

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2022】0846号

山东阳谷华泰化工股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“山东阳谷华泰化工股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司  
信评委主任 

二〇二二年十二月二十日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2022年12月20日



# 山东阳谷华泰化工股份有限公司

## 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA-	稳定	AA-	2022/12/20	卢宏亮	宋馨
主体概况		评级模型			
山东阳谷华泰化工股份有限公司主要从事橡胶助剂的生产、研发、销售业务，公司控股股东及实际控制人均为自然人王传华。		1.基础评分模型			
		一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
债券概况		企业规模	营业收入	25.00	5.74
			市场份额	6.00	4.80
		市场竞争力	产品结构	10.00	3.00
			技术水平	8.00	3.60
拟发行金额：不超过 6.50 亿元（含） 本期债券期限：6 年 偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息 募集资金用途：年产 65000 吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目及补充流动资金		盈利能力	毛利率	8.00	6.44
			总资产收益率	5.00	5.00
		债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	10.00
经营活动现金流负债比	12.00		10.76		
EBITDA/利息支出	10.00		10.00		
调整因素		全部债务/EBITDA	6.00	5.99	
		个体信用状况	无		
		外部支持	无		
		评级模型结果	AA-		
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。					

### 评级观点

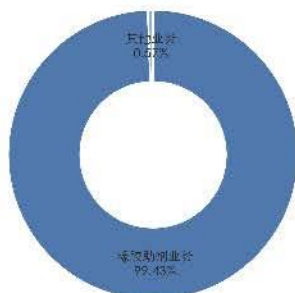
公司是以防焦剂 CTP、不溶性硫磺、促进剂等产品为主的综合性橡胶助剂供应商，防焦剂 CTP、不溶性硫磺产能居于行业前列，具有较强的细分市场竞争力；公司拥有国家级橡胶助剂工程技术研究中心，研发了防焦剂 CTP 原材料加工、高分散性不溶性硫磺生产等关键技术，环保型均匀剂、连续法高热稳定高分散性不溶性硫磺等产品实现国产化，具备一定研发及技术创新能力；公司围绕重点客户和重点产品进行开发及推广，加快海外营销渠道、仓库建设，与中策橡胶、倍耐力等知名轮胎企业长期合作，2021 年以来，受益于市场拓展力度加大及需求恢复，量价提升，公司营业收入、毛利润及毛利率有所增长；2022 年公司定向增发募集资金净额 2.81 亿元，作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

但另一方面，橡胶助剂产品需求受汽车行业及社会物流运输景气度影响较大，2021 年以来，苯胶等主要原材料价格有所上涨，公司面临一定成本控制压力；公司境外销售收入占比较高，美国与欧洲等地区经济下行、外汇汇率波动或对公司经营业绩产生一定不利影响；公司流动资产中应收账款和存货占比较高，对资金存在一定程度的占用；近年公司债务规模有所增长，短期债务占比较高，在建、拟建项目未来投资规模仍较大，面临资本支出压力。

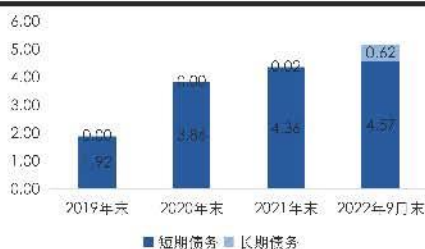
综合分析，阳谷华泰抗风险能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很小。

## 主要指标及依据

### 2021年营业收入构成



### 近年公司债务结构 (单位: 亿元)



### 主要数据和指标

项目	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)	2022年9月末 /2022年1~9月
资产总额 (亿元)	21.33	23.06	26.57	35.00
所有者权益 (亿元)	16.72	16.56	19.28	26.58
全部债务 (亿元)	1.92	3.86	4.38	5.19
营业收入 (亿元)	20.14	19.43	27.05	26.97
利润总额 (亿元)	2.22	1.56	3.48	5.32
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.34	1.78	1.50	3.47
营业利润率 (%)	23.43	18.76	22.26	27.18
资产负债率 (%)	21.60	28.19	27.44	24.04
流动比率 (%)	275.25	189.71	200.29	291.80
全部债务/EBITDA (倍)	0.63	1.53	0.91	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	47.13	32.19	28.38	-

注: 表中数据来源于公司 2019 年~2021 年的审计报告及 2022 年 1~9 月未经审计的合并财务报表。

## 优势

- 公司是以防焦剂 CTP、不溶性硫磺、促进剂等产品为主的综合性橡胶助剂供应商, 防焦剂 CTP、不溶性硫磺产能居于行业前列, 具有较强的细分市场竞争力;
- 公司拥有国家级橡胶助剂工程技术研究中心, 研发了防焦剂 CTP 原材料加工、高分散性不溶性硫磺生产等关键技术, 环保型均匀剂、连续法高热稳定高分散性不溶性硫磺等产品实现国产化, 具备一定研发及技术创新能力;
- 公司围绕重点客户和重点产品进行开发及推广, 加快海外营销渠道、仓库建设, 与中策橡胶、倍耐力等知名轮胎企业长期合作, 2021 年以来, 受益于市场拓展力度加大及需求恢复, 量价提升, 公司营业收入、毛利润及毛利率有所增长;
- 2022 年公司定向增发募集资金净额 2.81 亿元, 作为 A 股上市公司, 直接融资渠道畅通。

## 关注

- 橡胶助剂产品需求受汽车行业及社会物流运输景气度影响较大, 2021 年以来, 苯胺等主要原材料价格有所上涨, 公司面临一定成本控制压力;
- 公司境外销售收入占比较高, 美国与欧洲等地区经济下行、外汇汇率波动或对公司经营业绩产生一定不利影响;
- 公司流动资产中应收账款和存货占比较高, 对资金存在一定程度的占用;
- 近年公司债务规模有所增长, 短期债务占比较高, 在建、拟建项目未来投资规模仍较大, 面临资本支出压力。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。预计未来持续提升的汽车保有量将为轮胎行业需求提供支撑, 进而带动橡胶助剂需求增长, 同时随着高性能不溶性硫磺项目等陆续投产, 公司将在细分领域保持较强的市场竞争力。

## 评级方法及模型

《化工企业信用评级方法及模型 (RTFC004202208) 》

## 历史评级信息

无



## 主体概况

**阳谷华泰主要从事橡胶助剂的研发、生产和销售业务，实际控制人为自然人王传华**

山东阳谷华泰化工股份有限公司（以下简称“阳谷华泰”或“公司”）主要从事橡胶助剂的研发、生产和销售，产品主要包括防焦剂 CTP、胶母粒、促进剂、不溶性硫磺、微晶石蜡等品种，自然人王传华为公司的控股股东及实际控制人。

阳谷华泰成立于 2000 年 3 月，原名为山东阳谷华泰化工有限公司，初始注册资本 800 万元，其中王传华出资 600 万元，占注册资本 75.00%。2009 年 9 月，经股东会决议批准，公司变更为股份公司。2010 年 9 月公司在深圳证券交易所创业板首次公开发行股票并上市，股票简称为“阳谷华泰”，股票代码为“300121.SZ”。截至 2022 年 9 月末，自然人王传华直接持有公司 25.44% 股份，为公司控股股东及实际控制人；自然人尹月荣、王文博和王文一分别持有 8.57%、4.44% 和 0.52% 股份，为实际控制人的一致行动人<sup>1</sup>。

公司是以防焦剂 CTP、不溶性硫磺、促进剂等核心产品为主的综合性橡胶助剂供应商，拥有国家级橡胶助剂工程技术研究中心，监测分析室通过了 CNAS 认证，并设有博士后科研工作站；公司防焦剂产量占据国内总产量比重较高，同时掌握连续法生产不溶性硫磺技术，公司在境内、外布局销售网络，与玲珑轮胎、赛轮轮胎等客户保持长期合作，具有较强的细分领域市场竞争力。

截至 2022 年 9 月末，公司（合并）资产总额 35.00 亿元，所有者权益 26.58 亿元，资产负债率 24.04%。2021 年和 2022 年 1~9 月，公司分别实现营业总收入 27.05 亿元和 26.97 亿元，利润总额 3.48 亿元和 5.32 亿元。

## 债项概况及募集资金用途

### 主要条款

公司拟在深圳证券交易所发行“山东阳谷华泰化工股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模不超过 65000.00 万元（含 65000.00 万元）。本期债券期限 6 年，债券面值 100 元，按面值发行，每年付息一次，计息起始日为本次可转换公司债券发行首日，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息。本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

本期债券无担保。

### 本期债转股基本条款

本次发行的可转换公司债券转股期限自本次可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次可转换公司债券到期日止。

<sup>1</sup> 截至 2022 年 12 月 9 日，王传华累计质押所持有公司股份数量 38210000 股，占其所持股份比例 40.84%。王文博累计质押所持有公司股份数量 9893505 股，占其所持股份比例 55.84%。

转股数量方面，本期债券持有人在转股期内申请转股时，转股数量的计算方式为： $Q=V/P$ ，并以去尾法取一股的整数倍，其中 V 指可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额；P 指申请转股当日有效的转股价格。本期债券持有人申请转换成的股份须是整数股。转股时不足转换为一股的可转换公司债券余额，公司将按照深圳证券交易所等部门的有关规定，在可转换公司债券持有人转股当日后的五个交易日内以现金兑付该可转债余额及该余额所对应的当期应计利息。

转股价格方面，本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十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）和前一个交易日的公司股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权董事会在发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。若本期债券发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股、派发现金股利等情况时，则转股价格相应调整。

### 价格向下修正条款

在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85% 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审议。若在三十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格计算，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格计算。

### 赎回条款

#### （1）到期赎回条款

在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

#### （2）有条件赎回条款

在本次发行的可转换公司债券转股期内，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：在转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时。

### 回售条款

#### （1）有条件回售条款

在本次发行的可转换公司债券的最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。



## (2) 附加回售条款

在本次发行的可转换公司债券存续期内，若公司本次发行的可转换公司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、深圳证券交易所的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会、深圳证券交易所认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司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当期应计利息的价格回售给公司。

## 募集资金用途

本期债券募集资金总额不超过 6.50 亿元（含），扣除发行费用后，用于以下项目的投资和补充流动资金。

图表 1 募集资金用途（亿元）

序号	项目	项目预计需投 拟投入本次募集资金	
		入金额	金金额
1	年产 65000 吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目	5.40	4.60
2	补充流动资金	1.90	1.90
合计		7.30	6.50

资料来源：公司提供，东方金诚整理

年产 65000 吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目将建设 5.50 万吨/年硅烷偶联剂和 1.00 万吨/年副产品资源化的生产能力。截至报告出具日，本期债券募投项目已取得环评批复及备案证明。

硅烷偶联剂属于功能性硅烷<sup>2</sup>，功能性硅烷同时含亲有机和亲无机两类官能团，可以作为无机材料和有机材料的界面桥梁或者直接参与有机聚合材料的交联反应，从而提高材料性能，是一类功能重要、用途非常广泛的助剂，主要应用于橡胶加工、复合材料、粘合剂、塑料加工、涂料及表面处理等领域。未来，绿色轮胎、新能源汽车、复合材料等新兴产业将拉动以硅烷偶联剂为主的功能性硅烷产品需求的增长。

年产 65000 吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目将利用公司厂区预留空地进行建设，不新增土地，建设周期 24 个月，建设完成后，将使得公司具备一定的硅烷偶联剂生产能力，有助于优化公司产品结构和产业布局。但同时，若公司所处行业及市场环境等情况发生突变、国家产业政策出现调整或项目建设过程中管理不善影响项目进程，以及公司未能有效地拓展销售市场等因素均可能对本次募投项目的实施进度、预期收益产生不利影响。

## 个体信用状况

### 宏观经济和政策环境

**疫情冲击缓和叠加稳增长政策发力显效，2022 年三季度经济增速明显反弹；四季度 GDP**

<sup>2</sup> 功能性硅烷按用途可分为硅烷偶联剂和硅烷交联剂两大类。相比于硅烷偶联剂，硅烷交联剂用量和产量较小；根据 SAGSI（全国硅产业绿色发展联盟）统计 2021 年中国各类硅烷偶联剂的产量占比合计 72.3%。

### 同比将进一步向正常增长水平靠拢，国内高通胀风险不大

三季度 GDP 同比增速达到 3.9%，较上季度大幅回升 3.5 个百分点，主要源于当季新增病例明显减少，疫情冲击缓和，加之稳住经济大盘一揽子政策及接续政策持续发力，带动经济转入较为稳定的回升过程。从拉动经济增长的“三驾马车”来看，三季度疫情缓和背景下，商品和服务消费拉动力由负转正；稳增长政策发力推动基建投资大幅提速，有效对冲房地产投资下滑带来的影响，投资对经济增长的拉动力进一步增强；另外，三季度出口整体保持强势，贸易顺差创历史新高，净出口对国内经济增长的拉动力继续保持较高水平。

需要指出的是，三季度经济增速与“5.5%左右”的正常增长水平还有一段距离，加之美欧经济衰退阴影渐浓，外需对国内经济增长的拉动力趋于弱化，为推动经济保持回升向上势头，提振内需的迫切性增加，特别是当前居民消费偏弱局面亟待改善。展望四季度，在疫情得到稳定控制的前景下，消费还有较大修复空间，基建投资有望保持两位数高增，房地产投资拖累效应趋于缓和。综合以上，预计四季度宏观经济有望延续回升势头，GDP 同比增速将升至 4.5% 至 5.0% 左右，进一步向常态增长水平靠拢。整体上看，预计全年 GDP 同比将在 3.5% 左右。

主要受“猪周期”处于价格较快上升阶段影响，三季度 CPI 同比增速升至 2.7%，接近年初设定的“3.0%左右”的控制目标。但扣除食品和能源价格、更能体现整体物价水平的核心 CPI 同比仅为 0.7%。这意味着当前物价形势整体稳定，背后是居民消费持续偏弱，以及疫情以来货币政策宽松有度，始终坚持不搞大水漫灌。预计四季度 CPI 同比上破 3.0% 的可能性不大，核心 CPI 仍将处于低位，近期 PPI 同比快速下行也有助于稳定物价大局。未来一段时间通胀形势仍将是国内外经济基本面的主要差别之一，这是当前国内宏观政策能够坚持“以我为主”的主要原因。

### 四季度宏观政策将保持稳增长取向，财政政策还有发力空间，货币政策将更加注重内外平衡，政策性降息的可能性较小

前三季度基建投资（宽口径）同比增速达到 11.2%，显著高于去年全年 0.4% 的增长水平；10 月加发 5000 多亿元专项债开闸，并将在月内发完。这意味着今年基建稳增长显著发力，四季度基建投资将继续保持两位数高增。另外，财政政策在促消费和推动楼市回暖方面也有较大空间。值得一提的是，今年政策面始终对地方政府隐性债务风险保持高压态势，主要通过启用政策性金融工具替代城投平台，推动基建投资提速。货币政策方面，近期受美联储持续快速加息影响，中美利差倒挂幅度加大，人民币出现脱离美元走势的较快贬值苗头，稳汇率在货币政策权衡中的比重增加。预计四季度再度实施政策性降息的可能性不大。不过，为推动楼市尽快回暖，年底前 5 年期 LPR 报价大概率会单独下调；监管层将继续引导资金面处于较为充裕水平，为推动经济进一步回升提供支持性的货币金融环境。

### 行业分析

公司主营业务为橡胶助剂的研发、生产和销售业务，所属行业为橡胶助剂行业。

#### 橡胶助剂行业

橡胶助剂主要用于轮胎生产，短期内，受宏观经济、疫情等因素影响，轮胎企业开工率波动对橡胶助剂需求造成一定影响，长期来看，持续增长的汽车保有量形成了对轮胎的刚性需求，

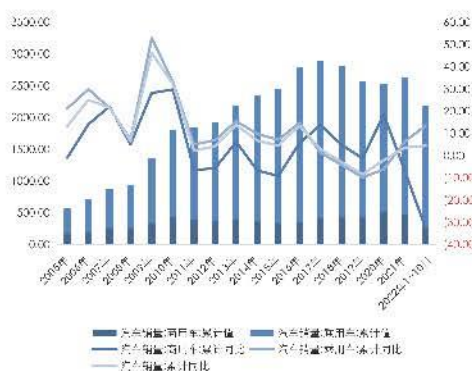


## 为橡胶助剂需求提供有力支撑

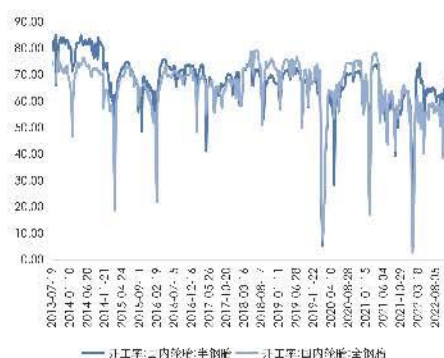
橡胶助剂是橡胶工业重要原材料之一，通过与生胶进行科学配比，能够赋予橡胶制品高强度、高弹性、耐老化、耐高温、耐低温、消音等性能，主要应用于橡胶制品行业，其消耗量一般占到橡胶消耗量的5%。根据中国橡胶工业协会数据显示，国内近90%的橡胶助剂与汽车应用相关，其中约70%的橡胶助剂直接用于轮胎生产，轮胎工业市场发展规模决定了橡胶助剂市场的整体需求。

轮胎需求分两个部分配套市场和替换市场。其中配套市场占比约25%，替换市场<sup>3</sup>占比约75%。2020年初，受疫情影响，汽车销售呈现断崖式下跌，后续随着疫情缓解、刺激汽车消费政策的陆续出台，消费者购车需求加快释放。2022年上半年，国内汽车行业面临供给冲击、需求收缩、预期转弱三重压力，同时受芯片短缺、动力电池原材料价格上涨等影响，叠加3月中下旬以来吉林、上海等地区新冠疫情的多点暴发，3月中下旬至4月，汽车产销出现断崖式下降，汽车产销上半年分别完成1248.2万辆和1205.7万辆，同比分别下降2.1%和6.6%，疫情的反复，导致通行受限，也拖累替换市场需求，同期，轮胎企业开工率大幅下滑。2022年6月以来，受益于乘用车车辆购置税减征政策的发力，乘用车产销情况有所恢复，2022年1~10月，汽车产销分别完成2266.8万辆和2197.5万辆，同比分别增长8.1%和4.6%；其中商用车产量、销量分别为269.1万辆和275.7万辆，同比分别减少31.7%和32.8%；乘用车产量、销量分别为1955.1万辆和1921.8万辆，同比分别增长17.3%和13.7%，下半年以来，轮胎企业开工率整体有所恢复。

图表2 国内汽车销量情况（万辆、%）



图表3 全国轮胎企业开工率情况（%）



资料来源：同花顺，公开资料，东方金诚整理

长期来看，全球市场上，2020年受疫情影响全球轮胎销量有所下降，2021年全球轮胎总销量1726.6百万条，同比增长7.95%，米其林公司预测，在2017~2023年期间，乘用车和轻卡轮胎需求将以年均2.5%的速度增长，重卡轮胎需求将以年均1.5%的速度增长。国内市场上，近10年来，随着国民经济的发展及人民生活水平的提升，每年均有大规模的新车注入，我国汽车保有量持续增长，截至2022年9月末为3.15亿辆，按照2021年底人口数据计算，千人保有量为223辆，但距离主要发达国家汽车保有量<sup>4</sup>水平还有比较大的差距，我国汽车千人保有量

<sup>3</sup> 一般而言，普通乘用车的替换系数为1.5，商用车及载重汽车的替换系数在10~20之间。

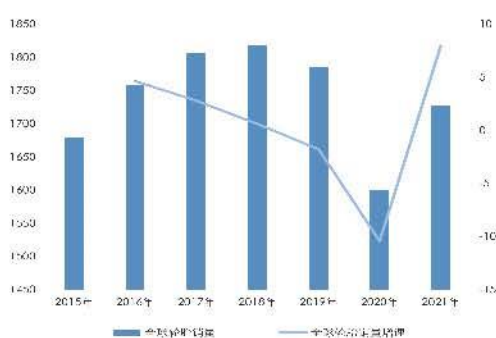
<sup>4</sup> 根据世界银行发布的2020年全球20个主要国家数据显示，美国的每千人汽车保有量837辆；欧洲、日本的每千人汽车保有量大概在500-600辆左右。

仍有提升空间，将带动轮胎助剂相关产业的发展。

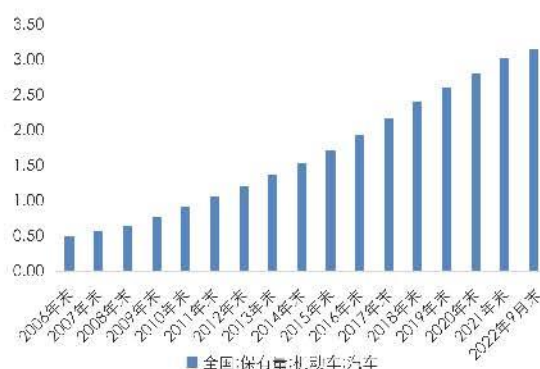
此外，近年来，新能源汽车的产量和保有量均大幅上升，2021年国内新能源汽车保有量增长率为59%。由于新能源汽车具有加速快、车身重、噪音低等特点，要求轮胎更低滚阻系数、更耐磨、胎噪更低，带动白炭黑、硅烷偶联剂、白炭黑分散剂、胎面树脂、硫化剂等相关助剂品种的需求增长。

整体来看，短期内，受宏观经济、疫情等因素影响，轮胎企业开工率波动对橡胶助剂需求造成一定影响，长期来看，持续增长的汽车保有量形成了对轮胎的刚性需求，为橡胶助剂行业的发展提供有力支撑，同时，新能源汽车轮胎相关的白炭黑、硅烷偶联剂、白炭黑分散剂、胎面树脂、硫化剂等相关助剂品种面临较好发展空间。

图表4 全球轮胎销量（百万条、%）



图表5 全国机动车保有量情况（亿辆）



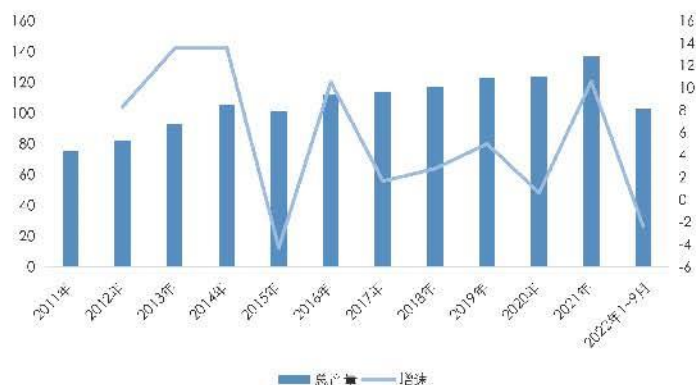
资料来源：同花顺，公开资料，东方金诚整理

### 近年我国橡胶助剂产量有所增长，随着部分龙头企业对促进剂、不溶性硫磺等产品扩产，橡胶助剂行业未来整体产量有望进一步上升

中国是全球最大的橡胶助剂供应国之一，产量占全球70%以上。近年来，我国橡胶助剂产量有所增长，2011年~2014年是快速增长期，年复合增速约7.7%；2015年以来，由于环保相关政策文件出台导致行业内部分中小企业停产，行业整体产量增速放缓，但总体仍呈增长趋势；2020年受疫情影响，产量有所下降；2021年中国橡胶助剂工业总产量137.03万吨（不包括预分散胶母粒），同比增长10.61%；出口量37.56万吨，同比增长29.5%。自2020年以来，阳谷华泰、彤程新材、圣奥化学、科迈化工等行业主要企业均有项目扩建，随着部分龙头企业对促进剂、不溶性硫磺等产品扩产，橡胶助剂行业未来整体产量有望进一步上升。



图表 6 近年来橡胶助剂产量情况 (万吨、%)



数据来源：中国橡胶工业协会，东方金诚整理

**橡胶助剂主要原材料包括环己烷、离子膜碱、苯胺等，近年主要原材料价格呈现上行趋势，橡胶助剂生产企业面临一定成本控制压力，原料上涨背景下，橡胶助剂价格传导到下游具有一定滞后性，或对产品盈利空间造成一定影响**

原材料方面，防焦剂主要原料是环己烷、离子膜碱，促进剂主要原料是叔丁胺、苯胺等，不溶性硫磺主要原料是液体硫磺等，近年苯胺、环己烷、离子膜碱等主要原材料价格呈上涨趋势。

苯胺方面，2018年下半年以来，万华 18 万吨/年苯胺装置投产、山东金岭重启 2 套 10 万吨/年苯胺装置，市场供应量增加，价格跳水。2020 年下半年~2021 年，原料价格上涨带动苯胺价格整体上涨，随着生产厂家停车、开车，价格整体呈现“M”型走势。2022 年上半年，一季度国内苯胺供应端减量明显，叠加原料上涨，苯胺价格持续上涨；二季度原料持续上涨而下游需求疲软，6 月后多套苯胺装置停车，供需矛盾有所缓解；三季度以来，需求旺季来临，但主要生产企业检修，供应下跌，原料纯苯价格持续高位，苯胺价格走强；预计全年仍为高位震荡走势。

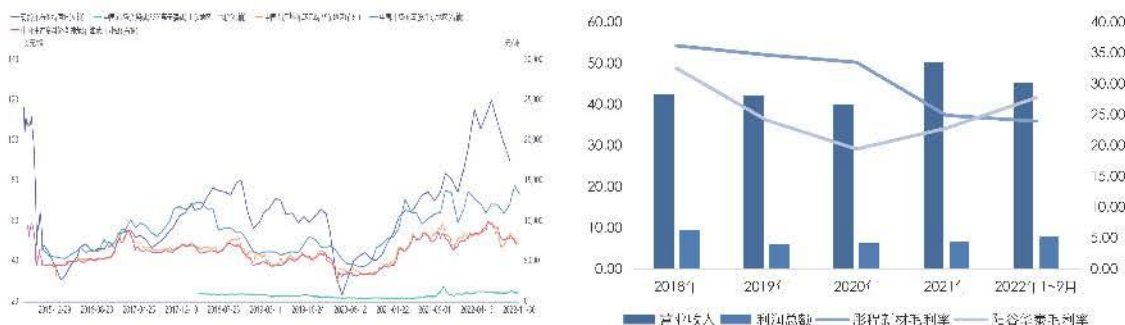
环己烷亦以纯苯为原料，近年价格走势与纯苯有较强趋同性。纯苯的原料是石脑油，与原油价格关联性强，自 2020 年下半年以来，美国大选结果逐渐落定、疫情担忧降经济复苏、OPEC+ 减产额度暂时相对稳定，原油价格持续上行，2022 年上半年，地缘冲突、通胀、疫情困扰下的全球经济不景气，原油价格进一步上行；2022 年下半年以来，美联储加息周期下，需求受到抑制，价格重心下移。伴随原油价格走势，环己烷近年价格呈现上行趋势，并随主要生产企业停车、开车有所波动；预计 2022 年后仍呈现高位波动走势。

离子膜碱方面，2018 年初至 2021 年 2 月，下游市场需求低迷，烧碱行业供大于求，再叠加疫情冲击，企业开工率不足，烧碱价格持续走低。2021 年下半年以来，部分省份发布能耗“双控”措施，烧碱企业出现降负生产甚至停车现象，下游氧化铝价格高位下扩产，拉动对烧碱需求，离子膜碱价格上行。在“双碳”、“碳中和”背景下，后续烧碱的新增产能有限，氧化铝产能快速扩张下，烧碱需求提升，预计未来一段时间内，烧碱价格仍有望保持高位。

从行业内主要企业利润空间来看，2019 年~2020 年，受市场环境变化及新冠肺炎疫情影响，部分产品价格下降，行业内企业营业收入及利润总额均有所下降；2021 年以来，随着下游需求恢复、原材料价格上涨，橡胶助剂产品价格上涨，行业内企业获利能力有所提升，但原料

价格上涨背景下，橡胶助剂价格传导到下游具有一定滞后性，或对产品盈利空间造成一定影响。

图表7 近年橡胶助剂原料价格、行业主要上市公司盈利情况（美元/桶、元/吨、亿元、%）



数据来源：同花顺，东方金诚整理

**近年我国橡胶助剂企业规模化、集约化优势不断凸显，橡胶助剂行业集中度持续提高，不同产品竞争格局有所差异，未来随着行业逐步向清洁化、信息化趋势发展，具备环保和技术优势的大型橡胶助剂企业的市场占有率有望逐步提高**

从行业整体来看，由于部分国外企业关闭、出售橡胶助剂业务，专注于生产技术要求高的产品，以美国伊士曼公司、德国朗盛集团、美国圣莱科特公司和捷克艾格富集团四大橡胶助剂生产商为代表的国际橡胶助剂生产商在最近十年经历了减产、停产风波和兼并浪潮后市场份额不断缩小。根据中国橡胶工业协会年鉴，截至2018年末中国橡胶助剂产量全球占比已超过75%，居全球第一。

目前，我国可规模化生产橡胶助剂的企业合计50家左右，形成了以阳谷华泰、科迈化工、圣奥化学、尚舜化工、中国石化集团南京化学等企业为代表的梯队，我国橡胶助剂企业规模化、集约化优势不断凸显。根据橡胶工业协会数据显示，2021年橡胶助剂工业总产值295亿元，工业总产值20亿元以上有5家，10亿元以上的企业有2家，5亿元以上的企业有8家。

分品种来看，不同产品产能集中度有所差异，防焦剂CTP全球优质产能均分布于在我国境内；不溶性硫磺和促进剂的竞争格局相对比较分散，全球不溶性硫磺生产企业总体呈现外企技术优、产量大的特点，富莱克斯是不溶性硫磺全球产能最大的企业，随着2020年阳谷华泰2万吨连续法产能及2022年4万吨连续法产能投产，阳谷华泰成为继富莱克斯、日本四国化成工业株式会社之后全球第三具备连续法生产不溶性硫磺能力的企业，技术优势明显；促进剂全球促进剂年用量约90%来自我国促进剂企业的供给，国内产能以尚舜化工、科迈化工为首。

根据中国橡胶工业协会发布的《中国橡胶工业强国发展战略研究》，预计到“十四五”末，我国橡胶助剂行业集中度（前十名企业销售收入占全行业比率）将不低于75%。未来随着行业逐步向清洁化、信息化的趋势发展，具备环保和技术优势的大型橡胶助剂企业的市场占有率逐步提高，产能落后的小型橡胶助剂企业逐步被市场淘汰。

## 业务运营

### 经营概况

公司营业收入和毛利润主要来自橡胶助剂业务，近年公司营业收入、毛利润和毛利率有所



## 波动

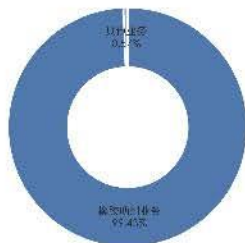
公司主营业务是橡胶助剂的研发、生产及销售。公司营业收入和毛利润主要来源于各类橡胶助剂产品的销售,其他业务主要为橡胶助剂生产中产生的副产品的销售,占比较小。2019年~2021年,公司营业收入、毛利润和毛利率有所波动,2020年,受疫情影响需求减少导致产品销售价格下降,公司营业收入、毛利润及毛利率同比均有所下滑;2021年,随着需求恢复,产品销售价格、销量提升,公司营业收入、毛利润及毛利率同比上涨。

2022年1~9月,公司加大国际市场开拓力度,同时公司主导产品加工助剂等产销量、销售价格较上年同期均有一定幅度增长,公司实现营业收入26.97亿元,毛利润7.49亿元,毛利率27.78%,均同比有所增长。

图表8 公司营业收入、毛利润和毛利率情况<sup>5</sup> (亿元、%)

类别	2019年		2020年		2021年		2022年1~9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
橡胶助剂业务	20.01	99.35	19.30	99.31	26.90	99.43	26.84	99.51
其他业务	0.13	0.65	0.13	0.69	0.16	0.57	0.13	0.49
<b>合计</b>	<b>20.14</b>	<b>100.00</b>	<b>19.43</b>	<b>100.00</b>	<b>27.05</b>	<b>100.00</b>	<b>26.97</b>	<b>100.00</b>
类别	毛利润 <sup>6</sup>	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
橡胶助剂业务	4.13	20.62	3.75	19.43	6.14	22.83	7.44	27.73
其他业务	0.03	25.65	0.03	22.91	0.04	24.36	0.05	39.68
<b>合计</b>	<b>4.16</b>	<b>20.65</b>	<b>3.78</b>	<b>19.46</b>	<b>6.18</b>	<b>22.84</b>	<b>7.49</b>	<b>27.78</b>

资料来源:公司提供,东方金诚整理



## 橡胶助剂业务

公司是以防焦剂CTP、不溶性硫磺、促进剂等产品为主的综合性橡胶助剂供应商,防焦剂CTP产能居于行业前列,具有较强的细分市场竞争力

公司主要从事橡胶助剂的生产、研发和销售,产品涵盖硫化助剂体系、加工助剂体系、胶母粒体系和防护蜡体系等,是以防焦剂CTP、不溶性硫磺、促进剂等核心产品为主的综合性橡胶助剂供应商。根据中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会2020年橡胶助剂工业统计数据,公司防焦剂产能居于行业前列。此外,公司掌握连续法生产不溶性硫磺技术,具有较强的细分领域市场竞争力。

<sup>5</sup> 表中数据尾差系四舍五入所致,下文相同。

<sup>6</sup> 公司自2020年1月1日起执行新收入准则,将运输费用计入营业成本核算。为保持各期数据的可比性,本部分已将2019年的运输费用调整至营业成本。

图9 公司橡胶助剂主要产品体系介绍

产品系列	主要产品名称	功能	主要用途
硫化助剂体系	促进剂	加快硫化反应速度，缩短硫化时间，降低硫化温度，减少硫化剂用量，并提高或改善硫化胶物理机械性能	用于轮胎、胶带、胶管、其它工业制品等
	不溶性硫磺	提高橡胶制品耐热、耐磨性能，避免早期硫化，防止胶料喷霜，增强硫化胶硫化均匀性、胶体黏性	用于天然橡胶等
加工助剂体系	防焦剂 CTP	有效提高胶料的加工安全性，延长胶料的储存时间和焦烧时间	轮胎、胶管、胶带等橡胶制品
	均匀剂	决不同胶种共混时遇到的分散不良的问题，提高气密胶料粘性，提高气密层气密性	轮胎、胶管、胶带等橡胶制品
胶母粒体系	胶母粒	替代普通粉体橡胶助剂	轮胎、胶管、胶带等橡胶制品
防护蜡体系	微晶石蜡	在制品表面形成稳定的蜡膜，提高轮胎和橡胶制品的臭氧防护性能	轮胎、胶管、胶带等橡胶制品

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司拥有国家级橡胶助剂工程技术研究中心，研发了防焦剂 CTP 原材料加工、高分散性不溶性硫磺生产等关键技术，环保型均匀剂、连续法高热稳定高分散性不溶性硫磺等产品实现国产化，具备一定研发及技术创新能力

公司拥有橡胶助剂行业国家级橡胶助剂工程技术研究中心，并设有博士后科研工作站，实验室获得中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可证书。

公司研发了防焦剂 CTP 原材料加工关键技术、防焦剂 CTP 连续合成的微反应系统及方法、高分散性不溶性硫磺生产技术、促进剂 NS 合成工艺技术及关键装置、促进剂 M 精致方法等产品制备关键技术。其中，促进剂 M、NS 绿色新工艺的研发，有助于解决困扰促进剂行业的三废问题，环保型均匀剂、连续法高热稳定高分散性不溶性硫磺、PK900、TBSI 等产品打破了国外技术垄断，实现了国产化，具备一定研发及技术创新能力。

公司防焦剂 CTP 产能行业领先，2022 年 10 月 4 万吨/年产能不溶性硫磺项目投产后，不溶性硫磺产能进一步提升，随着需求增长以及产能提升，近年公司橡胶助剂产品产量持续增长

公司在山东省聊城市阳谷县、山东省东营市等地拥有生产基地，主要采取“以销定产”的生产模式。销售部根据订单情况及市场供求分析制定销售计划，生产等相关部门依据销售计划进行排产。除此之外，在生产环节公司还建立有安全库存制度以及及时保证客户对公司产品的需求。

环保方面，公司按照环保“三同时”制度，配套建设了蓄热式尾气焚烧装置（RTO）等环保设施。针对橡胶助剂废水含盐量高、COD 高、难以生化的特征，公司自主开发了“多效蒸发+生化”处理组合工艺，将生产过程产生的高盐废水进行多效蒸发，实现了无机盐和废水的分离，采用复合生化法，提高了废水的可生化性。安全生产方面，公司建立有安全生产管理体系，设置了安全生产管理机构，负责安全管理日常工作，车间配置了兼职安全管理人员。质量管理方面，公司按照 ISO9001: 2015 质量管理体系、ISO14001: 2015 环境管理体系、ISO45001: 2018 职业健康安全管理体系、IATF16949 质量管理体系运行，对各批次产品进行检测。

近年公司积极进行新生产线的建造，近年公司加工助剂体系、硫化助剂体系、胶母粒体系



及防护蜡体系产能均有所增长。其中，防焦剂CTP产能2.00万吨/年，在行业内排名靠前。2022年10月，公司公告年产4万吨/年不溶性硫磺项目建成投产，不溶性硫磺产品供应能力进一步提升。此外，2021年初，年产1.5万吨促进剂M<sup>7</sup>建设项目建成投产，中间体产能进一步提升。随着需求增长以及产能提升，近年公司橡胶助剂产品产量持续增长。

**图表 10 近年公司主要橡胶助剂产品生产情况（万吨/年、万吨）**

		2019年	2020年	2021年	2022年1~9月
加工助剂体系	产能	5.46	5.60	5.60	4.20
	产量	4.87	5.35	6.32	4.59
硫化助剂体系	产能	5.00	6.00	6.00	4.50
	产量	5.49	6.51	7.54	5.58
胶母粒体系	产能	1.00	1.25	2.00	1.50
	产量	1.01	1.13	1.42	0.96
防护蜡体系	产能	2.44	2.44	2.50	1.88
	产量	1.96	1.96	2.45	2.08

资料来源：公司提供、东方金诚整理

**近年公司围绕重点客户和重点产品进行开发及推广，加快海外营销渠道和海外仓库建设，降低渠道成本、提高供应效率，产品销量有所增长**

公司在境内和境外均有销售，销售模式方面，境内销售一般为直销；境外销售模式包括直销模式、经销商模式，以直销模式为主。

近年，受益于市场拓展力度加大，产品销量持续增长。2020年，公司实施大客户战略，优化客户结构，与客户加强技术交流，围绕重点客户和重点产品进行开发及推广；同时，利用新上产能抢占国内市场份额，提升出口业务人员线上营销水平、加快海外营销渠道和海外仓库建设，在比利时投资设立了全资子公司华泰化学（欧洲）公司，有助于降低渠道成本、提高供应效率，同时可以为客户提供安全库存及门到门等物流服务。2021年以来，公司加大国际市场开拓力度，海外销售持续增长。

**2021年以来受下游需求恢复及原料价格上涨影响，产品销售价格上涨，营业收入、毛利润及毛利率有所增长，但公司境外销售收入占比较高，美国与欧洲等地区经济下行、外汇汇率波动或对公司经营业绩产生一定不利影响**

在销售产品的定价方面，公司一般参考成本、市场竞争情况进行定价。近年公司主要产品销售价格有所波动，2020年，受整体市场环境及疫情的影响，公司主要产品价格同比下滑，2021年以来，随着全球需求恢复以及原材料价格上涨，公司主要产品销售价格均有所恢复；2022年1~9月，原材料价格上涨推动产品价格持续增长。结算方面，国内以银行承兑为主，账期约在60~90天，出口业务多以电汇结算，结算货币以美元为主，账期从提单日30~90天不等。

2019年~2021年，公司橡胶助剂产品销售收入有所波动，2020年由于下游汽车行业消费低迷导致轮胎需求降低，产品价格下降，橡胶助剂产品销售收入、毛利润及毛利率均同比有所下降；2021年以来，随着销售价格与销售量的同步增长，销售收入、毛利润及毛利率保持增长。

<sup>7</sup> 公司促进剂主要包括促进剂NS、促进剂CBS和促进剂M三种，其中促进剂M主要作为中间体，不对外销售。

2019年~2021年及2022年1~9月,境外销售收入占主营业务收入的比重分别为37.62%、37.02%、42.91%和49.34%,近年境外销售占比持续提升,且主要以美元进行结算,人民币对美元汇率波动或对公司的经营业绩产生一定不利影响。同时,俄乌冲突、大宗商品价格波动和高通胀的货币环境持续打压全球经济,美国、欧洲等经济体2023年经济下行压力大,或对公司产品需求造成不利影响。

**图表11 近年公司主要橡胶助剂产品销售情况(万吨、%)**

		2019年	2020年	2021年	2022年1~9月
加工助剂体系	销量	4.73	5.27	6.04	4.71
	产销率	97.02	98.55	95.52	102.44
硫化助剂体系	销量	5.43	6.43	7.21	5.75
	产销率	98.91	98.79	95.70	103.15
胶母粒体系	销量	0.98	1.10	1.30	0.98
	产销率	96.95	97.87	91.03	102.82
防护蜡体系	销量	1.92	2.00	2.42	2.06
	产销率	98.00	102.09	99.01	98.72

资料来源:公司提供、东方金诚整理

**公司与玲珑轮胎、中策橡胶、倍耐力等知名轮胎企业保持长期稳定合作,客户集中度一般,但下游客户对公司产品需求受汽车行业及社会物流运输景气度影响较大**

受益于较强的技术优势、较好的产品质量和稳定性,公司拥有较为稳定的客户群体,主要下游客户均为国内外领先的轮胎、橡胶制品制造厂商。公司国内主要客户为玲珑轮胎、中策橡胶、佳通轮胎和风神轮胎等知名汽车轮胎及橡胶制造商,国外客户主要包括米其林、倍耐力、固特异等全球知名轮胎企业。2019年~2021年及2022年1~9月,公司前五大客户销售收入占主营业务收入比重分别为25.00%、24.10%、25.59%和21.84%,客户集中度一般。公司的经营收入主要来自轮胎、橡胶制品等行业领域的客户,下游客户对公司产品的需求受汽车销量、社会物流运输景气度影响较大,宏观经济波动或对公司业绩稳定性造成不利影响。

**图表12 2021年前五大客户情况(亿元、%)**

序号	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例	主要销售内容
1	中策橡胶	1.78	6.61	均匀剂、不溶性硫磺、微晶石蜡、粘合剂、胶母粒等
2	玲珑轮胎	1.63	6.06	硫化剂、不溶性硫磺、微晶石蜡、粘合剂等
3	倍耐力	1.46	5.42	防焦剂CTP、促进剂等
4	佳通轮胎	1.22	4.54	促进剂、均匀剂、不溶性硫磺、抗硫化返原剂、硫化剂等
5	韩泰轮胎	0.79	2.95	促进剂、防焦剂CTP、微晶石蜡、粘合剂、橡胶硫化剂等
	<b>合计</b>	<b>6.88</b>	<b>25.59</b>	-

资料来源:公司提供、东方金诚整理

**公司主要原材料为苯胺、叔丁胺、液体硫磺和离子膜碱等,2021年以来,苯胺等主要原材**



### 料价格有所上涨，公司面临一定成本控制压力

公司成本构成中原材料占比居前，2021年主营业务成本中，原材料、人工和制造费用占比分别为78.48%、5.93%和15.59%。原材料主要为苯胺、叔丁胺、液体硫磺和离子膜碱等，近年主要原材料价格均有所波动，2020年，由于下游需求低迷，主要原材料价格均有所下降，2021年以来，由于原油价格走强，主要原材料价格保持增长，公司面临一定成本控制压力。

图表13 近年公司主要原材料情况（万元/吨、亿元）

原材料名称	2019年		2020年		2021年		2022年1~9月	
	平均单价	金额	平均单价	金额	平均单价	金额	平均单价	金额
苯胺	0.55	0.68	0.50	0.57	0.95	1.64	1.05	1.39
叔丁胺	1.83	1.07	1.34	0.81	1.65	1.09	1.76	0.97
液体硫磺	0.09	0.36	0.06	0.24	0.14	0.62	0.23	0.82
离子膜碱	0.07	0.50	0.05	0.35	0.06	0.52	0.10	0.73
间苯二酚	9.97	1.24	7.55	1.14	4.83	0.81	4.75	0.68
环己胺	0.85	0.48	0.77	0.38	1.33	0.94	1.27	0.62
环己烷	0.46	0.38	0.35	0.31	0.60	0.56	0.73	0.57
二硫化碳	0.18	0.41	0.14	0.27	0.21	0.52	0.30	0.56
苯酐	0.57	0.40	0.49	0.39	0.60	0.51	0.72	0.49
环烷油	0.56	0.28	0.44	0.31	0.51	0.40	0.70	0.44
GLC	0.32	0.47	0.24	0.45	0.28	0.61	0.33	0.35
酞酰亚胺	0.85	0.33	0.78	0.29	0.88	0.31	1.05	0.33
<b>合计</b>	-	<b>6.59</b>	-	<b>5.53</b>	-	<b>8.53</b>	-	<b>7.96</b>

资料来源：公司提供、东方金诚整理

原材料采购环节，结合销售计划、库存情况等确定采购量，供应商选择方面会综合考虑质量、价格、供货、信誉等，并选择两家以上作为稳定供货商。与中国石油一般会签署年度框架合同，按需采购、价格随行就市，其他采购合同一般按需签署。结算方式为以银行承兑汇票及银行转账为主，主要原材料要有一部分预付款，其余账期一个月左右。

2019年~2021年及2022年1~9月，公司前五大供应商总体较为稳定，合计采购金额占比分别为25.80%、22.40%、26.25%和25.79%，采购集中度一般。

图表14 2021年公司前五大供应商（亿元、%）

序号	供应商名称	采购金额	占比	主要采购内容
1	山东金岭化工股份有限公司	1.45	8.73	苯胺
2	中国石油化工股份有限公司	1.12	6.74	GLC、液体硫磺、N14J、M14J、N02Y等
3	东营市赫邦化工有限公司	0.64	3.88	离子膜碱、液氯
4	山东长信化学科技股份有限公司	0.64	3.83	环己胺
5	山东宏信化工股份有限公司	0.51	3.08	苯酐
	<b>合计</b>	<b>4.37</b>	<b>26.25</b>	-

资料来源：公司提供、东方金诚整理

## 未来发展

公司在建项目有高性能不溶性硫磺项目、年产1万吨防焦剂CTP生产项目等，在建、拟建项目后续所需投入仍较多，面临较大的资本支出压力

截至2022年9月末，公司在建项目主要为高性能不溶性硫磺项目（五期）、年产1万吨防焦剂CTP生产项目、大健康系列产品项目等，项目预计总投资8.21亿元，已投资1.91亿元，仍需投资6.30亿元。

高性能不溶性硫磺项目（五期）建设年产不溶性硫磺40000吨项目，不溶性硫磺生产能力将进一步提升。年产1万吨防焦剂CTP生产项目将在山东东营建设1万吨/年产能的防焦剂CTP生产线，项目建成后，公司将逐步停止在阳谷厂区进行防焦剂CTP的生产，保持公司年产2万吨防焦剂CTP的总产能不变。

截至2022年9月末，公司拟建项目主要为年产65000吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目、有机过氧化物项目和HMMM项目，预计总投资9.49亿元。整体来看，公司橡胶助剂业务相关在建、拟建项目未来投资规模较大，未来仍将面临一定资本支出压力。同时，下游客户对公司产品需求受汽车行业及社会物流运输景气度影响较大，公司在建项目未来投产后或面临一定投资回报不及预期的风险。

图表 15 截至 2022 年 9 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2022 年 9 月 末累计投资	资金来源
高性能不溶性硫磺项目（五期）	2.78	1.48	自有资金或自筹资金
大健康系列产品项目	2.96	0.25	自有资金或自筹资金
智能工厂管控平台	0.30	0.14	自有资金或自筹资金
年产 10000 吨防焦剂 CTP 生产项目	1.37	0.02	募集资金、自有资金
年产 6000 吨促进剂 DZ 生产项目	0.80	0.02	自有资金或自筹资金
<b>合计</b>	<b>8.21</b>	<b>1.91</b>	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 公司治理与战略

公司根据《中华人民共和国公司法》等相关法律法规，建立了较为完善的法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 2 号——创业板上市公司规范运作》等法律、法规和中国证监会有关法律法规等的要求，设立股东会、董事会、监事会和管理层等组织机构。截至 2022 年 9 月末，公司董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 人。监事会为公司的监督机构，成员 3 人，其中职工代表监事 1 名。公司设经理主持日常生产经营管理工作，由董事会决定聘任或解聘，对董事会负责。

公司建立了较为完整的内部组织结构，形成日常经营和财务管理等体系，能够覆盖业务运营的主要环节。公司对全资子公司实行生产经营责任制，子公司可根据自身实际设置内部经营管理机构，并根据发展战略享有一定限额自有资金投资权。



未来，公司将专注于橡胶助剂相关产品的研发、生产，在产品生产、环保治理、装备自动化、智能化、节能等方面持续优化，并进行全球化布局，提高现有产品市场竞争力，同时向基础化学品、精细化工等新领域拓展

未来，公司将专注于橡胶助剂相关产品的研发、生产，在产品生产、环保治理、装备自动化、智能化、节能等方面做好持续优化提升，节能减排，降低生产成本，提高现有产品市场竞争力。科研方面，引进和培养高端专业人才，引导行业技术创新；以客户需求为导向，解决轮胎企业共性难题；以上海研发中心为基础，积极探索、推进新的发展方向。在目前已基本实现自动化的基础上，推进智能化工厂建设，实现精益化管理。销售方面，贴近客户，全球化布局，为客户提供更便捷的采购及物流和仓储服务；加快新产品工业化速度，更好的满足客户的需求。同时，打破助剂行业限制，做好在精细化工新领域的探索工作，拓展新品种、寻找新方向，探索多元化发展。

社会责任方面，公司严格执行环保三同时制度，配套建设了相应的环保设施，并编制了自行监测方案，委托第三方对公司废水、废气、噪声、土壤、地下水等进行监测，按照方案要求，定期进行监测。同时，编制了突发环境事件应急预案，按照预案要求及预案内容定期对公司员工进行培训、演练，以便能够及时、准确的处理突发性环境污染事故。公司把发展经济和履行社会责任有机统一起来，把承担相应的经济、环境和社会责任作为自觉行为，不断为股东创造价值的同时，积极承担着对客户、员工及社会其他利益相关者的责任。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2019年~2021年的合并财务报告和2022年1~9月的合并财务报表。大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019年~2021年的财务数据进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；2022年1~9月的合并财务报表未经审计。

截至2022年9月末，公司纳入合并范围子公司共9家。

### 资产构成与资产质量

公司资产总额逐年增加，资产构成以流动资产为主，应收账款和存货规模较大，对资金存在一定占用

近年公司资产总额逐年增长，截至2022年9月末，公司资产总额35.00亿元，其中，流动资产占比为63.10%，资产构成以流动资产为主。

近年末，公司流动资产有所增长，2022年9月末为22.08亿元，主要由应收账款、货币资金和存货等构成。

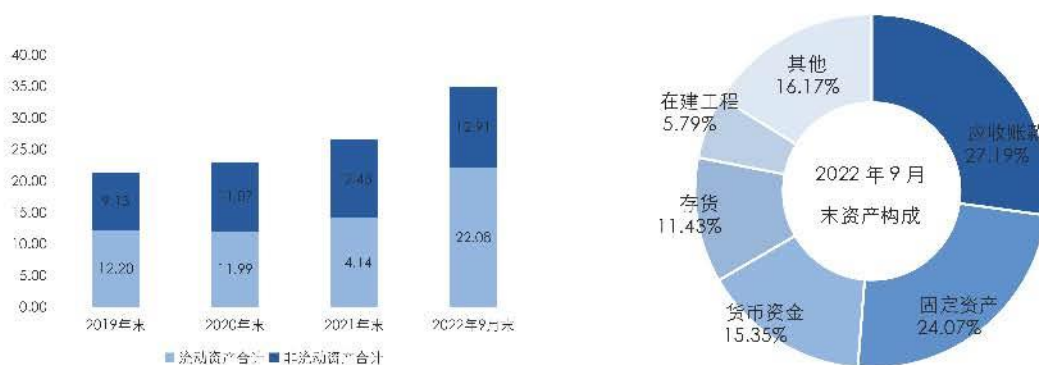
公司应收账款主要由销售橡胶助剂产生，近年末保持增长，2021年末，账面余额7.71亿元，其中账龄在一年内的占比96.82%；累计计提坏账准备0.30亿元，计提比例为3.88%；按欠款方归集的期末余额前五名以轮胎制造企业为主；从周转率来看，近年有所波动，2020年受疫情的冲击收入规模下降，应收账款周转率有所下降，2021年以来，收入增长，同时公司加大应收账款回收力度，周转率有所回升；2022年9月末，应收账款账面价值9.52亿元，较期初有所增长。近三年末公司货币资金规模有所波动，2020年末货币资金同比减少39.28%，主要

系当期收入回款有所减少且公司 2017 年度配股募集资金已基本使用完毕所致;2022 年 9 月末, 由于向特定对象发行股票资金到账, 货币资金规模大幅增长, 其中使用受到限制的货币资金金额为 0.51 亿元, 受限用途为票据保证金。公司存货主要为库存商品和原材料, 近三年存货周转速度有所加快, 账面价值有所波动, 2020 年末存货账面价值同比下降 7.67%; 2021 年末, 由于原料及产品价格上涨, 同时备货增加, 存货账面价值增加至 3.06 亿元, 累计计提存货跌价准备 82.41 万元; 2022 年 9 月末, 由于备货增加, 存货规模保持增长, 其中, 库存商品 2.40 亿元、原材料 1.23 亿元。

近年公司非流动资产规模保持增长, 2022 年 9 月末为 12.91 亿元, 主要由固定资产、在建工程和无形资产等构成。

固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成, 随着工程项目陆续转固所致, 近年有所增长。随着在建项目投入、转固, 在建工程规模有所波动, 截至 2022 年 9 月末, 在建工程主要包括年产 9 万吨橡胶助剂项目、戴瑞克橡胶助剂建设项目等。无形资产以土地使用权等为主, 近年末规模变动不大。

图表 16 公司资产构成及质量情况 (亿元)



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 9 月末
应收账款	4.98	5.60	7.41	9.52
货币资金	2.86	1.73	2.02	5.37
存货	2.12	1.96	3.06	4.00
<b>流动资产合计</b>	<b>12.20</b>	<b>11.99</b>	<b>14.14</b>	<b>22.08</b>
固定资产	5.35	7.45	8.57	8.42
在建工程	2.21	1.78	2.18	2.03
无形资产	0.78	0.77	0.74	0.86
<b>非流动资产合计</b>	<b>9.13</b>	<b>11.07</b>	<b>12.43</b>	<b>12.91</b>
<b>资产总额</b>	<b>21.33</b>	<b>23.06</b>	<b>26.57</b>	<b>35.00</b>

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理



截至 2022 年 9 月末，公司受限资产为固定资产、货币资金、应收款项融资和无形资产，合计金额 1.51 亿元，占同期末净资产的比例为 5.68%，占总资产的比例为 4.31%。

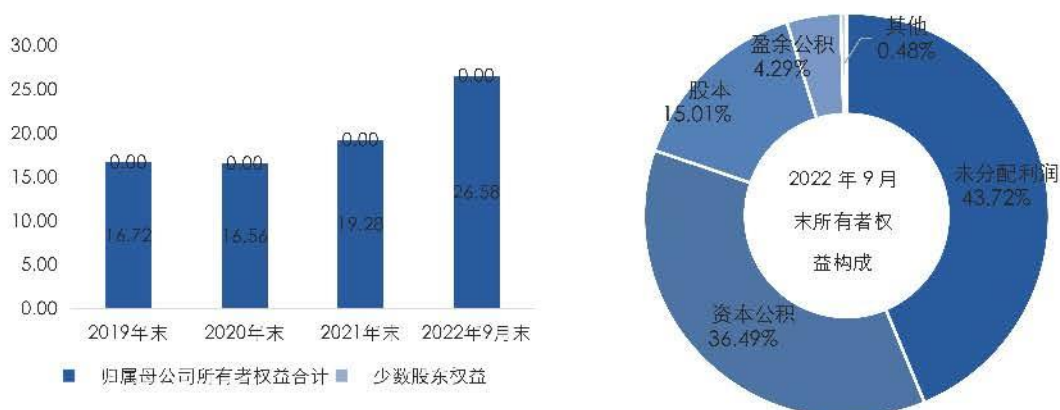
### 资本结构

由于公司向特定对象发行股票，2022 年 9 月末所有者权益规模增幅较大，资本实力进一步增强

近年来公司所有者权益波动增长，2022 年 9 月末为 26.58 亿元，主要由未分配利润、资本公积和股本构成。

2020 年末股本和资本公积分别同比减少 3.47%和 4.83%，主要是因当年未达到股权激励行权所需的收入、利润条件，取消股权激励，公司履行限制性股票回购义务所致。2022 年 9 月末，由于当期公司向特定对象发行股票 24015164 股，募集资金净额 2.81 亿元，股本及资本公积均有所增加。受益于经营积累，公司未分配利润保持增长。

图表 17 公司所有者权益情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司债务规模逐年增长，短期有息债务占比较高，预计未来随着在建、拟建项目后续资本性支出增加，公司全部债务将保持增长，资产负债率将有所提升

近年，公司负债逐年增加，2022 年 9 月末为 8.41 亿元，其中流动负债占比 89.94%。

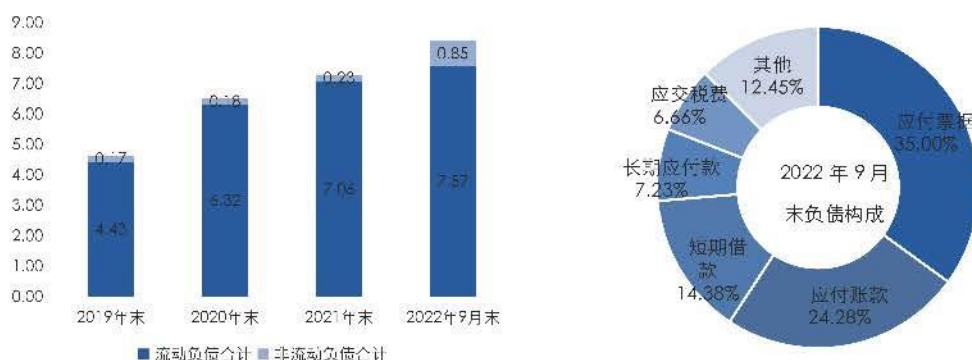
公司流动负债近年保持增长，2022 年 9 月末为 7.57 亿元，主要由应付票据、应付账款和短期借款等构成。

应付票据主要为国内信用证和银行承兑汇票，近年公司使用票据支付增多，应付票据规模保持增长。应付账款主要为橡胶助剂原材料采购款，受应付原材料采购款、工程款结算进度影响，近年账面余额有所波动。公司短期借款以保证借款为主，近年有所增长，截至 2022 年 9 月末，短期借款余额 1.21 亿元，主要用于日常经营，主要合作银行有工商银行、阳谷农商行等。

公司非流动负债规模较小，近年有所增长，截至 2022 年 9 月末为 0.85 亿元，主要由长期应付款和递延收益构成。2019 年末~2021 年末，公司无长期应付款，2022 年 9 月末，由于新增售后回租融资租赁，长期应付款增加至 0.61 亿元。公司递延收益主要是连续法合成不溶性硫磺绿色产业化关键技术项目、绿色化工工艺设计与生产技术和大宗橡胶助剂 DBD 等项目的补

助，近年逐年增加。

图表 18 公司负债情况 (亿元)



项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年9月末
应付票据	1.02	1.66	1.81	2.95
应付账款	1.40	2.01	1.99	2.04
短期借款	0.90	2.20	2.54	1.21
<b>流动负债合计</b>	<b>4.43</b>	<b>6.32</b>	<b>7.06</b>	<b>7.57</b>
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.61
递延收益	0.17	0.18	0.20	0.21
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.17</b>	<b>0.18</b>	<b>0.23</b>	<b>0.85</b>
<b>负债总额</b>	<b>4.61</b>	<b>6.50</b>	<b>7.29</b>	<b>8.41</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司债务规模逐年增长，截至 2022 年 9 月末为 5.19 亿元，短期债务占比 88.01%，主要由短期借款和应付票据构成。近年公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率均有所增长，但仍处于较低水平。预计未来，随着在建、拟建项目后续资本性支出增加，公司全部债务将继续增加，资产负债率将继续上升。

截至 2022 年 9 月末，公司对外担保总额为人民币 5298.00 万元，占公司 2022 年 9 月末净资产的 1.99%，被担保人为山东谷丰源生物科技集团有限公司（以下简称“谷丰源”），谷丰源控股股东朱丙臣及其配偶吕阳、朱丙臣之子朱培丰及其配偶王静、朱培丰控股的山东佰安瑞生物药业有限公司向公司提供连带责任反担保。

图表 19 近年末公司债务情况 (亿元)



资料来源：公司提供，东方金诚整理



## 盈利能力

近年公司营业收入有所波动，2021年以来，产品销售价格回升、销量增长带动营业收入、营业利润率及利润总额增长

2019年~2021年，公司营业收入有所波动，2020年受疫情影响，公司营业收入同比下降3.52%；2021年，公司积极进行市场拓展，主导产品加工助剂、促进剂产销量、销售价格与去年同期相比有所增长，营业收入同比大幅增长。营业利润率方面，近年有所波动，2020年，由于将原先计入销售费用的运输费计入成本，营业利润率有所下降，2021年以来，产品销售价格回升，营业利润率回升。公司期间费用以管理费用和研发费用为主，近年规模有所增长，但随着营业收入增长，期间费用率持续下降。

非经营性损益方面，以其他收益、投资收益和公允价值变动损益等为主，整体规模不大。受主营业务收入波动影响，近年利润总额有所波动。

图表 20 近年公司盈利情况 (亿元、%)



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022年1~9月，公司加大国际市场开拓力度，海外销售持续增长，主导产品加工助剂、部分高端高性能品种产销量、销售价格较上年同期均有一定幅度增长，公司实现营业收入26.97亿元，营业利润率27.18%，利润总额5.32亿元，均同比有所增长。预计2022年全年，销售价格、销售量增加仍将带动营业收入及利润总额同比增长。

## 现金流

受收入下降、原料价格上涨等因素影响，2019年~2021年公司经营性现金流净流入规模有所下降，投资性现金流持续净流出，筹资性现金流有所波动

公司经营活动现金流入主要为销售商品收到的现金，经营活动现金流出主要为购买原材料支付的现金以及支付职工工资、保险等的支出，2019年~2021年，公司经营性现金流净流入规模逐年下降，2020年主要系需求萎靡销售收入下降所致，2021年主要系原材料价格上涨，同时公司为员工支付的福利费增加所致。同期，公司现金收入比虽有所增加，但收入获现能力整体较弱。

同期，公司投资活动现金流入规模较小，随着在建项目资本性投入，投资性现金流持续体现为净流出状态。筹资活动现金流方面，2019年~2021年，公司主要通过银行借款融资，随着债务的偿还、利息及股利的支付，筹资性净现金流有所波动。

图表 21 公司现金流情况 (亿元、%)



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022年1~9月，由于国外销售占比提升、现金回款多，经营性现金流净流入3.47亿元；投资性净现金流净流出1.28亿元；通过向特定对象发行股票募集资金净额2.81亿元，筹资性现金流净流入0.79亿元。

### 偿债能力

#### 2022年公司定向增发募集资金净额2.81亿元，作为A股上市公司，直接融资渠道畅通

从短期偿债能力指标来看，近年公司流动比率和速动比率有所波动，截至2022年9月末分别为291.80%和238.94%。2019年~2021年，公司经营性净现金流对流动负债的保障程度逐年下降。从长期偿债能力指标来看，2019年~2021年，公司EBITDA利息倍数有所下降，全部债务/EBITDA有所上升。

截至2022年9月末，公司全部债务5.19亿元；截至本报告出具日，公司无未来一年到期的债券（含回售），2021年公司分配股利0.38亿元。2021年公司经营性净现金流为1.50亿元，投资性净现金流为-1.33亿元，筹资活动前净现金流为0.16亿元。预计2022年全年，销售价格、销售量增加将带动营业收入及利润总额同比增长，但公司在建项目资本支出规模较大，预计筹资活动前净现金流为净流出；在建、拟建项目的投入使得公司需要一定外部融资支持。截至2022年9月末，公司共取得银行授信7.85亿元，未使用额度5.02亿元。2022年公司定向增发募集资金净额2.81亿元，作为A股上市公司，直接融资渠道畅通。

图表 22 近年公司偿债能力主要指标 (%、倍)

指标名称	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)	2022年9月(末)
流动比率	275.25	189.71	200.29	291.80
速动比率	227.45	158.75	157.02	238.94
经营现金流动负债比	52.81	28.11	21.18	-
EBITDA 利息倍数	47.13	32.19	28.38	-
全部债务/EBITDA	0.63	1.53	0.91	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理



## 过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2022年10月14日，公司本部在银行已结清和未结清贷款履约方面无不良信用记录。

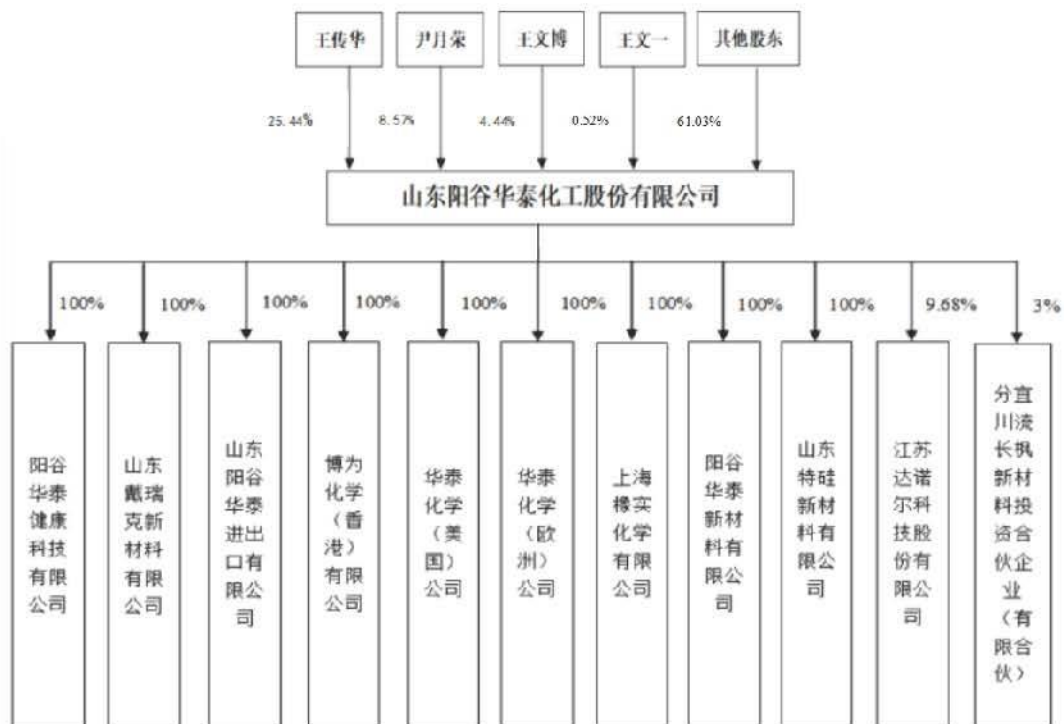
## 抗风险能力及结论

公司是以防焦剂CTP、不溶性硫磺、促进剂等产品为主的综合性橡胶助剂供应商，防焦剂CTP、不溶性硫磺产能居于行业前列，具有较强的细分市场竞争力；公司拥有国家级橡胶助剂工程技术研究中心，研发了防焦剂CTP原材料加工、高分散性不溶性硫磺生产等关键技术，环保型均匀剂、连续法高热稳定高分散性不溶性硫磺等产品实现国产化，具备一定研发及技术创新能力；公司围绕重点客户和重点产品进行开发及推广，加快海外营销渠道、仓库建设，与中策橡胶、倍耐力等知名轮胎企业长期合作，2021年以来，受益于市场拓展力度加大及需求恢复，量价提升，公司营业收入、毛利润及毛利率有所增长；2022年公司定向增发募集资金净额2.81亿元，作为A股上市公司，直接融资渠道畅通。

同时，东方金诚关注到，橡胶助剂产品需求受汽车行业及社会物流运输景气度影响较大，2021年以来，苯胺等主要原材料价格有所上涨，公司面临一定成本控制压力；公司境外销售收入占比较高，美国与欧洲等地区经济下行、外汇汇率波动或对公司经营业绩产生一定不利影响；公司流动资产中应收账款和存货占比较高，对资金存在一定程度的占用；近年公司债务规模有所增长，短期债务占比较高，在建、拟建项目未来投资规模仍较大，面临资本支出压力。

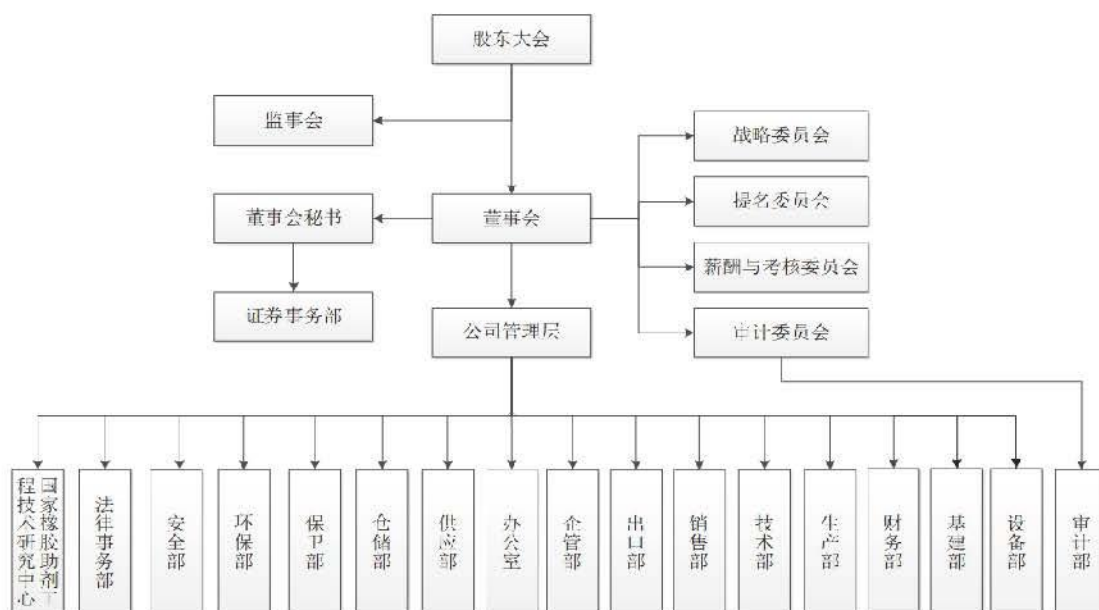
综上所述，东方金诚评定阳谷华泰主体信用等级为AA-，评级展望为稳定。基于对公司主体信用及本期债券本息偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为AA-。

附件一：截至 2022 年 9 月末阳谷华泰股权结构图





附件二：截至 2022 年 9 月末阳谷华泰组织结构图



### 附件三：阳谷华泰主要财务数据及财务指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1~9月 (未经审计)
资产总额 (亿元)	21.33	23.06	26.57	35.00
所有者权益 (亿元)	16.72	16.56	19.28	26.58
负债总额 (亿元)	4.61	6.50	7.29	8.41
短期债务 (亿元)	1.92	3.86	4.36	4.57
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.02	0.62
全部债务 (亿元)	1.92	3.86	4.38	5.19
营业总收入 (亿元)	20.14	19.43	27.05	26.97
利润总额 (亿元)	2.22	1.56	3.48	5.32
净利润 (亿元)	1.84	1.26	2.84	4.39
EBITDA (亿元)	3.02	2.53	4.83	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.34	1.78	1.50	3.47
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-1.95	-2.17	-1.33	-1.28
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-1.71	-0.92	0.29	0.79
毛利率 (%)	24.13	19.46	22.84	27.78
营业利润率 (%)	23.43	18.76	22.26	27.18
销售净利率 (%)	9.15	6.47	10.50	16.26
总资本收益率 (%)	10.23	6.54	12.72	-
净资产收益率 (%)	11.02	7.60	14.73	-
总资产收益率 (%)	8.64	5.45	10.69	-
资产负债率 (%)	21.60	28.19	27.44	24.04
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.09	2.29
全部债务资本化比率 (%)	10.29	18.90	18.50	16.33
货币资金/短期债务 (%)	148.89	44.94	46.27	117.70
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	20.67	-10.09	3.73	-
流动比率 (%)	275.25	189.71	200.29	291.80
速动比率 (%)	227.45	158.75	157.02	238.94
经营现金流流动负债比 (%)	52.81	28.11	21.18	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	47.13	32.19	28.38	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.63	1.53	0.91	-
应收账款周转率 (次)	-	3.67	4.16	-
销售债权周转率 (次)	-	3.67	4.11	-
存货周转率 (次)	-	7.68	8.33	-
总资产周转率 (次)	-	0.88	1.09	-
现金收入比 (%)	56.71	58.57	64.27	62.88



## 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

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

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

评级方法为《东方金诚化工企业信用评级方法及模型 (RTFC004202011)》

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。



## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“山东阳谷华泰化工股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券”（以下简称为“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与山东阳谷华泰化工股份有限公司（以下简称为“受评主体”）和该债项相关的、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年进行一次，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露，在该债项交易场所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易场所网站公告披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2022年12月20日

