



2020年山东道恩高分子材料股份有限公司 可转换公司债券2022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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2020年山东道恩高分子材料股份有限公司可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
道恩转债	AA-	AA-

评级观点

中证鹏元维持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）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“道恩转债”的信用等级为 AA-。

该评级结果是考虑到：2021 年公司通过产品性能提升、应用领域拓展等推动主业经营稳定；杠杆率仍处较低水平，各项偿债能力指标仍表现较好；同时也关注到，公司原材料价格上涨叠加熔喷料价格回归常态导致主业盈利能力下降，经营活动现金净流出；下游市场需求存不确定，未来产能消化有待观察；业绩对单一客户存在较大依赖等风险因素。

未来展望

- 公司在行业内具有一定规模优势，主业经营稳定，杠杆率较低。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 5 月 5 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	33.20	31.51	29.71	19.16
归母所有者权益	21.41	20.90	19.23	10.85
总债务	5.69	4.62	3.31	4.21
营业收入	11.94	42.61	44.22	27.35
EBITDA 利息保障倍数	--	10.58	48.16	14.32
净利润	0.55	2.47	8.69	1.78
经营活动现金流净额	-0.76	-1.64	8.60	1.88
销售毛利率	9.18%	12.24%	27.75%	16.91%
EBITDA 利润率	--	8.80%	23.38%	10.53%
总资产回报率	--	9.85%	41.84%	11.98%
资产负债率	32.36%	30.54%	32.65%	39.89%
净债务/EBITDA	--	-0.07	-0.56	0.19
总债务/总资本	20.22%	17.43%	14.19%	26.75%
FFO/净债务	--	-1,066.03%	-127.86%	355.87%
速动比率	2.50	2.71	2.87	1.43
现金短期债务比	1.21	3.41	15.86	1.12

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度财务报表，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

- **2021 年公司通过产品性能提升、应用领域拓展等推动主业经营稳定。**2021 年公司各业务条线持续推进产品提质及应用领域延伸，公司产品适用范围扩大并开发了新客户，当年主要产品产销量仍保持稳定。
- **公司杠杆率较低、偿债能力指标仍表现较好。**2021 年末公司资产负债率进一步下降，净债务为负，现金类资产、EBITDA 等对债务保障能力仍较好。

关注

- **原材料价格上涨叠加熔喷料价格回归常态导致公司主业盈利能力下降，经营性现金净流出，未来需关注公司成本控制能力。**2021 年公司原材料价格上涨，叠加熔喷料价格回归常态，利润下降明显，加之应收账款增加、合同负债减少以及备货增加，经营活动现金净流出 1.64 亿元；考虑到公司上游原材料价格影响因素复杂、价格波动较大，未来仍需关注公司成本控制能力。
- **公司产能消化有待观察。**公司在建产能规模较大，考虑到白色家电增量市场有限，新能源车销量增长快但目前占比不高，疫情反复导致经济下行压力较大及居民谨慎消费，未来仍需关注公司产能消化情况。
- **公司对单一客户存在较大依赖。**2021 年公司对第一大客户销售收入占比提高至 39.13%。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	7
	经营规模	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	3		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	表现不佳	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa+
调整因素	影响偿债能力重大事项、补充调整		调整幅度	-2	
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-5-20	刘玮、罗力	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)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2019-9-18	钟继鑫、邓艰	企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
道恩转债	3.60	3.60	2021-5-20	2026-7-2

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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。截至2022年3月1日，本期债券募集资金专项账户余额为0.69亿元。

三、发行主体概况

2021年以来公司名称及主营业务未发生变化，当年因实施2019年股票期权与限制性股票激励计划新增股份139.19万股，因股权激励对象离职回购注销其持有的限制性股票12.48万股，道恩转债转股2,865股，截至2021年末，公司总股本40,924.50万股，道恩集团有限公司（以下简称“道恩集团”）持有公司47.80%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18.08%股权，于晓宁和韩丽梅夫妇合计持有公司65.88%股权，为公司实际控制人（股权结构图详见附录二）。2021年公司董事索延辉、副总经理臧云涛离任，选举肖辉为公司董事，聘任王泽方为公司副总经理。2021年公司投资设立5家子公司，截至2021年末，公司纳入合并报表范围子公司共11家。

表1 2021年公司新纳入合并报表范围子公司情况（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
山东道恩周氏包装有限公司	2,000	51%	食品用塑料包装容器工具制品生产，包装装潢印刷品印刷等	新设
山东道恩降解材料有限公司	7,000	100%	生物基材料制造，生物基材料技术研发等	新设
道恩高分子材料（重庆）有限公司	5,000	100%	高性能高分子材料的开发、生产、销售等	新设
道恩英德尔有限责任公司	3亿卢布	90%	初级塑料材料生产活动等	新设
道恩周氏（青岛）复合包装材料有限公司	2,000	100%	复合包装产品的生产、销售	新设

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经

济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。

行业环境

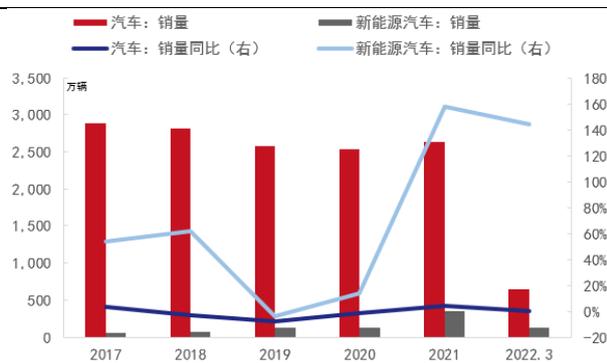
改性塑料是向聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）等合成树脂中添加合适的改性剂，采用一定的加工工艺，从而制得具有新颖结构特征、能够满足各种不同使用性能要求的新型塑料材料，在阻燃性、强度、抗冲击性、韧性等方面的性能都优于通用塑料。改性塑料产品应用市场较为广泛，主要包括汽车、家电、电子电气、建筑和医疗等诸多行业，其中家电和汽车行业作为改性塑料传统下游，需求占比高。

2021年汽车行业景气度提升，汽车零部件需求增加，但仍需关注疫情反复、居民杠杆高、芯片供应不足等外部不利因素对行业的冲击

2021年得益于国内疫情快速得到有效控制，全国各地企业复工情况良好，叠加新能源汽车在技术和

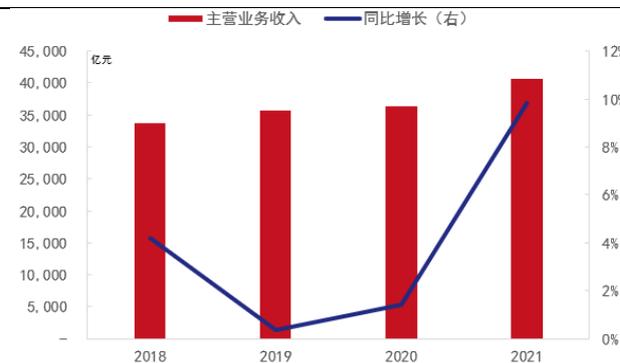
市场成熟度不断提高、关键零部件配套能力得到大幅提升背景下发展迅猛，2021年我国汽车销量同比增长3.81%，其中新能源汽车增长157.48%；2022年1季度新能源汽车销售延续火爆行情，带动汽车销量保持增长。受益于汽车销量增长，我国汽车零部件需求提升，推动2021年我国汽车零部件行业收入同比增长9.84%。但影响我国汽车需求风险因素仍在，一是疫情反复及国际形势复杂，国民经济下行压力依然较大，居民消费信心修复可能不足；二是居民部门杠杆率居高不下，对汽车消费造成一定的挤出效应；三是芯片供给不足短期仍然存在，进而会影响汽车及其零部件的生产和销售。

图1 2021年新能源车销量大幅增长带动我国汽车销量触底回升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图2 2021年汽车销量增长带动汽车零部件收入提高

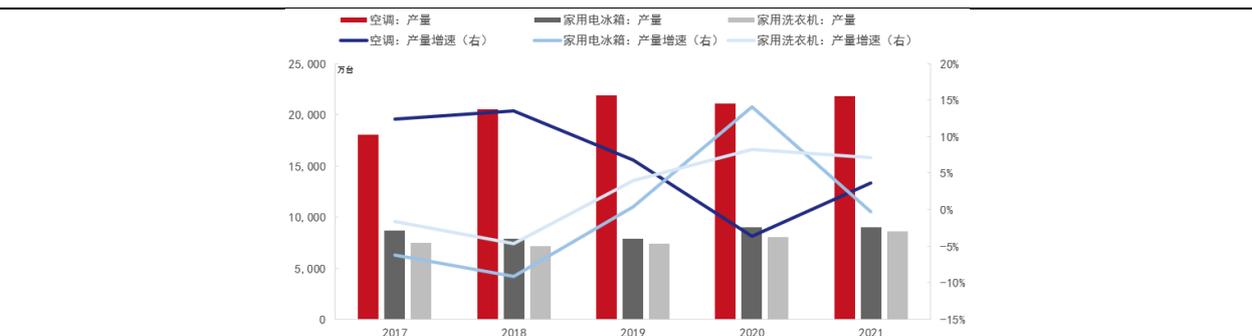


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2021年我国白色家电需求恢复性增长叠加出口增加，产量保持增长，但需关注下游房地产市场景气度下行、疫情反复等对其需求造成的不利影响

2021年我国白色家电产量保持增长态势，一方面是国内疫情得到有效控制、经济复苏拉动需求增长；另一方面是国外疫情不时爆发影响产能释放，我国出口量增加所致，当年空调、家用电冰箱和家用洗衣机出口量同比分别增长11.78%、2.33%和1.72%。但家电具有明显的房地产后周期属性，2021年房屋竣工面积及商品房销售面积保持增长可对2022年白色家电需求提供一定支撑，但2022年前两月我国房屋竣工及商品房销售面积明显下降，未来市场增量空间有限，逐步进入存量更新时代；2022年疫情反复导致经济下行压力加大及居民谨慎消费一定程度将抑制家电需求。

图3 2021年我国白色家电产量保持增长



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2021年我国改性塑料原材料价格波动较大，未来仍需关注下游企业成本控制压力

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。2021年国内PP价格大幅波动，其中一季度上涨主要系北美地区PP生产装置因极寒天气等影响集中停车检修带动出口虚增大幅增长，此因素消除叠加供给增加，价格趋于回落，9-10月份价格上涨主要受成本上涨、部分装置意外检修及期货市场带动等多因素综合影响，10月下旬随着供应增加价格回落。受国际原油价格持续上涨影响，2021年年初国内ABS价格快速上涨并高位运行，随着成本回落，2021年11月价格趋于下降。考虑到原油价格影响因素复杂多变，未来仍需关注其价格波动对下游企业成本控制造成的不利影响。

图4 2021年聚丙烯(T30S)市场价大幅波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 2021年国内ABS（通用）现货价高位运行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2021年公司主营业务未发生变化，仍主要从事改性塑料、热塑性弹性体、色母粒等产品产销业务，受新冠疫情有效控制、熔喷料产品价格回归常态影响，2021年改性塑料业务收入下降导致公司营业收入同比下降3.64%，热塑性弹性体及色母粒业务收入保持增长。随着熔喷料价格回归正常，2021年公司改性塑料业务毛利率明显下降，热塑性弹性体及色母粒毛利率下降主要系原材料价格上涨所致，各主要业务毛利率均呈不同程度下降导致2021年公司销售毛利率同比下滑明显。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
改性塑料	320,426.18	11.47%	357,763.53	27.83%
热塑性弹性体	44,916.37	19.96%	42,564.73	42.10%
色母粒	25,104.70	16.80%	22,183.42	22.90%
其他产品	1,652.89	-13.78%	313.41	-269.53%
其他业务	34,013.83	7.27%	19,407.93	5.12%

合计	426,113.97	12.24%	442,230.02	27.75%
----	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司提供、中证鹏元整理

2021年公司通过提高产品性能、拓宽应用领域等维持主要产品产销量稳定，但熔喷料价格回归常态叠加原材料价格上涨导致公司主业盈利能力同比下降明显

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）和子公司青岛海尔新材料研发有限公司（以下简称“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。

公司生产基地位于烟台龙口和青岛，公司首次公开发行股票募投项目万吨级热塑性医用溴化丁基橡胶(TPIIR)产业化项目已建成0.5万吨，取得了美国FDA认证和美国联邦药典USP六级认证，目前已满足当前客户需求，剩余0.5万吨产能终止建设。除此项目外，2021年公司主要产品产能未发生变化。

随着熔喷料价格回归常态，2021年公司改性塑料产销量及销售价格均有所下降，受量价齐跌影响，该业务收入同比下降10.44%，毛利率同比下降16.36个百分点。但公司其他改性塑料产品发展相对稳定，得益于公司研发推动产品改进及应用领域延伸，公司产品拓展了5G和储能行业，如华为5G基站基箱面板阻燃ABS材料批量供货，储能行业中实现了理士大客户稳定批量、松下蓄电池正常供货，同时宁德时代、比亚迪、新太行等大客户进入材料选择阶段，为后续该业务稳定发展提供一定支撑。

2021年公司热塑性弹性体业务加大高端产品开发，成功研发了氢化平台低成本高效新型催化剂，目前正在开拓新能源电池领域的应用；当年公司弹性体拓宽了在汽车应用范围的拓展，开发非密封系统的新产品，其中汽车内饰蒙皮TPO、卡车油箱垫板TPV和气囊框TPO在研、产、销方面均有所突破；开发了汽车油管TPV新型材料、悬浮地板及草坪填充材料、无油地板材料、减振吸能TPE和防水卷材TPO等系列产品，该系列产品成为公司新的增长点。得益于应用领域的延伸，2021年公司热塑性弹性体产销量同比增长均超30%，产能利用率明显提升。但受产能扩张、公司拓展业务调整产品结构影响，该业务销售均价同比下降，叠加原材料价格上涨，该业务毛利率明显同比下降22.14个百分点。

2021年公司色母粒业务在北方市场保持领先优势，持续加大技术研发和大客户开拓力度，开发了PET高端白色母料、卫材白色母、长丝黑色母、给水管道专用黑色母和移液器头用PP导电母料等产品，可用于POY、FDY长丝纺丝、再生环保切片、卫材纤维等领域，开拓了中财集团、盛丰纤维、安顺化纤、仪征仲兴环保等客户。受上述因素影响，2021年公司色母粒产品生产稳定，销量同比增长7.16%，销售均价同比增长5.61%，推动该业务收入同比增长13.17%，但原材料价格上涨导致该业务毛利率同比亦有所下降。

表3 公司主要产品产销情况

产品	项目	2021年	2020年
改性塑料	产能（吨/年）	300,000.00	300,000.00
	产量（吨）	279,274.99	283,300.04
	产能利用率	93.09%	94.43%
	销量（吨）	274,187.32	283,311.57
	均价（元/吨）	11,689.40	12,627.92
	产销率	98.18%	100.00%
	销售额（万元）	320,426.18	357,763.53
热塑性弹性体类	产能（吨/年）	35,000.00	35,000.00
	产量（吨）	25,861.10	19,551.70
	产能利用率	73.88%	55.86%
	销量（吨）	24,399.11	18,659.78
	均价（元/吨）	18,409.02	22,810.95
	产销率	94.35%	95.44%
	销售额（万元）	44,916.37	42,564.73
色母粒	产能（吨/年）	27,000.00	27,000.00
	产量（吨）	25,969.57	26,235.84
	产能利用率	96.18%	97.17%
	销量（吨）	22,374.44	20,879.65
	均价（元/吨）	11,220.26	10,624.42
	产销率	86.16%	79.58%
	销售额（万元）	25,104.70	22,183.42

资料来源：公司提供

2021年公司客户集中度提高，原材料价格上涨削弱了公司盈利能力，未来仍需关注公司成本控制能力

公司产品主要应用于家电和汽车领域，客户亦多集中在上述行业，公司本部与部分大客户的销售合同同一年一签，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。2021年公司前五大客户销售额同比增长明显，前五大客户销售收入占比同比提高15.98个百分点至44.57%，其中第一大客户收入占比39.13%，依赖较大。

表4 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

时间	客户	金额	占比
2021年	客户一	166,747.65	39.13%
	客户二	6,798.91	1.60%
	客户三	5,817.60	1.37%
	客户四	5,390.23	1.26%

2020年	客户五	5,177.89	1.22%
	合计	189,932.28	44.57%
	客户一	109,367.48	24.73%
	客户二	4,804.03	1.09%
	客户三	4,413.81	1.00%
	客户四	4,033.06	0.91%
	客户五	3,815.49	0.86%
	合计	126,433.87	28.59%

资料来源：公司提供

公司营业成本以原材料为主，2021年原材料成本占营业成本的比重提高至91.03%，主要包括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，公司主要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性。受原油价格上涨影响，2021年公司ABS及EPDM采购单价明显提高，而PP采购单价同比略有下降主要系产品结构变化所致。由于原材料价格上涨难以及时向下游传导，2021年原材料价格上涨是公司毛利率下滑的主要原因之一。考虑到国际油价影响因素复杂多变，将对公司成本控制能力带来一定挑战。

采购渠道方面，公司供应商主要系石化公司，采购方式包括直采或比价采购。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，但相较于主要供应商公司议价能力较弱，采购款多需预付。2021年公司前五大供应商采购金额及占总采购额比重均有所下降。

表5 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2021年	2020年
PP	采购数量（吨）	168,609.53	194,927.51
	单价（元/吨）	7,671.57	7,964.35
	金额（万元）	129,350.01	155,247.13
ABS	采购数量（吨）	27,113.79	32,151.79
	单价（元/吨）	15,263.36	11,970.57
	金额（万元）	41,384.77	38,487.54
EPDM	采购数量（吨）	4,335.53	3,827.23
	单价（元/吨）	19,497.04	12,341.38
	金额（万元）	8,452.99	4,723.33

资料来源：公司提供

表6 公司前五名供应商情况（单位：万元）

时间	供应商	采购金额	占当期采购额比重
2021年	供应商一	35,282.36	9.90%
	供应商二	27,409.34	7.69%
	供应商三	16,247.70	4.56%
	供应商四	15,379.46	4.31%

2020年	供应商五	12,393.90	3.48%
	合计	106,712.76	29.94%
	供应商一	35,010.88	11.3%
	供应商二	33,730.80	10.89%
	供应商三	31,960.64	10.32%
	供应商四	21,474.20	6.93%
	供应商五	7,518.31	2.43%
	合计	129,694.83	41.87%

资料来源：公司提供

未来项目投产有助于增强公司业务能力和提高营收规模，但需关注产能消化情况

公司首次公开发行股票募投项目万吨级热塑性医用溴化丁基橡胶(TPIIR)产业化项目2021年已建成0.5万吨，剩余0.5万吨终止建设；2021年6月公司发布公告称拟通过非公开发行股票募集资金建设12万吨/年生物可降解塑料PBAT项目（一期）（以下简称“PBAT项目”）及山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期）（以下简称“西南总部项目”），PBAT项目拟建6万吨/年全生物降解塑料PBAT切片及6,600吨/年副产品四氢呋喃，西南总部项目拟建10万吨/年改性塑料，该非公开发行股票申请已于2022年4月获得中国证监会发审委审核通过，如成功发行将有助于增强公司资本实力，并为项目建设提供资金支持。截至2021年末，公司主要在建项目包括“道恩转债”募投项目道恩高分子新材料项目和PBAT项目，其中道恩高分子新材料项目预计2022年6月投产。考虑到白色家电增量市场有限，新能源车占比不高，疫情反复导致经济下行压力较大及居民谨慎消费，未来需关注公司产能消化情况。

表7 截至2021年末公司主要在建产能情况（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
道恩高分子新材料项目	36,000.00	55.18%	120,000	2022年6月
12万吨/年全生物降解塑料PBAT项目（一期）	41,379.20	15.60%	60,000	-
合计	77,379.20	-	180,000	-

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2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司投资设立5家子公司，截至2021年末，公司纳入合并报表范围子公司共11家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但非流动资产占比提升，应收款项及存货对资金占用增加，受限资产规

模扩大，资产流动性减弱

得益于利润累积，2021年末公司资产总额增至31.51亿元，其中非流动资产占比随着项目建设投入有所提升，2022年3月末公司资产规模进一步增长至33.20亿元。受主业回款能力减弱及存货增加影响，2021年末公司货币资金减少，其中0.29亿元作为应付票据、信用证及期货保证金使用受限。主业回款能力减弱导致2021年末公司应收账款增加，账龄集中在6个月以内，其中前五名占应收账款余额比重为46.31%；2022年3月末公司应收账款账面价值进一步增长至9.39亿元。2021年末公司应收款项融资均为应收银行承兑汇票。公司预付款项主要系预付原材料采购款。公司存货主要由原材料、库存商品及发出商品构成，上述科目资产均有所增加推动公司2021年末存货规模增加，主要系业务规模扩大及原材料价格上涨所致。

2021年末公司长期股权投资主要系对大韩道恩高分子材料（上海）有限公司投资1.07亿元。受公司购置机械设备及0.5万吨热塑性医用溴化丁基橡胶(TPIIR)产业化项目完工转固影响，2021年末公司固定资产规模增加，以生产车间及机器设备为主。随着道恩高分子新材料项目及12万吨/年全生物降解塑料PBAT项目（一期）建设投入，2021年末公司在建工程大幅增加。公司无形资产主要为土地使用权及非专利技术。2021年公司预付工程设备款增加及新增预付土地购置款，年末其他非流动资产随之增加。

整体来看，2021年末公司资产规模随利润累积有所提升，但项目建设投入推动生产厂房及设备等非流动资产占比提升，加之主业回款能力减弱，公司现金类资产减少，应收账款及存货对资金占用增加；此外，公司受限资产规模增加至1.61亿元，资产流动性减弱。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.89	8.69%	3.58	11.36%	4.12	13.88%
应收账款	9.39	28.29%	7.79	24.71%	6.25	21.02%
应收款项融资	2.39	7.21%	2.15	6.83%	2.59	8.73%
预付款项	1.34	4.02%	1.28	4.07%	0.73	2.45%
存货	3.50	10.55%	4.44	14.08%	3.94	13.25%
流动资产合计	20.47	61.67%	19.87	63.06%	21.29	71.67%
长期股权投资	1.23	3.71%	1.20	3.81%	1.01	3.40%
固定资产	5.20	15.67%	5.34	16.94%	4.94	16.61%
在建工程	2.94	8.87%	2.61	8.27%	0.78	2.64%
无形资产	1.52	4.58%	1.22	3.88%	1.13	3.80%
其他非流动资产	1.18	3.55%	0.69	2.20%	0.10	0.32%
非流动资产合计	12.72	38.33%	11.64	36.94%	8.42	28.33%
资产总计	33.20	100.00%	31.51	100.00%	29.71	100.00%

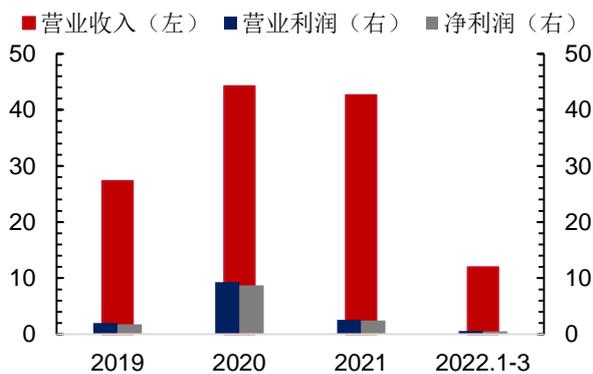
资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

熔喷料价格回归常态与原材料价格上涨导致公司主业盈利水平下滑，未来仍需关注原材料价格波动对公司主业盈利能力影响

2021年公司主业收入仍来自改性塑料、热塑性弹性体及色母粒等产品产销，随着新冠疫情有效控制、熔喷料价格回归正常，公司改性塑料量价齐跌，加之热塑性弹性体及色母粒等业务毛利率均有所下滑，2021年公司营业收入略有下降，净利润同比下降71.56%，降幅明显。受此影响，2021年公司EBITDA利润率及总资产回报率亦大幅下降。2022年1季度，公司实现营业收入11.94亿元，同比增长18.85%，但净利润同比下降29.38%。公司盈利能力受原材料价格影响较大，未来仍需关注原材料价格波动对公司盈利能力产生的影响。

图6 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）

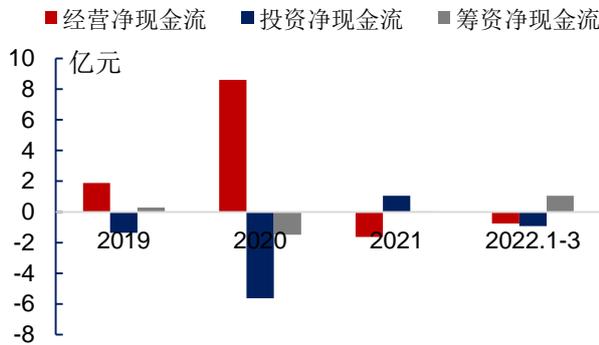


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

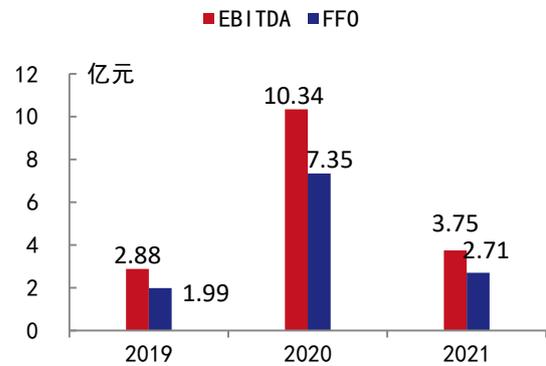
现金流

公司主业盈利及回款能力下降叠加付现支出增加，2021年公司经营性现金净流出，项目建设资金主要来自理财产品收回

2021年公司主业盈利能力及回款能力均有所下降，因而EBITDA及FFO随着减少，加之公司原材料采购等付现支出增加，当年公司经营活动现金净流出1.64亿元；2022年1季度公司主业回款欠佳，经营活动现金净流出0.76亿元。除项目建设及购置设备等支出外，2021年公司投资活动主要表现为理财产品的购买及收回，受收回理财产品规模较大影响，2021年公司投资活动现金净流入1.06亿元。2021年公司筹资活动现金流入主要来自借款，筹资活动现金流出主要用于偿还借款本息及分配股利，当年筹资活动现金收支基本持平。

图8 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

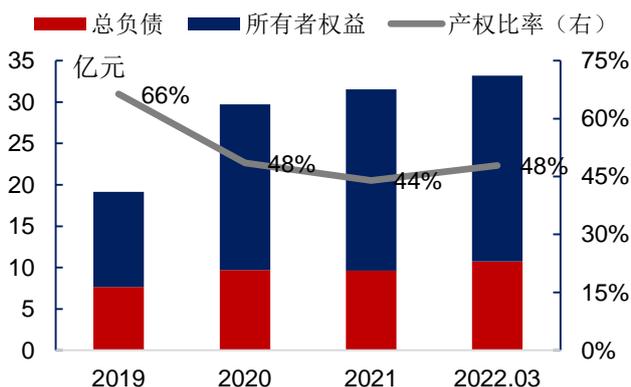
图9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

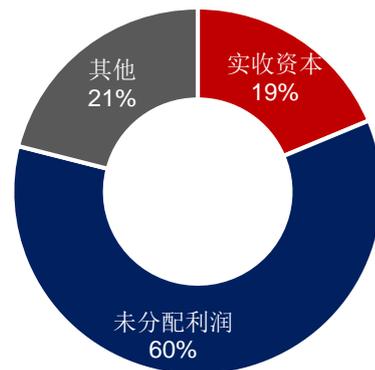
资本结构与偿债能力

公司总债务有所增长，盈利水平下降及现金类资产减少虽导致偿债能力指标弱化，但公司偿债能力指标仍表现较好，杠杆率较低，融资渠道通畅

得益于利润累积，2021年末公司所有者权益有所提升，仍以未分配利润及实收资本为主，而公司负债规模略有下降，因此产权比率降至44%，所有者权益对负债的保障能力有所提升；2022年1季度，公司负债规模增长导致期末产权比率提高至48%。2022年3月末，公司所有者权益主要由未分配利润构成。

图10 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

图11 2022年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司负债仍以流动负债为主，短期借款增至1.63亿元，主要包括保证+抵押借款0.96亿元和抵押借款0.67亿元，2022年3月末进一步增至2.66亿元；随着应付材料采购款及工程项目款增加，2021年末公司应付账款同比增长18.77%；公司合同负债主要系预收货款，随着客户预付款减少而下降；其他应付款主要包括应付股利及欠付日常经营费用，同比减少主要系当年应付股利及应退合同终止客户预付款

明显减少。公司非流动负债主要系应付债券，均来自“道恩转债”，2022年3月末余额2.90亿元。

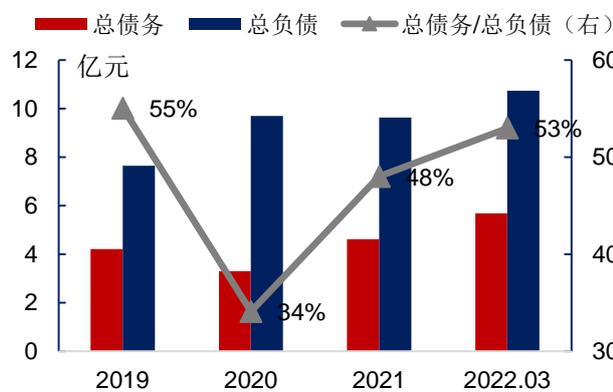
表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.66	24.78%	1.63	16.95%	0.50	5.11%
应付账款	2.57	23.95%	2.65	27.53%	2.23	23.00%
合同负债	0.59	5.45%	0.44	4.56%	1.38	14.25%
其他应付款	0.44	4.12%	0.48	5.01%	1.29	13.32%
流动负债合计	6.80	63.27%	5.70	59.27%	6.04	62.25%
应付债券	2.90	27.05%	2.85	29.66%	2.67	27.57%
非流动负债合计	3.94	36.73%	3.92	40.73%	3.66	37.75%
负债合计	10.74	100.00%	9.62	100.00%	9.70	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

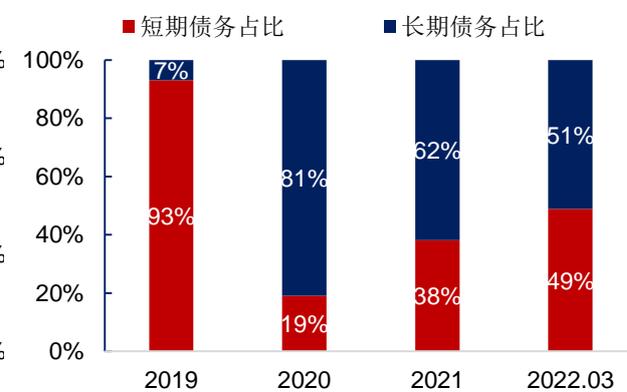
随着短期借款增加，2022年3月末公司总债务增至5.69亿元，占总负债比重提高至53%；短期债务占比亦提高至49%。

图12 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

图13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

得益于利润累积带来权益资本增加以及债务规模下降，2021年末公司资产负债率下降，2022年3月末随债务增长提高至32.36%；2021年末总债务增长推动其占总资本比重提高；受EBITDA及FFO下降影响，其对债务本息偿还的保障能力下降，但仍维持较好水平；由于公司净债务仍为负，现金类资产仍足以保障其偿还。

表10 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	32.36%	30.54%	32.65%
净债务/EBITDA	--	-0.07	-0.56

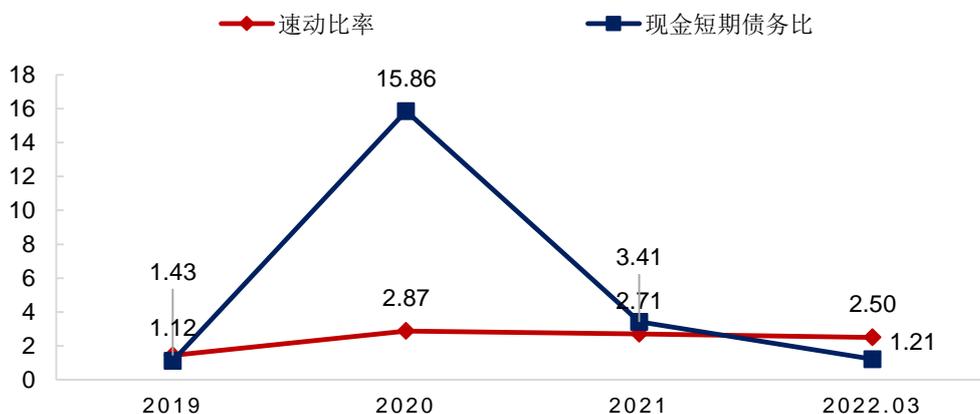
EBITDA 利息保障倍数	--	10.58	48.16
总债务/总资本	20.22%	17.43%	14.19%
FFO/净债务	--	-1,066.03%	-127.86%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

随着短期借款增加及现金类资产减少，2021年末公司现金短期债务比下降明显，但现金类资产对短期债务覆盖能力仍较强；公司速动资产规模下降导致速动比率亦有所下降；短期偿债能力指标趋弱。

作为上市公司，公司股权融资渠道较为通畅，目前拟通过非公开发行股票融资支持公司项目建设及业务拓展已获得中国证监会发审委审核通过，同时公司杠杆率持续下降，融资弹性增强，2021年末使用银行授信规模较大，亦可通过债务融资获得必要的流动性支持。

图14 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 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2019年1月1日至报告查询日（2022年3月25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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

公司在行业内具有一定规模优势，2021年公司下游需求稳中向好，公司不断通过产品性能提升、应用领域拓展等扩大产品适用范围并开发新客户资源，当年主要产品产销量保持稳定；同时公司杠杆率水平进一步下降，净债务为负，各项偿债能力指标仍维持良好表现。同时中证鹏元关注到，随着熔喷料价

格回归常态，公司原材料价格上涨，2021年公司主业盈利水平下降明显，叠加应收账款增加、合同负债减少、备货增加，当年公司经营性现金净流出；下游白色家电增量市场有限及销量增长较快的新能源车市场占比不高，叠加疫情反复导致经济下行压力较大及居民谨慎消费，公司产能消化有待观察；此外，2021年公司对第一大客户销售收入占比提高至39.13%，业绩对单一客户存在较大依赖。

九、债券偿还保障分析

山东道恩钛业有限公司提供的无条件不可撤销的连带保证担保增信效果无法判断

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2021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。

十、结论

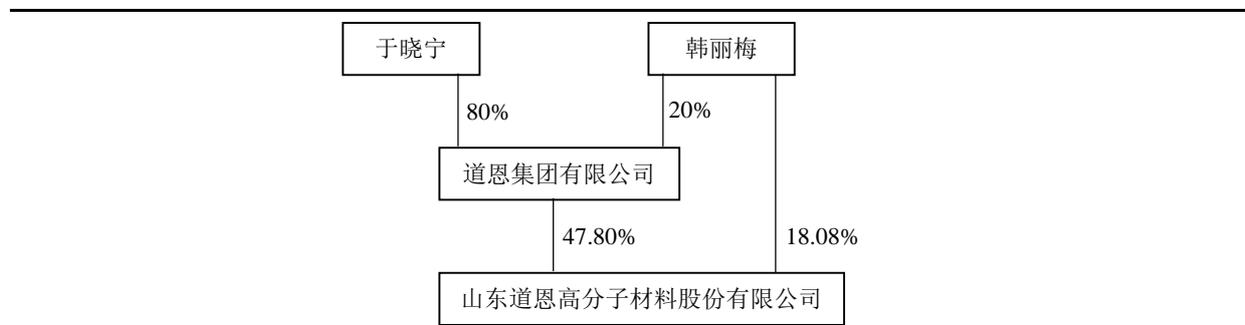
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“道恩转债”信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	2.89	3.58	4.12	2.20
应收账款	9.39	7.79	6.25	4.74
应收款项融资	2.39	2.15	2.59	1.71
存货	3.50	4.44	3.94	3.23
流动资产合计	20.47	19.87	21.29	12.85
固定资产	5.20	5.34	4.94	4.03
非流动资产合计	12.72	11.64	8.42	6.31
资产总计	33.20	31.51	29.71	19.16
短期借款	2.66	1.63	0.50	3.74
应付账款	2.57	2.65	2.23	1.47
流动负债合计	6.80	5.70	6.04	6.72
应付债券	2.90	2.85	2.67	0.00
非流动负债合计	3.94	3.92	3.66	0.92
负债合计	10.74	9.62	9.70	7.64
总债务	5.69	4.62	3.31	4.21
归属于母公司的所有者权益	21.41	20.90	19.23	10.85
营业收入	11.94	42.61	44.22	27.35
净利润	0.55	2.47	8.69	1.78
经营活动产生的现金流量净额	-0.76	-1.64	8.60	1.88
投资活动产生的现金流量净额	-0.92	1.06	-5.64	-1.37
筹资活动产生的现金流量净额	1.04	0.03	-1.49	0.29
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	9.18%	12.24%	27.75%	16.91%
EBITDA 利润率	--	8.80%	23.38%	10.53%
总资产回报率	--	9.85%	41.84%	11.98%
产权比率	47.83%	43.97%	48.48%	66.36%
资产负债率	32.36%	30.54%	32.65%	39.89%
净债务/EBITDA	--	-0.07	-0.56	0.19
EBITDA 利息保障倍数	--	10.58	48.16	14.32
总债务/总资本	20.22%	17.43%	14.19%	26.75%
FFO/净债务	--	-1,066.03%	-127.86%	355.87%
速动比率	2.50	2.71	2.87	1.43
现金短期债务比	1.21	3.41	15.86	1.12

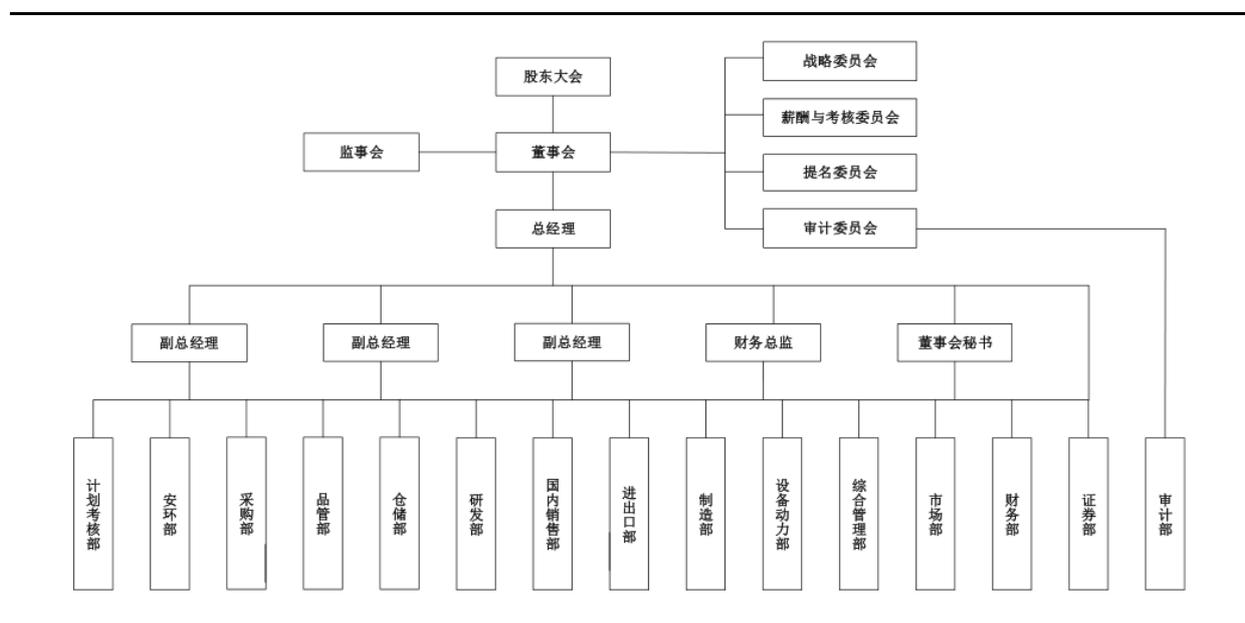
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司 2021 年年报

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 截至 2021 年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	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	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	100%	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
道恩万亿（河北）高分子材料有限公司	3,000	51%	熔喷料、改性塑料生产研发与销售
道恩高材（北京）科技有限公司	1,000	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
山东道恩周氏包装有限公司	2,000	51%	食品用塑料包装容器工具制品生产，包装装潢印刷品印刷等
山东道恩降解材料有限公司	7,000	100%	生物基材料制造，生物基材料技术研发等
道恩高分子材料（重庆）有限公司	5,000	100%	高性能高分子材料的开发、生产、销售等
道恩英德尔有限责任公司	3 亿卢布	90%	初级塑料材料生产活动等
道恩周氏（青岛）复合包装材料有限公司	2,000	100%	复合包装产品的生产、销售

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+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
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
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
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。