资；此外，公司目前未使用银行授信规模较大，融资弹性较高。

图15 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

七、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，从2017年1月1日至报告查询日（2021年4月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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。

八、本期债券偿还保障分析

第三方担保

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，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，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。由于道恩钛业筹划上市，公司未提供其2020年审计报告，同时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。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

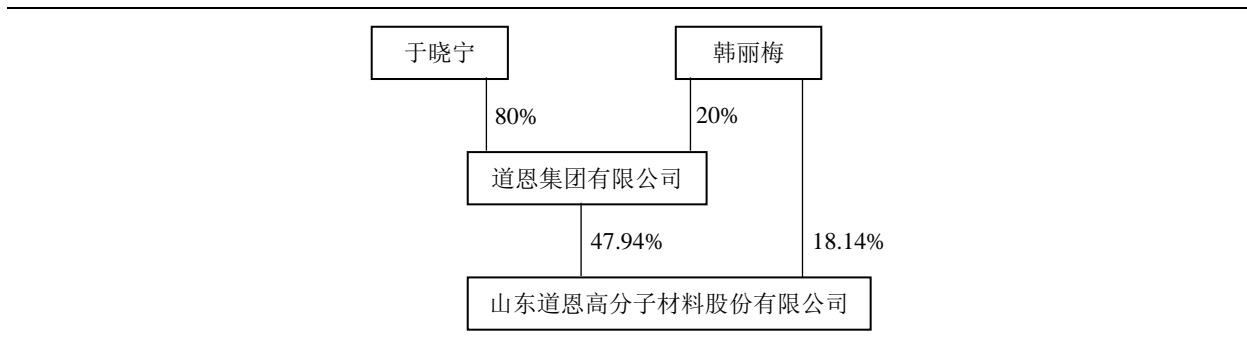
财务数据（万元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	49,660.85	41,230.27	21,971.03	14,352.27
应收账款	59,862.19	62,453.57	47,366.57	41,030.48
存货	50,756.07	39,365.62	32,308.12	32,727.77
流动资产合计	215,815.87	212,944.25	128,513.24	112,920.13
固定资产	48,741.24	49,360.99	40,337.85	28,833.49
非流动资产合计	88,617.72	84,191.65	63,089.93	60,292.73
资产总计	304,433.59	297,135.90	191,603.16	173,212.87
短期借款	15,313.57	4,953.51	37,351.23	35,300.00
应付账款	20,239.77	22,310.44	14,682.71	14,388.58
应付票据	1,400.00	1,385.33	1,300.00	700.00
合同负债	11,964.48	13,824.50	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	167.38	0.00	500.00	0.00
流动负债合计	59,102.38	60,396.12	67,208.50	68,555.15
长期借款	0.00	0.00	2,918.66	0.00
应付债券	27,212.11	26,744.37	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	37,172.77	36,623.32	9,219.86	4,652.86
负债合计	96,275.15	97,019.44	76,428.36	73,208.01
总债务	43,925.68	33,083.21	42,069.89	36,000.00
归属于母公司的所有者权益	199,544.20	192,349.08	108,485.39	94,477.25
营业收入	100,424.27	442,233.02	273,544.08	136,253.32
净利润	7,835.95	86,915.08	17,770.28	12,442.98
经营活动产生的现金流量净额	-13,223.94	86,007.37	18,784.84	3,042.65
投资活动产生的现金流量净额	15,017.63	-56,407.98	-13,685.47	-20,404.23
筹资活动产生的现金流量净额	6,636.74	-14,888.45	2,871.03	17,605.71
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	14.65%	27.75%	16.91%	17.46%
EBITDA 利润率	-	23.38%	10.53%	12.86%
总资产回报率	-	41.84%	11.98%	10.78%
产权比率	46.25%	48.48%	66.36%	73.20%
资产负债率	31.62%	32.65%	39.89%	42.26%
净债务/EBITDA	-	-0.56	0.19	0.79
EBITDA 利息保障倍数	-	48.16	14.32	26.55
总债务/总资本	17.43%	14.19%	26.75%	26.47%
FFO/净债务	-	-127.86%	355.87%	92.47%
速动比率	2.79	2.87	1.43	1.17

现金短期债务比	5.46	15.86	1.12	0.72
---------	------	-------	------	------

注：公司净债务为负值。

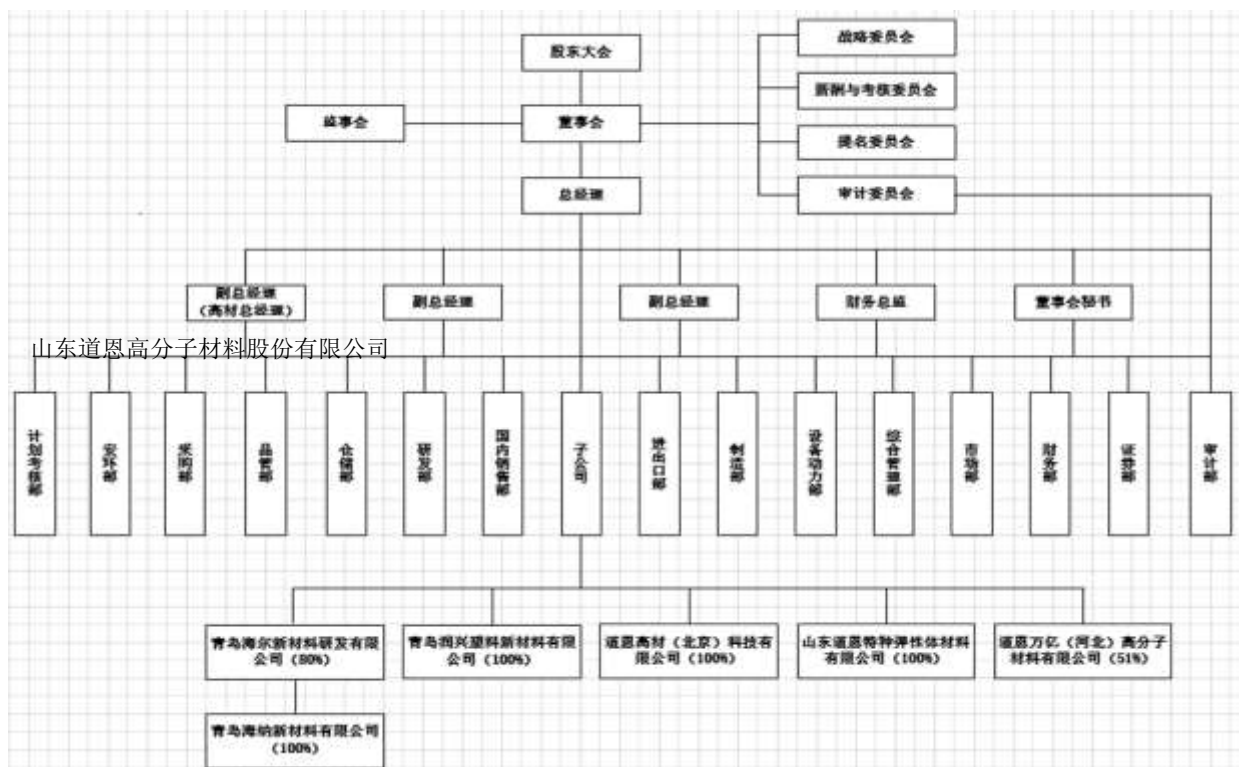
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司 2021 年 1 季报，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
青岛润兴塑料新材料有限公司	1,493.47	100%	制造、加工：塑料色母料、功能母料、塑料改性料；货物进出口
山东道恩特种弹性体材料有限公司	3,000.00	100%	氢化丁腈橡胶、氢化丁苯橡胶产品的研发生产与销售
青岛海尔新材料研发有限公司	6,000.00	80%	工程塑料、特种塑料、塑料复合材料、化工助剂、纳米材料、生物材料、电子材料、废旧材料再分解、再利用等
青岛海纳新材料有限公司	15,000.00	80%	塑料复合材料、化工助剂、纳米材料、生物材料、电子材料及相关制品
道恩高材（北京）科技有限公司	1,000.00	100%	技术开发、技术转让、技术推广、技术服务、货物进出口、代理进出口，技术进出口等
道恩万亿（河北）高分子材料有限公司	3,000.00	51%	改性塑料熔喷料的研究、开发、生产

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债
长期债务	长期借款+应付债券
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收款项融资+其他流动资产中理财产品
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
销售毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录六 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。