

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2025】0012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根据跟踪评级安排对贵公司及“阳谷转债”信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，同时维持“阳谷转债”债券信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任签字

二〇二五年五月二十一日

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，东方金诚与受评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，但不对资料提供方和/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。其中主体评级结果有效期自2025年5月21日至2026年5月20日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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

2025年5月21日

山东阳谷华泰化工股份有限公司 主体及“阳谷转债”2025年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果			跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/稳定			2025/5/21	AA-/稳定	宋馨	朱文雅

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重（%）	得分
阳谷转债	AA-	AA-	企业规模	营业收入	25.00	10.60
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			市场竞争力	市场份额	6.00	4.80
				产品结构	10.00	3.00
				技术水平	8.00	3.60
			盈利能力	毛利率	8.00	5.76
总资产收益率	5.00	3.64				
主体概况			债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	10.00
				经营活动现金流动负债比	12.00	12.00
				全部债务/EBITDA	6.00	5.79
				EBITDA 利息倍数	10.00	10.00
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生产、研发、销售业务，控股股东及实际控制人仍均为自然人王传华。			调整因素	无		
			个体信用状况	aa-		
			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

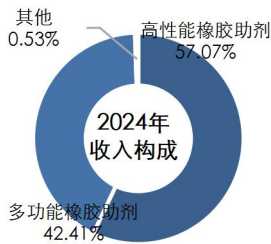
公司是综合性橡胶助剂供应商，其产品防焦剂 CTP、不溶性硫磺被工信部评为“国家级单项冠军产品”，保持较强的细分市场竞争力；公司拥有国家橡胶助剂工程技术研究中心，掌握防焦剂 CTP 原材料加工、高分散性不溶性硫磺生产等关键技术，持续推进绿色环保助剂研究，具备一定研发创新能力；跟踪期内，年产 5 万吨硅烷偶联剂、年产 1 万吨橡胶防焦剂 CTP 等项目投产，橡胶助剂总产能增长较快，多功能橡胶助剂收入提升；受益于新品种投放及围绕重点客户和重点产品开发推广，2024 年公司橡胶助剂产品销量保持增长。

但另一方面，跟踪期内，受行业周期波动影响，公司高性能橡胶助剂部分产品价格下滑，橡胶助剂业务毛利率有所下降；2024 年公司境外销售收入占比 45.94%，主要出口市场以东南亚及日韩等为主，公司将面临海外贸易政策变化和外汇汇率波动风险；随着项目建设推进，2025 年 3 月末全部债务规模上升，在建及拟建项目未来投资规模仍较大，预计债务规模将保持增长；公司拟以 14.43 亿元价格收购波米科技 100%股权，波米科技与公司由同一实际控制人控制，主营聚酰亚胺的研发、生产和销售，截至 2024 年尚未实现盈利，资产规模较小，未来项目收购进度、业务整合及盈利前景存在一定不确定性。

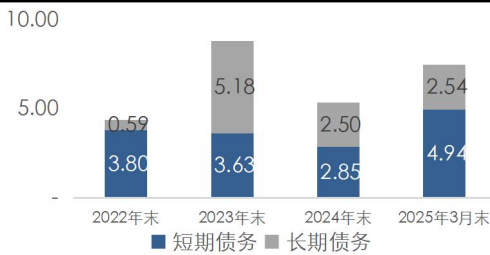
综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，维持“阳谷转债”的信用等级为 AA-。

主要指标及依据

2024 年营业收入构成



公司全部债务构成 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额 (亿元)	35.41	44.17	44.82	47.28
所有者权益 (亿元)	27.79	32.08	35.15	36.11
全部债务 (亿元)	4.39	8.81	5.36	7.48
营业总收入 (亿元)	35.17	34.55	34.31	8.62
利润总额 (亿元)	6.27	3.81	2.37	0.82
经营性净现金流 (亿元)	3.35	3.22	3.80	0.77
营业利润率 (%)	26.97	21.66	17.41	17.61
资产负债率 (%)	21.52	27.38	21.58	23.62
流动比率 (%)	328.04	418.83	388.56	340.76
全部债务/EBITDA (倍)	0.57	1.57	1.13	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	51.18	21.24	11.46	-

注: 表中数据来源于公司 2022 年~2024 年的审计报告及 2025 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司以防焦剂 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, 公司产品防焦剂 CTP、不溶性硫磺被工信部评为“国家级单项冠军产品”, 跟踪期内仍保持较强市场竞争力;
- 公司拥有国家橡胶助剂工程技术研究中心, 掌握防焦剂 CTP 原材料加工、高分散性不溶性硫磺生产等关键技术, 持续推进木质素基橡胶助剂、硅烷偶联剂等绿色环保助剂研究, 仍具备一定研发及技术创新能力;
- 公司防焦剂 CTP、不溶性硫磺产能处于行业领先水平, 跟踪期内年产 5 万吨硅烷偶联剂、年产 1 万吨橡胶防焦剂 CTP 等项目投产, 橡胶助剂总产能增长较快, 多功能橡胶助剂收入提升;
- 公司与中策橡胶、玲珑轮胎等知名轮胎企业合作稳定, 受益于新品种投放及围绕重点客户和重点产品开发推广, 2024 年公司橡胶助剂产品销量保持增长。

关注

- 跟踪期内, 受行业周期波动影响, 公司高性能橡胶助剂部分产品价格下滑, 橡胶助剂业务毛利率有所下降;
- 2024 年公司境外销售收入占比 45.94%, 主要出口市场以东南亚及日韩等为主, 公司将面临海外贸易政策变化和外汇汇率波动风险;
- 随着项目建设推进, 2025 年 3 月末全部债务规模上升, 在建及拟建项目未来投资规模仍较大, 预计债务规模将保持增长;
- 公司拟以 14.43 亿元价格收购波米科技 100% 股权, 波米科技与公司由同一实际控制人控制, 主营聚酰亚胺的研发、生产和销售, 截至 2024 年尚未实现盈利, 资产规模较小, 未来项目收购进度、业务整合及盈利前景存在一定不确定性。

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, 同时随着在建项目陆续投产, 公司仍将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 (RTFC004202504)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2024/4/25	宋馨、郑慧	《化工企业信用评级方法及模型（RTFC004202403）》	阅读原文
AA-/稳定	AA-	2022/12/20	卢宏亮、宋馨	《化工企业信用评级方法及模型（RTFC004202208）》	阅读原文

注：自 2022 年 12 月 20 日（首次评级）评级以来，阳谷华泰主体信用等级未发生变化，均为 AA-/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
阳谷转债	2024/4/25	6.50	2023/7/27~2029/7/26	无	-

跟踪评级原因

根据相关监管要求及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”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

跟踪期内，阳谷华泰仍主要从事橡胶助剂的研发、生产和销售业务，实际控制人仍为自然人王传华

跟踪期内，阳谷华泰仍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。截至 2025 年 3 月末，自然人王传华直接持有公司 20.85% 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 7.63%、3.95% 和 0.46% 的股份，为实际控制人的一致行动人¹。

跟踪期内，公司仍是以防焦剂 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，拥有国家橡胶助剂工程技术研究中心，检测中心通过了 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，并在境内、外布局销售网络，与玲珑轮胎、赛轮轮胎、中策橡胶、倍耐力轮胎等客户保持长期合作，仍具有较强的细分领域市场竞争力。

截至 2025 年 3 月末，公司资产总额为 47.28 亿元，所有者权益 36.11 亿元，资产负债率为 23.62%。2024 年和 2025 年 1~3 月，公司实现营业收入分别为 34.31 亿元和 8.62 亿元，利润总额分别为 2.37 亿元和 0.82 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2023〕1091 号文同意，公司于 2023 年 7 月发行总金额为 6.50 亿元的“阳谷转债”，票面利率第一年 0.30%、第二年 0.50%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 2.00%、第六年 2.50%。起息日为 2023 年 7 月 27 日，到期日为 2029 年 7 月 26 日。债券期限 6 年，每年付息一次，到期后五个交易日内，公司将按债券面值的 115%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的可转换公司债券。募集资金在扣除相关发行费用后，用于年产 65000 吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目以及补充流动资金。“阳谷转债”发行总额为 6.50 亿元，扣除发行费用后实际募集资金净额为 6.44 亿元。

截至 2024 年末，公司已累计投入募集资金 29188.81 万元，其中年产 65000 吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目累计投入 10706.77 万元，补充流动资金 18482.04 万元，尚未使用的募集资金总额为 36084.03 万元，其中 20800.00 万元为公司购买的尚未到期的理财产品，10000.00 万元经批准用于暂时补充流动资金，5284.03 万元存放于募集资金专户。

“阳谷转债”设转股权，转股的起止日期为 2024 年 2 月 2 日至 2029 年 7 月 26 日，初始转股价格 9.91 元/股。转股价格的调整方式：当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因可转债转股而增加的股本）、配股、派发现金股利等情况时，则转股价格相应调整。

¹ 截至 2025 年 5 月 12 日，王传华累计质押所持公司股份数量 1,800.00 万股，占其所持股份比例 19.24%。

截至 2024 年 4 月 15 日，“阳谷转债”最新转股价格为 9.46 元/股，调整日期为 2025 年 1 月 10 日；未转股余额 30809.53 万元，未转股比例 47.40%。截至本报告出具日，“阳谷转债”正常付息，尚未到偿还本金日。

图表 1：截至 2024 年末“阳谷转债”募集资金使用情况（单位：万元）²

项目	预计总投资	募集资金承诺投资	调整后投资	已累计投入
年产 65000 吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目	54000.00	46000.00	46000.00	10706.77
补充流动资金	19000.00	19000.00	18415.23	18482.04
合计	73000.00	65000.00	64415.23	29188.81

资料来源：公司提供，东方金诚整理

宏观经济和政策环境

一揽子增量政策效果持续显现，2025 年一季度 GDP 延续较快增长；二季度外部经贸环境变数骤然加大，可能给宏观经济运行带来较大冲击

2025 年一季度 GDP 同比增长 5.4%，增速与去年四季度持平，超出市场普遍预期。一季度内需全面发力，是推动经济实现“开门红”的主要动力。其中，受耐用消费品以旧换新政策扩围加力提振，一季度商品消费增速持续加快；财政稳增长靠前发力，一季度基建投资提速，大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高增长水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也略有收窄。一季度内需改善，贸易战影响还不明显，外需保持较强韧性，共同推动工业生产增速继续高于整体经济增长水平。

不过，一季度经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产市场止跌回稳基础尚不牢固，房地产投资仍有接近两位数的较大降幅，居民消费和民间投资信心总体偏弱，以及物价水平偏低等。

往后看，4 月初美国在全球范围内推出“对等关税”，外部经贸环境变数骤然加大。当前中美双边加征关税幅度超过 100%。这意味着从 4 月中下旬开始，绝大部分中美双边贸易基本失去市场接受的可能性。考虑到对美出口占我国出口总额的 14%左右，加之美国发起全球贸易战还会拖累外需全面放缓，二季度我国出口将出现较大幅度下滑，宏观经济运行面临较为明显的下行波动。

宏观政策将实施超常规逆周期调节，财政、货币和房地产支持政策有望全面加码

美国“对等关税”落地，将加快国内宏观政策对冲步伐。综合考虑当前外部经贸环境变化、房地产市场走势及物价水平，二季度“择机降准降息”时机趋于成熟，落地时间可能提前到 4 月。这能有效激发企业和居民融资需求，扩投资促消费，提振市场信心，是当前对冲外部波动最有力的手段。财政政策方面，接下来促消费政策力度会进一步加大，政策节奏也将显著加快，以消化可能出现的“出口转内销”。除了 3000 亿元超长期特别国债资金支持耐用消费品以旧换新外，不排除各地将加大促消费支持范围，将更多普通消费品和服务消费纳入支持范围的可能。外部经贸环境急剧变化的背景下，稳楼市的迫切性显著上升。考虑到计入物价因素后，当前实

² 表中数据尾差系四舍五入所致，下文相同。

际居民房贷利率仍处于较高水平，后期稳楼市政策空间充裕。总体上看，二季度宏观政策有望启动超常规逆周期调节。

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

橡胶助剂产品需求受汽车行业及物流景气度影响较大，2024 年物流景气度前稳后升，汽车市场继续增长，橡胶助剂产品需求量增加，预计未来行业需求保持增长，但考虑美国加征关税因素影响，预计出口美国市场或有所影响

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。

社会物流运输方面，2024 年，社会物流总额增速稳中有升。据中国物流与采购联合会发布数据，2024 年我国物流业景气指数均值为 51.7%，呈“前稳后升”格局，与货运量运行态势同步。2024 年社会物流总费用 19.0 万亿元，同比增长 4.1%；社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.1%，比 2023 年回落 0.3 个百分点。汽车行业方面，轮胎需求分配套市场和替换市场。其中配套市场占比约 25%，替换市场³占比约 75%。根据中国汽车工业协会，2024 年，汽车市场整体有所增长，上半年汽车产销整体不旺，汽车工业经济运行面临库存高、消费弱的困难，供给端和终端均呈现较大的压力；三季度随着政策加码，终端呈现较好的发展态势；四季度延续向好态势，月度产销呈现较高水平。2024 年，汽车产销分别完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7% 和 4.5%，同期末汽车企业库存量为 110.6 万辆，同比下降 3.9%；乘用车产销分别完成 2747.7 万辆和 2756.3 万辆，同比分别增长 5.2% 和 5.8%。由于投资减弱加之当前运价依然偏低，终端市场换车需求动力不足，商用车市场表现仍相对疲弱，2024 年商用车产销分别完成 380.5 万辆和 387.3 万辆，同比分别下降 5.8% 和 3.9%。

2025 年，我国将实施更加积极有为的宏观政策，国家发展改革委和财政部也发布了《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》（发改环资〔2025〕13 号），指出扩大汽车报废更新支持范围，完善汽车置换更新补贴标准等，叠加新能源汽车下乡，企业新产品上市等，预计 2025 年，汽车产销将继续保持增长，但考虑美国加征关税因素影响，预计出口美国市场或有所影响。

³ 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。

图表 2：国内汽车销量情况（单位：万辆、%） 图表 3：全国轮胎企业开工率情况（单位：%）

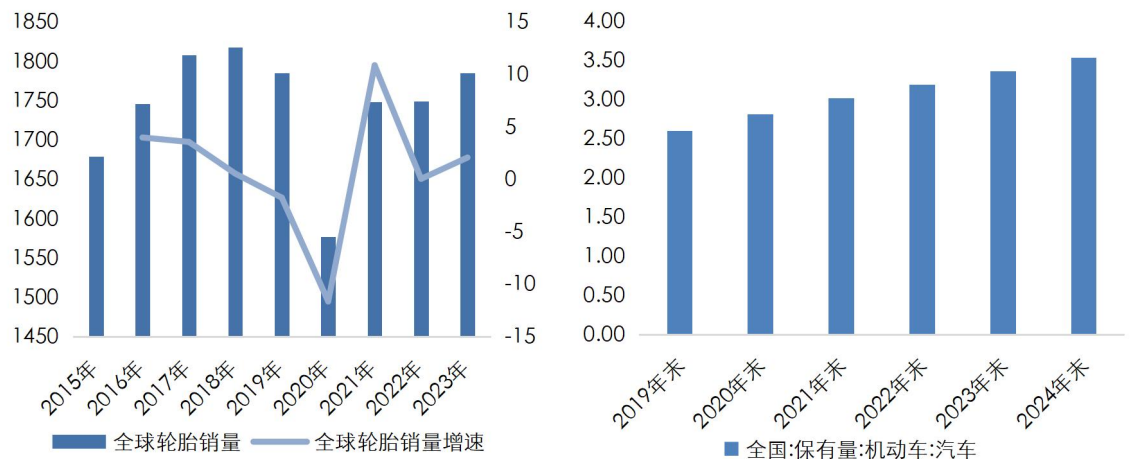


资料来源：同花顺，公开资料，东方金诚整理

长期来看，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，根据公安部统计，2024 年末汽车保有量为 3.53 亿辆，千人保有量不到 300 辆，距离主要发达国家汽车保有量⁴水平还有比较大的差距，我国汽车千人保有量仍有提升空间，将带动轮胎助剂相关产业的发展。

近年来，新能源汽车的产量和保有量均大幅上升，2024 年，新能源汽车国内销量 1158.2 万辆，同比增长 39.7%，占汽车国内销量比例为 45.3%，保有量达 3140 万辆，占汽车总量的 8.90%。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。

图表 4：全球轮胎销量（单位：百万条、%） 图表 5：全国机动车保有量情况（单位：亿辆）



资料来源：同花顺，公开资料，东方金诚整理

整体来看，橡胶助剂产品需求受汽车行业及物流景气度影响较大，2024 年物流景气度稳中有升，汽车市场产销两增，橡胶助剂产品需求量增加。长期来看，持续增长的汽车保有量形成

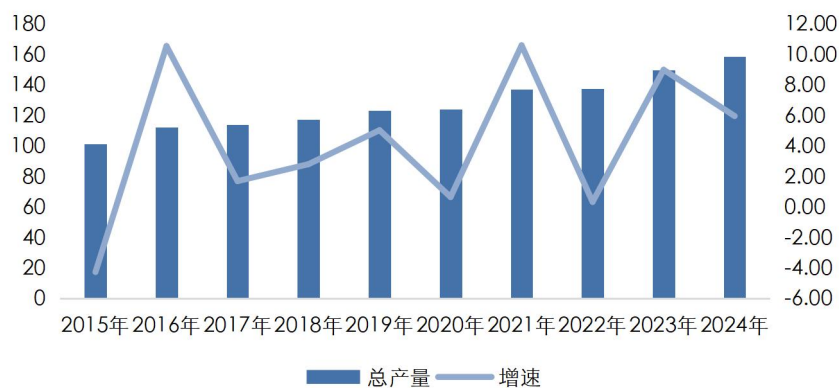
⁴ 根据世界银行发布的 2020 年全球 20 个主要国家数据显示，美国的每千人汽车保有量 837 辆；欧洲、日本的每千人汽车保有量大概在 500-600 辆左右。

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。

2024 年橡胶助剂行业增量不增收，随着汽车及轮胎行业发展，预计未来橡胶助剂行业整体产量或进一步上升

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。2024 年汽车及轮胎需求回暖，带动橡胶助剂市场产量增长。根据中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会统计，2024 年橡胶助剂工业总产值 316 亿元，同比增长 0.13%，销售收入 315.3 亿元，同比增长 0.61%，出口额 92.76 亿元，同比下降 3.46%，总产量 158.79 万吨，同比增长 5.96%，出口量 41.51 万吨，同比增长 3.16%。但 2024 年受大宗商品市场价格波动、橡胶助剂及其下游行业竞争影响，橡胶助剂产品价格有所下降。总体看 2024 年橡胶助剂行业增量不增收，量上的增长明显高于金额上增长，随着汽车及轮胎行业发展，预计未来橡胶助剂行业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（单位：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，跟踪期内，受原油价格震荡走低等因素影响，苯胺、环己烷等原材料价格震荡下行，烧碱等因装置检修叠加需求增加，价格有所上升，预计未来原材料价格仍震荡运行，橡胶助剂生产企业面临一定成本控制压力

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，2024 年主要原材料价格处于震荡态势，预计 2025 年仍将呈现震荡态势。

环己烷亦以纯苯为原料，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。2024 年 1~4 月受 OPEC+减产叠加俄乌战事、巴以冲突等影响，油价上升；4~5 月，受美国降息预期影响叠加国际局势变动，油价下跌；6 月 OPEC+继续减产以及全球 PMI 指标回暖，油价上升；7~12 月，OPEC+会议落地，该组织计划从 10 月开始退出 220 万桶/日的减产政策，供应增加叠加需求低迷预期，油价回落。2024 年上半年，纯苯因供应紧张和需

求旺盛，价格处于较高水平；下半年，受新增产能释放以及下游需求增速放缓，纯苯价格回落。受纯苯价格变动影响，2024年上半年环己烷价格有所上涨，下半年整体稳定偏弱运行，预计2025年或将延续2024年走势。

苯胺方面，2024年受原料价格波动和市场供需影响，行情相较于2023年震荡下行。2024年上半年，因成本提升叠加苯胺出口量较2023年大幅提升，苯胺价格波动上涨；2024年下半年，纯苯价格回落，苯胺价格波动下降，未来多个苯胺项目如福建万华二期36万吨等投产，苯胺产量预计增长，同时下游MDI领域有新增产能释放以及原料端纯苯高位震荡为苯胺行情提供一定支撑，预计2025年苯胺市场先强后弱，整体震荡运行。

离子膜碱方面，2024年前三季度烧碱价格较为稳定，四季度震荡运行。根据生意社数据，2024年年初价格为798元/吨，2024年年末价格为827元/吨，价格上涨3.63%，全年最大价格振幅33.12%。2024年四季度震荡，主要由于烧碱装置检修叠加需求增加，10月价格迅速上涨，12月之后因供应量充足，主产区氧化铝需求偏弱，烧碱价格下行。2025年氧化铝产能投产增加，预计烧碱价格或震荡上行。

图表7：近年橡胶助剂原料价格情况



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，国际橡胶助剂生产商在最近十年经历了减产、停产风波后市场份额不断缩小。目前中国橡胶助剂产量全球占比已超过70%，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、尚舜化工等企业为代表的第一梯队，我国橡胶助剂企业规模化、集约化优势不断凸显。根据中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会统计，2024年，销售收入20亿元以上企业5家，销售收入5~20亿元企业13家，销售收入5亿元以上企业18家，和2023年持平，销售收入占全行业的81.3%，同比下滑1个百分点；总产量占全行业总产量的89%，集中度进一步提升。

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家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。

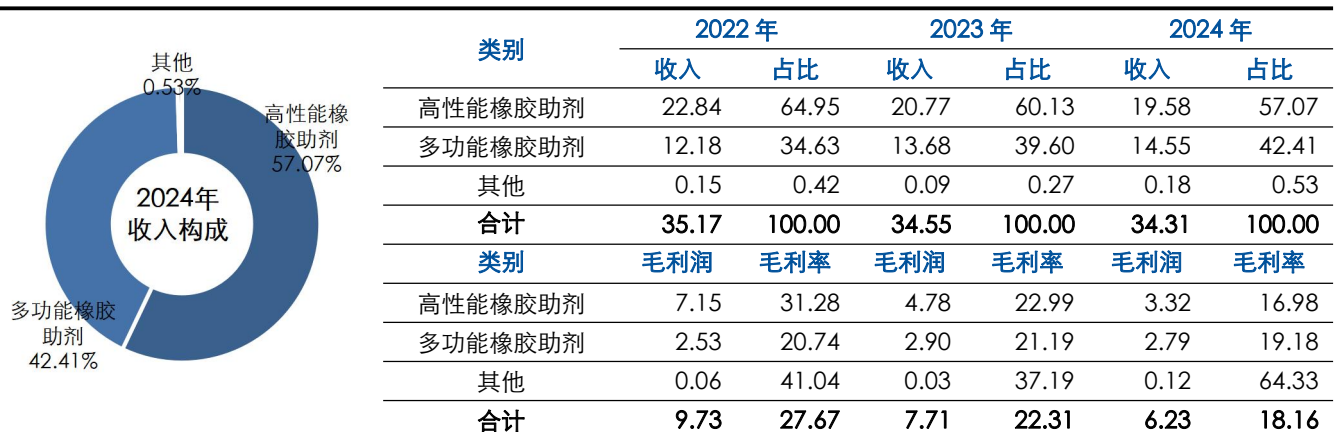
业务运营

经营概况

公司营业收入和毛利润主要来自橡胶助剂业务，2024 年受高性能橡胶助剂部分产品价格下滑影响，营业收入、毛利润和毛利率均同比下降

跟踪期内，公司主营业务仍是橡胶助剂的研发、生产及销售。公司营业收入和毛利润主要来源于高性能和多功能橡胶助剂产品的销售，高性能橡胶助剂主要包括防焦剂 CTP、促进剂和不可溶性硫磺等，占营收比重较高，多功能橡胶助剂主要包括微晶石蜡、均匀剂和胶母粒体系等；公司其他业务主要为橡胶助剂生产中产生的副产品销售，占营收比较小。2024 年公司营业收入同比略有下降，从构成看，高性能橡胶助剂营收下降主要由于部分产品价格下滑；多功能橡胶助剂营收增长源于公司投产了硅烷偶联剂、氨基树脂等品种。同期主营业务毛利润主要来源于高性能橡胶助剂，2024 年公司毛利润同比下降 19.17%，毛利率下降 4.15 个百分点，主要系行业周期波动，高性能橡胶助剂部分产品价格下滑，叠加海运费价格上涨所致。

图表 8：公司营业收入、毛利润和毛利率情况⁵（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

橡胶助剂业务

公司仍是以防焦剂 CTP、不可溶性硫磺、促进剂等产品为主的综合性橡胶助剂供应商，防焦剂 CTP、不可溶性硫磺被工信部评为“国家级单项冠军产品”，跟踪期内仍保持较强市场竞争力

⁵ 表中数据尾差系四舍五入所致，下文相同。

公司仍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。公司产品防焦剂 CTP、不溶性硫磺被工信部评为“国家级单项冠军产品”。根据中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会统计数据，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。

图表 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
高性能橡胶助剂	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
	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
多功能橡胶助剂	均匀剂	解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	替代普通粉体橡胶助剂	轮胎、胶管、胶带等橡胶制品
	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

公司拥有国家橡胶助剂工程技术研究中心，掌握防焦剂 CTP 原材料加工、高分散性不溶性硫磺生产等关键技术，持续推进木质素基橡胶助剂、硅烷偶联剂等绿色环保助剂研究，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橡胶助剂工程技术研究中心，并设有博士后科研工作站，检测中心获得中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可证书。

公司掌握防焦剂 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 精制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。跟踪期内，公司持续推进木质素基橡胶助剂、硅烷偶联剂等绿色环保助剂研究，满足全球“绿色轮胎”日益增长的需求。2024 年公司研发费用投入 0.89 亿元，同期末拥有 188 项专利，其中发明专利 135 项。

跟踪期内，公司防焦剂 CTP、不溶性硫磺产能仍处于行业领先水平，年产 5 万吨硅烷偶联剂、年产 1 万吨橡胶防焦剂 CTP 等项目投产，橡胶助剂总产能增长较快，但新增产线产能尚未完全释放，产能利用率有所下降，未来仍需关注产能消化风险

公司在山东省聊城市阳谷县、山东省东营市、河南省鹤壁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。

2024 年，公司主要橡胶助剂产品设计产能 28 万吨/年，产能利用率超过 80%，产能、产量同比均有所增加，其中产能增加主要系 2024 年 2 月收购鹤壁地瑞，新增 4000 吨促进剂 DPG 产能，2024 年 7 月年产 1 万吨橡胶防焦剂 CTP 生产项目⁶转固、2024 年 5 月年产 6000 吨促进剂 DZ 生产项目转固、2024 年 4 月年产 1 万吨粘合剂 HMMM 项目建成转固、2024 年 4 月年产 5 万吨硅烷偶联剂项目建成投产转固所致。截至 2024 年末，公司防焦剂 CTP 产能 3.00 万吨/年，不溶性硫磺产能 7 万吨/年，在行业内排名靠前。2024 年公司橡胶助剂产品整体产能利用率较 2023 年有所下降，主要系 2024 年新增产线产能尚未完全释放所致。未来公司将通过对新产线管道、工艺调试等措施，逐步实现产能最大化，但仍需关注其产能消化风险。

跟踪期内，受益于新品种投放、持续围绕重点客户和重点产品进行开发推广以及下游需求增加，公司橡胶助剂产品销量实现增长

公司在境内外均有销售，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，跟踪期内变动不大。

跟踪期内，公司继续实施大客户战略，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，提升业务人员营销水平。受益于新品种投放、市场拓展力度加大以及下游需求增加，跟踪期内，公司橡胶助剂产品销量增长。

图表 10：近年公司产品产量和销售情况（单位：万吨、%）

产品名称	项目名称	2022 年	2023 年	2024 年
高性能橡胶助剂	产量	10.80	12.36	12.99
	销量	9.65	11.74	12.22
	产销率	89.31	95.02	94.09
多功能橡胶助剂	产量	10.30	10.24	10.84
	销量	10.08	10.43	10.95
	产销率	97.86	101.92	101.02

资料来源：公司提供、东方金诚整理

2024 年高性能橡胶助剂价格下降对公司收入、盈利造成影响，同时公司境外销售收入占比
较高，将面临海外贸易政策变化和外汇汇率波动风险

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。受行业周期波动影

⁶ 年产 1 万吨防焦剂 CTP 生产项目在山东东营，未来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。

响，2024 年高性能橡胶助剂部分产品价格有所下降。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 30~60 天不等。

2024 年橡胶助剂业务收入、毛利润和毛利率均同比有所下降，主要系高性能橡胶助剂部分产品销售价格下降所致。

2024 年，公司境外销售收入占营业收入比重为 45.94%，境外销售占比较 2023 年略有上升。公司境外销售区域主要包括东南亚、日韩、美国、印度、欧洲等市场，美国地区的销售收入占营业收入的 6%左右，结算主要以美元进行结算，海外贸易政策变化和人民币对美元汇率波动或对公司经营业绩产生扰动。为应对关税壁垒，降低成本，公司计划在泰国投资新建橡胶助剂生产基地，项目第一期投资总额不超过 3760 万美元，主要生产加工助剂、微晶蜡、硅烷偶联剂等，设计产能 3 万吨，预计 2026 年上半年投产。

跟踪期内，公司与玲珑轮胎、中策橡胶、倍耐力等知名轮胎企业保持稳定合作，客户集中度仍一般

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。跟踪期内，公司国内主要客户仍为玲珑轮胎、中策橡胶和赛轮集团等知名汽车轮胎及橡胶制造商，国外客户仍主要包括米其林、倍耐力、固特异等全球知名轮胎企业。2024 年，公司前五大客户销售收入占收入比重为 23.96%，客户集中度仍一般。

图表11：2024年前五大客户情况（单位：亿元、%）

序号	客户名称	销售 金额	占营业收入 比例	主要销售内容
1	客户一	2.05	5.98	均匀剂、不溶性硫磺、微晶石蜡、粘合剂、促进剂、胶母粒等
2	客户二	1.86	5.43	防焦剂CTP、促进剂、加工助剂等
3	客户三	1.55	4.52	硫化剂、不溶性硫磺、微晶石蜡、粘合剂等
4	客户四	1.39	4.05	均匀剂、微晶石蜡、不溶性硫磺等
5	客户五	1.36	3.98	促进剂、均匀剂、加工助剂等
合计		8.22	23.96	-

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，2024 年多数原材料品种价格整体走弱

公司成本构成中原材料占比居前，2024 年主营业务成本中，原材料、人工和制造费用占比分别为 67.47%、5.32%和 20.88%。原材料主要为苯胺、叔丁胺、液体硫磺和离子膜碱等，2024 年，多数原材料品种价格整体走弱，苯胺等主要原材料价格低于 2023 年平均水平。但考虑到部分原材料如液体硫磺，市场需求增加，未来价格或有一定上涨，公司面临一定成本控制压力。

图表 12：近年公司主要原材料情况（单位：万元/吨、亿元）

原材料名称	2022年		2023年		2024年	
	平均单价	金额	平均单价	金额	平均单价	金额
苯胺	1.06	1.89	1.01	1.86	0.96	2.28
叔丁胺	1.74	1.28	1.46	1.09	1.49	1.13
液体硫磺	0.18	0.94	0.09	0.46	0.11	0.56
离子膜碱	0.10	0.94	0.08	0.73	0.07	0.71
间苯二酚	4.53	0.84	3.40	0.86	3.46	0.98
环己胺	1.27	0.80	1.15	0.82	1.07	0.83
环己烷	0.71	0.67	0.60	0.53	0.52	0.60
二硫化碳	0.27	0.68	0.19	0.46	0.21	0.51
苯酐	0.73	0.60	0.72	0.54	0.67	0.62
环烷油	0.73	0.64	0.71	0.83	0.67	0.78
GLC	0.38	0.60	0.40	0.55	0.38	0.30
酞酰亚胺	1.07	0.44	1.04	0.44	1.01	0.10
合计	-	10.32	-	9.17	-	9.41

资料来源：公司提供、东方金诚整理

原材料采购环节，公司结合销售计划、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。

2024年，公司前五大供应商总体较为稳定，合计采购金额占比为 17.58%，采购集中度一般。

图表13：2024年公司前五大供应商（单位：亿元、%）

序号	供应商名称	采购金额	占比	主要采购内容
1	供应商一	2.01	6.07	苯胺
2	供应商二	1.10	3.33	蒸汽
3	供应商三	0.93	2.81	叔丁胺
4	供应商四	0.92	2.77	间苯二酚
5	供应商五	0.86	2.60	石蜡、液体硫磺等
	合计	5.83	17.58	-

资料来源：公司提供、东方金诚整理

未来发展

公司在建项目主要包括年产 6.5 万吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目、年产 2 万吨三氯氢硅联产 3250 吨四氯化硅项目、年产 5 万吨橡胶助剂项目等，在建及拟建项目后续投入较多，仍面临一定资本支出压力

截至 2024 年末，公司在建项目主要为年产 6.5 万吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目、年产 2 万吨三氯氢硅联产 3250 吨四氯化硅项目、年产 5 万吨橡胶助剂项目等，项目预计总投资 11.60 亿元，已投资 4.30 亿元，未来尚需投资规模较大。

图表 14：截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已累计投资	资金来源
年产5万吨橡胶助剂项目	2.61 ⁷	0.95	其他
年产6.5万吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目	5.40	0.91	可转债 ⁸ 、其他
中试车间项目	0.85	0.81	其他
大健康系列产品项目	0.55	0.49	其他
年产2万吨三氯氢硅联产3250吨四氯化硅项目	2.18	1.13	其他
合计	11.60	4.30	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2024 年末，年产 5 万吨橡胶助剂项目包括 4 万吨/年不溶性硫磺项目、年产粘合剂 HMMM10000 吨项目，均已建成投产，尚未转固的为 HMMM 的配套辅助设施，2025 年 2 月份已转固。年产 6.5 万吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目中年产 5 万吨含硫硅烷偶联剂项目后道环节已建成投产，由原材料合成中间体三氯氢硅及 γ 1 和 γ 2 的前道环节尚在建设中，截至 2024 年末已累计投资 0.91 亿元。

年产 2 万吨三氯氢硅联产 3250 吨四氯化硅项目目前处于建设阶段，截至 2024 年末已累计投资 1.13 亿元。随着年产 2 万吨三氯氢硅联产 3250 吨四氯化硅项目和年产 65000 吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目建成，硅烷偶联剂生产能力将进一步提升，有助于优化公司在绿色轮胎、新能源汽车等领域的产业布局。

截至 2024 年末，公司拟建项目主要为泰国橡胶助剂项目。为应对关税壁垒，降低成本，公司计划在泰国投资新建橡胶助剂生产基地，项目第一期投资总额不超过 3760 万美元，主要生产加工助剂、微晶蜡、硅烷偶联剂等，设计产能 3 万吨，预计 2026 年上半年投产。

整体来看，公司橡胶助剂业务相关在建及拟建项目后续投入较多，仍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，公司在建和拟建项目未来投产后或面临一定产能消化和投资回报不及预期的风险。

重大事项

公司拟通过发行股份及支付现金的方式收购关联方波米科技，波米科技主营聚酰亚胺的研发、生产和销售，波米科技尚未实现盈利，未来项目收购进度、业务整合及盈利前景仍存在一定不确定性

根据 2025 年 4 月 29 日公告，阳谷华泰拟通过发行股份及支付现金的方式，购买海南聚芯、王传华、武凤云、阳谷霖阳、阳谷泽阳、惠鲁睿高、聊城昌润、睿高致远、刘保乐、孟宪威合计持有的波米科技有限公司（以下简称“波米科技”）100%股权，并拟向不超过 35 名特定投资对象发行股份募集配套资金（以下简称“本次交易”）。本次交易价格（不含募集配套资金金额）144304.25 万元，其中支付现金对价 43291.28 万元，支付股份对价 101012.98 万元（计划发行股份 139713653 股，发行价格 7.23 元/股）。公司拟募集配套资金不超过 48546.95 万元，用于支付本次交易的现金对价、波米先进电子材料创新研究院建设和支付本次交易中介机

⁷ 2.61 亿元为备案数据。

⁸ 向不特定对象发行可转换公司债券募集资金简称“可转债”，下文相同。

构费用、相关税费。海南聚芯、王传华、武凤云、阳谷泽阳、阳谷霖阳为本次交易的业绩承诺方，业绩承诺方承诺标的公司 2025 年度、2026 年度、2027 年度和 2028 年度净利润合计不低于 24326.75 万元。

波米科技成立于 2017 年 4 月，与公司由同一实际控制人控制，主要从事高性能聚酰亚胺材料的研发、生产和销售，主要产品包括非光敏性聚酰亚胺与光敏性聚酰亚胺涂层胶以及聚酰亚胺液晶取向剂，主要应用于功率半导体器件制造、半导体先进封装与液晶显示面板制造领域，是国内率先实现集成电路封装用 PSPI 量产的企业。波米科技被评为国家高新技术企业和山东省专精特新企业，每年研发投入强度超过 40%，研发人员占比超过 70%，实施国家、省、市各类研发项目 10 余项。

根据信永中和出具的《波米科技有限公司 2024 年度、2023 年度审计报告》，截至 2024 年末，波米科技资产总额 1.39 亿元，净资产 1.01 亿元，资产负债率 27.38%，全部债务⁹0.20 亿元；2024 年波米科技实现营业收入 0.34 亿元，其中聚酰亚胺涂层胶实现收入 0.32 亿元，占营业收入比重 90%以上，净利润为-0.12 亿元，经营性净现金流为 0.23 亿元。波米科技 2024 年末净资产为 1.01 亿元，评估增值 13.42 亿元，增值率 1330.32%。2023 年 2 月公司开始实施股权激励，股份支付费用计入期间费用，对利润形成侵蚀，2024 年扣除股份支付费用后的净利润为 505.20 万元。

图表 15：波米科技 2024 年（末）主要财务数据（单位：亿元）

项目	阳谷华泰	波米科技
资产总额	44.82	1.39
净资产	35.15	1.01
营业收入	34.31	0.34
净利润	1.92	-0.12
经营性净现金流	3.80	0.23
全部债务	5.36	0.20

数据来源：公司提供，东方金诚整理

如果本次交易完成后，公司实际控制人不变，公司在橡胶助剂领域基础上，将主营业务延伸至应用于半导体分立器件制造、半导体（先进）封装与液晶显示面板制造的关键电子化学品领域。截至 2025 年 4 月末，本次交易尚需经上市公司股东大会审议通过、经深交所审核通过并经中国证监会同意予以注册。波米科技所处的行业具有资金投入大、技术壁垒高、研发周期长等特点，需要持续投入大量资金和技术研发力量，后续业务项目收购进度、业务整合及盈利前景等存在一定不确定性。

公司治理与战略

跟踪期内，公司治理结构未发生重大变化，未来公司将持续专注于橡胶助剂相关产品的研发、生产，深化橡胶助剂主业，同时拓宽业务领域

跟踪期内，公司在治理结构方面无重大变化，实际控制人仍为王传华，尹月荣、王文博和王文一为实际控制人的一致行动人。

未来，聚焦橡胶助剂主业，持续优化产品生产、环保治理、装备自动化和智能化，实现节

⁹ 波米科技全部债务为短期借款。

能减排和成本管控；加速木质素基橡胶助剂¹⁰的开发与认证，推动产业化进程；做好泰国生产基地的建设工作；积极推进收购波米科技有限公司事项，实现主营业务向电子化学品领域的延伸，增强市场竞争力，提升抗风险能力。

社会责任方面，公司严格执行环保三同时制度¹¹，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 2024 年及 2025 年 1~3 月合并财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年的财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2025 年 1~3 月合并财务报表未经审计。

截至 2024 年末，公司纳入合并范围内子公司共 14 家，新增 3 家子公司，分别是山东华泰木源生物工程有限公司、华泰泰国新材料有限公司和鹤壁市鹤山区地瑞化工科技有限公司。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额略有增加，应收账款和存货规模仍较大，周转效率有所下降，对资金仍存在一定占用

2024 年末，公司资产总额略有增加，资产构成中流动资产和非流动资产占比较为均衡，2024 年末及 2025 年 3 月末流动资产占比分别为 57.29%、58.31%。

2024 年末，公司流动资产同比下降 7.52%，主要系交易性金融资产和其他流动资产减少所致，流动资产构成仍以应收账款、货币资金和存货等为主。2024 年末，主要受当年度结构性存款到期收回影响，公司交易性金融资产同比下降 39.38%；主要受公司 2023 年度购买的收益凭证在 2024 年到期收回影响，2024 年末其他流动资产同比大幅下降。公司应收账款仍主要由销售橡胶助剂产生，2024 年末略有增长，账龄以一年以内为主，累计计提坏账准备 0.54 亿元，计提比例 4.93%；按欠款方归集的期末余额前五名以行业知名轮胎制造企业为主，如中策橡胶、倍耐力集团等，期末余额为 3.93 亿元，合计占比 36.21%。公司部分应收款项的欠款方如中策橡胶因资金流欠缺，账期有所延长，2024 年，应收账款周转率有所下降。公司存货主要为原材料、库存商品和发出商品，2024 年末规模有所上升，周转效率有所下降。2025 年 3 月末流动资产规模有所增长，主要系货币资金和存货增加所致，其构成较 2024 年末变动不大。

2024 年末，公司非流动资产同比增长 16.67%，仍以固定资产、在建工程 and 无形资产为主。2024 年末，固定资产同比大幅增长，主要系 1 万吨/年橡胶防焦剂 CTP 生产装置、6000 吨/年

¹⁰ 根据公开资料，公司目前已注册成立子公司山东华泰木源生物工程有限公司，并正式启动山东华泰木源生物工程项目，项目旨在使用农作物秸秆、玉米芯及造纸工业废弃物等提取的木质素，打造新型生物基橡胶助剂产业。

¹¹ 建设项目中防止污染的设施，应当与主体工程同时设计、同时施工、同时投产使用。

促进剂 DZ 生产装置等在建工程转固以及收购鹤壁市鹤山区地瑞化工科技有限公司（以下简称“地瑞化工”）所致。2025 年 3 月末，公司非流动资产规模略有增长，主要系项目建设投入所致，其构成较 2024 年末变动不大。

图表 16：公司资产构成及质量情况（单位：亿元）

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
应收账款	9.82	9.50	10.32	10.66
货币资金	3.75	5.35	5.46	7.38
存货	4.15	4.02	4.93	5.18
交易性金融资产	0.85	3.43	2.08	1.60
其他流动资产	0.45	1.51	0.30	0.28
流动资产合计	22.06	27.77	25.68	27.57
固定资产	9.87	8.88	12.70	12.48
在建工程	1.26	4.93	2.67	3.07
无形资产	0.86	1.10	1.96	2.24
非流动资产合计	13.35	16.41	19.14	19.71
资产总计	35.41	44.17	44.82	47.28

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2024 年末，公司受限资产主要是货币资金、固定资产，合计金额 0.35 亿元，占同期末净资产比例为 1.00%，受限原因主要为票据保证金、农民工工资保证金和售后回租。

图表 17：截至 2024 年末公司资产受限明细（单位：亿元、%）

受限科目	受限金额	账面价值	受限比例	受限原因
货币资金	0.20	5.46	3.70	票据保证金、农民工工资保证金
固定资产	0.15	12.70	1.18	售后回租
合计	0.35	18.16	-	-

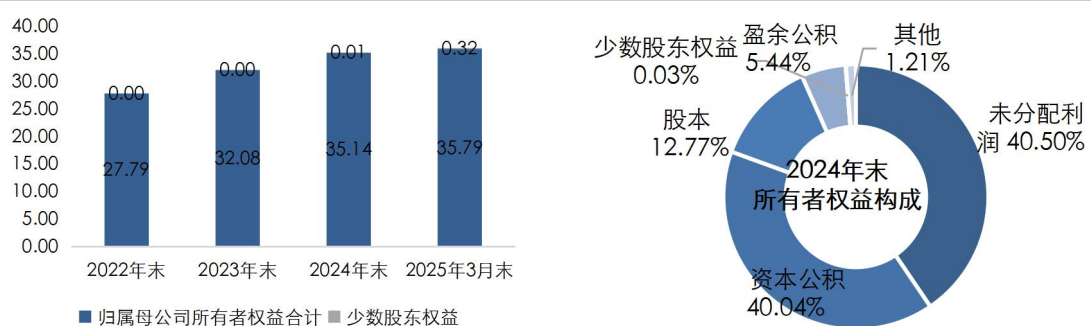
资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

受“阳谷转债”部分转股影响，2024 年末公司所有者权益规模增长

2024 年末，公司所有者权益仍由未分配利润、资本公积和股本等构成。同期末，受“阳谷转债”部分转股以及股权激励等影响，资本公积同比增长 33.62%，带动所有者权益规模增加。

图表 18：公司所有者权益情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

受“阳谷转债”转股以及应付票据规模下降影响，2024年末全部债务规模下降，随着项目建设推进，2025年3月末全部债务规模上升，短期债务占比提高

2024年末，公司负债总额同比下降20.04%，构成以流动负债为主，流动负债占比68.33%。跟踪期内，公司流动负债有所下降，主要由应付账款、短期借款和应付票据等构成。公司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，2024年末应付账款有所增加。公司短期借款主要用于日常经营，2024年末因资金需求增加，短期借款规模上升。应付票据主要为国内信用证和银行承兑汇票，公司使用票据支付减少，2024年末应付票据规模有所下降。2024年末，公司非流动负债同比下降较多，主要系“阳谷转债”转股，应付债券下降所致。2025年3月末，公司流动负债规模有所增加，主要系短期借款增加所致，非流动负债规模变动不大。

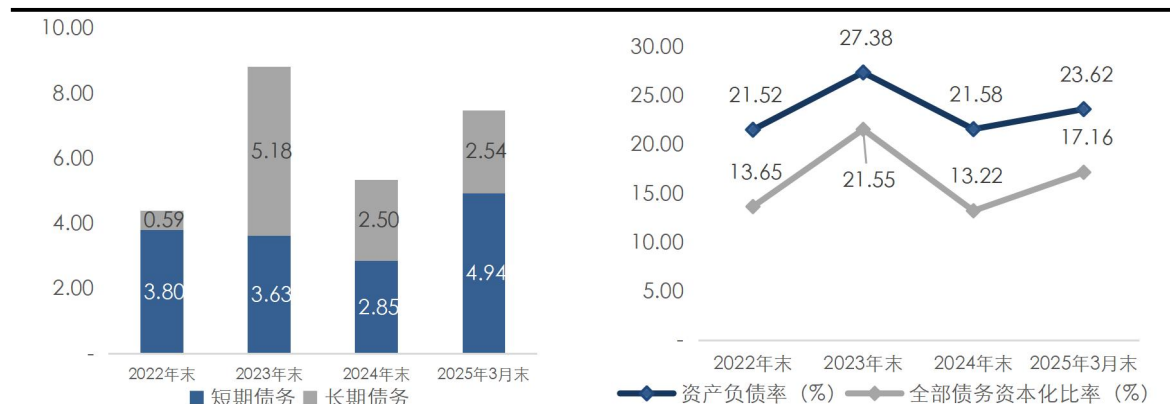
图表 19：公司负债情况（单位：亿元）

项目	2022年末	2023年末	2024年末	2025年3月末
应付账款	2.16	2.41	2.77	2.49
短期借款	1.00	1.24	2.18	3.98
应付票据	2.45	1.99	0.46	0.94
流动负债合计	6.72	6.63	6.61	8.09
应付债券	-	4.98	2.50	2.54
递延收益	0.25	0.24	0.35	0.34
非流动负债合计	0.89	5.46	3.06	3.08
负债合计	7.62	12.09	9.67	11.17

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2024年末公司全部债务规模明显下降，主要系“阳谷转债”部分转股以及应付票据规模下降所致，以短期债务为主。由于2024年全部债务规模下降，公司资产负债率、全部债务资本化比率均有所下降。2025年3月末全部债务规模较2024年末有所上升，主要系银行借款增加所致。公司在建项目未来投资规模仍较大，预计债务规模将保持增长。

图表 20：公司债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2024年末，公司无对外担保。

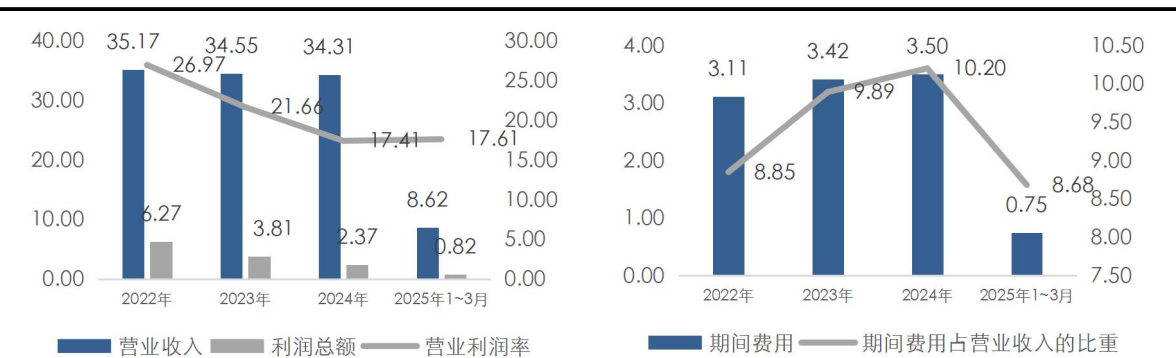
盈利能力

2024年，受高性能橡胶助剂部分产品价格下滑影响，公司营业收入和利润有所下降，可转债利息费用增加，对利润总额形成一定侵蚀

2024年，受高性能橡胶助剂部分产品价格下滑影响，公司营业收入略有下降，营业利润率有所下滑。公司期间费用以管理费用和研发费用为主，2024年由于可转债利息费用增加，期间费用规模上升，期间费用率也有所上升。

非经常性损益方面，以信用减值损失、投资收益和其他收益为主，整体规模不大。公司资产减值损失有所增加，主要系存货跌价准备计提增加所致。2024年公司投资收益0.06亿元，主要是理财收益、对达诺尔¹²的长期股权投资收益；公司其他收益主要是政府补助，2024年有所增加。2024年公司利润总额下降至2.37亿元，主要受高性能橡胶助剂部分产品价格下滑、可转债利息费用增加，以及海运费价格上升，成本增加所致。从资产盈利指标看，2024年公司总资产收益率和净资产收益率下降，盈利能力减弱。

图表 21：近年公司盈利情况（单位：亿元、%）



项目	2022年	2023年	2024年	2025年1~3月
资产减值损失	-0.17	0.01	-0.15	0.01
投资收益	0.06	0.05	0.06	0.02
其他收益	0.09	0.10	0.12	0.02
利息费用	0.15	0.26	0.41	0.02
净资产收益率	18.54	9.49	5.47	-
总资产收益率	14.55	6.89	4.29	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2025年1~3月，公司实现营业收入8.62亿元，同比有所增长，实现利润总额为0.82亿元，同比有所下降。

现金流

2024年，公司加快款项回收，经营性现金流维持净流入，投资性现金流净流出规模减小，筹资性现金流转为净流出

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，2024年公司净利润大幅减少，但经营性现金流

¹² 达诺尔公司主要为多家电子芯片生产厂家提供超纯氨水和超纯异丙醇产品。

量净额变动不大，主要是公司加快款项回收所致。2024 年现金收入比较 2023 年有所上升，但仍处于较低水平。同期，公司投资性现金流量净流出规模大幅减小，主要系收回投资理财产品所致；筹资活动现金流转为净流出，主要系 2023 年可转债募集资金到账，以及 2024 年偿还原股东借款及利息、股票回购等增加所致。

图表 22：公司现金流情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2025 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.77 亿元、-0.50 亿元和 1.58 亿元。

偿债能力

跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所下降，经营性净现金流对流动负债的覆盖程度有所上升。从长期偿债能力看，2024 年公司 EBITDA 下降，EBITDA 利息倍数下降，受债务规模下降影响，全部债务/EBITDA 有所下降。

截至 2025 年 3 月末，公司短期债务为 4.94 亿元，2024 年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为 1.29 亿元。2024 年公司经营性净现金流为 3.80 亿元，投资性净现金流为-0.58 亿元，筹资活动前净现金流对短期债务保障能力一般。预计在橡胶助剂产品需求增长背景下，2025 年公司经营性净现金流依然维持净流入，但考虑到在建及拟建项目尚需投资规模较大，筹资活动前净现金流对短期有息债务的覆盖能力一般。

截至 2024 年末，公司已使用授信额度 2.63 亿元，未使用授信额度超过 10 亿元。此外，作为 A 股上市公司，公司直接融资渠道畅通。

图表 23：近年公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年 3 月（末）
流动比率	328.04	418.83	388.56	340.76
速动比率	266.39	358.12	314.01	276.69
经营现金流动负债比	49.82	48.65	57.50	-
EBITDA 利息倍数	51.18	21.24	11.46	-
全部债务/EBITDA	0.57	1.57	1.13	-

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 2025 年 2 月 13 日，公司本部在银行未结清贷款履约方面无不良信用记录。

截至本报告出具日，“阳谷转债”正常付息，尚未到偿还本金日。

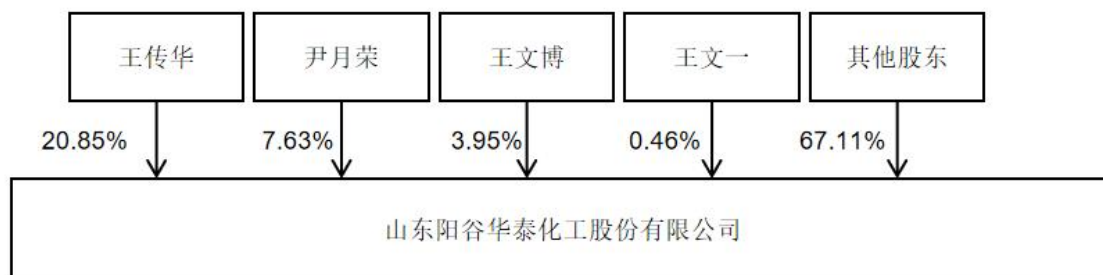
抗风险能力及结论

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，公司产品防焦剂 CTP、不溶性硫磺被工信部评为“国家级单项冠军产品”，跟踪期内仍保持较强市场竞争力；公司拥有国家橡胶助剂工程技术研究中心，掌握防焦剂 CTP 原材料加工、高分散性不溶性硫磺生产等关键技术，持续推进木质素基橡胶助剂、硅烷偶联剂等绿色环保助剂研究，仍具备一定研发及技术创新能力；公司防焦剂 CTP、不溶性硫磺产能处于行业领先水平，跟踪期内年产 5 万吨硅烷偶联剂、年产 1 万吨橡胶防焦剂 CTP 等项目投产，橡胶助剂总产能增长较快，多功能橡胶助剂收入提升；公司与中策橡胶、玲珑轮胎等知名轮胎企业合作稳定，受益于新品种投放及围绕重点客户和重点产品开发推广，2024 年公司橡胶助剂产品销量保持增长。

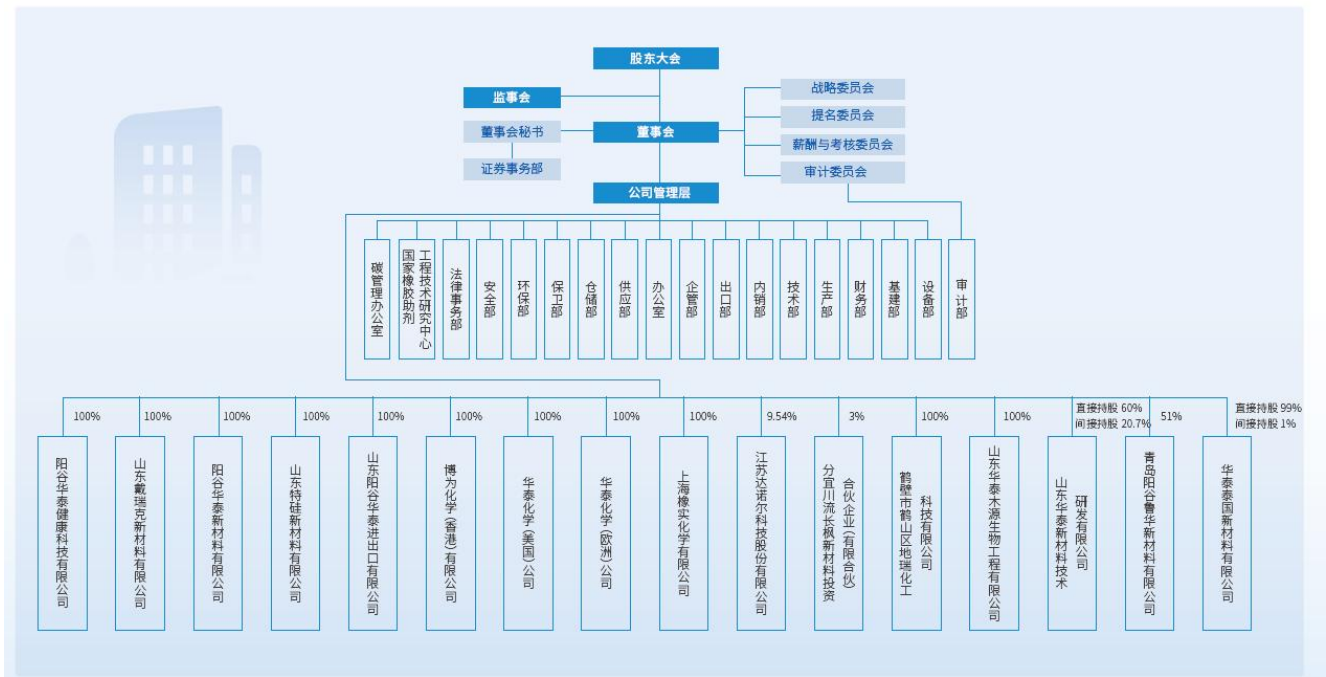
同时东方金诚关注到，跟踪期内，受行业周期波动影响，公司高性能橡胶助剂部分产品价格下滑，橡胶助剂业务毛利率有所下降；2024 年公司境外销售收入占比 45.94%，主要出口市场以东南亚及日韩等为主，公司将面临海外贸易政策变化和外汇汇率波动风险；随着项目建设推进，2025 年 3 月末全部债务规模上升，在建及拟建项目未来投资规模仍较大，预计债务规模将保持增长；公司拟以 14.43 亿元价格收购波米科技 100% 股权，波米科技与公司由同一实际控制人控制，主营聚酰亚胺的研发、生产和销售，截至 2024 年尚未实现盈利，资产规模较小，未来项目收购进度、业务整合及盈利前景存在一定不确定性。

综上所述，东方金诚维持阳谷华泰主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，维持“阳谷转债”信用等级为 AA-。

附件一：截至 2025 年 3 月末阳谷华泰股权结构图



附件二：截至 2025 年 3 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	35.41	44.17	44.82	47.28
所有者权益（亿元）	27.79	32.08	35.15	36.11
负债总额（亿元）	7.62	12.09	9.67	11.17
短期债务（亿元）	3.80	3.63	2.85	4.94
长期债务（亿元）	0.59	5.18	2.50	2.54
全部债务（亿元）	4.39	8.81	5.36	7.48
营业收入（亿元）	35.17	34.55	34.31	8.62
利润总额（亿元）	6.27	3.81	2.37	0.82
净利润（亿元）	5.15	3.04	1.92	0.63
EBITDA（亿元）	7.75	5.61	4.74	0.84
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	3.35	3.22	3.80	0.77
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-3.18	-6.73	-0.58	-0.50
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	1.22	5.10	-2.91	1.58
毛利率（%）	27.67	22.31	18.16	18.48
营业利润率（%）	26.97	21.66	17.41	17.61
销售净利率（%）	14.65	8.81	5.60	7.31
总资本收益率（%）	16.48	8.09	5.77	-
净资产收益率（%）	18.54	9.49	5.47	-
总资产收益率（%）	14.55	6.89	4.29	-
资产负债率（%）	21.52	27.38	21.58	23.62
长期债务资本化比率（%）	2.08	13.91	6.65	6.57
全部债务资本化比率（%）	13.65	21.55	13.22	17.16
货币资金/短期债务（%）	98.49	147.34	191.53	149.50
非筹资性现金净流量债务比率（%）	3.85	-39.75	60.07	3.63
流动比率（%）	328.04	418.83	388.56	340.76
速动比率（%）	266.39	358.12	314.01	276.69
经营现金流动负债比（%）	49.82	48.65	57.50	-
EBITDA 利息倍数（倍）	51.18	21.24	11.46	-
全部债务/EBITDA（倍）	0.57	1.57	1.13	-
应收账款周转率（次）		3.58	3.46	-
销售债权周转率（次）		3.41	3.23	-
存货周转率（次）		6.57	6.27	-
总资产周转率（次）		0.87	0.77	-
现金收入比（%）	63.92	66.49	66.56	67.12

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（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金短债比（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（%）	$\text{流动资产} / \text{流动负债} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债} \times 100\%$
经营现金流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债} \times 100\%$
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+折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+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

附件五：企业主体及中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。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。