

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



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

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員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【925】号 01

债券简称：道恩转债

增信方式：保证担保

担保主体：山东道恩钦
业有限公司

债券剩余规模：3.60 亿

债券到期日期：2026 年
7 月 2 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期归还本金
和最后一年利息

分析师

姓名：
蒋申 钟继鑫

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于中证
鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

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

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 9 月 1 日	2019 年 9 月 18 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对山东道恩高分子材料股份有限公司（以下简称“道恩股份”或“公司”，股票代码：002838.SZ）及其 2020 年 7 月 2 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，公司主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：2019 年公司营业收入和净利润均大幅增长，且预计 2020 年业绩继续向好，经营活动现金流表现有所改善。同时中证鹏元也关注到，公司新增产能释放时间和产能消化能力存在一定的不确定性，且对单一客户存在较大的依赖等风险因素。

正面：

- 2019 年公司营业收入和净利润均大幅增长，且在熔喷料业务带动下，预计 2020 年业绩继续向好。2019 年青岛海尔新材料研发有限公司（以下简称“海尔新材料”）全部并表，使得营业收入同比增长 100.76%至 27.35 亿元，净利润同比增长 42.81%至 1.78 亿元。受全球 COVID-19 疫情影响下，熔喷料在内的防疫物资需求大幅增加且短期内仍有较大的需求，2020 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润 5.85 亿元，同比增长 6.41 倍。
- 公司经营活动现金流表现有所改善。2019 年公司 FFO 增长 72.27%至 2.62 亿元，经营活动现金净流入规模同比增长 5.17 倍至 1.88 亿元，净现比由 2018 年的 0.24 大幅增加至 2019 年的 1.06。

关注:

- **公司新增产能释放时间和产能消化能力存在不确定性。**2019 年公司热塑性弹性体收入为 3.95 亿元，占同期营业收入的 14.44%，IPO 募投项目高性能热塑性弹性体（TPV）扩建项目剩余的 1.10 万吨投产时间调整至 2020 年底前，万吨级热塑性医用溴化丁基橡胶（TPIIR）产业化项目投产时间由原定的 2020 年 6 月调整至 2021 年 6 月，短期内部分在建产能投产时间不确定。此外，下游的汽车零部件和家电行业增长乏力，未来能否获得充足订单消化产能具有不确定性。
- **公司对单一客户存在较大的依赖。**青岛海尔零部件采购有限公司及其关联方（以下简称“青岛海尔”）为公司第一大客户，受海尔新材料全部并表的影响，2019 年公司对其实现销售收入 10.25 亿元，占比大幅提升 24.29 个百分点至 37.45%。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	210,472.95	191,603.16	173,212.87	99,060.02
归属于母公司所有者权益合计	115,622.89	108,485.39	94,477.25	84,250.80
有息债务	41,075.29	40,769.89	35,300.00	0.00
资产负债率	41.78%	39.89%	42.26%	14.95%
流动比率	1.84	1.91	1.65	6.04
速动比率	1.40	1.43	1.17	4.68
营业收入	61,916.59	273,544.08	136,253.32	93,408.53
营业利润	8,444.43	19,944.42	13,991.91	10,516.83
净利润	7,170.51	17,770.28	12,442.98	9,573.88
综合毛利率	22.58%	16.91%	17.46%	20.55%
总资产回报率	-	11.98%	10.78%	11.20%
EBITDA	-	27,034.28	17,516.36	13,270.32
EBITDA 利息保障倍数	-	13.44	26.54	90.81
经营活动现金流净额	7,587.84	18,784.84	3,042.65	3,359.31

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

山东道恩钛业有限公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	423,286.32	373,428.07	335,013.50
归属于母公司所有者权益	320,023.16	283,635.94	247,592.82
资产负债率	24.40%	24.05%	26.09%
营业收入	262,664.75	250,810.05	249,955.00
净利润	36,387.21	36,043.12	40,039.16
经营活动现金流净额	536.39	2,203.28	-

注：2017 年财务数据来源于 2018 年审计报告年初数。

资料来源：山东道恩钛业有限公司 2018-2019 年审计报告（审计机构为烟台裕翔会计师事务所（普通合伙）），中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年7月2日发行6年期3.6亿元公司债券，募集资金原计划用于道恩高分子新材料项目和偿还银行借款及补充流动资金。本期债券募集资金共分为4个资金专户，截至2020年7月31日，本期债券募集资金专项账户余额分别为2.60亿元、0.46亿元、0.50亿元和0.08万元。

二、发行主体概况

2019年5月15日，公司以2018年末股本252,000,000股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增6股，转增后总股本增至403,200,000股；12月13日，公司首次向171名激励对象按5.56元/股的价格发行限制性人民币普通股股票3,827,500股，之后注册资本和实收资本均变更为40,702.75万元。

截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本均为40,702.75万元，第一大股东为道恩集团有限公司（以下简称“道恩集团”），持股比例为48.06%，道恩集团的股东为韩丽梅和于晓宁夫妇，分别持股20%和80%，韩丽梅和于晓宁夫妇为公司的共同实际控制人。其中，韩丽梅和于晓宁夫妇直接和间接持有的处于质押状态的股份合计17,880万股，占其所持公司股份总数的64.40%，占公司总股本的43.93%。公司前十大股东明细如表1所示。

表1 截至2020年6月末公司前十大股东明细（单位：股、%）

序号	股东名称	股份数量	股权比例
1	道恩集团有限公司	195,609,210	48.06
2	韩丽梅	82,039,452	20.16
3	伍社毛	5,358,343	1.32
4	蒿文朋	1,604,250	0.39
5	田洪池	1,575,958	0.39
6	首都产业控股有限公司	1,439,540	0.35
7	鲁献荣	646,300	0.16
8	赵航英	558,200	0.14
9	吴固林	541,900	0.13
10	李丞	461,300	0.11
合计		289,834,453	71.21

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司主要从事热塑性弹性体、改性塑料和色母粒的研发、生产和销售，截至2019年末，

纳入公司合并报表范围内的子公司共有5家¹，其中2019年新增两家子公司，具体如下所示。

表2 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2019 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
青岛海纳新材料有限公司	80.00%	15,000	工业生产	新设
道恩高材（北京）科技有限公司	100.00%	1,000	研究开发	新设

资料来源：公司 2019 年审计报告、公开资料

三、运营环境

中国汽车销量持续下滑，拖累汽车零部件行业收入负增长；受“COVID-19”疫情影响，2020 年汽车零部件需求降幅可能走阔

改性塑料行业是介于生产合成树脂的大型石化企业与生产具体塑料制品的塑料加工企业之间的独立行业。改性塑料是向聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）、聚氯乙烯（PVC）等合成树脂中添加合适的改性剂，采用一定的加工成型工艺，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。作为改性塑料的传统下游，家电和汽车行业需求占比在60%以上，2020年Q1明显受到疫情影响，Q2家电和汽车产量正在逐步恢复到正常水平。

汽车行业是国内改性塑料需求增长最快的领域，当前汽车轻量化是汽车产业的主流研发方向，对于传统的燃油车和新能源汽车来说，轻量化都能有效降低汽车能耗、提高能量效率，因此带动了车用改性塑料需求增长。2016年节能与新能源汽车路线图中，轻量化作为七大技术路线之一被单独提出，并制定了车辆整备质量在2020/2025/2030年较2015年分别减重10%/20%/35%的宏观目标，长期来看，车用改性塑料需求较有保障。

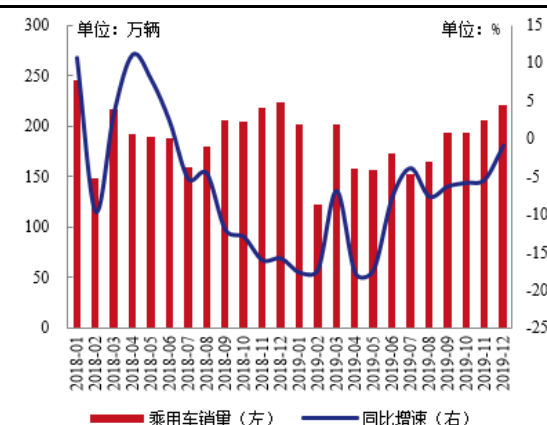
2019 年乘用车销量同比持续下滑，受整车市场行情拖累，汽车零部件行业收入首次呈现负增长。2019 年国内乘用车累计销量 2,144.42 万辆，销量同比下跌 9.56%，汽车行业营业收入同比下降 1.80%，利润总额同比下降 15.90%，但自 6 月份以来，在前期基数下降以及较大的终端优惠下同比跌幅均已逐步收窄。受整车市场拖累，2019 年 1-11 月中国汽

¹公司持有烟台旭力生恩投资中心（有限合伙）（以下简称“旭力生恩”）99.94%的认缴出资份额，根据旭力生恩的合伙协议，旭力生恩的全部业务以及其他活动之管理、控制、运营、决策的权力全部排它性地归属于执行事务合伙人重庆生众投资管理有限公司，由其直接行使，公司作为有限合伙人，其本身并不参与旭力生恩的经营管理，同时旭力生恩投资决策委员会共由 3 人组成，普通合伙人委派 2 人，有限合伙人委派 1 人，投资决策委员会在职权范围内，所表決事项应当经投资决策委员会全体委员三分之二（含三分之二）通过，故未将其纳入合并报表范围内。

车零部件行业的主营业务收入为 31,900.17 亿元，同比下降 0.22%，利润总额同比下降 9.31%，各项指标降幅均小于整车市场，自 6 月份以来降幅亦有所收窄。整体来看，2019 年汽车零部件行业收入首次呈现负增长，但表现优于整车市场，主要系汽车后市场的稳定发展在一定程度上削弱了整车销售市场不景气对零部件行业造成的负面影响，保证了下游行业对零部件产品的基本需求。

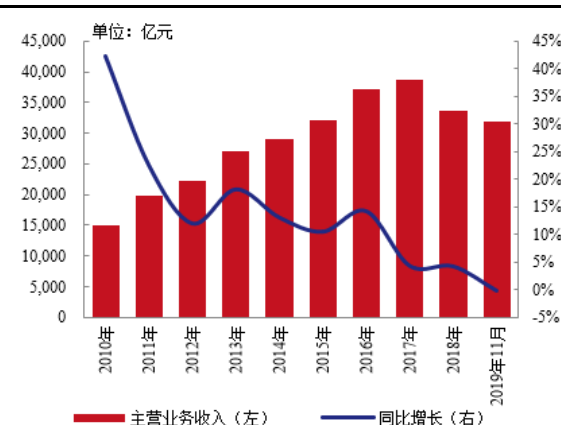
中证鹏元认为，受“COVID-19”疫情影响，2020 年汽车零部件需求降幅可能走阔。我国经济增速持续放缓带来消费者收入预期下降，房价高企导致居民杠杆率持续走高，以及贫富差距等因素成为制约汽车发展的重要因素。“COVID-19”疫情作为“黑天鹅事件”因素加入，对乘用车暂时性消费需求形成抑制，且整车企业普遍延迟复工，对汽车零部件短期需求冲击显著。但从全年来看，中证鹏元认为疫情将会对抗风险能力较弱的私营企业与个体单位形成明显冲击，而这部分人群数量占全部就业人口比重接近 50%，社会就业问题将会面临严峻考验，最终疫情的影响将会体现在居民消费能力与意愿端，后续即使疫情得到有效控制，但汽车消费需求已经被明显削弱，势必影响全年汽车零部件需求的综合表现，预计全年汽车零部件需求降幅可能走阔。

图 1 乘用车销量同比持续下降，但降幅逐步收窄



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 2018 年以来汽车零部件行业收入下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

新能源汽车零部件方面，受“COVID-19”疫情影响，短期新能源汽车零部件需求将受到不利影响。根据此前财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委于 2015 年 5 月联合发布的《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，2020 年新能源补贴政策将正式全面取消，但 2020 年 1 月工信部发言人表示 2020 年新能源政策将保持相对稳定，不会大幅退坡，在一定程度上缓解了新能源汽车零部件需求降幅。

中长期来看，新能源零部件需求将继续提升，掌握核心技术的企业将在激烈竞争中脱颖而出。随着补贴取消带来更加公平的市场竞争、消费者需求渡过培育阶段以及充电桩等

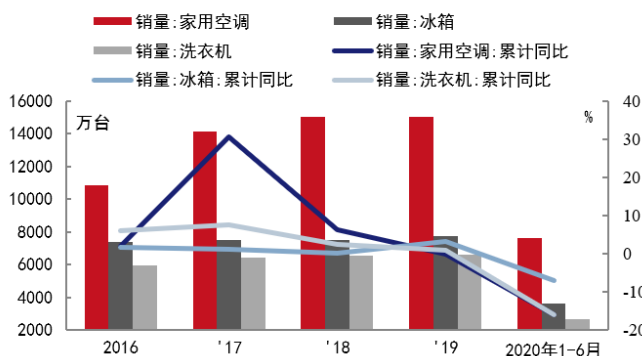
基础设施逐步完善后，传统合资企业开始加速入局新能源市场，特斯拉上海工厂以及国内造车新势力也将迎来量产阶段。长期来看，政府力推新能源的方针并未改变，未来新能源汽车市场扩大仍是必然趋势，新能源零部件需求将继续提升。

受“COVID-19”疫情影响，2020年家电需求恢复或将偏弱

家电种类繁多，对改性塑料的使用量也各不相同，但是对改性塑料的使用量增加及性能要求逐步提高的趋势大体相同。一般而言，在大型家电中改性塑料使用量较多，一台冰箱或者洗衣机通常需要10-20kg的改性塑料，而大多数小型家电的外壳也都是由改性塑料制成。

2019年我国白电行业需求表现分化，冰箱销量增速增加至3.13%，但家用空调销量负增长，洗衣机销量下降至1.03%，对改性塑料的需求支撑力度有限。受全球COVID-19影响，2020年上半年空冰洗销量均大幅下滑，国内疫情已得到控制，家电零售景气度有望逐步回升，上半年销量增速在逐步缩窄。

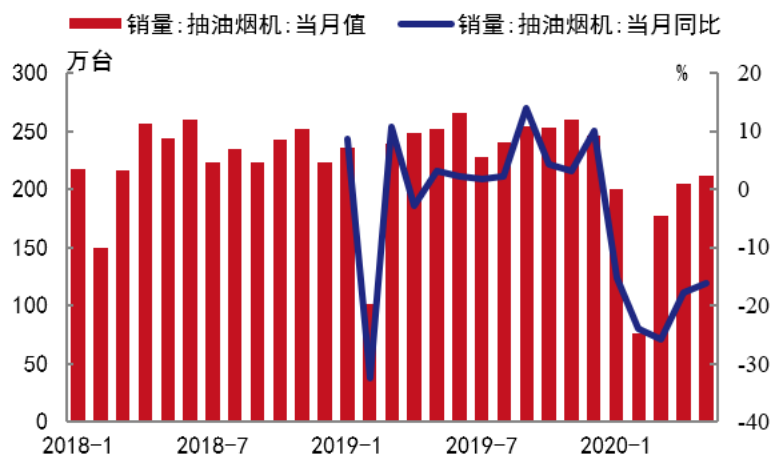
图3 2019年我国白电需求表现分化



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年，我国抽油烟机销量为2,825.10万台，同比增长2.97%；燃气灶销量为6,443.90万台，同比增长4.17%，主要受益于地产销售与竣工数据回暖影响。

图4 2019年2-4季度我国抽油烟机需求增速回暖



资料来源：Wind，中证鹏元整理

家电具有明显的房地产后周期属性，其需求与地产竣工数据呈正相关关系。2018年以来我国地产竣工数据长期负增长，叠加疫情冲击对当前家电需求形成一定压制，但另一方面，同期地产开工数据景气度较高，表明大量竣工尚待释放。随着2019年6月以来竣工数据跌幅缩窄，且2020年二季度国内疫情基本得到控制，疫情后竣工项目增加或将对家电行业的需求产生正向刺激，延后的家电需求或能逐步恢复，但在全球COVID-19冲击下，居民消费能力及消费欲望减弱可能导致全年家电需求恢复偏弱，给改性塑料带来了较大的增长压力。

图5 2018年以来新开工面积与竣工面积背离或将积累尚待释放的大量需求



资料来源：Wind，中证鹏元整理

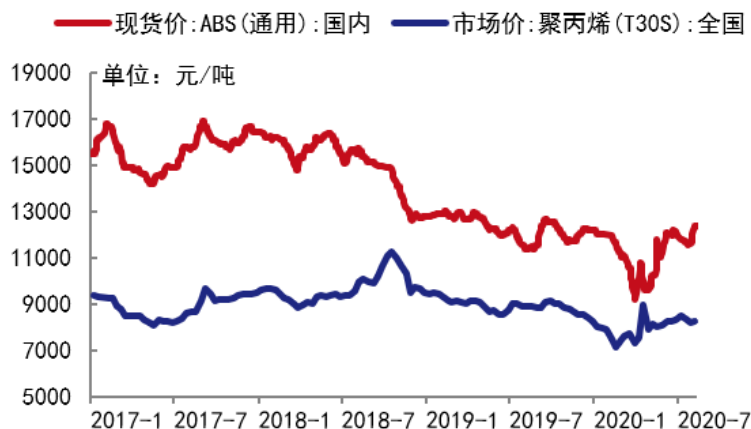
疫情导致口罩专用熔喷料需求大幅增长，口罩专用熔喷料价格大幅飙升，2020年行业盈利规模将大幅扩大

受“COVID-19”疫情影响，2020年口罩专用熔喷料，即高熔指纤维聚丙烯需求将大幅增长，带动价格大幅飙升。本次疫情使得医疗口罩需求突然爆发式增长，导致医疗口罩的核心部分M层，也就是由口罩专用熔喷料制成的熔喷性无纺布（以下简称“熔喷布”）需求激增，在需求突然剧增的情况下，口罩专用熔喷料面临一定的阶段性产能瓶颈，从而导致价格在上半年阶段性大幅上涨。公开数据显示，1吨高熔指纤维聚丙烯可生产一次性外科口罩90万-100万只，生产N95医用防护口罩的话可达20万到25万只；也就是说，普通一次性的医用口罩每只消耗高熔指纤维聚丙烯仅为1克，而N95医用防护口罩每只消耗高熔指纤维聚丙烯约为4~5克。根据公开数据测算，整体估算在疫情防控状态下，全国每日口罩需求量为6亿只，也就是口罩专用熔喷料的日需求量在600吨以上。随着国内疫情的整体受控，预计口罩需求可能出现较大幅度的下降，但海外新冠疫情形式持续恶化，截至2020年8月15日，全球新冠肺炎（COVID-19）确诊病例达2,129万人，口罩等个人防护用品需求激增，预计2020年口罩专用熔喷料市场需求将大幅增加。

受下游熔喷布价格暴涨等因素影响，预计2020年上游原材料价格重心将有所上移

改性塑料上游原材料主要为PP（聚丙烯）和ABS等合成树脂，其中聚丙烯在改性塑料成本中的占比约为60%-70%左右。受石油价格下降的影响，2019年PP和ABS等价格呈下降趋势，改性塑料行业成本端有所改善。自2020年4月中旬以来，PP和ABS市场价格大幅增加，主要驱动因素有：口罩需求爆发带来的下游熔喷布价格暴涨和4-6月聚烯烃市场装置检修高峰期等。目前国内疫情得到较好控制，市场驱动上涨因素已基本终结，而上游的石化行业目前仍处于大幅扩产阶段，上游原材料供给整体将大幅增加，预计PP和ABS价格将有所走弱，但预计价格重心将有所上移。

图6 2019年我国PP（市场价）、ABS（现货价）继续下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

改性塑料行业集中度较低，防疫物资需求大幅增加，2020年H1行业业绩大幅增长

目前我国有上千家企业从事改性塑料生产，但规模以上企业较少，根据行业统计，国内上千家改性塑料企业中产能超过3,000吨的不超过300家公司，行业集中度低，绝大多数分布在华南、华东及环渤海等经济发达地区，主要生产企业有金发科技、道恩股份、国恩股份等，但行业内营收规模达百亿的仅有金发科技一家。在COVID-19的影响下，防疫物资相关的材料在短时间内需求爆发，熔喷料等改性塑料激增，带动整个行业2020年H1业绩大幅增长。

表3 2019年改性塑料行业主要上市公司财务数据概况（单位：亿元、%）

公司	总资产	净资产	资产负债率	营业收入	归母净利润	经营活动现金流	综合毛利率	销售净利率
金发科技	291.70	107.06	63.30	292.86	12.45	27.38	16.04	4.32
国恩股份	48.62	24.88	48.83	50.69	3.96	0.75	17.55	7.93
普利特	38.92	23.96	38.44	36.00	1.65	3.53	19.14	4.56
道恩股份	19.16	11.52	39.89	27.35	1.66	1.88	16.91	6.50
国立科技	19.05	9.28	51.29	26.02	0.26	0.50	9.16	0.80
银禧科技	14.55	10.18	30.07	15.11	0.10	0.63	12.83	0.68
沃特股份	13.14	7.27	44.72	9.00	0.47	1.20	16.87	5.69
南京聚隆	10.32	6.98	32.34	9.53	0.29	0.32	15.93	3.06

资料来源：公开资料

四、经营与竞争

公司营业收入主要来源于改性塑料、热塑性弹性体和色母粒的生产与销售，2019年营业收入大幅增长100.76%，主要系子公司海尔新材料在2019年全部并表所致，2020年1-3月营业收入为6.19亿元，同比下降8.02%，主要原因是疫情导致下游的家电和汽车行业需求大幅下降。其他业务收入主要为原料与废料销售收入，2019年公司加大了业务开展力度，收入规模大幅增加，但毛利率波动性较大，对公司盈利贡献有限。

2019年公司综合毛利率有所下降，主要原因是低毛利率的海尔新材料营业收入全部并表，导致低毛利率的改性塑料收入占比大幅增加。2020年1-3月公司综合毛利率大幅上跌至22.58%，主要原因是新冠肺炎导致口罩专用熔喷料供给阶段性短缺，熔喷料价格暴涨。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
改性塑料	198,558.33	14.17%	82,918.74	14.44%
热塑性弹性体	39,490.39	34.19%	31,525.10	30.26%

色母粒	18,307.83	18.38%	15,844.60	13.96%
其他业务收入	17,187.53	7.26%	5,964.89	0.94%
合计	273,544.08	16.91%	136,253.32	17.46%

资料来源：公司提供

2019年公司主要产品产能和产量均有所增加，但受COVID-19影响，新增产能释放时间和产能消化能力存在不确定性

公司的生产基地位于烟台龙口和青岛，生产模式为以销定产，分具体产品种类看，改性塑料（含熔喷料）由公司本部制造一部和子公司海尔新材料生产，热塑性弹性体类主要由公司本部制造二部生产，色母粒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，受益于并购的海尔新材料的12万吨产能全部并表和IPO募投项目改性塑料扩建项目3万吨产能的完全释放，2019年产能同比增长1.39倍至21.00万吨，产量同比增长1.53倍至19.10万吨，产能利用率上升至90.95%，产能消化情况良好。

公司是国内热塑性弹性体的龙头企业，是热塑性弹性体TPV国家行业标准的起草单位。热塑性弹性体产品主要分为TPV、TPU和TPE-S等，主要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。受益于高性能热塑性弹性体（TPV）扩建项目2.10万吨产能的逐步释放，2019年热塑性弹性体产能和产量分别同比增长26.32%和24.92%，产能利用率为89.89%，原计划于2019年底或2020年初投产剩余的1.10万吨TPV产能，受疫情影响，投产时间不确定。

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。2019年子公司青岛润兴继续购买色母粒生产线，产能和产量同比分别增长10.00%和20.10%，产能利用率上升至87.81%。

整体而言，受疫情影响，预计2020年公司热塑性弹性体产量将有所下降，由于改性塑料产品的生产灵活性和低转换成本，可根据市场需求灵活调整为口罩专用熔喷料，一定程度上将缩窄改性塑料产量降幅。

表5 公司主要产品产能产量情况

产品	项目	2019 年	2018 年
改性塑料	产能（吨）	210,000.00	88,000.00
	产量（吨）	191,001.95	75,641.38
	产能利用率	90.95%	85.96%
热塑性弹性体类	产能（吨）	24,000.00	19,000.00
	产量（吨）	21,573.15	17,269.98

	产能利用率	89.89%	90.89%
色母粒	产能（吨）	22,000.00	20,000.00
	产量（吨）	19,319.20	16,085.83
	产能利用率	87.81%	80.43%

注：海尔新材料18年纳入合并范围内的产能按2万吨计算。

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，IPO 募投项目高性能热塑性弹性体（TPV）扩建项目的 2.10 万吨产能已投产 1.00 万吨，剩余的 1.10 万吨投产时间调整为 2020 年底；IPO 募投项目万吨级热塑性医用溴化丁基橡胶（TPIIR）产业化项目正在建设中，目前已建成 3,000 吨生产线，并取得美国 FDA 认证和美国联邦药典 USP 六级认证，正在对接国外客户；国内认证正在取证过程中，暂不能在国内的医用胶塞行业批量使用，投产时间由原定的 2020 年 6 月调整至 2021 年 6 月；子公司年产 3,000 吨特种氢化丁腈橡胶项目中的 1,000 吨已于 2019 年 6 月试生产成功。此外，本期债券募投项目的 12 万吨改性塑料产能若能顺利投产释放，公司产能将进一步大幅增加。

整体而言，未来公司产能将大幅增加，但考虑到 COVID-19 影响，短期内部分在建产能投产时间不确定。此外，下游的汽车零部件和家电行业增长乏力，未来能否获得充足订单消化产能具有不确定性。

表6 2019 年末公司主要在建产能情况（单位：万元、吨）

项目名称	计划总投资	投资进度	产能	预计投产时间
高性能热塑性弹性体（TPV）扩建项目	18,533	84.90%	21,000	2018 年 6 月已投产 1 万吨，剩余 1.1 万吨投产时间调整至 2020 年底
万吨级热塑性医用溴化丁基橡胶（TPIIR）产业化项目	9,000	52.80%	10,000	由 2020 年 6 月调整至 2021 年 6 月
年产 3000 吨特种氢化丁腈（HNBR）橡胶项目	11,000	78.80%	3,000	待定，其中 1,000 吨已试生产成功
道恩高分子新材料项目*	36,000	0.04%	120,000	待定
合计	74,533	-	154,000	-

注：标“*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受国际原油价格下降影响，2019年公司成本端得到改善

2019年，公司原材料采购分为一般性原材料与核心原材料两种，采取分开采购方式，核心原材料包括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，与中石化化工销售（青岛）有限公司和中国石油天然气股份有限公司华北化工销售分公司等主要供应商建立了长期的合作关系。近年来，公司主要产品的成本构成较为稳定，PP、ABS和EPDM等核心原材料是公司产品最主要的成本来源，2019年核心原材料的采购

成本在总成本中的占比仍然在90%以上。

表7 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2019 年	2018 年
PP	采购数量（吨）	111,006.66	56,051.68
	单价（元/吨）	7,661.64	8,082.53
	金额（万元）	85,049.30	45,303.92
ABS	采购数量（吨）	27,453.90	7,800.25
	单价（元/吨）	11,048.74	13,250.68
	金额（万元）	30,333.10	10,335.86
EPDM	采购数量（吨）	3,405.17	3,761.23
	单价（元/吨）	13,180.96	14,171.96
	金额（万元）	4,488.34	5,330.40

资料来源：公司提供

PP和ABS等合成树脂的价格与国际原油价格呈正相关关系，受国际油价下跌影响，2019年PP、ABS、EPDM等采购价格分别下降5.21%、16.62%和6.99%，成本端得到改善。

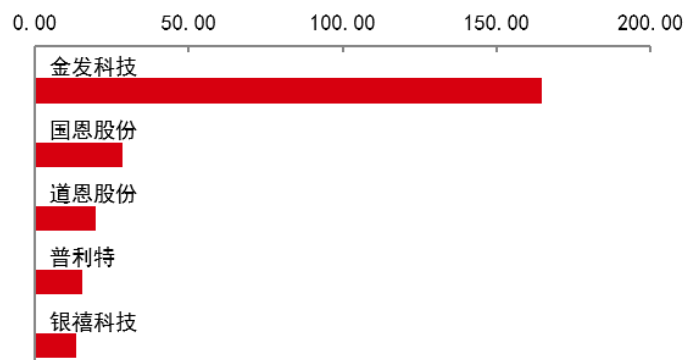
2019年前五大供应商采购金额占比为42.22%，较2018年相比略有增加，主要供应商较为稳定。总的来看，公司原材料为基础性化工产品，供应商主要为大型化工企业，采购价格主要参考市场价，特别是向中石油和中石化等强势央企采购PP、ABS等核心原材料时需预付100%货款，公司对上游议价能力较弱。

2019年公司主要产品销售收入均快速增长，产销率良好，但对单一客户存在较大的依赖；疫情之下，虽家电和汽车零部件等主要下游需求大幅下降，但上半年熔喷料需求旺盛价格暴涨，预计全年盈利规模将大幅增加

公司的热塑性弹性体、改性塑料和色母粒的产品应用领域相近，下游客户主要为家电、汽车零部件和医药行业，具有一定的重叠性，在市场销售中有一定的协同性。销售模式以直销为主，经销为辅，直销是指公司与客户签订加工定制合同，将产品直接销售给客户，经销是指公司与经销商签署代理协议，经销商的最终用户在公司进行备案登记，产品由公司直接发货给最终用户，截至2020年3月末，公司在册的经销商数量较少，经销商收入规模较小且整体呈下降趋势，对营业收入贡献很小。公司一般给予下游的汽车和家电行业3个月账期。

公司改性塑料产品主要用于生产汽车零部件的保险杆和仪表盘，家电产品的外框、外壳及医疗卫生及其他行业的医用无纺布和弹簧活塞等，收入规模在行业内处于中等水平。

图7 2019年部分上市公司改性塑料销售收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年改性塑料销量和收入继续大幅增加，销售收入快速增长，主要系2018年11月并表的海尔新材料带来的大规模改性塑料收入所致。毛利率方面，2019年略有下降，主要原因是并表的海尔新材料毛利率较低，因其下游的家电领域竞争较为激烈。

表8 海尔新材料主要财务数据（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
总资产	56,566.37	51,176.86
净资产	30,496.13	23,818.77
营业收入	143,076.19	135,468.54
营业利润	7,284.13	6,346.19
净利润	6,600.29	5,699.31
经营活动现金流净额	4,129.76	6,381.71

资料来源：海尔新材料2018-2019年审计报告

随着进口产品替代加快，市场区域不断扩大，以及IPO募投项目高性能热塑性弹性体扩建项目的2.1万吨产能逐步有效释放，2019年销量大幅增长31.82%至1.97万吨，收入大幅增长25.27%至3.95亿元，产销率上升4.78个百分点至91.29%。毛利率方面，2019年热塑性弹性体毛利率为34.19%，较2018年上升3.93个百分点，主要原因是上游原材料下降。

2019年随着新增产能的有效释放，色母粒的销量和收入同比分别增长22.08%和15.55%，产销率提升至96.02%，销售状况良好；毛利率为18.38%，同比增长4.42个百分点。

受疫情影响，家电和汽车零部件行业等主要下游需求减少，但口罩专用熔喷料市场需求旺盛、价格大幅上涨，根据公司公开披露的数据，截至4月22日，熔喷料交货期已排在7月初，全年盈利规模将大幅增加。

表9 公司主要产品销售情况

产品	项目	2019 年	2018 年
改性塑料	产量（吨）	191,001.95	75,641.38
	销量（吨）	181,207.41	76,020.83
	产销率	94.87%	100.50%
	销售额（万元）	198,558.33	82,918.74
	均价（元/吨）	10,957.52	10,907.37
热塑性弹性体	产量（吨）	21,573.15	17,269.98
	销量（吨）	19,695.14	14,940.99
	产销率	91.29%	86.51%
	销售额（万元）	39,490.39	31,525.10
	均价（元/吨）	20,050.83	21,099.70
色母粒	产量（吨）	19,319.20	16,085.83
	销量（吨）	18,550.21	15,195.51
	产销率	96.02%	94.47%
	销售额（万元）	18,307.83	15,844.60
	均价（元/吨）	9,869.34	10,427.16

资料来源：公司提供

公司下游客户主要处于家电和汽车行业，主要客户有青岛海尔和海信（山东）冰箱有限公司及其关联公司（以下简称“海信公司”），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，更多的销售合同类型是一单一签，子公司海尔新材料与青岛海尔签订了长期的年度框架合同，到期后一般自动续签一年，进入青岛海尔的产业链，收入来源较有保障，但另一方面，公司也将对其存在一定依赖，随着海尔新材料的收入全部并表，2019年公司对其实现的销售收入为10.25亿元，占比大幅上升至37.45%，且预计中长期内青岛海尔都将是公司的第一大客户。

表10 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售收入	占营业收入的比重
2019年	客户 1	102,451.57	37.45%
	客户 2	4,020.42	1.47%
	客户 3	3,660.99	1.34%
	客户 4	3,372.54	1.23%
	客户 5	3,170.85	1.16%
	合计	116,676.37	42.65%
2018年	客户 1	17,931.42	13.16%
	客户 2	3,703.07	2.72%
	客户 3	3,398.63	2.49%
	客户 4	2,830.43	2.08%

	客户 5	2,092.57	1.54%
	合计	29,956.11	21.99%

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司的销售区域基本位于国内，具体是吉林、浙江、重庆、湖北、江苏、上海和安徽等汽车配件生产集中地区及安徽、浙江和山东等家电、塑料制品发达的生产区域，2019年的国内销售收入占比在93.21%，国外的销售区域主要位于东南亚。

五、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2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季报，报告均采用新会计准则编制。2019年，受会计政策变更影响，公司将应收票据列报为应收款项融资，短期期限银行理财产品和期货投资列报为交易性金融资产，对财务报表的影响主要体现在2019年1月1日，故未对2018年末财务数据进行调整。

资产结构与质量

2019年以来公司资产规模继续增加，资产质量尚可

近年公司资产规模快速增加，2019年末总资产为19.16亿元，较2018年末增长10.62%，主要得益于公司经营积累，2020年第一季度，受益于预收货款和经营积累增加的影响，总资产进一步增长9.85%至21.05亿元。2019年末公司流动资产占比为67.07%，较为稳定。

流动资产方面，2019年末公司货币资金为2.20亿元，主要为银行存款，其中0.26亿元的货币资金使用权受限。随着业务规模扩大，2019年应收账款也在增加，但占比较为稳定，2019年末应收账款为4.74亿元。公司应收账款账龄整体较短，截至2019年末，账龄在一年以内的应收账款余额占比为96.37%；前五大应收账款余额合计1.91亿元，占当期末应收账款余额的37.50%；坏账计提比例为7.08%。2019年末应收款项融资为1.71亿元，较年初大幅增加，主要是应收的银行承兑汇票大幅增加，其中1,140.74万元的银行承兑汇票已质押。公司预付账款主要是预付材料款，2019年末为0.38亿元，规模较小，但2020年以来受疫情影响，公司获得了较多的熔喷料订单，加大了PP等原材料采购，使得3月末预付账款大幅增加至1.20亿元。公司存货主要为原材料和库存商品，2019年末为3.23亿元，规模较为稳定，2019年末计提的存货跌价准备为930.37万元，计提比例为2.80%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23,469.19	11.15%	21,971.03	11.47%	14,352.27	8.29%
应收票据	0.00	0.00%	0.00	0.00%	11,401.46	6.58%
应收账款	42,531.91	20.21%	47,366.57	24.72%	41,030.48	23.69%
应收款项融资	23,422.46	11.13%	17,121.66	8.94%	0.00	0.00%
预付款项	11,995.18	5.70%	3,814.54	1.99%	6,818.56	3.94%
存货	33,860.52	16.09%	32,308.12	16.86%	32,727.77	18.89%
流动资产合计	142,255.29	67.59%	128,513.24	67.07%	112,920.13	65.19%
固定资产	41,813.69	19.87%	40,337.85	21.05%	28,833.49	16.65%
在建工程	2,813.86	1.34%	2,814.96	1.47%	13,219.87	7.63%
无形资产	12,114.25	5.76%	12,195.91	6.37%	10,983.77	6.34%
非流动资产合计	68,217.66	32.41%	63,089.93	32.93%	60,292.73	34.81%
资产总计	210,472.95	100.00%	191,603.16	100.00%	173,212.87	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司固定资产主要为机器设备和房屋建筑物，2019年末账面价值大幅增长39.90%至4.03亿元，主要原因是IPO募投项目年产3000吨特种氢化丁腈橡胶项目完工转固，其中抵押的固定资产为6,611.47万元。截至2019年末，公司在建工程为2,814.96万元，主要为医用溴化丁基橡胶项目和年产3,000吨特种氢化丁腈橡胶项目的投入。截至2019年末，公司无形资产账面价值为1.22亿元，较为稳定，其中无形资产中的土地使用权和非专利技术分别为0.93亿元和0.29亿元，其中7,249.00万元的土地使用权已用于抵押，占土地使用权的78.09%，非专利技术均为内部研发形成。

整体来看，公司资产规模进一步增加，主要为应收款项和存货等经营性资产及固定资产和在建工程等生产性资产，应收款项对营运资金造成一定的占用，2019年末受限资产占比9.18%，资产质量整体尚可。

资产运营效率

2019年公司周转效率有所改善，且处于行业中等偏上水平

公司的下游客户主要为汽车零部件和家电行业，一般给予3个月的账期，客户账期与公司业务人员绩效挂钩，受益于2019年收入规模大幅增加，2019年应收账款周转天数大幅下降至58.17天。2019年存货周转天数为51.50天，较2019年大幅下降，2018年周转效率偏高主要原因是收购海尔新材料属于非同一控制下合并，仅合并了海尔新材料2018年11-12月的营业收入和营业成本，但2018年末存货全部并表，导致2018年基数偏高。公司上游供

应商主要为大型化工企业，地位强势，原材料的结算账期较短，此外，受子公司海尔新材料并表期间影响，2019年应付账款周转天数低位下降至23.02天。近年来净营业周期整体呈波动性，2019年明显下降，整体运营效率一般，处于同行业的中等偏上的水平。

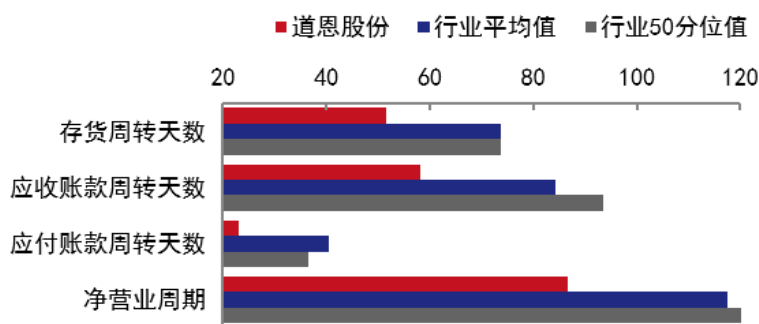
厂房、机器设备是公司最重要的生产性资产，在收入较快增长下，公司加大了在建工程投入和转固，使得固定资产周转效率有所提升，叠加受子公司海尔新材料并表期间影响，2019年固定资产周转天数下降至45.52天。在应收账款周转效率改善的带动下，公司流动资产周转天数也在大幅下降，综合影响下，公司总资产周转效率有所改善，从2018年的359.69天下降至2019年的240.06天。

表12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	58.17	85.34
存货周转天数	51.50	76.17
应付账款周转天数	23.02	36.70
净营业周期	86.65	124.81
流动资产周转天数	158.87	236.26
固定资产周转天数	45.52	60.77
总资产周转天数	240.06	359.69

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

图 8 2019 年公司周转效率处于行业中等以上水平



资料来源：Wind，中证鹏元整理

盈利能力

2019年营业收入和净利润均大幅增加，2020年在熔喷料业务带动下，业绩将继续向好

2019年公司营业收入大幅增加，主要受益于海尔新材料带来的改性塑料收入全部并表，受新冠肺炎影响，2020年1-3月营业收入为6.19亿元，同比下降8.02%，新冠肺炎全球

扩散，下游的家电和汽车零部件需求短期内难以全面复苏，预计2020年收入面临增长压力。受产品结构变化影响，2019年公司综合毛利率有所下降，2020年一季度熔喷料供给阶段性短缺导致价格大幅上涨，使得综合毛利率大幅增加至22.58%，年内仍有防疫物资需求，预计全年毛利率或将有所增加。

近年来公司期间费用控制情况较好，2019年期间费用率为9.27%，较上年略有上升，但仍处于行业内较低水平。2019年公司投资收益大幅下降至96.01万元，主要原因是2018年投资收益主要来自旭力生恩投资的海尔新材料确认的投资收益，导致2018年基数较大。

受全球COVID-19疫情影响，2020年1-3月公司营业收入同比下降8.02%，但熔喷料价格暴涨使得同期净利润同比增长83.75%。根据公司发布的半年报，2020年上半年实现归属于上市公司股东的净利润5.85亿元，较上年同期增长6.41倍。在全球COVID-19的影响下，公司作为《聚丙烯（PP）熔喷专用料》国家标准的编制单位、国内熔喷布聚丙烯熔喷专用料的主要生产企业之一，预计公司2020年业绩将继续向好。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年
营业收入	61,916.59	273,544.08	136,253.32
投资收益	196.83	96.01	1,137.05
其他收益	521.48	1,459.34	980.90
营业利润	8,444.43	19,944.42	13,991.91
利润总额	8,457.02	19,844.50	14,009.69
净利润	7,170.51	17,770.28	12,442.98
综合毛利率	22.58%	16.91%	17.46%
期间费用率	9.01%	9.27%	8.33%
营业利润率	13.64%	7.29%	10.27%
总资产回报率	-	11.98%	10.78%
净资产收益率	-	16.52%	13.51%
营业收入增长率	-8.02%	100.76%	45.87%
净利润增长率	83.75%	42.81%	29.97%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金生成能力较好，经营活动现金流表现较好

2019年收现比为0.57，较上年略有下降，仍低于1.0，主要原因是自2017年起，票据结算的销售款和采购款均未计入现金流量表。近年来公司经营活动现金生成能力较好，2019年FFO大幅增加至2.62亿元，主要受益于同期净利润的大幅增加。从营运资本来看，公司

经营性应收项目的增加对公司营运资金形成一定占用，但整体而言，经营活动现金流表现较好，2019年继续大幅净流入，净现比由2018年的0.24大幅上升至1.06。

投资活动方面，近年来投资活动现金流出主要为IPO募投项目的投入款、股权收购款和购买的银行理财产品，2019年净流出1.37亿元，主要原因是购买了土地、机器设备和支付部分收购海尔新材料的股权款等。

为支持公司经营活动资金需求，2019年筹资活动现金净流入2,871.03万元，考虑到本期债券的成功发行，为本期债券募投项目资金需求提供了较好保障，且公司上半年购买了较多的银行理财产品，短期内公司融资需求较小。

表14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.57	0.64
净利润	17,770.28	12,442.98
FFO	26,181.13	15,197.67
营运资本变化	-7,396.27	-12,155.01
其中：存货减少（减：增加）	-288.74	-18,082.76
经营性应收项目的减少（减：增加）	-10,101.96	-2,538.99
经营性应付项目的增加（减：减少）	2,994.43	8,466.74
经营活动产生的现金流量净额	18,784.84	3,042.65
投资活动产生的现金流量净额	-13,685.47	-20,404.23
筹资活动产生的现金流量净额	2,871.03	17,605.71
现金及现金等价物净增加额	7,935.98	280.73
净现比	1.06	0.24

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2019年以来公司有息债务规模略有增加

受益于经营利润积累，2019年净资产增加至11.52亿元，2020年3月末进一步增加至12.25亿元，但整体资本实力较弱。2019年末公司总负债略有增加，为7.64亿元，一季度公司预收熔喷料货款大幅增加，2020年3月末总负债增加至8.79亿元。综合影响下，2019年末公司产权比率下降至66.36%，所有者权益对负债的保障程度略有提高。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
负债总额	87,930.03	76,428.36	73,208.01
所有者权益	122,542.92	115,174.80	100,004.86

产权比率	71.75%	66.36%	73.20%
------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

公司负债仍基本以流动负债为主。截至2019年末，公司短期借款为3.74亿元，主要是用于生产经营投入。公司应付账款主要为应付材料款和设备配件款等，2019年末为1.47亿元，较为稳定。公司其他应付款（合计数）主要为应付股利、应付股利转让款和股份支付限制性股票，2019年末为9,376.66万元，较2018年大幅下降，主要原因是支付了部分海尔新材料的股权转让款，应付股利为应付海尔新材料原股东股利，2019年末为3,731.28万元，涉及外汇管制，支付时间不确定。2020年一季度，熔喷料供不应求，公司预收的熔喷料货款大幅增加，使得2020年3月末合同负债达8,023.13万元。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债为500万元，为即将到期的银行借款。

公司非流动负债主要为长期借款和收到政府补助形成的递延收益。截至2019年末，公司长期借款为2,918.66万元，为保证+抵押借款。2019年末，递延收益为5,758.37万元。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	37,663.29	42.83%	37,351.23	48.87%	35,300.00	48.22%
应付账款	17,575.58	19.99%	14,682.71	19.21%	14,388.58	19.65%
合同负债	8,023.13	9.12%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款（合计数）	9,780.61	11.12%	9,376.66	12.27%	14,344.62	19.59%
一年内到期的非流动负债	500.00	0.57%	500.00	0.65%	0.00	0.00%
流动负债合计	77,417.35	88.04%	67,208.50	87.94%	68,555.15	93.64%
长期借款	2,912.00	3.31%	2,918.66	3.82%	0.00	0.00%
递延收益-非流动负债	6,705.91	7.63%	5,758.37	7.53%	3,978.88	5.44%
非流动负债合计	10,512.68	11.96%	9,219.86	12.06%	4,652.86	6.36%
负债合计	87,930.03	100.00%	76,428.36	100.00%	73,208.01	100.00%
其中：有息债务	41,075.29	46.71%	40,769.89	53.34%	35,300.00	48.22%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司有息债务为4.11亿元，较2018年末增长16.36%，其中短期有息债务3.82亿元，短期债务集中度为92.91%。

从公司各项偿债指标来看，截至2019年末，公司资产负债率为39.89%，较上年下降2.38个百分点。2019年末流动比率和速动比率较上年均有所上升，短期偿债能力提升。随着有息债务规模增加，导致EBITDA利息保障倍数有所下降，但EBITDA利息保障倍数仍然很高，总体而言，公司经营对债务的保障能力较强。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	41.78%	39.89%	42.26%
流动比率	1.84	1.91	1.65
速动比率	1.40	1.43	1.17
EBITDA（万元）	-	27,034.28	17,516.36
EBITDA 利息保障倍数	-	13.44	26.54
有息债务/EBITDA	-	1.51	2.02
债务总额/EBITDA	-	2.83	4.18

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

第三方担保

山东道恩钛业有限公司（以下简称“道恩钛业”）为本期债券提供无条件不可撤销的连带保证，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，保证责任期间为本期债券所应承担的第一笔主债务产生之日起，至本期债券所应承担的最后一笔主债务履行期限届满之日起两年。

道恩钛业成立于2007年7月26日，系道恩集团的全资子公司，注册资本及实缴资本均为1.10亿元，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，截至2019年末，道恩钛业总资产为42.33亿元，归属于母公司的所有者权益为32.00亿元，资产负债率为24.40%，具体财务指标如下表所示。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。

表18 道恩钛业主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	423,286.32	373,428.07	335,013.50
归属于母公司所有者权益	320,023.16	283,635.94	247,592.82
有息债务	40,425.00	55,525.00	30,250.00
资产负债率	24.40%	24.05%	26.09%
营业收入	262,664.75	250,810.05	249,955.00
营业利润	42,887.81	42,391.21	54,295.07
净利润	36,387.21	36,043.12	40,039.16
综合毛利率	20.04%	20.46%	24.76%
经营活动现金流净额	536.39	2,203.28	-

注：2017 年财务数据来源于 2018 年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：道恩钛业 2018-2019 年审计报告（审计机构为烟台裕翔会计师事务所（普通合伙）），中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2020年7月30日）、子公司海尔新材料（报告查询日为2020年8月5日）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

2019年，受益于海尔新材料的全部并表，公司2019年营业收入和净利润均大幅增加，且在全球COVID-19的影响下，熔喷料在内的防疫物资需求大幅增加且短期内仍有较大的需求，预计2020年业绩继续向好。此外，公司FFO规模大幅增加，净现比大幅改善，经营活动现金净流入规模大幅增长。

同时，中证鹏元也关注到公司部分IPO募投项目投产时间不确定或计划延期，短期内部分在建产能投产时间不确定，下游的需求增长乏力也为产能消化能力带来一定的不确定性，此外，第一大客户青岛海尔销售收入占比较高，公司对其存在较大的依赖。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA-，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	23,469.19	21,971.03	14,352.27	8,162.79
应收账款	42,531.91	47,366.57	41,030.48	23,565.05
应收款项融资	23,422.46	17,121.66	0.00	0.00
预付款项	11,995.18	3,814.54	6,818.56	1,437.19
存货	33,860.52	32,308.12	32,727.77	14,866.98
固定资产	41,813.69	40,337.85	28,833.49	17,164.19
无形资产	12,114.25	12,195.91	10,983.77	6,482.78
资产总计	210,472.95	191,603.16	173,212.87	99,060.02
短期借款	37,663.29	37,351.23	35,300.00	0.00
应付账款	17,575.58	14,682.71	14,388.58	8,542.88
其他应付款	9,780.61	9,376.66	14,344.62	407.27
长期借款	2,912.00	2,918.66	0.00	0.00
负债合计	87,930.03	76,428.36	73,208.01	14,809.22
有息债务	41,075.29	40,769.89	35,300.00	0.00
归属于母公司所有者权益合计	115,622.89	108,485.39	94,477.25	84,250.80
所有者权益合计	122,542.92	115,174.80	100,004.86	84,250.80
营业收入	61,916.59	273,544.08	136,253.32	93,408.53
营业利润	8,444.43	19,944.42	13,991.91	10,516.83
净利润	7,170.51	17,770.28	12,442.98	9,573.88
经营活动产生的现金流量净额	7,587.84	18,784.84	3,042.65	3,359.31
投资活动产生的现金流量净额	-6,698.56	-13,685.47	-20,404.23	-8,041.61
筹资活动产生的现金流量净额	-130.70	2,871.03	17,605.71	-12,616.70
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数（天）	-	58.17	85.34	87.52
存货周转天数（天）	-	51.50	76.17	66.50
应付账款周转天数（天）	-	23.02	36.70	40.42
净营业周期（天）	-	86.65	124.81	113.60
流动资产周转天数（天）	-	158.87	236.26	269.12
固定资产周转天数（天）	-	45.52	60.77	61.25
总资产周转天数（天）	-	240.06	359.69	385.47
综合毛利率	22.58%	16.91%	17.46%	20.55%
期间费用率	9.01%	9.27%	8.33%	8.84%
营业利润率	13.64%	7.29%	10.27%	11.26%
总资产回报率	-	11.98%	10.78%	11.20%

净资产收益率	-	16.52%	13.51%	11.78%
营业收入增长率	-8.02%	100.76%	45.87%	16.81%
净利润增长率	83.75%	42.81%	29.97%	17.43%
资产负债率	41.78%	39.89%	42.26%	14.95%
流动比率	1.84	1.91	1.65	6.04
速动比率	1.40	1.43	1.17	4.68
EBITDA（万元）	-	27,034.28	17,516.36	13,270.32
EBITDA 利息保障倍数	-	13.44	26.54	90.81
有息债务/EBITDA	-	1.51	2.02	0.00
债务总额/EBITDA	-	2.83	4.18	1.12
FFO	-	26,181.12	15,197.67	12,277.16
净现比	1.06	1.06	0.24	0.35

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
净现比	经营活动产生的现金流量净额 / 净利润

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。