



2020年山东道恩高分子材料股份有限公司 公开发行可转换公司债券2024年跟踪评级 报告

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.

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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2020年山东道恩高分子材料股份有限公司公开发行可转换公司债券 2024年跟踪评级报告

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

- 本次评级结果是考虑到：山东道恩高分子材料股份有限公司（以下简称“公司”，股票代码：002838.SZ）2023 年仍主要从事改性塑料、热塑性弹性体等产品产销业务，随着产品性能提升、应用领域拓展以及新增产能投产，公司主要产品热塑性弹性体类和色母粒产销量均上升，公司经营整体稳定。同时中证鹏元也关注到，公司在建项目的后续投入带来一定资金压力，且面临下游市场需求存在不确定性，未来产能消化情况有待观察，2023 年期间费用等对公司利润形成侵蚀，同时公司营业成本以原材料为主要构成，考虑到国际油价影响因素复杂多变，未来仍需关注原材料价格波动对公司主业盈利能力的影响，以及公司对单一客户存在较大依赖等风险因素。

评级日期

2024 年 4 月 25 日

联系方式

项目负责人： 郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

项目组成员： 孙剑
sunj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话： 0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023	2022	2021
总资产	50.96	49.45	31.51
归母所有者权益	30.80	29.99	20.90
总债务	12.71	12.45	4.66
营业收入	45.44	45.26	42.61
净利润	1.55	1.66	2.47
经营活动现金流净额	-0.43	-0.39	-1.64
净债务/EBITDA	0.24	-1.42	-0.06
EBITDA 利息保障倍数	8.51	7.09	10.58
总债务/总资本	28.10%	28.61%	17.54%
FFO/净债务	275.49%	-42.31%	-1,219.69%
EBITDA 利润率	6.92%	5.79%	8.80%
总资产回报率	4.06%	4.62%	9.85%
速动比率	1.81	2.02	2.71
现金短期债务比	1.48	1.92	3.41
销售毛利率	11.88%	9.76%	12.24%
资产负债率	36.19%	37.16%	30.54%

注：公司 2021-2022 年净债务为负。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司经营整体稳定。**公司为客户提供弹性体、改性塑料、色母粒、可降解材料解决方案，2023 年随着产品性能优化和应用领域拓宽等，公司不断开发新客户资源，叠加产能增加，当年主要产品热塑性弹性体类和色母粒产销量均上升，其中热塑性弹性体类产销量同比升幅均超过 20%，推动公司当年营业收入同比微增，公司经营整体稳定。

关注

- **公司项目后续投入带来一定资金压力，且建成后新增产能消化情况有待观察。**截至 2023 年末，公司主要在建项目包括 12 万吨/年生物可降解塑料 PBAT 项目（一期）（以下简称“PBAT 项目一期”）、山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期）（以下简称“西南总部项目一期”）及新材料扩产项目（一期）等，上述项目后续投入给公司带来一定资金压力，且公司在建产能规模较大，考虑到下游市场需求存在不确定性，未来需关注公司产能消化情况。
- **期间费用等对公司利润形成侵蚀，同时未来仍需关注原材料价格波动对公司盈利能力的影响。**2023 年公司主要原材料采购单价整体下降，带动当年公司销售毛利率同比提升，但同期公司各项期间费用受多方面因素影响均有不同程度上升，其中财务费用因本期债券费用不再资本化规模同比增长，研发费用则受当年加大研发投入影响呈现增长，当年公司所得税费用亦同比上升，综合导致公司 2023 年净利润仍呈现下降，且经营活动净现金流仍表现为负；另一方面，公司营业成本以原材料为主，2023 年原材料成本占营业成本的比重为 89.78%，其价格主要取决于国际油价，考虑到国际油价影响因素复杂多变，未来仍需关注原材料价格波动对公司主业盈利能力的影响。
- **公司对单一客户存在较大依赖。**2023 年公司前五大客户销售收入占比为 36.22%，同比有所下降，但其中第一大客户收入占比 31.81%，公司对其依赖较大。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在行业内具有一定规模优势，未来在建项目投产有助于继续扩大公司的业务规模，同时公司持续推动多个应用领域的开发，为后续主业稳定发展提供一定支撑。

同业比较（单位：亿元）

指标	公司	金发科技	会通股份	普利特	国恩股份	南京聚隆
总资产	50.96	597.96	65.48	119.07	143.67	20.61
所有者权益	32.52	182.06	19.11	46.41	62.84	8.80
营业收入	45.44	342.91	53.49	87.09	126.68	18.29
净利润	1.55	3.84	1.42	4.73	4.36	0.68
销售毛利率	11.88%	13.72%	13.94%	16.50%	10.24%	16.12%

注：公司、会通股份、普利特、南京聚隆以上各指标为 2023 年/年度数据；其余公司以上各指标均为 2023 年 9 月末/2023 年 1-9 月数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素		0		
	重大特殊事项		0		
	补充调整		0		
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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-/“道恩转债”	2023-4-25	郑丽芬、宋晨阳	化工企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/“道恩转债”	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	3.5826	2023-4-25	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月发行6年期3.60亿元本期债券，募集资金用于道恩高分子新材料项目、偿还银行借款及补充流动资金。截至2023年12月31日，本期债券募集资金专用账户资金已基本使用完毕，为规范募集资金专用账户的管理，公司将募集资金专用账户进行销户处理¹。

三、发行主体概况

2023年以来公司名称及主营业务未发生变化，2023年因实施2019年股票期权与限制性股票激励计划、本期债券转股，公司股本分别增加4.41万股、0.81万股，因激励对象离职注销股票，公司股本减少1.80万股，截至2023年末，公司总股本44,802.85万股。截至2023年末，道恩集团有限公司（以下简称“道恩集团”）持有公司44.20%股权，仍为公司控股股东，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16.52%股权，于晓宁和韩丽梅夫妇合计持有公司60.72%股权，仍为公司实际控制人，公司股权结构图详见附录二。根据公司2024年3月19日发布的《关于公司股东股份解除质押及再质押的公告》，截至该公告日，公司总股本为44,802.99万股，控股股东道恩集团持股中质押股份数量13,400.00万股，实际控制人中韩丽梅持股中质押股份数量5,025.00万股，分别占其所持股份的比例为67.67%、67.91%，占公司总股本比例为29.91%、11.22%，二者合计质押公司股份占比较高。

2023年公司合并范围新增3家子公司，分别为青岛周氏塑料包装有限公司（以下简称“青岛周氏”）、道恩高分子材料（广东）有限公司（以下简称“高材广东”）和山东道恩合复新材料有限公司（以下简称“道恩合复”），截至2023年末公司合并范围子公司共15家，详见附录四。

根据公司于2022年12月31日发布的《关于以增资扩股的方式收购青岛周氏塑料包装有限公司51%股权的公告》，公司拟通过现金方式向青岛周氏增资6,124.00万元，本次增资完成后，青岛周氏成为公司控股子公司，纳入公司合并报表范围内。青岛周氏为中国塑协降解塑料专委会理事会员单位，公司是青岛周氏的原材料供应商，主要为其提供色母粒、填充母料和改性生物降解塑料PBAT等原辅料，公司此举旨在打通拓宽“PBAT合成+PBAT改性+PBAT制品”全产业链业务，完善公司产业链布局。截至2022

¹ 公司分别在中国工商银行股份有限公司龙口支行、招商银行股份有限公司烟台龙口支行、中国建设银行股份有限公司龙口支行、上海浦东发展银行股份有限公司烟台龙口支行开设了4个募集资金存放专项账户。其中2021年，公司将募集资金专用账户招商银行股份有限公司烟台龙口支行和中国建设银行股份有限公司龙口支行进行注销，至注销时该两个募集资金账户剩余资金11.90万元转至募集资金专用账户中国工商银行股份有限公司龙口支行；2023年，公司将募集资金专用账户中国工商银行股份有限公司龙口支行和上海浦东发展银行股份有限公司烟台龙口支行进行销户处理，至销户时该两个募集资金账户剩余资金6.07万元转至公司基本结算账户作为流动资金使用。

年9月末青岛周氏资产0.86亿元、负债0.69亿元、净资产0.17亿元，2022年1-9月营业收入1.22亿元、净利润-77.13万元，评估增值0.42亿元。青岛周氏于2023年2月完成工商变更，完成管理层改组，公司达到对青岛周氏的控制。

根据公司于2023年9月19日发布的《关于收购广东现代工程塑料有限公司（以下简称“广东现代”）100%股权的公告》，公司于2023年9月18日召开第五届董事会第五次会议，同意公司收购广东现代100%股权，交易价格为9,700万元，本次收购完成后，广东现代将成为公司全资子公司，纳入公司合并报表范围内。同日，公司与广东现代控股股东HDC现代EP株式会社签订了《股权转让协议》。广东现代主营业务为改性塑料，与公司属于同一行业，截至2023年5月末，广东现代资产0.58亿元、负债87.84万元、净资产0.57亿元，2023年1-5月营业收入0元、净利润25.72万元，评估增值0.40亿元；广东现代近三年持续亏损，并于2022年下半年起停产并裁员。广东现代于2023年11月完成工商变更，名称变更为高材广东，目前该公司在实施技改，提升产能以逐步恢复正常生产经营，本次交易旨在优化公司产业区域布局。

表1 2023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	持股比例	注册资本	取得方式
青岛周氏塑料包装有限公司	51.00%	2,040.82	非同一控制企业合并
道恩高分子材料（广东）有限公司	100.00%	9,515.86	非同一控制企业合并
山东道恩合复新材料有限公司	80.00%	6,000.00	设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济内生动能将不断增强，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2023年国内经济逐步恢复，呈现波浪式发展、曲折式前进态势，但复苏基础仍需巩固。全年实际GDP同比增长5.2%，当季GDP同比增速分别为4.5%、6.3%、4.9%、5.2%，消费贡献大幅增加，就业物价稳中有降，工业和服务业延续恢复，基建和制造业投资平稳增长，但出口低位徘徊，地产投资仍处谷底。

展望2024年，需求不足的问题仍待改善，经济内生循环有待进一步畅通，中央经济工作会议强调稳中求进，以进促稳，先立后破，牢牢把握高质量发展这个首要任务。预计今年GDP增速目标或在5.0%左右，物价水平仍保持低位。宏观政策稳健积极，强化逆周期和跨周期调节，实施稳货币+宽财政。稳健的货币政策灵活适度、精准有效，着力宽信用，降息降准仍可期，结构货币政策继续发力，同时注意盘活存量、提升效能。积极的财政政策适度加力、提质增效，适当提高赤字率，中央有望加杠杆，落实万亿增发国债，储备超长期特别国债；地方政府新增专项债券保持支出强度，资本金范围有望进一步

扩大，继续实施结构性减税降费政策。以科技创新引领现代化产业体系建设，发展新质生产力，持续加大民企的支持力度。防范化解地方政府债务风险，“遏增化存”的基调不变，特殊再融资债继续发行。基础设施投资类企业融资监管易紧难松，分类推进市场化转型，新增融资或有所缩量。房地产供求关系已变，供需两端政策继续大幅松绑，重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设。建立城市房地产融资协调机制，报送项目“白名单”，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。

当前我国正处于高质量发展和产业转型升级的关键期，内外部环境依然复杂严峻，海外主要经济体通胀高位回落，经济发展压力仍不小，有望开启降息周期，叠加地缘政治冲突和大国博弈，不确定和不稳定因素明显增多。国内有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素正在不断累积。我国经济发展潜力大、韧性强，长期向好的基本面没有变，只要保持战略定力、增强发展信心，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

作为新材料产品，改性塑料应用领域广泛，随着国家和地方相继出台鼓励政策，大力推动改性塑料等高分子材料行业加快发展，“国产替代”需求下市场规模不断增大

塑料材料是以合成树脂为主要原料而具有可塑性的各种高分子材料，根据市场需求量、物性和价格的不同，塑料材料一般分为通用塑料、工程塑料及特种工程塑料三大类。虽然通用塑料、工程塑料及特种工程塑料等塑料产品具备了种种优异的性能，但单一成分的塑料产品面临着物性不够丰富，并且存在单一材料本身固有的易燃、易老化、强度不够等问题，应用于汽车、轨道交通、电器等领域时需要经过塑料改性以满足要求。塑料改性的主要过程是以通用塑料、工程塑料或特种工程塑料为主要原料，以各类有机、无机填充料及功能助剂为辅助材料，通过填充、增韧、增强、共混、合金化等技术手段，改善原有的塑料在力学、流变、燃烧性、电、热、光、磁等方面的性能。按功能分类，塑料改性主要包括阻燃改性技术、抗静电改性技术、抗老化改性技术、降解改性技术、功能化改性技术等，按改性过程分类，主要包括物理改性和化学改性。

国内改性塑料仍以进口为主，作为新材料产品，属国家战略新兴产业范畴，随着国家和地方相继出台了一系列鼓励政策，大力推动改性塑料等高分子材料行业加快发展，为加速国产替代进程提供了较大的需求空间，改性塑料市场规模也不断增大。根据中商产业研究院发布的《2024-2029年中国改性塑料行业市场现状及投资咨询报告》显示，2022年我国改性塑料产量2,884万吨，同比增长8.8%，2024年将增至3,421万吨；2022年我国改性塑料市场规模约为2,771亿元，同比增长6.44%，2023年我国改性塑料市场规模将达2,939亿元，2024年将达3,107亿元。

表2 新材料产品相关鼓励政策

时间	文件名称	出台部门	内容
2023年2月	《质量强国建设纲要》	国务院	强化企业创新主体地位，引导企业加大质量技术创新投入，推动新技术、新工艺、新材料应用，促进品种开发和品质升级。
2022年6月	《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》	工信部等五部门	提出构建高质量的供给体系，增加升级创新产品。升级创新产品制造工程中，塑料制品包括新型抗菌型料、面向5G通信用高端塑料、特种工程型料、血液净化塑料、高端光学膜等。
2022年3月	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	工信部等六部门	强化国家新材料生产应用示范、测试评价、试验检测等平台作用，推进催化材料、过程强化、高分子材料结构表征及加工应用技术与装备等共性技术创新。
2021年12月	《重点新材料首次应用示范指导目录（2021年版）》	工信部	明确将11种工程塑料纳入目录。
2021年12月	《“十四五”原材料工业发展规划》	工信部、科学技术部、自然资源部	引导企业在优化生产工艺的基础上，利用工业互联网等新一代信息技术，提升特种工程塑料、高性能膜材料、纤维新材料、复合材料等综合竞争力。
2021年6月	《塑料加工业“十四五”发展规划指导意见》	中国塑料加工工业协会	在规模发展、技术创新、绿色发展三个方向给“十四五”行业发展设立了目标；推动产业链协同发展；坚持“五化”科技创新方向，即功能化、轻量化、精密化、生态化、智能化。
2021年6月	《塑料加工业“十四五”科技创新指导意见》	中国塑料加工工业协会	完善创新体系建设，推动产业链协同创新，加大塑料加工业节能降耗、减排低碳技术工作力度，推行绿色、节能、低碳、高效生产工艺，推动行业绿色制造改造升级，为碳达峰和碳中和目标尽早实现做出贡献。
2019年10月	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	国家发改委	提出鼓励工程塑料、聚丙烯热塑性弹性体（PTPE）、热塑性聚酯弹性体（TPEE）等石化化工产品类的开发与生产。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2024年以来家电行业政策利好密集发布，海外补库需求改善；新能源车供给端持续发力，预计购车需求或持续释放。总体来看，下游行业延续复苏对改性塑料需求仍有支撑，但需关注国际形势复杂多变、经济下行压力较大等因素可能带来的不利影响

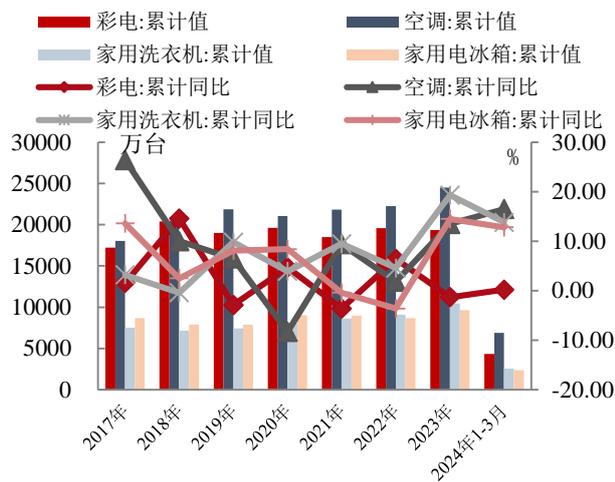
从下游需求来看，中国改性塑料下游需求主要包括家电、汽车、办公设备、电线电缆、电动工具等，其中家电需求占比30%左右、汽车需求占比为20%左右。在国内“以塑代木”、“以塑带钢”、汽车轻量化、家电材料高性能化等趋势的推动下，我国塑料改性化率需求空间较大。

随着家电行业的发展，塑料在家电行业的应用规模快速增长，成为家电行业中仅次于钢材的第二大类材料，其中洗衣机和冰箱制品对塑料原材料的需求每台为30%-40%，电视机中塑料含量占比为23%-25%，空调约为11%。改性塑料已被广泛应用于家用电器的壳体、叶片、外饰等配件中，家电所使用的塑料几乎全都需要经过改性，具有较大的市场需求空间。考虑到家电具有明显的房地产后周期属性，近年来受房地产景气度、经济下行压力等多重因素影响，我国主要家电产品的产量增速存在一定波动；其中，2023年受益于冰箱、洗衣机、小家电出口高景气度，全年家用电器出口总值（美元）同比增加3.8%，家电出口表现大幅好于市场大盘；叠加2022年低基数效应，主要家电产量增速强劲。

2024年以来家电行业政策利好密集发布，2月23日中央财经委员会第四次会议强调，加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。随后国常会

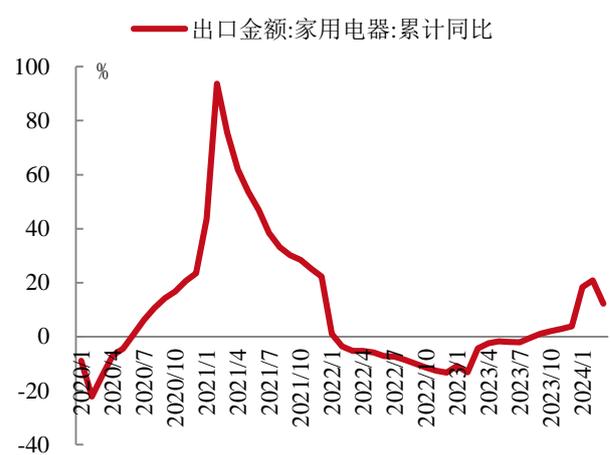
审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，随着上一轮大规模家电下乡产品进入集中换新期，在政策发力推动下，有望提振家电需求。出口方面，海外耐用品库存触底，补库需求改善，或继续对出口增长形成支撑，预计家电行业景气度有望延续复苏。

图1 近年我国主要家电产量增速存在波动



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图2 近年我国家电出口金额累计同比变化情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

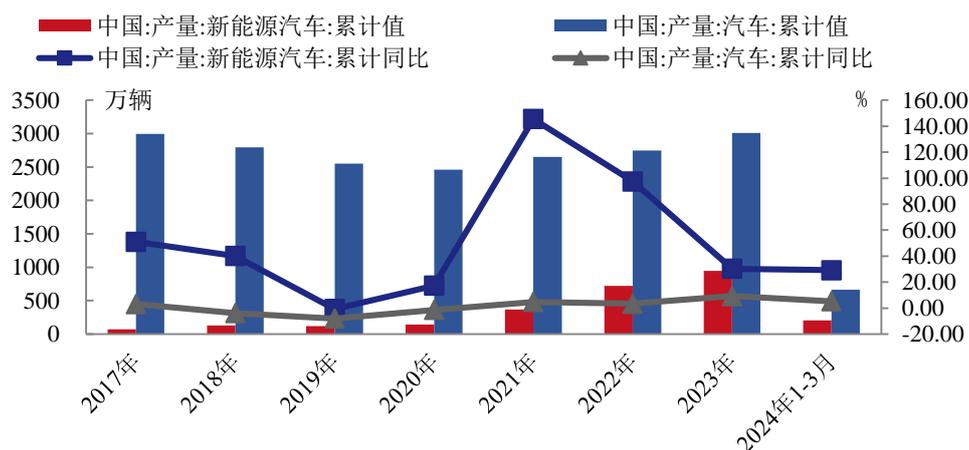
从汽车行业的改性塑料需求来看，随着轻量化、节能环保成为汽车工业领域的主要发展方向，相对于传统金属密度大、价格高的特点，塑料以其优异的综合性能和价格优势，开始越来越多地被应用于汽车制造行业，特别是改性塑料技术进步带来的阻燃性、机械强度、抗冲击性、韧性和易塑性提升，能够更好地满足汽车产业的设计要求。通过降低汽车的整车重量，在提升汽车动力性能的同时，有效减少能源消耗，既可以降低传统燃油汽车的尾气排放，也可以提升新能源汽车的续航里程。根据中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图（2.0版）》，汽车轻量化技术作为重点领域路线图之一被单独提出，到2035年燃油乘用车整车轻量化系数降低25%，纯电动乘用车整车轻量化系数降低35%。此外，新能源汽车增加了电池组模块、充电桩及充电枪等部件，单台新能源车电池组模块工程塑料的使用量约30kg。

汽车产业一直是我国重点发展的支柱产业，近年来我国汽车产业在转型升级过程中，受中美经贸摩擦、环保标准切换、居民杠杆上升、经济下行压力较大等因素影响，居民汽车购买能力与消费意愿削弱，2018-2020年汽车产量同比分别下降3.80%、8.00%和1.40%，2021年汽车需求复苏，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，2021-2023年我国新能源汽车产量仍保持较快增长速度，带动汽车产量增长，汽车产量分别同比增长4.80%、3.40%和9.30%，其中新能源汽车产量同比增长145.60%、97.50%和30.30%。2024新款新能源车型陆续进入交付期，1-3月新能源车产量快速回升，同比增加29.20%。

2024年4月12日，商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》提出总体目标：力争到

2025年，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰；报废汽车回收量较2023年增长50%，新政策的实施有望增加汽车回收量，提振汽车下游需求，加速电动化进程。此外，随着新能源车供给端持续发力，一方面，新能源车价格将持续下降，提升用户购买力，另一方面新能源车性能将持续改善，提升产品力和用户购买意愿，预计购车需求持续释放。

图3 新能源汽车产量大幅增长带动我国汽车产量增速回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年主要塑料产品价格波动较大，改性塑料企业面临较大的成本控制压力

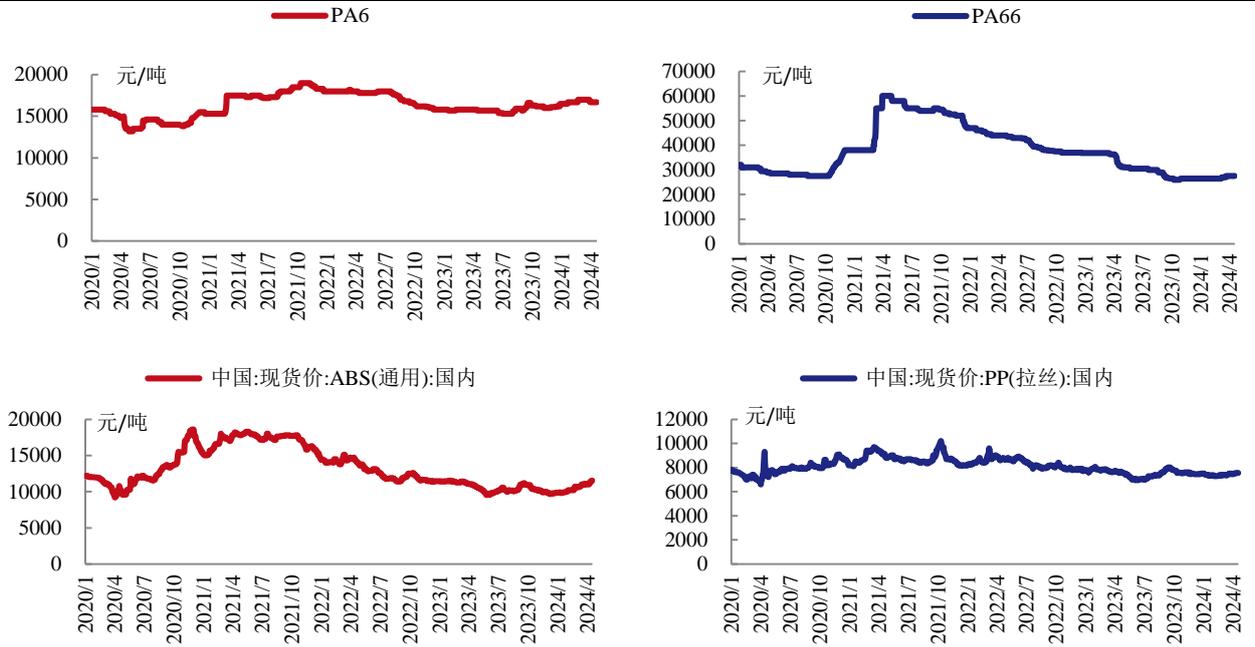
改性塑料行业上游基础原材料主要包括PE、PP、PS、PVC、ABS、PA、PBT等塑料产品，其中用量最大的PP和ABS占比约为43%和31%，改性剂则通常包括玻纤、云母（增强）、橡胶（增韧）或阻燃剂等。由于不同改性塑料企业聚焦的细分产品领域和客户领域存在差异，其采购的基础原材料会有所不同。

PP、PA、ABS等塑料作为石化产业链产品，其价格波动与原油价格走势整体趋同，2020年下半年至2022年初，受原油价格上涨影响，PA、PP、ABS等塑料价格呈上升趋势，改性塑料行业盈利水平有所弱化，2022年到2023年上半年，受供需格局变化和原油价格回落等因素影响，PA、PP、ABS等塑料价格呈下降趋势。2023年6月份以来，一方面，国际油价高位运行为PA、PP、ABS等塑料价格提供了一定的支撑；另一方面，一系列稳定经济以及促进汽车家电等政策的发布促进下游需求，在多重利好作用下，塑料价格出现上涨走势，尤其进入8月之后，塑料价格涨幅明显扩大。

2024年以来，受中东地缘局势演变影响，国际原油价格持续呈现高位震荡走势；同期，美国通胀情况持续削弱市场对于美联储短期内降息的预期，国际原油价格进一步上冲动能有所减弱，预计后期原油价格偏弱运行，成本面给予PP、PA、ABS等塑料支撑减弱。但考虑到2024年主要塑料制品新增产能陆续投产，在经济下行压力较大，需求增速不及供给增速背景下，预计PP、PA、ABS等塑料价格或仍将窄幅震荡。但需关注的是，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，原材料价格持续震荡给改性塑料企业带来较大的成本控制压力。

图4 近年主要塑料产品价格波动较大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

改性塑料行业呈现“大行业，小公司”特征，近年行业竞争日趋激烈

我国的改性塑料行业规模较大，但整体较为分散，产业集中度不高，一方面系改性塑料市场容量较大，应用领域广泛，近年来新能源、人工智能、物联网等技术的发展也进一步拓展了改性塑料的应用场景，导致下游客户数量较多；另一方面，下游应用领域及不同终端产品对于改性塑料的性能要求各有不同，改性塑料在具体应用上具有非标准、定制化的特点，导致改性塑料品种较多，每个厂商都有自己相对专注的细分产品领域和客户领域，单个厂商很难同时满足整个市场所有客户的需求。受下游领域规模大、用户群体数量多、需求多样、市场分散等因素的影响，加之我国的改性塑料行业起步较晚，伴随着国内改性塑料需求的不断上涨，行业竞争较为激烈。目前国内改性塑料上市公司数量较多，主要包括金发科技（600143.SH）、国恩股份（002768.SZ）、会通股份（688219.SH）、普利特（002324.SZ）、公司、南京聚隆（300644.SZ）和聚赛龙（301131.SZ）等。值得注意的是，在中高端改性塑料产品市场，国内企业占据的市场份额仍相对较小，与杜邦、巴斯夫、朗盛等大型跨国企业相比，在资金规模和技术实力上仍有较大差距，跨国企业通常是集上游原料、改性设备、品牌、技术及产品销售于一体的大型化工企业。近年来，部分国内改性塑料企业通过技术攻关、生产工艺的改进，加上性价比和本地化服务优势，在部分中高端产品上能够逐步替代进口产品，未来国产替代的趋势有望增强。

表3 2022年改性塑料行业主要上市公司情况

企业名称	主要下游领域	主要终端客户
金发科技	汽车、家电、电子电气等	比亚迪、格力等

国恩股份	家电、电动工具、汽车、锂电池等	海信、TCL、京东方、格力、金力新能源、江苏中天、智米等
会通股份	家电、汽车等	美的、TCL、海信、飞利浦、富士康、上汽大众、一汽大众等
普利特	汽车等	宝马、奔驰、大众、通用、福特、比亚迪等
公司	汽车、家电等	海尔、海信、三星、松下、上海大众、长城汽车、比亚迪等
南京聚隆	汽车、通讯电子电气等	上汽、通用、大众、比亚迪、蔚来、理想、百得、TTI、联想等
聚赛龙	家电、汽车等	美的、海信、格兰仕、苏泊尔、长安集团等

资料来源：Wind、各上市公司公告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内公司仍主要从事改性塑料、热塑性弹性体等产品产销业务，产品主要应用于汽车交通、家电通讯等领域，随着产品性能优化、应用领域拓宽及产能增加，2023年公司营业收入同比略有增长，但对单一客户存在较大依赖，项目未来投产虽助于增强公司业务能力和提高营收规模，但后续投入也带公司带来一定资金压力，且产能消化情况有待观察

公司为客户提供弹性体、改性塑料、色母粒、可降解材料解决方案，产品主要应用于汽车交通、家电通讯等领域。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。热塑性弹性体类产品主要分为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，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，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生产。2023年公司营业收入主要来源于改性塑料及热塑性弹性体类，营业收入同比略有增长，销售毛利率同比上升。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
改性塑料	31.93	70.27%	10.40%	34.49	76.22%	8.34%
热塑性弹性体	6.33	13.93%	20.65%	5.41	11.96%	17.99%
色母粒	2.08	4.57%	14.66%	1.90	4.20%	16.12%
其他产品	2.87	6.31%	13.37%	1.08	2.38%	10.54%
其他业务	2.23	4.92%	3.63%	2.37	5.24%	6.35%
合计	45.44	100.00%	11.88%	45.26	100.00%	9.76%

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

随着应用领域拓宽以及本期债券募投项目陆续投产，公司主要产品产能和产量增长，但销售均价受市场竞争激烈以及主要原材料价格下降影响而均有所下降，其中改性塑料产品经营承压

公司生产基地主要位于烟台龙口和青岛，2023年改性塑料新增产能40,000.00吨，来源于本期债券募

投资项目道恩高分子新材料项目；热塑性弹性体类通过改造升级新增产能5,000.00吨。

改性塑料方面，公司聚焦新品研发，2023年重点开发了导电、导热、永久抗静电、抗菌防霉、储能电池模等产品；继续推进大客户战略，围绕核心产品用户体验进行升级服务，在2023年海尔智家全球供应商合作伙伴大会上，获“战略合作伙伴奖”。受市场变化等因素影响备货增加，2023年公司改性塑料产量同比增长，销量略有下降，产销率同比下降，期末库存量同比增长47.67%；同时受市场竞争激烈以及主要原材料价格下降影响，公司改性塑料销售均价下降，2023年业务收入同比下降7.43%。但当年主要原材料价格呈现下降也带动公司改性塑料业务毛利率同比提升。公司大力拓展新能源汽车、储能头部企业和海外家电客户；大力开发PCR材料，成功进入宝马全球供应体系，为后续该业务稳定发展提供一定支撑。

2023年公司热塑性弹性体业务继续围绕弹性体（硫化、酯化、氢化）研发平台加大高端产品的开发，动态硫化、酯化合成、氢化反应平台产品不断迭代，应用领域不断延伸扩展，大力开拓了新能源汽车行业头部企业，并批量供货。2023年随着新能源汽车对轻量化的苛刻要求，道恩蒙皮在汽车厂新车型的验证的步伐明显加快，比亚迪等主机厂多项目实现批量应用。得益于应用领域的延伸，2023年公司热塑性弹性体产销量同比增长均超过20%，产能利用率进一步提升，且受主要原材料EPDM采购单价下降影响，该业务毛利率同比上升。

2023年公司色母粒业务深耕家电行业，增强客户粘度，巩固提升了大客户市场份额，加快化纤母粒、通用黑色母料、降解母料、填充母料的市场布局。2023年公司化纤PET长丝卫材白色母、BOPET膜白色母粒和抗菌母粒等产品实现技术突破，持续做精细分领域，公司色母粒产销量均呈现增长，收入略有增长，但受市场竞争等因素影响，毛利率呈下降趋势。

表5 公司主要产品产销情况

产品	项目	2023年	2022年
改性塑料	产能（吨/年）	400,000.00	360,000.00
	产量（吨）	367,997.80	341,062.42
	产能利用率	92.00%	94.74%
	销量（吨）	321,759.92	322,103.19
	均价（元/吨）	9,924.46	10,709.22
	产销率	87.44%	94.44%
	销售额（万元）	319,329.36	344,947.26
热塑性弹性体类	产能（吨/年）	40,000.00	35,000.00
	产量（吨）	38,819.05	32,049.08
	产能利用率	97.05%	91.57%
	销量（吨）	37,132.60	29,117.27
	均价（元/吨）	17,045.94	18,593.37
	产销率	95.66%	90.85%

色母粒	销售额（万元）	63,296.00	54,138.81
	产能（吨/年）	27,000.00	27,000.00
	产量（吨）	26,846.36	22,608.94
	产能利用率	99.43%	83.74%
	销量（吨）	22,601.92	20,792.04
	均价（元/吨）	9,191.58	9,137.52
	产销率	84.19%	91.96%
	销售额（万元）	20,774.73	18,998.76

资料来源：公司提供

2023年公司前五大客户销售占比有所下降，但对第一大客户仍依赖较大，公司主要原材料采购价格主要参考市场价，受原油价格下跌影响，2023年主要原材料采购单价均有不同程度下降

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一年一签，提前锁定半年的销售价格，除此之外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。2023年公司前五大客户销售收入占比为36.22%，同比有所下降，其中第一大客户收入占比31.81%，公司对其依赖较大。

表6 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

时间	客户	金额	占比
2023年	客户一	144,569.73	31.81%
	客户二	5,581.03	1.23%
	客户三	5,553.36	1.22%
	客户四	4,828.43	1.06%
	客户五	4,069.88	0.90%
	合计	164,602.44	36.22%
2022年	客户一	143,643.34	31.74%
	客户二	22,675.95	5.01%
	客户三	7,821.41	1.73%
	客户四	5,640.23	1.25%
	客户五	5,483.41	1.21%
	合计	185,264.35	40.94%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告

公司营业成本以原材料为主，2023年原材料成本占营业成本的比重为89.78%，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。受原油价格下跌影响，2023年公司主要原材料采购单价同比均有不同程度下降，收入占比较高的改性塑料、热塑性弹性体类业务毛利率均同比提升，带动当年公司销售毛利率同比上升。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。

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。2023年公司前五大供应商占总采购额比重略有下降。

表7 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2023年	2022年
PP	采购数量（吨）	225,045.04	179,047.51
	单价（元/吨）	6,847.74	7,587.22
	金额（万元）	154,104.94	135,847.31
ABS	采购数量（吨）	43,495.40	30,467.00
	单价（元/吨）	10,066.22	11,991.83
	金额（万元）	43,783.43	36,535.50
EPDM	采购数量（吨）	6,313.03	5,472.75
	单价（元/吨）	17,351.55	21,470.79
	金额（万元）	10,954.07	11,750.42

资料来源：公司提供

表8 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
2023年	供应商一	29,813.46	7.78%
	供应商二	24,361.08	6.36%
	供应商三	21,423.57	5.59%
	供应商四	14,285.07	3.73%
	供应商五	13,305.22	3.48%
	合计	103,188.40	26.94%
2022年	供应商一	29,375.60	7.54%
	供应商二	24,312.84	6.24%
	供应商三	23,327.36	5.99%
	供应商四	21,641.93	5.56%
	供应商五	14,201.85	3.65%
	合计	112,859.57	28.99%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告

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，同时项目后续投入带来一定资金压力

公司于2022年7月通过非公开发行股票募集资金建设PBAT项目一期及西南总部项目一期，PBAT项目一期拟建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，西南总部项目一期拟建10万吨/年改性塑料；本期债券募投项目道恩高分子新材料项目拟建12万吨/年热塑性高分子新材料工厂一座；2022年3月公司发布公告称，公司拟投资建设青岛即墨生产基地项目（道恩生物降解材料项目），

项目分两期建设，主要生产生物降解原料粒子、软包装制品、生物降解吸管、刀叉勺等餐饮用品；2022年12月公司发布公告称，公司拟投资建设道恩新材料扩产项目（5万吨热塑性弹性体、15万吨改性塑料）。

截至2023年末，本期债券募投项目道恩高分子新材料项目已完工，目前120,000吨产能已投产，公司主要在建项目包括PBAT项目一期、西南总部项目一期、新材料扩产项目（一期）等。根据公司2023年9月发布的《关于公司募投项目延期的公告》，PBAT项目一期在设备调试生产过程中，为更好提升产品品质和竞争力，对设备进行改造、促进产品的升级，经综合考虑技术、安全等因素，充分发挥装置安全平稳、长周期运行能力，向当地应急管理部门提交了试生产延期的申请文件，延期至2024年2月，因此PBAT项目一期预定使用状态时间由2023年8月调整至2024年2月；西南总部项目一期在项目实施过程中，因施工环境、高温限电、施工人员配置等多方面因素影响，导致项目的实施进度较原计划有所延缓。为确保项目建设质量，公司根据项目实际建设进度，经审慎判断，拟将西南总部项目一期预定使用状态时间由2023年10月调整至2024年2月。

公司主要在建项目仍需后续投入，未来公司面临一定的资金支出压力，同时公司2024年预计新增产能规模较大，考虑到下游市场需求存在不确定性，未来需关注公司产能消化情况。

表9 截至2023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	工程进度	产能	预计投产时间
12万吨/年全生物降解塑料 PBAT 项目（一期）	41,379.20	85.39%	联运调试中	60,000	2024年2月
山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期）	30,000.00	53.39%	设备安装阶段	100,000	2024年2月
新材料扩产项目（一期）	39,371.50	39.34%	设备安装阶段	50,000	2024年12月
青岛即墨生产基地项目	50,000.00	10.68%	建设中	50,000	2025年6月
合计	160,750.70	-	-	-	-

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

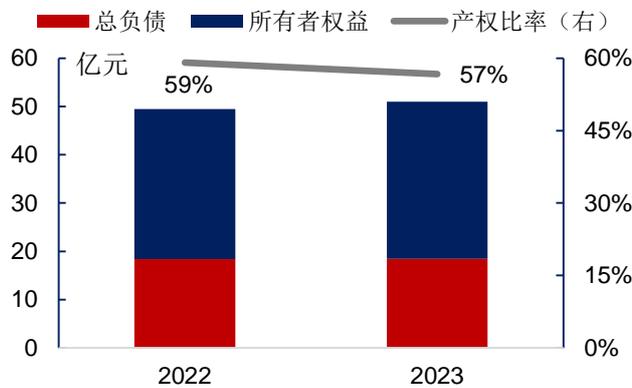
以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新增3家子公司，分别为青岛周氏、高材广东和道恩合复。

资本实力与资产质量

2023年公司产权比率有所下降，资产规模略有增长，但其中应收账款和存货的占比、规模均同比上升，对资金占用增加，公司资产流动性减弱

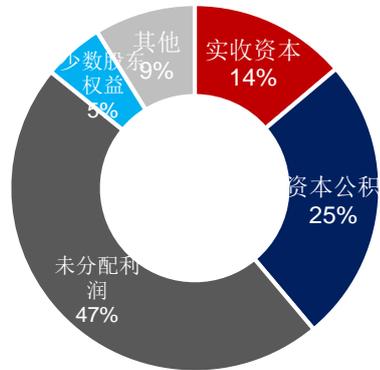
得益于利润累积等，2023年末公司所有者权益同比增长，从构成上来看，以未分配利润及资本公积为主；2023年末公司负债规模同比微增，综合导致公司产权比率有所下降，2023年末为56.71%。

图5 公司资本结构



资料来源：公司2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

图6 2023年末公司所有者权益构成



资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司总资产规模增至50.96亿元，主要以应收账款、应收票据、存货、固定资产及在建工程为主。2023年末公司应收账款账龄主要集中在6个月以内，累计计提坏账准备0.38亿元，前五名应收账款余额比重为30.70%；公司应收票据主要为银行承兑汇票，受银行承兑汇票规模缩减影响，期末公司应收票据规模同比减少；公司存货主要由原材料、库存商品及发出商品构成，公司原材料价格随原油价格波动，需关注其原材料跌价风险。2023年末公司固定资产以生产车间及机器设备为主，受本期债券募投项目道恩高分子新材料项目部分转固以及合并子公司影响，当期公司固定资产规模同比增长。随着西南总部项目一期、新材料扩产项目（一期）等建设投入，2023年末公司在建工程随之增加。

2023年末公司货币资金中0.69亿元因作为信用证、应付票据保证金及期货保证金而使用受限；交易性金融资产均为理财产品，2023年随着项目投入和营运资金支出增加等，交易性金融资产大幅减少；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1.23亿元；无形资产主要为土地使用权。

截至2023年末，公司受限资产包括货币资金、投资性房地产、固定资产和无形资产在内共计0.88亿元，规模较小。整体来看，2023年末公司应收账款和存货的规模、占比均同比上升，对资金占用增加，公司资产流动性减弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.81	9.45%	3.72	7.52%
交易性金融资产	0.50	0.99%	4.52	9.14%
应收票据	6.24	12.24%	8.58	17.35%
应收账款	9.77	19.17%	7.93	16.04%

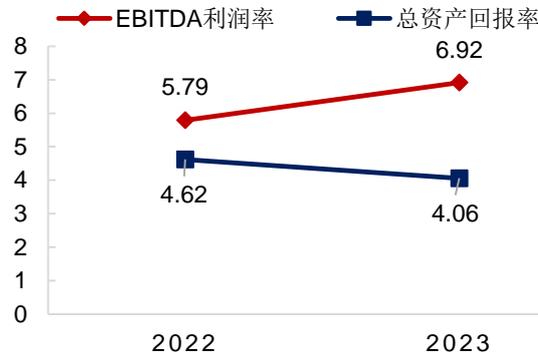
应收款项融资	1.64	3.22%	0.62	1.25%
存货	5.66	11.10%	5.35	10.82%
流动资产合计	30.37	59.60%	33.72	68.20%
长期股权投资	1.34	2.63%	1.28	2.58%
固定资产	8.67	17.01%	5.34	10.80%
在建工程	6.20	12.16%	6.15	12.43%
无形资产	3.06	6.01%	1.90	3.83%
非流动资产合计	20.59	40.40%	15.72	31.80%
资产总计	50.96	100.00%	49.45	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司收入略有增长，受主要原材料采购单价整体下降影响，主业盈利水平提升，但期间费用等对公司利润形成侵蚀，公司当年净利润呈下降趋势，考虑到国际油价影响因素复杂多变，未来仍需关注原材料价格波动对公司主业盈利能力的影响

2023年公司收入仍来自改性塑料、热塑性弹性体及色母粒等产品产销，受益于应用领域拓展及产品结构转变，公司热塑性弹性体、色母粒产品产销量增长，业务收入同比均上升，改性塑料则受量价齐跌影响，业务收入同比下降；2023年公司主要原材料采购单价整体下降，公司销售毛利率同比提升。2023年公司各项期间费用均有不同程度增长，其中财务费用因本期债券利息费用不再资本化同比增长，研发费用则因当年加大研发投入而增长，且当年公司所得税费用亦同比上升，综合导致公司2023年净利润同比下降。受此影响，2023年公司总资产回报率亦呈下降趋势，EBITDA利润率则受当年折旧摊销增加影响，同比有所上升。受市场竞争激烈、客户结构以及产品结构等影响，公司收入占比较高的改性塑料板块毛利率水平较低，同行业来看，公司整体盈利能力仍有提升空间。公司盈利能力受原材料价格影响较大，国际油价影响因素复杂多变，若未来原材料价格变动无法向下游及时、准确传导，仍将对公司盈利能力产生不利影响；考虑到下游需求仍有待进一步释放，汽车行业采取大降价策略压缩改性塑料行业利润空间，未来公司盈利波动的可能性仍较大。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2023年公司付现支出增加，经营性现金流仍呈净流出；公司总债务规模略有增长，自由现金流/净债务等杠杆状况指标表现弱化

截至2023年末公司总债务12.71亿元，规模略有增长，以短期为主，主要为短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债中的未终止确认的已背书或贴现未到期的票据、长期借款和应付债券。2023年末公司短期借款主要为保证借款；一年内到期的非流动负债均为一年内到期的租赁负债。2023年末公司长期借款为抵押+担保借款；应付债券为应付本期债券。

经营性债务方面，公司应付账款主要系应付材料采购款。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.74	25.68%	2.93	15.92%
应付账款	3.59	19.49%	3.46	18.84%
一年内到期的非流动负债	0.07	0.39%	0.03	0.17%
其他流动负债	4.18	22.68%	6.20	33.76%
流动负债合计	13.69	74.23%	14.05	76.47%
长期借款	0.30	1.63%	0.30	1.63%
应付债券	3.21	17.42%	3.03	16.49%
非流动负债合计	4.75	25.77%	4.32	23.53%
负债合计	18.44	100.00%	18.37	100.00%
总债务合计	12.71	68.93%	12.45	67.79%
其中：短期债务	8.95	48.52%	9.07	49.38%
长期债务	3.76	20.41%	3.38	18.40%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年公司主业盈利能力有所上升，EBITDA及FFO随之提升，受公司货款回收承兑汇票较多且支付给职工以及为职工支付的现金等付现支出增加影响，当年公司经营活动现金流仍呈净流出，净流出金额为0.43亿元。2023年公司收回投资较多，当期投资活动现金流呈小规模净流入；筹资活动方面，相较于2022年公司通过定向增发筹集资金，筹资活动现金流呈大规模净流入，2023年公司筹资活动现金流净流入规模大幅减少。

从杠杆状况指标来看，2023年末公司资产负债率36.19%，处于较低水平。2023年末公司总债务占总资本比重变化不大。考虑到公司仍以自筹资金进行青岛即墨生产基地项目、道恩新材料扩产项目等的建设，后续预计仍有大额资本支出，故自由现金流/净债务指标更贴合公司实际情况，受经营活动现金流净额表现为负以及当年资本支出仍有一定规模影响，2023年公司自由现金流/净债务指标为-379.11%，当年净债务受现金类资产规模减小及管理费用等增多影响，由负转正，杠杆状况指标表现弱化。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

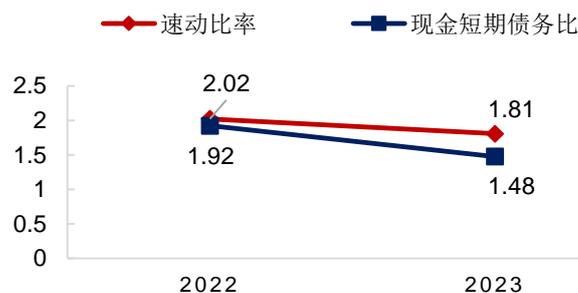
指标名称	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	-0.43	-0.39
FFO（亿元）	2.09	1.58
资产负债率	36.19%	37.16%
净债务/EBITDA	0.24	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	8.51	7.09
总债务/总资本	28.10%	28.61%
FFO/净债务	275.49%	-42.31%
经营活动净现金流/净债务	-56.27%	10.49%
自由现金流/净债务	-379.11%	114.10%

注：公司 2022 年自由现金流和净债务均为负；公司 2023 年自由现金流为负，净债务为正。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

短期偿债能力方面，因现金类资产规模减小，2023年公司现金短期债务比下降；同时由于速动资产规模减小，2023年公司速动比率亦下降。作为上市公司，公司股权融资渠道较为通畅，2023年末未使用银行授信5.68亿元，亦可通过债务融资获得必要的流动性支持。

图8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“说明”），过去一年公司未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据公司提供的说明，过去一年公司未因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故的情况。

公司治理

2023年公司召开年度股东大会1次，临时股东大会2次，股东大会的召集召开程序、提案审议程序、决策程序均符合相关规定。2023年8月，公司进行了董事会和监事会换届选举，于晓宁、韩丽梅、肖辉、宋慧东、蒿文朋、田洪池当选为公司第五届董事会非独立董事，王翊民、杨希勇、车光当选为公司第五届董事会独立董事；邱焕玲、王斌当选为公司第五届监事会监事，王海卫当选为公司第五届监事会职工代表监事。2024年1月，公司财务总监由谭健明变更为邹远勇，原财务总监谭健明因个人原因辞去公司副总经理、财务总监职务，辞职后将不再担任公司任何职务。根据公司提供的说明，公司及高级管理人员最近36个月内不存在违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

公司涉诉情况：根据公司提供的说明，截至 2023 年末，公司存在尚未了结的诉讼金额合计 933.76 万元，案由均为买卖合同纠纷，其中公司作为被告的诉讼 1 项，金额 37.90 万元，其余公司均是作为原告。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2024年4月3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、债券偿还保障分析

公司实际控制人为本期债券提供无条件不可撤销的连带保证担保

2022年12月公司与实际控制人、原担保人山东道恩钛业有限公司（以下简称“道恩钛业”）签署了

《担保协议》。公司于2022年12月召开债券持有人会议，审议通过了该议案。

上述《担保协议》协议各方一致同意通过变更担保人的方式解除原担保人道恩钛业对本期债券承担的连带担保责任，由公司实际控制人于晓宁、韩丽梅夫妇作为连带责任保证人为本期债券提供保证担保。自协议生效之日起，原担保人道恩钛业对于本期债券的保证（暨担保函以及协议项下约定的保证责任）不承担任何责任。公司实际控制人作为担保人承担保证责任的方式为无条件不可撤销的连带保证，担保的保证范围为本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的合理费用，承担保证责任的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。若公司根据中国证监会核准的可转换公司债券发行方案，宣布债务提前到期的（进行回售、提前转股等），保证责任期间至公司宣布的债务提前到期日起两年。

本期债券的利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另行经过担保人同意，担保人继续承担协议项下的保证责任。

九、结论

公司2023年仍主要从事改性塑料、热塑性弹性体等产品产销业务，在建项目后续投入带来一定资金压力，同时考虑到下游市场需求存在不确定性，公司产能消化情况有待观察，公司2023年对第一大客户销售收入占比超过30%，业绩对单一客户存在较大依赖，此外，2023年期间费用等对公司利润形成侵蚀，且公司营业成本以原材料为主，考虑到原油价格影响因素多变，未来仍需关注原材料价格变动对公司盈利能力的影响。但公司目前是国内主要的改性塑料生产企业之一，在行业内具有一定规模优势，2023年公司下游汽车行业尤其是新能源汽车持续增长，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，叠加产能增加，当年主要产品热塑性弹性体和色母粒产销量均增加，营业收入实现微增，公司经营整体稳定。总体来看，公司抗风险能力尚可。

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，维持本期债券的信用等级为AA-。

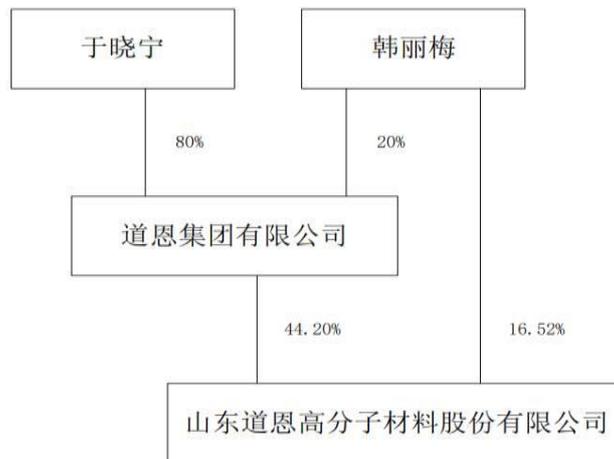
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	4.81	3.72	3.58
交易性金融资产	0.50	4.52	0.02
应收票据	6.24	8.58	0.28
应收账款	9.77	7.93	7.79
应收款项融资	1.64	0.62	2.15
预付款项	0.99	2.02	1.28
存货	5.66	5.35	4.44
流动资产合计	30.37	33.72	19.87
长期股权投资	1.34	1.28	1.20
固定资产	8.67	5.34	5.34
在建工程	6.20	6.15	2.61
无形资产	3.06	1.90	1.22
非流动资产合计	20.59	15.72	11.64
资产总计	50.96	49.45	31.51
短期借款	4.74	2.93	1.63
应付账款	3.59	3.46	2.65
其他流动负债	4.18	6.20	0.05
流动负债合计	13.69	14.05	5.70
长期借款	0.30	0.30	0.00
应付债券	3.21	3.03	2.85
非流动负债合计	4.75	4.32	3.92
负债合计	18.44	18.37	9.62
总债务	12.71	12.45	4.66
所有者权益	32.52	31.07	21.89
归母所有者权益	30.80	29.99	20.90
营业收入	45.44	45.26	42.61
营业利润	1.70	1.68	2.58
净利润	1.55	1.66	2.47
经营活动产生的现金流量净额	-0.43	-0.39	-1.64
投资活动产生的现金流量净额	0.94	-8.30	1.06
筹资活动产生的现金流量净额	0.08	8.89	0.03
财务指标	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	3.14	2.62	3.75
FFO（亿元）	2.09	1.58	2.66
净债务（亿元）	0.76	-3.72	-0.22
销售毛利率	11.88%	9.76%	12.24%

EBITDA 利润率	6.92%	5.79%	8.80%
总资产回报率	4.06%	4.62%	9.85%
资产负债率	36.19%	37.16%	30.54%
净债务/EBITDA	0.24	-1.42	-0.06
EBITDA 利息保障倍数	8.51	7.09	10.58
总债务/总资本	28.10%	28.61%	17.54%
FFO/净债务	275.49%	-42.31%	-1,219.69%
经营活动净现金流/净债务	-56.27%	10.49%	752.11%
自由现金流/净债务	-379.11%	114.10%	1,805.26%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

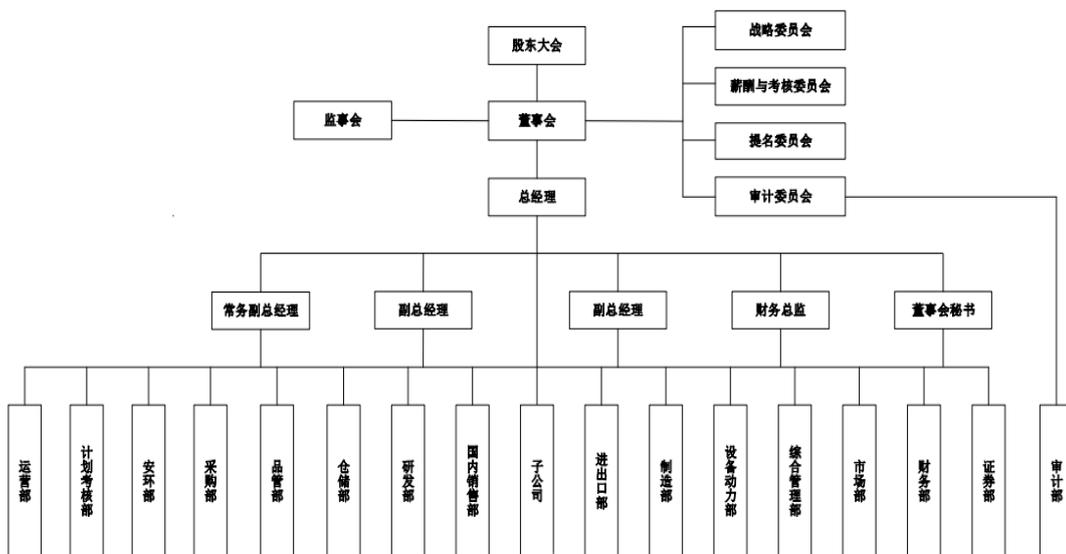
附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）

道恩股份组织架构图



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
1	青岛润兴塑料新材料有限公司	1,493.47	100.00	工业生产
2	山东道恩特种弹性体材料有限公司	3,000	100.00	工业生产
3	青岛海尔新材料研发有限公司	6,000	80.00	工业生产
4	青岛海纳新材料有限公司	15,000	100.00	工业生产
5	道恩高材（北京）科技有限公司	1,000	100.00	研究开发
6	道恩万亿（河北）高分子材料有限公司	3,000	51.00	工业生产
7	山东道恩周氏包装有限公司	2,000	51.00	工业生产
8	道恩周氏（青岛）复合包装材料有限公司	2,000	100.00	工业生产
9	山东道恩降解材料有限公司	7,000	100.00	工业生产
10	道恩高分子材料（重庆）有限公司	5,000	100.00	工业生产
11	道恩英德尔有限责任公司	3 亿卢布	90.00	工业生产
12	道恩周氏（青岛）环保新材料有限公司	6,000	100.00	工业生产
13	青岛周氏塑料包装有限公司	2,040.82	51.00	工业生产
14	山东道恩合复新材料有限公司	6,000	80.00	工业生产
15	道恩高分子材料（广东）有限公司	9,515.86	100.00	工业生产

资料来源：公司 2023 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。