

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0011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

二〇二四年四月二十五日

## 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。

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。其中主体评级结果有效期自2024年4月25日至2025年4月24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

2024年4月25日

山东阳谷华泰化工股份有限公司  
主体及“阳谷转债”2024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			2024/4/25	AA-/稳定	宋馨	郑慧
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	7.46
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
主体概况			盈利能力	技术水平	8.00	3.60
				毛利率	8.00	6.63
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，公司控股股东及实际控制人仍均为自然人王传华。			债务负担和保障程度	总资产收益率	5.00	5.00
				资产负债率	10.00	10.00
				经营活动现金流流动负债比	12.00	12.00
				EBITDA/利息支出	10.00	10.00
			全部债务/EBITDA	6.00	5.93	
			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

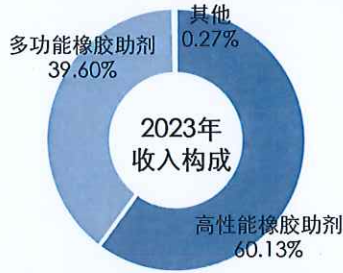
公司是综合性橡胶助剂供应商，防焦剂 CTP、不溶性硫磺产能仍居行业前列，具有较强的细分市场竞争力；公司拥有国家橡胶助剂工程技术研究中心，掌握防焦剂 CTP 原材料加工、高分散性不溶性硫磺生产等关键技术，具备一定研发创新能力；跟踪期内，公司持续围绕重点客户和重点产品进行开发及推广，受益于市场拓展力度加大以及下游需求增加，公司产品销量有所增长。

但另一方面，跟踪期内原材料价格下降叠加橡胶助剂行业竞争加大，公司高性能橡胶助剂价格下降，盈利能力下降；跟踪期内，公司境外销售收入占比仍较高，国际形势和外汇汇率波动或对公司经营业绩产生扰动；公司资产负债率较高，对资金存在一定程度的占用；“阳谷转债”发行后债务规模显著上升，在建项目未来投资规模仍较大，预计债务规模将保持增长。

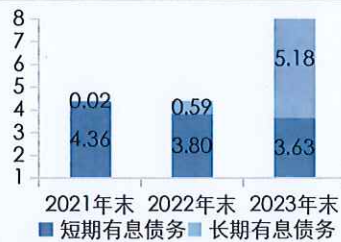
综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，维持“阳谷转债”的信用等级为 AA-。

## 主要指标及依据

### 2023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	2021年	2022年	2023年
资产总额 (亿元)	26.57	35.41	44.17
所有者权益 (亿元)	19.28	27.79	32.08
全部债务 (亿元)	4.38	4.39	8.81
营业总收入 (亿元)	27.05	35.17	34.55
利润总额 (亿元)	3.48	6.27	3.81
经营性净现金流 (亿元)	1.50	3.35	3.22
营业利润率 (%)	22.26	26.97	21.66
资产负债率 (%)	27.44	21.52	27.38
流动比率 (%)	200.29	328.04	418.83
全部债务/EBITDA (倍)	0.91	0.57	1.57
EBITDA 利息倍数 (倍)	28.38	51.18	21.24

注: 表中数据来源于公司2021年~2023年的审计报告。

## 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，跟踪期内防焦剂 CTP、不溶性硫磺产能仍居于行业前列，具有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，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；
- 跟踪期内，公司与中策橡胶、玲珑轮胎等知名轮胎企业合作稳定，同时公司持续围绕重点客户和重点产品进行开发及推广，受益于市场拓展力度加大以及下游需求增加，公司产品销量有所增长。

## 关注

- 公司产品价格参考成本、市场竞争情况定价，跟踪期内，原材料价格下降叠加橡胶助剂行业竞争加大，公司高性能橡胶助剂价格下降，盈利能力下降；
- 跟踪期内，公司境外销售收入占比仍较高，国际形势和外汇汇率波动或对公司经营业绩产生扰动；
- 公司资产中应收账款和存货占比较高，对资金存在一定占用；
- “阳谷转债”发行后债务规模显著上升，在建项目未来投资规模仍较大，预计债务规模将保持增长。

## 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 (RTFC004202403)》

## 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-	2023/9/22	宋馨、郑慧	《化工企业信用评级方法及模型 (RTFC004202208)》	<a href="#">阅读原文</a>
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)》	<a href="#">阅读原文</a>

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	2023/9/22	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，自然人王传华仍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 2023 年末，自然人王传华直接持有公司 22.88% 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 8.37%、4.33% 和 0.51% 股份，为实际控制人的一致行动人<sup>1</sup>。

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 2023 年末，公司（合并）资产总额 44.17 亿元，所有者权益 32.08 亿元，资产负债率 27.38%。2023 年公司实现营业总收入 34.55 亿元，利润总额 3.81 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 2023 年末，公司已累计投入募集资金 18970.99 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 4537.76 万元，补充流动资金 14433.24 万元，尚未使用的募集资金总额为 45761.08 万元，其中 42500 万元为公司购买的尚未到期的理财产品，其余资金

<sup>1</sup> 截至 2024 年 2 月 5 日，王传华累计质押所持公司股份数量 29962700 股，占其所持股份比例 32.03%。王文博累计质押所持公司股份数量 9135205 股，占其所持股份比例 51.56%。

存放于募集资金专户中。

“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。2023年11月2日，公司公告于2023年11月6日调整转股价格为9.87元/股；2024年4月22日，公司公告于2024年4月29日调整转股价格为9.62元/股。

截至2024年3月末，“阳谷转债”未转股余额64999.40万元，已转成股份数606股。截至本报告出具日，“阳谷转债”尚未到还本付息日。

图表1 截至2023年末，公司募集资金使用情况（单位：万元）<sup>2</sup>

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65,000吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目	54000.00	46000.00	46000.00	4537.76
补充流动资金	19000.00	19000.00	18415.23	14433.24
合计	73000.00	65000.00	64415.23	18970.99

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 个体信用状况

### 宏观经济和政策环境

#### 一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024年一季度GDP同比增长5.3%，增速高于去年四季度的5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长6.5%，较去年全年增速加快0.6个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度GDP较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度CPI和PPI同比分别为0.0%和-2.7%，名义GDP增速仅为4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度GDP按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以GDP两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度GDP同比有望进一步加快至5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏

<sup>2</sup> 表中数据尾差系四舍五入所致，下文相同。

观调控的重心所在。

2024年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的1万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

## 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，2023年物流景气度上行，汽车市场低开高走，逐步向好，橡胶助剂产品需求逐渐恢复，预计2024年行业继续修复

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，伴随市场需求和社会流通的复苏，2023年物流行业相比去年有所恢复。据中国物流与采购联合会发布数据，我国物流业景气指数2023年全年平均为51.8%，高于2022年3.2个百分点，社会物流总费用18.2万亿元，同比增长2.3%，与GDP的比率为14.4%。汽车行业方面，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%。根据中国汽车工业协会，2023年汽车市场整体呈现“低开高走，逐步向好”的特点。2023年年初，受传统燃油车购置税优惠和新能源汽车补贴政策退出、春节假期提前、部分消费提前透支等因素影响，汽车消费恢复相对滞后，前两个月累计产销明显回落；3-4月，汽车行业运行总体面临较大压力；5-10月，在政策推动下，叠加促销活动等因素，市场需求逐步释放；11月以来，市场延续良好发展态势，叠加年末车企冲量，汽车市场持续向好。12月，产销分别完成307.9万辆和315.6万辆，同比分别增长29.2%和23.5%，年底出现热销现象。2023年，我国汽车产销累计分别完成3016.1万辆和3009.4万辆，同比分别增长11.6%和12%；2023年，我国乘用车产销量分别达2612.4万辆和2606.3万辆，同比分别增长9.6%和10.6%；商用

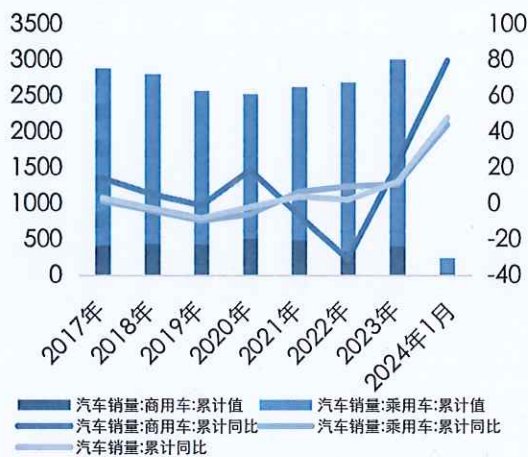
<sup>3</sup> 一般而言，普通乘用车的替换系数为1.5，商用车及载重汽车的替换系数在10~20之间。



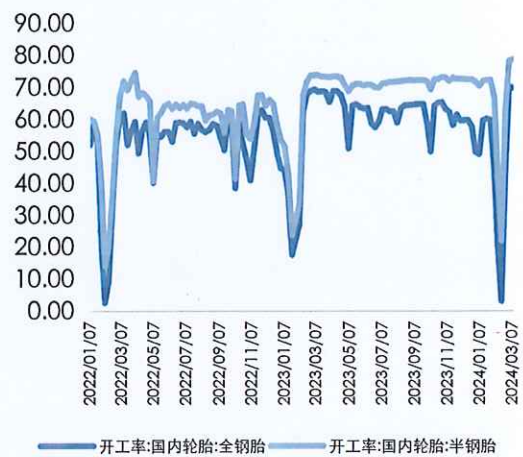
车产销量分别达 403.7 万辆和 403.1 万辆，同比分别增长 26.8%和 22.1%。受国内汽车产销量大幅上涨，配套轮胎市场需求得到提振。根据尚普咨询数据显示，2023 年全年全球轮胎总销量预计为 18.2 亿条，同比增长 4.0%。其中，乘用车轮胎销量为 15.9 亿条，同比增长 5.2%；商用车轮胎销量为 2.3 亿条，同比增长 1.8%。

2024 年随着国家促消费、稳增长政策的持续推进，促进新能源汽车产业高质量发展系列政策实施，包括延续车辆购置税免征政策、深入推进新能源汽车及基础设施建设下乡等措施的持续发力，将会进一步激发市场活力和消费潜能。

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

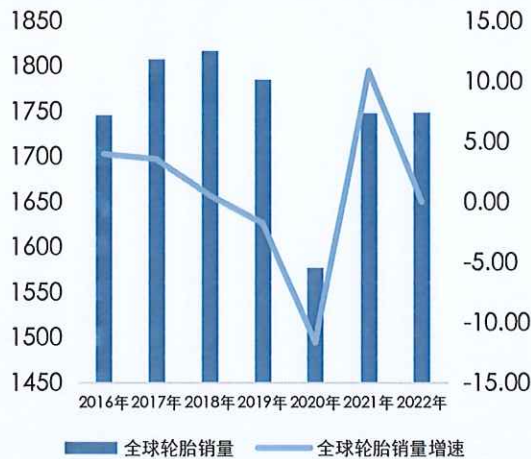
长期来看，随着国民经济的发展及人民生活水平的提升，每年均有大规模的新车注入，我国汽车保有量持续增长，根据公安部统计，2023 年末汽车保有量为 3.36 亿辆，2023 年末千人保有量为 238 辆，但距离主要发达国家汽车保有量<sup>4</sup>水平还有比较大的差距，我国汽车千人保有量仍有提升空间，将带动轮胎助剂相关产业的发展。

近年来，新能源汽车的产量和保有量均大幅上升，根据公安部和中国汽车工业协会统计，截至 2023 年底，新能源汽车产销量分别达 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8%和 37.9%，保有量达 2041 万辆，占汽车总量的 6.07%。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。

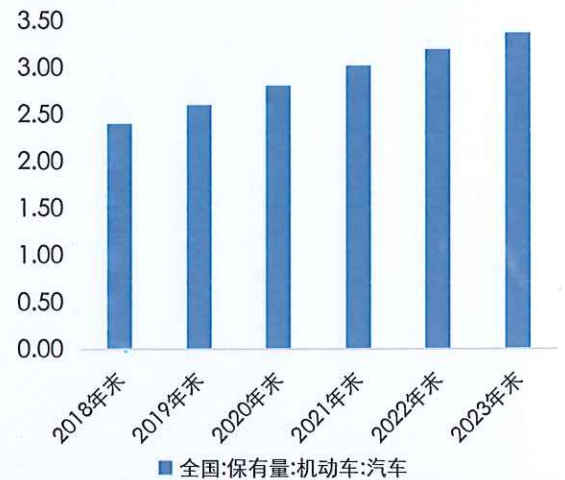
整体来看，橡胶助剂产品需求受汽车行业及物流景气度影响较大，2023 年物流景气度上行，汽车市场低开高走，逐步向好，橡胶助剂产品需求逐渐恢复。长期来看，持续增长的汽车保有量形成了对轮胎的刚性需求，为橡胶助剂行业的发展提供有力支撑，同时，新能源汽车轮胎相关的白炭黑、硅烷偶联剂、白炭黑分散剂、胎面树脂、硫化剂等相关助剂品种面临较好发展空间。

<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。

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）

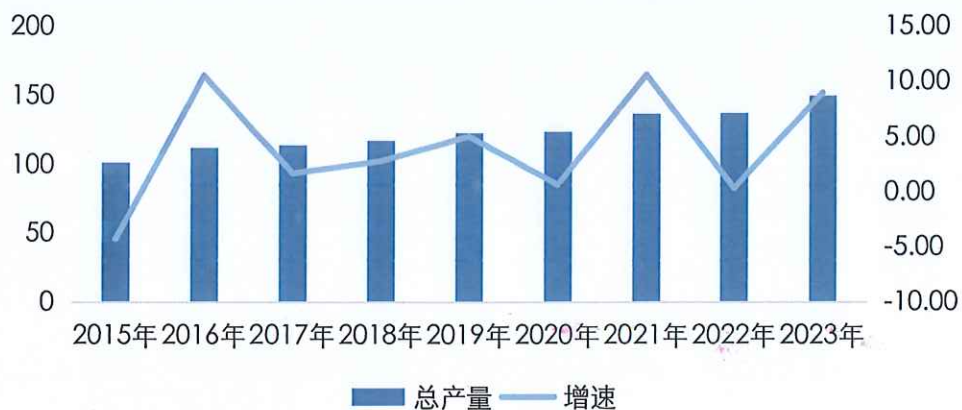


资料来源：同花顺，公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，我国橡胶助剂产量有所增长，受大宗商品市场价格波动、自身供应宽松等因素影响，价格有所下降，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。2023年一方面受大宗商品市场价格波动，另一方面受产品自身供应宽松，橡胶助剂产品价格有所下降。根据中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会统计，2023年橡胶助剂工业累计工业总产值315.68亿元，同比下降2.7%；销售收入313.4亿元，同比下降0.3%；出口额96.15亿元，同比下降7.9%；总产量149.86万吨，同比增长9%；出口量40.26万吨，同比增长2.2%。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，跟踪期内，受原油价格波动等因素影响，环己烷、苯胺等原料价格波动较大，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，2023年主要原材料价格处于震荡态势，预计2024年仍将呈现震荡态势。

苯胺方面，2023年受供需变化影响，苯胺价格全年处于震荡态势，六月底价格最低，九月中旬价格最高。供给方面，供给有所增加，但受污染限制等因素影响，产能不稳定；需求方面，MDI领域有新增产能释放、涂料行业需求旺盛、石油领域需求不断增加、染料领域需求稳步增长，预计2024年苯胺价格仍震荡运行。

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。2023年上半年，受欧美通胀水平下降缓慢，美联储及欧洲央行持续加息对经济产生负反馈，油价整体下跌。期间OPEC+紧急对油价预期管理，大规模减产，止住了油价下滑态势。2023年7月到9月中上旬，在OPEC+延续减产叠加成品油消费旺季，油价持续上涨。2023年9月中下旬后，美联储加息预期升温，以及高利率环境对经济带来实质性的压力，需求预期下降。同时OPEC+深化减产的力度并没有得到市场认可，油价展开下半年最大的一波跌势。2023年国内环己烷市场呈现“M”走势，年初的平均价格是7033.33元/吨，年末的平均价格是7116.67元/吨，全年涨幅在1.18%，整体涨幅不大。国内纯苯市场震荡运行为主，2024年纯苯继续扩产，计划新装置200万吨，行业整体供应增加，市场仍需关注原油走势，环己烷市场原料成本面支撑有限。

离子膜碱方面，2022年以来由于供应增多、下游主力厂家按需采购、装置检修等，烧碱价格震荡下行。根据生意社数据，2023年初市场均价为1128元/吨左右，年末市场均价为798元/吨，价格下跌29.26%。2024年烧碱供应面仍会处于较为宽松状态；进出口方面，我国是烧碱净出口国；需求面下游虽有新增产能，但是整体投产或一般，因此预计2024年烧碱价格将维持区间震荡。

图表7 近年橡胶助剂原料价格情况（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，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。根据中国橡胶工业协会数据，截至 2022 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。根据橡胶工业协会数据显示，2022 年中国橡胶助剂销售收入超过 20 亿元以上的企业有 5 家，10 亿元以上 20 亿元以下的有 2 家，5 亿元以上 10 亿元以下的企业 9 家。2023 年中国橡胶助剂销售收入 313.4 亿元，同比下滑 0.35%；总产量 149.86 万吨，同比增长 9%；出口量为 40.26 万吨，同比增长了 2.2%。

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。根据橡胶工业协会数据显示，2023 年橡胶硫化促进剂产量 38.45 万吨，同比增长 10.27%；橡胶防老剂产量 42.15 万吨，同比增长 6.92%；橡胶加工助剂产量 30.73 万吨，同比下滑 0.55%；橡胶硫化剂及过氧化物产量 22.48 万吨，同比增长 16.48%。

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，2023 年受高性能橡胶助剂产品价格下降，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。2023 年公司营业收入同比略有下降，主营业务毛利润主要来源于高性能橡胶助剂，2023 年公司毛利润同比下降 20.80%至 7.71 亿元，毛利率较 2022 年下降 5.36 个百分点，主要系公司产品价格参考成本、市场竞争情况定价，跟踪期内，原材料价格下降叠加橡胶助剂行业竞争加大，高性能橡胶助剂价格下降 25.29%所致。

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	2021年		2022年		2023年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
高性能橡胶助剂	18.37	67.91	22.84	64.95	20.77	60.13
多功能橡胶助剂	8.53	31.52	12.18	34.63	13.68	39.60
其他	0.16	0.57	0.15	0.42	0.09	0.27
合计	27.05	100.00	35.17	100.00	34.55	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
高性能橡胶助剂	3.91	21.27	7.15	31.28	4.78	22.99
多功能橡胶助剂	2.25	26.43	2.53	20.74	2.90	21.19
其他	0.02	10.94	0.06	41.04	0.03	37.19
合计	6.18	22.84	9.73	27.67	7.71	22.31

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 产销量居于行业前列，具有较强的细分市场竞争力

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。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、胶管、胶带、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，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

<sup>5</sup> 表中数据尾差系四舍五入所致，下文相同。

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，公司防焦剂 CTP、不溶性硫磺产能仍处于行业领先水平，产品产量有所提升，产能利用率处于较好水平**

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。

2022 年 10 月，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；2023 年，该生产线以全年口径计算产能，公司高性能橡胶助剂产能提升；多功能橡胶助剂产能不变。截至 2023 年末，公司防焦剂 CTP 产能 2.00 万吨/年，不溶性硫磺产能 7 万吨/年，在行业内排名靠前。产能利用率方面，2023 年由于生产自动化水平不断提升、生产工艺不断优化、生产效率提高，公司橡胶助剂部分产品产能利用率仍然高于 100%。2023 年公司主要橡胶助剂产品设计产能 20.10 万吨/年，产量 22.60 万吨，产能利用率 112.46%。

**跟踪期内，公司持续围绕重点客户和重点产品进行开发及推广，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，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。受益于市场拓展力度加大以及下游需求增加，跟踪期内，公司产品销量增长，产销率同比实现提升，处于较好水平。

图表 10 近年公司主要橡胶助剂产品产量和销售情况 (万吨、%)

产品名称	项目名称	2021年	2022年	2023年
高性能橡胶助剂	产量	9.43	10.80	12.36
	销量	9.09	9.65	11.74
	产销率	96.42	89.31	95.02
多功能橡胶助剂	产量	9.59	10.30	10.24
	销量	9.52	10.08	10.43
	产销率	99.22	97.86	101.92

资料来源：公司提供、东方金诚整理

2023年高性能橡胶助剂价格下降对盈利造成影响，同时公司境外销售收入占比较高，国际形势和外汇汇率波动或对公司经营业绩产生扰动

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。2023年公司原材料价格下降叠加橡胶助剂行业竞争加大，高性能橡胶助剂产品价格有所下降。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。

2023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销售价格下降。

2023年，公司境外销售收入占营业收入比重为45.08%，境外销售占比较2022年略有下降。公司境外销售结算主要以美元进行结算，国际形势和人民币对美元汇率波动或对公司的经营业绩产生扰动。公司汇兑收益由2022年的0.42亿元下降至2023年的0.15亿元。

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。2023年，公司前五大客户销售收入占主营业务收入比重为22.78%，客户集中度仍一般。

图表11 2023年前五大客户情况 (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	1.93	5.58	均匀剂、不溶性硫磺、微晶石蜡、粘合剂、促进剂、胶母粒
2	客户二	1.78	5.15	硫化剂、不溶性硫磺、微晶石蜡、粘合剂等
3	客户三	1.50	4.34	防焦剂CTP、促进剂、加工助剂等
4	客户四	1.36	3.93	促进剂、均匀剂、不溶性硫磺、抗硫化返原剂、硫化剂等
5	客户五	1.31	3.79	均匀剂、微晶石蜡、不溶性硫磺等
合计		7.87	22.78	-

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，苯胺等主要原材料价格波动较大，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，2023年主营业务成本中，原材料、人工和制造费用占比分别为72.99%、5.73%和21.28%。原材料主要为苯胺、叔丁胺、液体硫磺和离子膜碱等，2023年，原材料价格整体走弱，苯胺等主要原材料价格低于2022年平均水平。跟踪期内，苯胺等主要原材料价格波动较大，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（万元/吨、亿元）

原材料名称	2021年		2022年		2023年	
	平均单价	金额	平均单价	金额	平均单价	金额
苯胺	0.95	1.64	1.06	1.89	1.01	1.86
叔丁胺	1.65	1.09	1.74	1.28	1.46	1.09
液体硫磺	0.14	0.62	0.18	0.94	0.09	0.46
离子膜碱	0.06	0.52	0.10	0.94	0.08	0.73
间苯二酚	4.83	0.81	4.53	0.84	3.40	0.86
环己胺	1.33	0.94	1.27	0.80	1.15	0.82
环己烷	0.60	0.56	0.71	0.67	0.60	0.53
二硫化碳	0.21	0.52	0.27	0.68	0.19	0.46
苯酐	0.60	0.51	0.73	0.60	0.72	0.54
环烷油	0.51	0.40	0.73	0.64	0.71	0.83
GLC	0.28	0.61	0.38	0.61	0.40	0.55
酞酰亚胺	0.88	0.31	1.07	0.44	1.04	0.44
合计	-	8.53	-	10.33	-	9.17

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。

2023年，公司前五大供应商总体较为稳定，合计采购金额占比为23.16%，采购集中度一般。

图表13 2023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	供应商一	1.81	6.98	苯胺
2	供应商二	1.32	5.09	石蜡，液体硫磺，抗车辙母粒
3	供应商三	1.10	4.24	电费
4	供应商四	1.03	3.96	蒸汽
5	供应商五	0.75	2.89	叔丁胺
	合计	6.01	23.16	-

资料来源：公司提供、东方金诚整理



### 未来发展

公司在建项目有年产 6.5 万吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目、年产 4 万吨三氯氢硅联产 6500 吨四氯化硅项目等，在建后续所需投入仍较多，面临较大的资本支出压力

截至 2023 年末，公司在建项目主要为年产 9 万吨橡胶助剂项目、6000 吨/年促进剂 DZ 生产装置、1 万吨/年橡胶防焦剂 CTP 生产装置、年产 6.5 万吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目、年产 4 万吨三氯氢硅联产 6500 吨四氯化硅项目、智能工厂管控平台等，项目预计总投资 17.15 亿元，截至 2023 年末已投资 5.04 亿元，未来尚需投资规模较大。

图表 14 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	已累计投资	资金来源
年产9万吨橡胶助剂项目	5.06	2.35	其他
6000吨/年促进剂DZ生产装置	0.80	0.67	其他
1万吨/年橡胶防焦剂CTP生产装置	1.37	0.66	2022年定向增发 <sup>6</sup>
年产6.5万吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目	5.40	0.61	可转债 <sup>7</sup> 、其他
年产4万吨三氯氢硅联产6500吨四氯化硅项目	4.22	0.47	其他
智能工厂管控平台	0.30	0.28	2022年定向增发、其他
合计	17.15	5.04	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

年产 9 万吨橡胶助剂项目共分三期，一期为 4 万吨/年产能不溶性硫磺项目，二期包含年产树脂 35000 吨及年产粘合剂 HMMM10000 吨，三期包含 1000 吨/年硫化剂 DTD、1000 吨/年抗硫化返原剂 HTS、2000 吨/年促进剂 TBzTD、1000 吨/年新型钴盐 HT-C20，公司综合考虑发展战略及目前市场环境，二期中年产树脂 35000 吨及三期尚未实施。年产 6.5 万吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目中 5 万吨硅烷偶联剂项目处于设备调试阶段，其余项目在建中，截至 2023 年末已累计投资 0.61 亿元。年产 4 万吨三氯氢硅联产 6500 吨四氯化硅项目建设目前处于建设阶段，截至 2023 年末已累计投资 0.47 亿元。随着年产 4 万吨三氯氢硅联产 6500 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。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 2023 年末，公司无拟建项目。

整体来看，公司橡胶助剂业务相关在建项目未来投资规模较大，未来仍将面临较大资本支出压力。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。

### 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，以壮大橡胶助剂主业为核心，开发木质素基橡胶助剂替代轮胎中传统化工材料，同

<sup>6</sup> 2022 年以简易程序向特定对象发行股票募集资金简称“2022 年定向增发”，下文相同。

<sup>7</sup> 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。

## 时积极在精细化工品方向进行拓展

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，公司将继续聚焦橡胶助剂主业，做好现有产品的技术投入，在产品生产、环保治理、装备自动化、智能化、节能等方面继续做好持续优化提升，节能减排，做好成本管控，提高现有产品市场竞争力；同时，积极推进木质素基橡胶助剂<sup>8</sup>的开发认证工作。研发方面，重视科研团队建设，增加科研团队的创新性，加强技术创新，持续贴近市场，积极与客户沟通，充分了解客户需求，坚持研发以市场需求为导向，关注客户在功能、安全环保、指标方面的需求变化，降低生产成本、提高产品质量，增加客户满意度；加强与科研机构、院校的交流合作，深化产学研合作，借助机构的专业优势，加快技术创新。营销方面，坚持“以市场为中心、以销售为龙头、全员服务销售”的理念，加强销售队伍建设，提高业务人员专业水平，贴近市场，加强与客户的沟通交流；持续深入实施大客户战略，加大市场开拓力度，做好重点客户的开发及增量工作，做好新产品的市场开发和推广，积极抢占市场份额；加大橡胶制品市场的销售力度，提高市场占有率；加强风险管控，做好应收账款的管理。

社会责任方面，公司严格执行环保三同时制度<sup>9</sup>，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2023年合并财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023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。

截至2023年末，公司纳入合并范围子公司共11家，新设立2家子公司青岛阳谷鲁华新材料有限公司、山东华泰新材料技术研发有限公司。

### 资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额继续增长，资产构成仍以流动资产为主，应收账款和存货规模较大，对资金仍存在一定占用，同时部分应收款项的欠款方出现流动性紧张，或存在一定的回收风险

2023年末，公司资产总额同比增长24.74%，主要系在建工程和交易性金融资产增加所致，资产构成仍然以流动资产为主，流动资产占比62.86%。

2023年末，公司流动资产同比增长25.87%，主要系交易性金融资产和货币资金增加所致，

<sup>8</sup> 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。

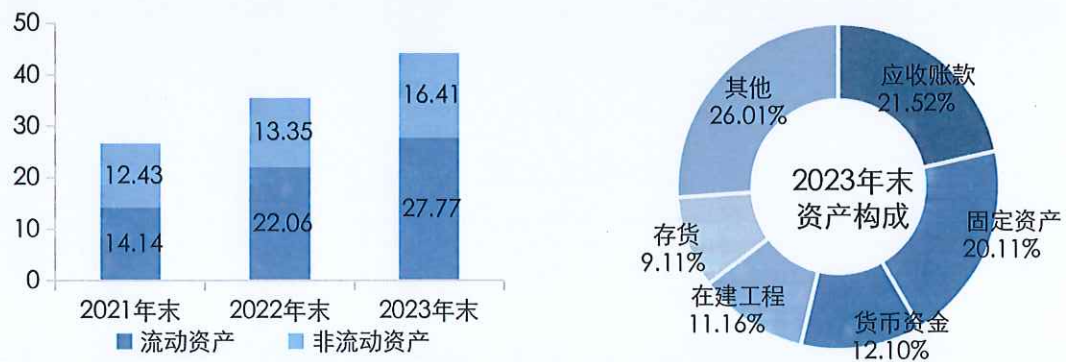
<sup>9</sup> 建设项目中防止污染的设施，应当与主体工程同时设计、同时施工、同时投产使用。

流动资产构成仍以应收账款、存货和货币资金为主。

公司应收账款主要由销售橡胶助剂产生，2023年末同比略有下降，账面余额9.89亿元，其中账龄在一年以内的占比96.05%，累计计提坏账准备0.09亿元，计提比例1.00%；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，如中策橡胶集团股份有限公司、倍耐力集团等，期末余额为3.63亿元，合计占比36.76%。公司部分应收款项的欠款方出现资金流欠缺，或存在一定的回收风险。2023年，应收账款周转率有所下降，为3.58次。公司存货主要为库存商品和原材料，2023年末同比略有下降，主要系原材料价格下降所致，其中库存商品账面价值2.07亿元，原材料账面价值1.61亿元；2023年存货周转率6.57次，同比周转速度略有下降。

公司货币资金主要为银行存款，2023年末有所增加，主要系公司可转债发行所致，其中使用受限的货币资金金额为0.47亿元，受限用途为信用证保证金、票据保证金。公司交易性金融资产主要为结构性存款，2023年末大幅增加。

图表 15 公司资产构成及质量情况 (亿元)



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
应收账款	7.41	9.82	9.50
货币资金	2.02	3.75	5.35
存货	3.06	4.15	4.02
交易性金融资产	0.00	0.85	3.43
<b>流动资产合计</b>	<b>14.14</b>	<b>22.06</b>	<b>27.77</b>
固定资产	8.57	9.87	8.88
在建工程	2.18	1.26	4.93
无形资产	0.74	0.86	1.10
<b>非流动资产合计</b>	<b>12.43</b>	<b>13.35</b>	<b>16.41</b>
<b>资产总额</b>	<b>26.57</b>	<b>35.41</b>	<b>44.17</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023年末，公司非流动资产同比增长22.88%，主要系在建工程增加所致，非流动资产构成仍以固定资产、在建工程、无形资产为主。固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，2023年末有所下降，主要系处置报废部分房屋、设备所致。2023年末公司在建工程同比大幅增长，主要系年产6.5万吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目、年产4万吨三氯氢硅联产6500吨四氯化硅项目等投入增加所致。公司无形资产以土地使用权等为主，2023年末为1.10亿元，

主要系购置土地和软件使用权增加所致。

截至 2023 年末，公司受限资产为货币资金、应收款项融资、固定资产和无形资产，合计金额 1.23 亿元，占同期末净资产的比例为 3.85%，占总资产的比例为 2.80%。

图表 16 截至 2023 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	0.47	5.35	8.79	信用证保证金、票据保证金
固定资产	0.38	8.88	4.26	银行授信抵押、售后回租
无形资产	0.08	1.10	7.25	银行授信抵押
应收款项融资	0.31	2.06	14.86	票据池质押
合计	1.23	17.39	7.10	-

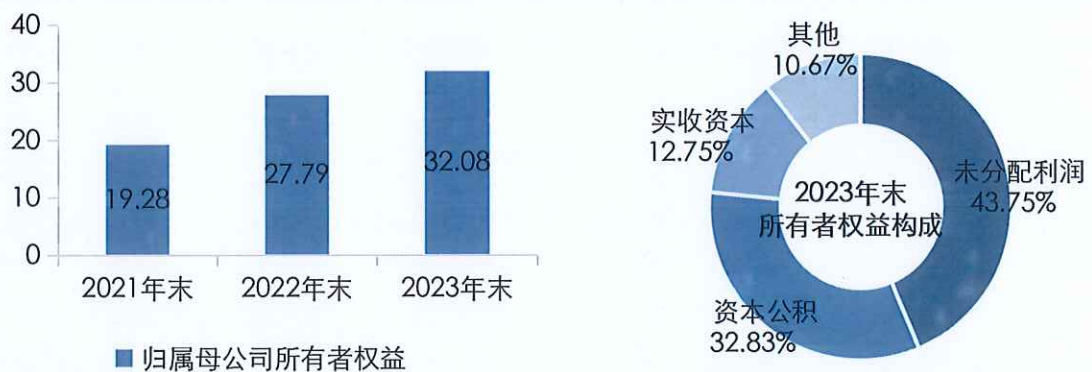
资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 资本结构

受益于经营积累及“阳谷转债”发行，2023 年末公司所有者权益规模增长，资本实力进一步增强

2023 年末公司所有者权益同比增长 15.42%，主要由未分配利润、资本公积和股本构成。由于 2023 年公司实施股权激励，向特定对象发行普通股 421.80 万股，股本及资本公积均有所增加。受益于经营积累，2023 年末公司未分配利润增加至 14.04 亿元。2023 年末其他权益工具增加至 1.59 亿元，主要是 1.59 亿元的“阳谷转债”计入所致。

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

跟踪期内，“阳谷转债”发行后债务规模显著上升，在建项目未来投资规模仍较大，预计债务规模将保持增长

2023 年末，公司负债总额有所增加，流动负债和非流动负债占比较为均衡，非流动负债占比上升，主要系应付债券增加所致。

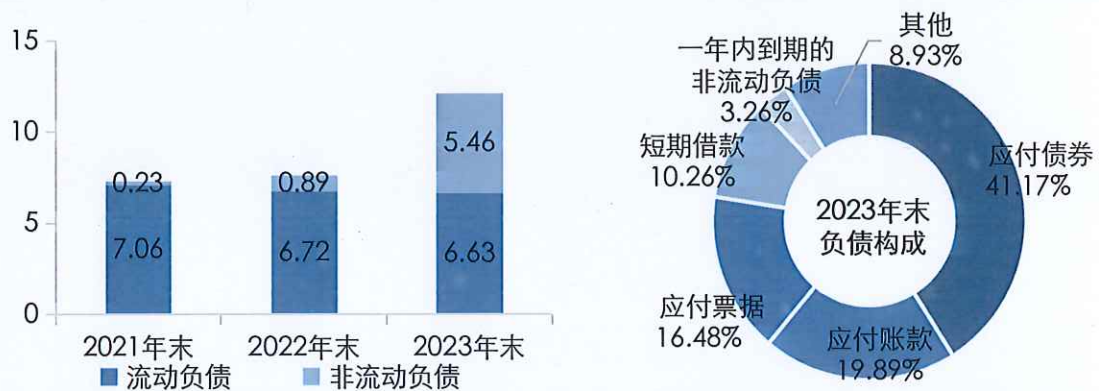
跟踪期内，公司流动负债略有下降，主要由应付账款、应付票据和短期借款等构成。

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，2023 年末应付账款增加至 2.41 亿元。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，2023年末应付票据规模有所下降。公司短期借款以保证借款和信用借款为主，2023年末有所增长；公司短期借款主要用于日常经营，主要合作银行有工商银行、恒丰银行等。

公司非流动负债规模2023年末有所增长，主要由应付债券、长期应付款和递延收益构成。由于公司向不特定对象发行可转换公司债券，2023年末公司应付债券增加至4.98亿元。2021年末，公司无长期应付款，2022年末，由于新增售后回租融资租赁，长期应付款增加至0.58亿元，2023年末未实现销售的售后回租应付款（抵押借款）下降，长期应付款减少。公司递延收益主要是新型微通道连续流反应技术和装备开发及其在HMMM制造中的应用、企业技术改造项目、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，2023年末略有下降。

图表 18 公司负债情况（亿元）



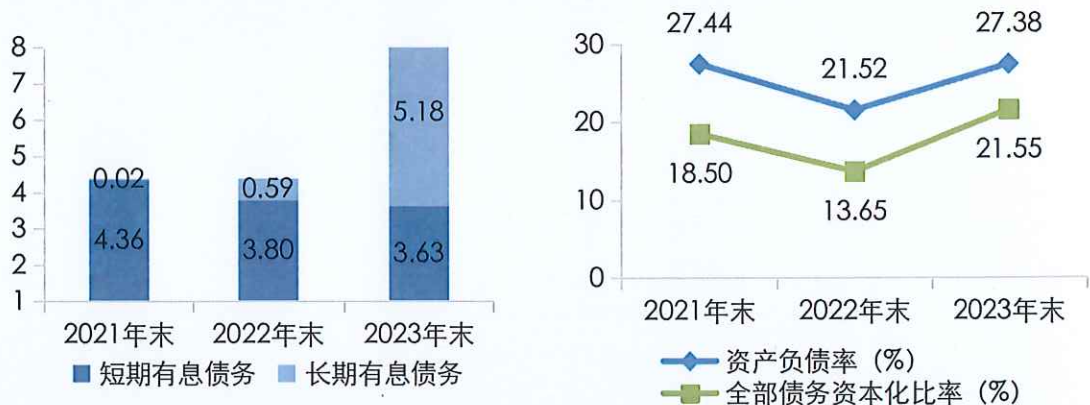
项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
应付账款	1.99	2.16	2.41
应付票据	1.81	2.45	1.99
短期借款	2.54	1.00	1.24
流动负债合计	7.06	6.72	6.63
长期应付款	-	0.58	0.20
应付债券	-	-	4.98
递延收益	0.20	0.25	0.24
非流动负债合计	0.23	0.89	5.46
负债总额	7.29	7.62	12.09

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023年末公司有息债务大幅增加，主要由应付债券、短期借款和应付票据构成，长期债务占比58.83%。2023年末长期债务大幅增加，主要是2023年公司向不特定对象发行可转换公司债券所致。由于2023年有息债务规模增长，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大幅增加，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。

截至2023年末，公司无对外担保。

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

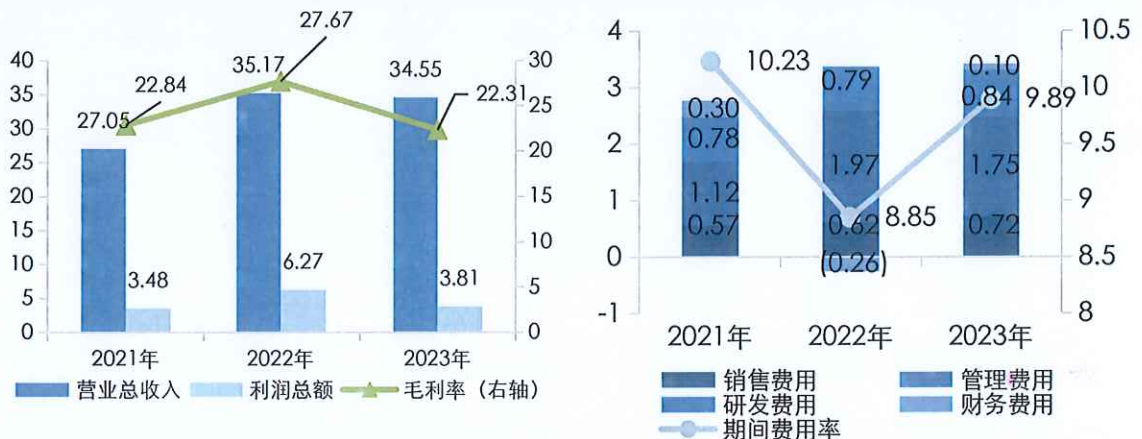
### 盈利能力

#### 2023 年高性能橡胶产品价格下滑，公司营业收入和利润总额下降

2023 年，由于高性能橡胶产品价格下滑，公司营业收入同比下降 1.78%，营业利润率也有所下降，2023 年为 21.66%。公司期间费用以管理费用和研发费用为主，2023 年由于汇兑收益减少，财务费用增加，期间费用规模增长至 3.42 亿元，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。2023 年公司信用减值损失为-0.38 亿元，同比计提损失增多，主要系部分轮胎客户资金流欠缺，收到的商业承兑汇票增加，应收票据信用减值损失增加所致。2023 年公司投资收益 0.05 亿元，主要是理财收益、对达诺尔<sup>10</sup>的长期股权投资收益和投资川流基金收到的分红款。2023 年公司利润总额下降至 3.81 亿元，主要系高性能橡胶助剂产品价格下降所致。

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

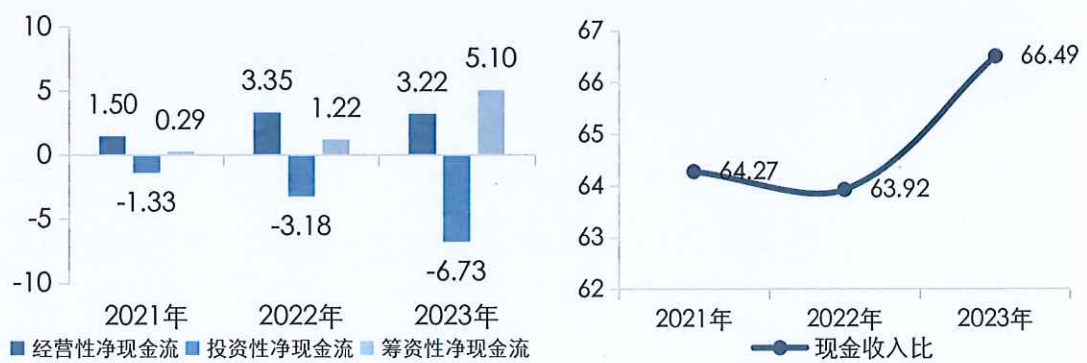
<sup>10</sup> 达诺尔公司主要为多家电子芯片生产厂家提供超纯氨水和超纯异丙醇产品。

### 现金流

2023年，公司存货减少以及加快款项回收，经营性现金流净流入，投资性现金流净流出，筹资性现金流净流入

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，2023年公司净利润大幅减少，但经营性现金流量净额变动不大，主要是公司存货减少以及加快款项回收所致。2023年现金收入比较2022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加大，主要系公司为扩大生产经营规模持续进行固定资产投资以及使用部分闲置募集资金购买理财产品所致。2023年筹资活动现金流维持净流入，主要系可转债募集资金到账，计入收到的其他与筹资活动有关的现金以及偿还债务支付的现金减少所致。

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

### 偿债能力

跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所上升，经营性现金流对流动负债的覆盖程度有所下降。从长期偿债能力看，2023年公司EBITDA有所下降，EBITDA利息倍数下降，全部债务/EBITDA有所上升。

截至2023年末，公司短期债务为3.63亿元，2023年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为0.85亿元。2023年公司经营性净现金流为3.22亿元，投资性净现金流为-6.73亿元，筹资活动前净现金流为-3.50亿元，筹资活动前净现金流对短期有息债务保障能力较弱。预计在橡胶助剂产品需求恢复背景下，2024年经营性净现金流依然维持净流入，在建项目尚需投资规模较大，筹资活动前净现金流仍为净流出，对短期有息债务的覆盖能力仍较弱。

截至2023年末，公司共取得银行授信13.80亿元，未使用额度10.90亿元。此外，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	2021年(末)	2022年(末)	2023年(末)
流动比率	200.29	328.04	418.83
速动比率	157.02	266.39	358.12

经营现金流动负债比	21.18	49.82	48.65
EBITDA 利息倍数	28.38	51.18	21.24
全部债务/EBITDA	0.91	0.57	1.57

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 2024 年 3 月 29 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。

截至本报告出具日，“阳谷转债”尚未到还本付息日。

## 抗风险能力及结论

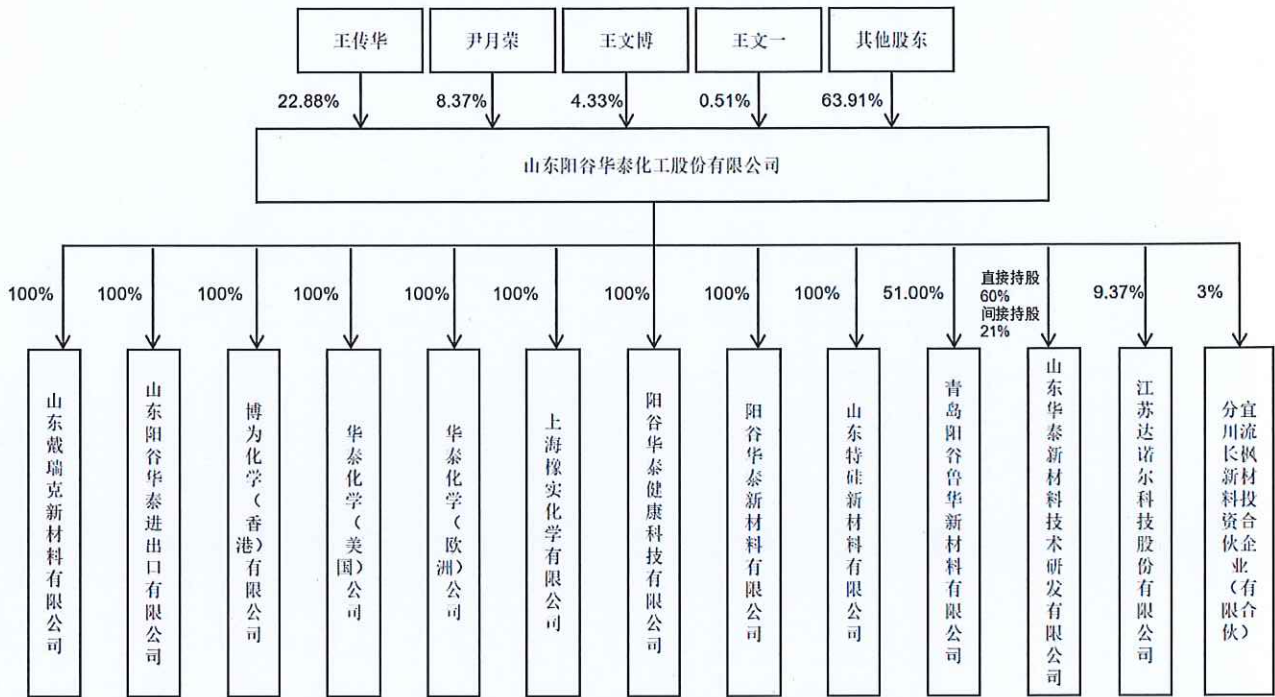
公司是以防焦剂 CTP、不溶性硫磺、促进剂等产品为主的综合性橡胶助剂供应商，跟踪期内防焦剂 CTP、不溶性硫磺产能仍居于行业前列，具有较强的细分市场竞争力；公司拥有国家橡胶助剂工程技术研究中心，掌握防焦剂 CTP 原材料加工、高分散性不溶性硫磺生产等关键技术，环保型均匀剂、连续法高热稳定高分散性不溶性硫磺等产品实现国产化，具备一定研发及技术创新能力；跟踪期内，公司与中策橡胶、玲珑轮胎等知名轮胎企业合作稳定，同时公司持续围绕重点客户和重点产品进行开发及推广，受益于市场拓展力度加大以及下游需求增加，公司产品销量有所增长。

同时，东方金诚关注到，公司产品价格参考成本、市场竞争情况定价，跟踪期内，原材料价格下降叠加橡胶助剂行业竞争加大，公司高性能橡胶助剂价格下降，盈利能力下降；跟踪期内，公司境外销售收入占比仍较高，国际形势和外汇汇率波动或对公司经营业绩产生扰动；公司资产中应收账款和存货占比较高，对资金存在一定占用；“阳谷转债”发行后债务规模显著上升，在建项目未来投资规模仍较大，预计债务规模将保持增长。

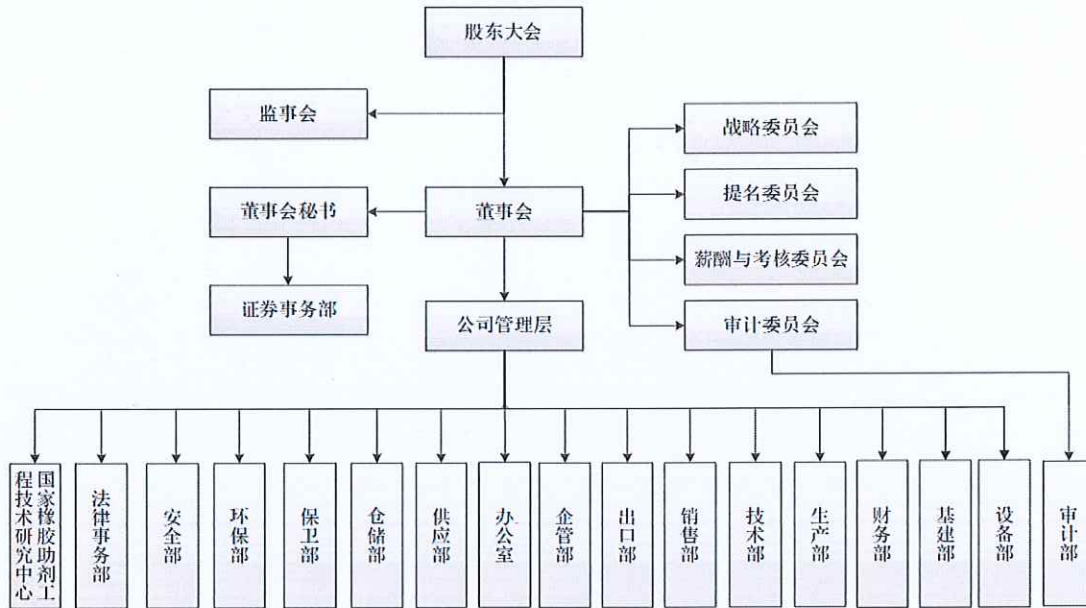
综上所述，东方金诚维持阳谷华泰主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，维持“阳谷转债”信用等级为 AA-。



附件一：截至 2023 年末阳谷华泰股权结构图



附件二：截至 2023 年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	2021年	2022年	2023年
资产总额 (亿元)	26.57	35.41	44.17
所有者权益 (亿元)	19.28	27.79	32.08
负债总额 (亿元)	7.29	7.62	12.09
短期债务 (亿元)	4.36	3.80	3.63
长期债务 (亿元)	0.02	0.59	5.18
全部债务 (亿元)	4.38	4.39	8.81
营业收入 (亿元)	27.05	35.17	34.55
利润总额 (亿元)	3.48	6.27	3.81
净利润 (亿元)	2.84	5.15	3.04
EBITDA (亿元)	4.83	7.75	5.61
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	1.50	3.35	3.22
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-1.33	-3.18	-6.73
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.29	1.22	5.10
毛利率 (%)	22.84	27.67	22.31
营业利润率 (%)	22.26	26.97	21.66
销售净利率 (%)	10.50	14.65	8.81
总资本收益率 (%)	12.72	16.48	8.09
净资产收益率 (%)	14.73	18.54	9.49
总资产收益率 (%)	10.69	14.55	6.89
资产负债率 (%)	27.44	21.52	27.38
长期债务资本化比率 (%)	0.09	2.08	13.91
全部债务资本化比率 (%)	18.50	13.65	21.55
货币资金/短期债务 (%)	46.27	98.49	147.34
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	3.73	3.85	-39.75
流动比率 (%)	200.29	328.04	418.83
速动比率 (%)	157.02	266.39	358.12
经营现金流动负债比 (%)	21.18	49.82	48.65
EBITDA 利息倍数 (倍)	28.38	51.18	21.24
全部债务/EBITDA (倍)	0.91	0.57	1.57
应收账款周转率 (次)	4.16	4.08	3.58
销售债权周转率 (次)	4.11	4.02	3.41
存货周转率 (次)	8.33	7.06	6.57
总资产周转率 (次)	1.09	1.13	0.87
现金收入比 (%)	64.27	63.92	66.49

#### 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

## 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。