

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 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【55】号 01

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，但不对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。

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 2025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

本次等级的评定是考虑到：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）跟踪期内仍主要从事改性塑料、热塑性弹性体等产品产销业务，受益于产品市场领域拓宽、产品结构深度优化，叠加产能增加，2024年公司主要产品产销量均同比增长，推动当年营业收入明显增长，公司正在筹划的资产重组事项，或有助于公司产业链延伸和体量提升。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，且考虑到市场竞争形势和下游市场需求存在不确定性，未来产能消化情况有待观察，2024年公司期间费用率呈上升趋势，同时公司营业成本以原材料成本为主要构成，考虑到国际油价等外部影响因素复杂多变，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，公司应收账款、票据等对资金占用增加且经营活动现金净流出规模增长，以及公司对单一客户存在较大依赖等风险因素。

评级日期

2025年4月28日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	66.91	63.38	50.96	49.45
归母所有者权益	32.34	31.20	30.80	29.99
总债务	-	23.51	12.71	12.45
营业收入	12.86	53.01	45.44	45.26
净利润	0.50	1.52	1.55	1.66
经营活动现金流净额	-1.26	-3.01	-0.43	-0.39
净债务/EBITDA	-	2.30	0.24	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	-	6.67	8.51	7.09
总债务/总资本	-	41.61%	28.10%	28.61%
FFO/净债务	-	32.45%	275.49%	-42.31%
EBITDA 利润率	-	6.37%	6.92%	5.79%
总资产回报率	-	3.68%	4.06%	4.62%
速动比率	1.39	1.34	1.81	2.02
现金短期债务比	-	0.94	1.48	1.92
销售毛利率	13.43%	11.84%	11.88%	9.76%
资产负债率	48.87%	47.96%	36.19%	37.16%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人： 宋晨阳
 songchy@cspengyuan.com

项目组成员： 孙剑
 sunj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话： 0755-82872897

正面

- **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、聚酯材料解决方案，2024 年受益于产品市场领域拓宽、产品结构深度优化，叠加产能增加，公司主要产品改性塑料、热塑性弹性体和色母粒产销量均呈增长趋势，其中改性塑料和热塑性弹性体产销量同比增幅均超过 20%，推动公司当年营业收入同比明显增长，经营整体稳定。
- **公司正在筹划的资产重组事项，或有助于公司产业链延伸和体量提升。**公司拟向包括控股股东道恩集团有限公司（以下简称“道恩集团”）在内的 13 名交易对方以发行股份及支付现金形式购买其所持山东道恩钛业股份有限公司（以下简称“标的公司”或“道恩钛业”）的 100% 股权，并向不超过 35 名符合条件的特定投资者募集配套资金。道恩钛业主营钛白粉材料的研发、生产和销售，和公司同属于化工新材料领域范畴，钛白粉是公司生产改性塑料、色母粒等主要产品的重要原材料，道恩钛业主营业务与公司具有协同效应，若本次交易完成，道恩钛业将成为公司全资子公司，公司主营业务将在原有业务的基础上增加钛产业链相关业务；同时根据道恩钛业未审财务数据，若本次交易完成，公司的资产、收入规模等预计将得到提升。

关注

- **公司项目后续投入带来一定资金压力，且项目产能消化情况有待观察。**截至 2024 年末，公司主要在建项目包括新材料扩产项目（二期）、新材料扩产项目（一期），上述项目后续投入给公司带来一定资金压力；2024 年公司改性塑料新增 10 万吨产能，当年产能利用率同比下降，且公司在建产能规模较大，已投产项目 12 万吨/年全生物降解塑料 PBAT 项目（一期）市场推广面临一定压力，同时经过对市场环境的研判，公司终止投资建设道恩生物降解材料项目（青岛即墨生产基地项目），考虑到市场竞争形势和下游市场需求存在不确定性，仍需关注公司产能未来消化情况。
- **未来仍需关注原材料价格波动对公司盈利能力的影响。**2024 年公司主要原材料中 PP 采购单价同比下降，ABS、EPDM 采购单价同比均有不同程度上升，对公司主要产品毛利率产生不同程度影响，同期公司期间费用率呈上升趋势，综合导致公司 2024 年净利润规模同比下降；另一方面，公司营业成本以原材料成本为主，2024 年原材料成本占营业成本的比重为 89.07%，其价格主要取决于国际油价，考虑到国际油价等外部影响因素复杂多变，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。**公司主要客户为海尔集团旗下各子公司，2024 年公司前五大客户销售收入占比为 37.08%，同比有所上升，其中第一大客户收入占比 31.91%，公司对其依赖较大。
- **需关注公司应收账款、票据等对资金占用增加及经营现金流管理情况。**2024 年末公司应收账款、应收票据和存货的规模及占比均上升，对资金占用增加，且受重庆子公司正式开始经营等影响，公司经营活动现金净流出规模增长，同期票据和短期借款规模增长带动总债务规模上升，公司经营活动现金流净额及自由现金流/净债务指标仍表现为负。

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充公司的业务规模和业务品类，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	63.38	617.99	69.97	117.09	183.51	23.83
所有者权益	32.98	206.16	21.60	46.32	70.32	9.84
营业收入	53.01	605.14	60.88	83.14	192.20	23.87
净利润	1.52	2.39	2.00	0.88	7.09	0.87

销售毛利率	11.84%	11.31%	13.46%	14.83%	8.71%	15.26%
-------	--------	--------	--------	--------	-------	--------

注：以上各指标均为 2024 年/年度数据。

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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
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。

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	0.8389	2024-11-25	2026-7-2

注：上表债券余额数据为 2025 年 4 月 27 日 Wind 显示的本期债券当前余额。

一、 债券募集资金使用情况

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2024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，本期债券4个募集资金专用账户均已进行销户处理。

二、 发行主体概况

2024年以来公司名称及主营业务未发生变化，因本期债券部分转股，公司股本增加1.85万股，截至2024年末，公司总股本44,804.71万股；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；2025年以来，公司控股股东及一致行动人持股比例因本期债券转股而被动稀释至57.93%，截至2025年4月21日公司股权结构图详见附录二。2024年末，控股股东道恩集团持股中质押股份数量10,950.00万股，韩丽梅持股中质押股份数量5,540.00万股，分别占其所持股份的比例为55.29%、74.87%，占公司总股本比例为24.44%、12.36%，二者合计质押公司股份占比较高。

根据公司于2024年10月29日发布的《关于筹划重大资产重组事项的停牌公告》、于2024年11月12日发布的《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，公司拟向包括控股股东道恩集团在内的13名交易对方以发行股份及支付现金形式购买其所持道恩钛业的100%股权，并向不超过35名符合条件的特定投资者募集配套资金，本次交易构成关联交易。

道恩钛业主营钛白粉材料的研发、生产和销售，和公司同属于化工新材料领域范畴，钛白粉是公司生产改性塑料、色母粒等主要产品的重要原材料，道恩钛业主营业务与公司具有协同效应，通过本次交易，道恩钛业将成为公司全资子公司，公司主营业务将在原有业务的基础上增加钛产业链相关业务。根据道恩钛业未审财务数据，其2024年9月末总资产112,658.74万元、净资产59,790.26万元；2023年实现营业收入162,202.48万元、净利润12,278.92万元，本次交易完成后，公司的资产、收入规模等预计将得到提升。

本次交易尚需通过多项条件满足后方可完成，交易能否获得相关批准存在不确定性；根据公司于2025年4月4日发布的《关于筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易的进展公告》，截至该公告披露日，本次交易所涉及的尽职调查、审计、评估等各项工作正在推进中，目前均按照预期时间进度有序推进，待相关工作完成后，公司将再次召开董事会审议本次交易的正式方案，并按照相关法律法规的规定履行有关的后续审批及信息披露程序。

根据公司于2025年4月24日发布的《关于收购安徽博斯特新材料有限公司100%股权的公告》，公司董事会同意收购安徽博斯特新材料有限公司（以下简称“安徽博斯特”）100%股权，交易价格为3,300万元，

本次收购完成后，安徽博斯特将成为公司全资子公司，纳入公司合并范围内。安徽博斯特2024年11月末总资产11,914.31万元、净资产2,841.98万元；2023年实现营业收入17,160.09万元、净利润329.99万元。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年经济修复曲折，结构分化；2025年宏观政策更加积极有为，加大力度扩内需，变局中寻求新突破，推动经济平稳向上、结构向优

2024年国内经济运行有所波动，9月下旬一揽子增量政策主动发力，经济边际改善，全年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分化，物价低位运行，失业率稳中有降。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险不断下降。2025年内外部环境更加复杂严峻，美国降息预期收敛，大国博弈和地缘政治持续干扰，全球贸易保护主义有所抬头，海外不确定性仍高。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。中央经济工作会议强调“实施更加积极有为的宏观政策”，加大财政货币政策逆周期调节力度，全面扩内需，大力提振消费，因地制宜发展新质生产力。货币政策时隔14年定调为“适度宽松”，将适时降准降息，保持流动性充裕，为实体经济创造良好的货币金融环境。财政政策持续用力、更加给力，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。房地产市场止跌回稳仍需要出台超常规举措和付出较大努力。新质生产力和高质量发展继续推进，DeepSeek席卷全球，我国新动能正在形成，经济发展的积极因素有望不断累积，预计全年经济总量再上新台阶，GDP增速在5.0%左右，结构进一步优化。

详见《[变中求新，变中突破—2025年宏观经济展望](#)》。

行业环境

改性塑料应用领域广泛，鼓励政策相继出台，“国产替代”需求下市场规模不断增大；2024年以来家电行业政策利好密集发布，有效激发家电消费意愿；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

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，国家和地方相继出台了

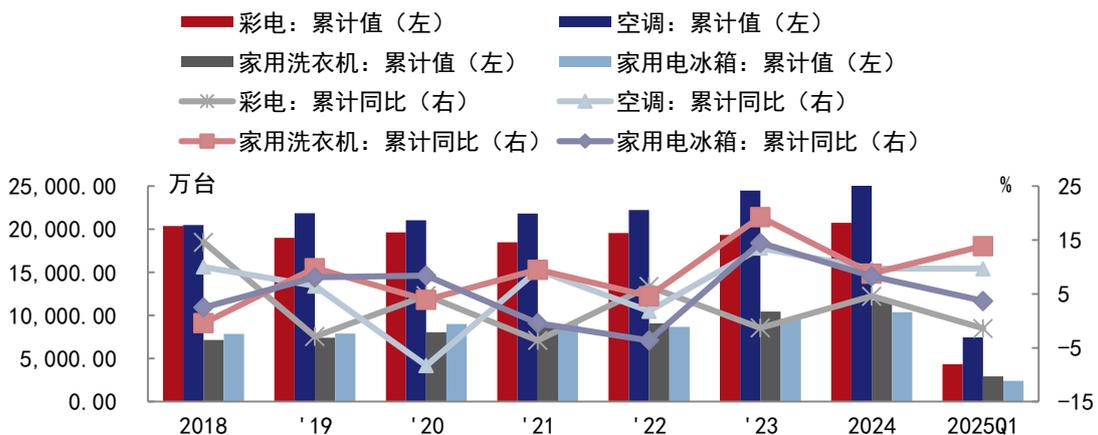
《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021年版）》、《塑料加工业“十四五”发展规划指导意见》、《产业结构调整指导目录（2024年本）》等一系列鼓励政策，大力推动改性塑料等高分子材料行业加快发展，为加速国产替代进程提供了较大的需求空间，改性塑料市场规模也不断增大。根据中商产业研究院发布的《2024-2029年中国改性塑料行业市场现状及投资咨询报告》，2022年我国改性塑料产量2,884万吨，同比增长8.8%，2024年将增至3,421万吨；2022年我国改性塑料市场规模约为2,771亿元，同比增长6.44%，2023年我国改性塑料市场规模将达2,939亿元，2024年将达3,107亿元。

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”、“以塑代钢”、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，近年来受房地产行业景气度、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。

2024年以来，大规模消费品以旧换新活动持续推进，多级补贴叠加赋能，有效激发了家电消费意愿，主要家电产量同比均呈现增长，其中空调出口增量尤为突出，2024年出口量达6,159万台，同比增长28.3%。2025年一季度，以旧换新政策延续，继续催化家电销售景气上行，根据产业在线数据，一季度空调、冰箱、洗衣机内销和外销市场均实现增长，空调、洗衣机产量仍保持较高增速，家电行业仍具韧性。

图1 2024年我国主要家电产量增速保持在较高水平

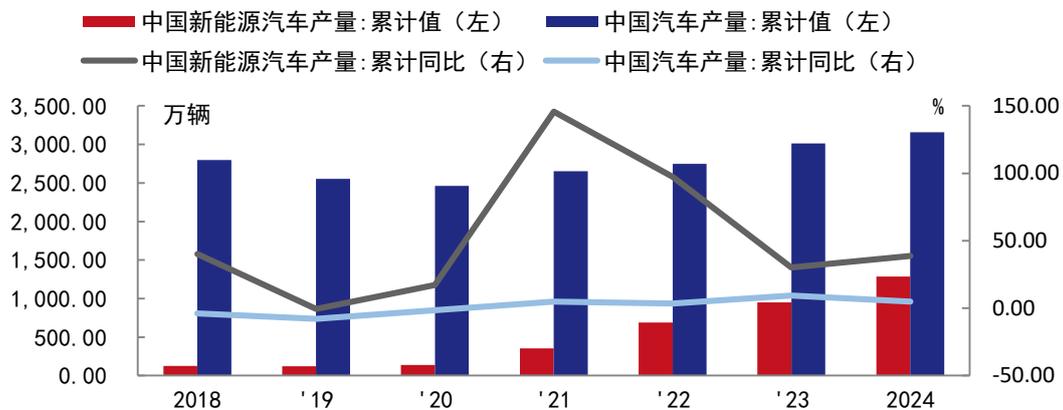


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

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，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，能够较好地满足汽车产业的设计要求。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。近年我国新能源汽车销量呈现高速增长态势，从2018年的125.62万辆跃升至2024年的1,286.59万辆，随着市场逐步迈入规模化阶段，增速趋于稳定。2024年4月，商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，2025年1月，国家发展改革委、财政部印发《关于2025年加大扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，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2 新能源汽车产量大幅增长带动我国汽车产量保持较高增速



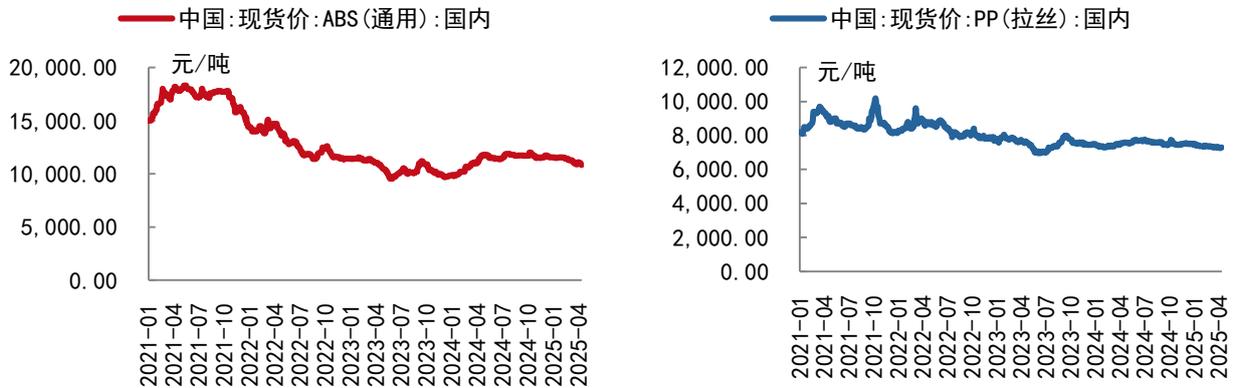
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

近年主要塑料产品价格波动较大，考虑到原油价格等外部影响因素复杂多变，未来仍需关注上游原材料价格波动对改性塑料企业造成的不利影响

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，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，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，由于竞争压力较大，国内厂家不得不大幅降低开工负荷以应对市场供需格局变化，叠加年内成本端偏强支撑，2024年塑料价格走势多变，整体强势收尾。需要关注的是，我国从美国进口丙烷量较高，美国对等关税主要从成本端影响塑料产品价格，扰动市场情绪，同时塑料产品价格波动与原油价格高度关联，进入2025年，随着国际油价的下行，PP、ABS等塑料产品价格持续震荡调整，而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，未来仍需关注原材料价格持续震荡给改性塑料企业带来的影响。

图3 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，但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。

四、 经营与竞争

公司为客户提供弹性体、改性塑料、色母粒、聚酯材料解决方案，产品主要应用于汽车交通、家电通讯、医疗卫生、航空航天、大消费、新能源等领域。2024年公司营业收入仍主要来源于改性塑料及热塑性弹性体，营业收入规模同比明显增长，改性塑料、热塑性弹性体类和色母粒等产品均对收入增长有不同程度贡献，同期公司销售毛利率水平整体变化不大。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
改性塑料	38.06	71.80%	10.56%	31.93	70.27%	10.40%

热塑性弹性体	7.68	14.49%	19.26%	6.33	13.93%	20.65%
色母粒	2.47	4.66%	12.56%	2.08	4.57%	14.66%
其他主营	4.09	7.72%	9.22%	2.87	6.31%	13.37%
其他业务	0.71	1.33%	13.27%	2.23	4.92%	3.63%
合计	53.01	100.00%	11.84%	45.44	100.00%	11.88%

注：其他主营收入包含 HNBR、熔炼胶、PBAT、包装产品等收入。

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

受益于产品应用领域拓宽以及项目陆续投产，公司主要产品产能和产销量均呈现增长，但市场竞争激烈以及主要原材料价格波动致使2024年公司主要产品毛利率多呈现下降；2024年公司前五大客户销售占比有所上升，且对第一大客户仍依赖较大

公司生产基地主要位于烟台龙口、青岛和重庆，2024年改性塑料新增产能10万吨，来源于山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期）投产；热塑性弹性体类新增产能1万吨，来源于新材料扩产项目（一期）部分产能投产；色母粒通过技改新增产能3,000吨。

改性塑料方面，公司聚焦新产品、新领域、新工艺研究，拓宽产品市场应用领域，重点开发了电控盒、储能、仿瓷等模块及系列产品，继续推进大客户战略，公司通过与海信、奥克斯、小米等家电大客户的业务合作，进一步提高家电行业材料的市场占有率；同时大力拓展新能源汽车企业，销量稳步增加，2024年公司改性塑料产销量同比明显提升，产销率处于高水平。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，但销量明显上升一定程度弥补了售价下降的影响，2024年业务收入同比上升19.20%；同期主要原材料PP采购价格降幅高于产品售价降幅，改性塑料业务毛利率同比略有提升。公司积极开发汽车与家电用PCR材料，多款牌号成功进入量产阶段，为后续该业务稳定发展提供一定支撑。

2024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，保持在弹性体行业的技术领先优势，根据市场环境，积极调整产品布局 and 开发策略，借助动态硫化平台的技术优势和长期积累的TPV制备经验，在下游进口品牌国产化替代方面获得更高市场份额，2024年公司热塑性弹性体产销量同比增长均超过25%，产能利用率和产销率均保持在高水平，业务收入同比提升。但同期产品销售均价下降，该业务毛利率同比下滑。

公司色母粒业务持续对产品结构进行深度优化，深耕家电产业，在保持海尔、海信等大客户市场份额的同时进入新的家电供应商名录，实现了批量供货；成功推出工程塑料用黑色母、化纤长丝黑色母及双向拉伸膜色母等多款新增核心产品，2024年公司色母粒量价齐升，但受原材料采购价格增幅高于产品价格增幅影响，毛利率呈下降趋势。

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；子公司青岛海尔新材料研发有限公司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。

公司主要客户为海尔集团旗下各子公司，2024年公司前五大客户销售收入占比为37.08%，同比有所上升，其中第一大客户收入占比31.91%，公司对其依赖较大。

表2 公司主要产品产销情况

产品	项目	2024年	2023年
改性塑料	产能（吨/年）	500,000.00	400,000.00
	产量（吨）	426,530.98	367,997.80
	产能利用率	85.31%	92.00%
	销量（吨）	388,049.68	321,759.92
	均价（元/吨）	9,807.65	9,924.46
	产销率	90.98%	87.44%
	销售额（万元）	380,585.41	319,329.36
热塑性弹性体类	产能（吨/年）	50,000.00	40,000.00
	产量（吨）	48,596.64	38,819.05
	产能利用率	97.19%	97.05%
	销量（吨）	47,158.45	37,132.60
	均价（元/吨）	16,286.17	17,045.94
	产销率	97.04%	95.66%
	销售额（万元）	76,803.05	63,296.00
色母粒	产能（吨/年）	30,000.00	27,000.00
	产量（吨）	30,272.58	26,846.36
	产能利用率	100.91%	99.43%
	销量（吨）	25,950.26	22,601.92
	均价（元/吨）	9,522.03	9,191.58
	产销率	85.72%	84.19%
	销售额（万元）	24,709.92	20,774.73

资料来源：公司提供

公司在产业链中议价地位一般，主要原材料采购价格主要参考市场价，2024年受原油价格波动影响，公司主要原材料采购单价的变动对主要产品毛利率产生不同程度影响

公司营业成本以原材料成本为主，2024年原材料成本占营业成本的比重为89.07%，主要包括PP、ABS等各类合成树脂以及三元乙丙橡胶（EPDM）、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，受国际原油价格波动影响较大。2024年公司主要原材料中PP采购单价同比下降，ABS、EPDM采购单价同比均有不同程度上升，对公司主要产品毛利率产生不同程度影响。考虑到国际油价等外部影响因素复杂多变，未来仍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。2024年公司前五大供应商占总采购额比重为31.45%，同比呈上升趋势。

表3 公司主要原材料采购情况

指标名称	项目	2024年	2023年
PP	采购数量（吨）	220,028.66	225,045.04
	单价（元/吨）	6,752.43	6,847.74
	金额（万元）	148,572.90	154,104.94
ABS	采购数量（吨）	37,113.22	43,495.40
	单价（元/吨）	10,570.44	10,066.22
	金额（万元）	39,230.32	43,783.43
EPDM	采购数量（吨）	7,635.69	6,313.03
	单价（元/吨）	17,819.30	17,351.55
	金额（万元）	13,606.27	10,954.07

资料来源：公司提供

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

截至2024年末，12万吨/年全生物降解塑料PBAT项目（一期）、山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期）项目已投产。根据公司于2025年3月12日发布的《关于终止投资建设道恩生物降解材料项目的公告》，公司从整体战略发展出发，重新研判市场环境，并对项目当前定位及实施情况进行综合评估后，决定终止道恩生物降解材料项目（青岛即墨生产基地项目），截至该公告披露日，项目累计投入金额6,360.17万元（其中包含以自有资金4,989万元竞拍获得青岛市即墨区2022-5-6号地块国有建设用地使用权）。

但可降解材料作为国内新兴行业，目前仍处于发展初期，当前受制于上下游产业链配套体系不完善、需求不及预期等原因，市场推广面临一定压力，公司对12万吨/年全生物降解塑料PBAT项目（一期）装置进行柔性化技术改造，利用酯化平台研发消纳适合PBAT装置的新品共聚酯。

公司主要在建项目仍需后续投入，未来公司面临一定资金支出压力；同时考虑到市场竞争形势和下游市场需求存在不确定性，仍需关注公司产能未来消化情况。

表4 截至2024年末公司在建工程科目主要项目情况（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
12万吨/年全生物降解塑料PBAT项目（一期）	41,379.20	85.53%	已投产	60,000（PBAT）
新材料扩产项目（二期）	45,000.00	20.67%	在建	10,000（TPU）+6,000（多元醇）
山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期）	30,000.00	70.02%	已投产	100,000（改性塑料）
新材料扩产项目（一期）	39,371.50	41.28%	部分产线试生产	50,000（热塑性弹性体）
合计	155,750.70	-	-	-

资料来源：公司提供

五、 财务分析

财务分析基础说明

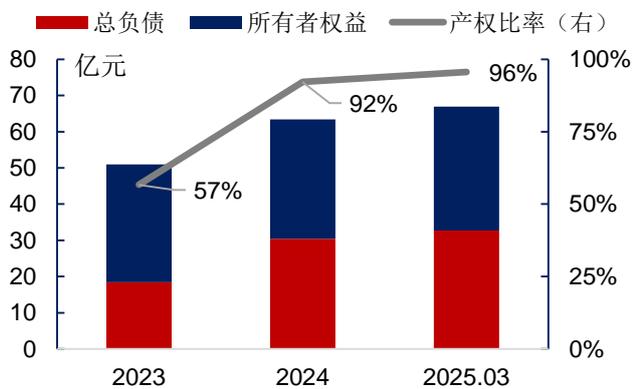
以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告。

跟踪期内公司资产规模增长，应收账款、应收票据和存货的规模及占比均上升，对资金占用增加，叠加付现支出增多，公司经营现金净流出规模增长，经营活动现金流净额及自由现金流/净债务指标仍表现为负；期间费用率同比仍呈上升趋势，公司净利润规模同比下滑，考虑到国际油价等外部影响因素复杂多变，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

资本实力与资产质量

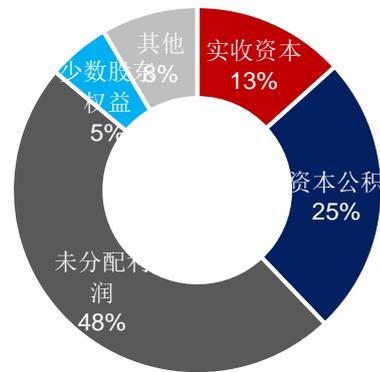
随着公司业务开展及项目建设需要，公司融资规模上升，负债规模明显增长，2025年3月末产权比率上升至95.59%；从所有者权益构成情况来看，同期末公司所有者权益以未分配利润和资本公积为主。

图4 公司资本结构



资料来源：公司2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图5 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司应收票据、应收账款规模及占比随业务开展而上升，2024年末应收票据中银行承兑汇票同比明显增长；应收账款账龄主要集中在6个月以内，累计计提坏账准备0.41亿元，前五名应收账款余额占比为34.12%。2024年末公司固定资产同比增加，主要系12万吨/年全生物降解塑料PBAT项目（一期）、山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期）等转固，同期末在建工程规模随之减少。公司存货主要由原材料、库存商品及发出商品构成，2024年末存货各组成部分规模均同比增长，期末计提存货跌价准备或合同履约成本减值准备0.10亿元，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。

截至2024年末，公司包括货币资金（1.78亿元）、投资性房地产（62.21万元）、固定资产（0.04亿元）、无形资产（0.14亿元）在内的受限资产合计1.96亿元。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.85	8.75%	5.02	7.93%	4.81	9.45%
应收票据	12.43	18.58%	11.12	17.55%	6.24	12.24%
应收账款	12.69	18.97%	12.83	20.24%	9.77	19.17%
存货	8.40	12.55%	7.86	12.41%	5.66	11.10%
流动资产合计	43.62	65.19%	40.40	63.74%	30.37	59.60%
长期股权投资	1.80	2.70%	1.41	2.22%	1.34	2.63%
固定资产	13.82	20.66%	14.09	22.23%	8.67	17.01%
在建工程	2.90	4.33%	2.75	4.34%	6.20	12.16%
无形资产	3.22	4.81%	3.24	5.12%	3.06	6.01%
非流动资产合计	23.29	34.81%	22.98	36.26%	20.59	40.40%
资产总计	66.91	100.00%	63.38	100.00%	50.96	100.00%

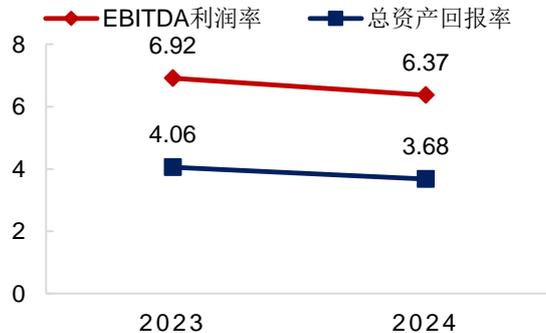
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司主要产品产销量均呈增长趋势，营业收入同比明显提升，但受市场竞争激烈及原材料价格波动影响，销售毛利率水平整体变化不大，且期间费用率同比上升，净利润规模同比有所下滑，公司 EBITDA 利润率和总资产回报率均呈下降趋势。

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。公司盈利能力受原材料价格影响较大，国际油价等外部影响因素复杂多变，同时考虑到市场竞争形势和下游市场存在不确定性，若未来原材料价格变动无法向下游及时传导，将对公司盈利能力产生不利影响。公司在弹性体、改性塑料产品和应用领域加大新品的研发和销售力度，销量提升，2025年一季度实现营业收入12.86亿元，同比增长6.58%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.44亿元，同比增长25.44%。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

截至2024年末公司总债务23.51亿元，主要来源于其他流动负债中未终止确认的已背书或贴现未到期的票据和短期借款规模的增长，期限结构上以短期为主。2024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主要为一年内到期的长期借款；长期借款主要为保证借款，应付债券为应付本期债券，根据公司于2025年4月16日发布的《关于提前赎回“道恩转债”的公告》，本期债券已触发有条件赎回条款，赎回日为2025年5月13日，本次赎回完成后，本期债券将提前摘牌。

经营性负债方面，公司应付账款主要为应付材料采购款和工程项目款。

表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.67	29.58%	8.88	29.22%	4.74	25.68%
应付账款	4.05	12.38%	4.51	14.82%	3.59	19.49%
一年内到期的非流动负债	0.87	2.65%	0.86	2.81%	0.07	0.39%
其他流动负债	8.75	26.75%	8.57	28.21%	4.18	22.68%
流动负债合计	25.39	77.64%	24.22	79.67%	13.69	74.23%
长期借款	3.52	10.78%	1.62	5.34%	0.30	1.63%
应付债券	2.66	8.13%	3.39	11.14%	3.21	17.42%
非流动负债合计	7.31	22.36%	6.18	20.33%	4.75	25.77%
负债合计	32.70	100.00%	30.40	100.00%	18.44	100.00%
总债务	-	-	23.51	77.33%	12.71	68.93%
其中：短期债务	-	-	18.30	77.85%	8.95	70.39%
长期债务	-	-	5.21	22.15%	3.76	29.61%

资料来源：公司2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2024年山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期）项目投产，子公司道恩高分子材料（重庆）有限公司等开始正常经营以及期末进行战略备货，公司经营性资金投入增多，2024年经营活动现金净流出规模增大，经营活动现金流净额/净债务、自由现金流/净债务指标仍表现为负。公司净债务规模随总债务规模增长而增长，FFO/净债务亦同比下降。

表7 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.26	-3.01	-0.43
FFO（亿元）	-	2.52	2.09
资产负债率	48.87%	47.96%	36.19%
净债务/EBITDA	-	2.30	0.24
EBITDA 利息保障倍数	-	6.67	8.51
总债务/总资本	-	41.61%	28.10%

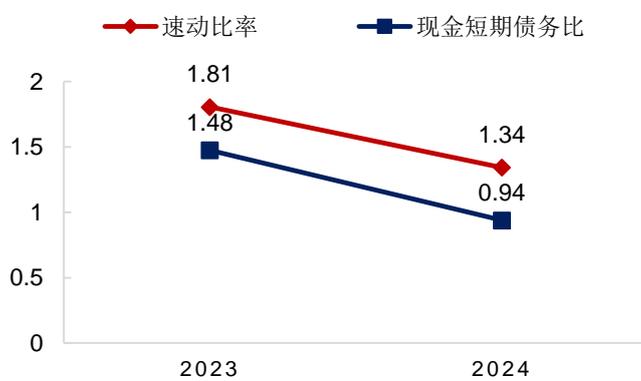
FFO/净债务	-	32.45%	275.49%
经营活动现金流净额/净债务	-	-38.79%	-56.27%
自由现金流/净债务	-	-69.01%	-379.11%

注：上表经营活动现金流净额/净债务、自由现金流/净债务指标为负，均系当年经营活动现金流净额、自由现金流为负。

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

短期偿债能力方面，因短期债务规模上升，2024年公司现金短期债务比、速动比率均下降。作为上市公司，公司股权融资渠道较为通畅，2024年末未使用银行授信额度规模较大，亦可通过债务融资获得必要的流动性支持。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 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2022年1月1日至报告查询日（2025年3月24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。

或有事项分析

截至 2024 年末，公司存在尚未了结的诉讼金额合计 1,613.78 万元，其中 4 项买卖合同纠纷诉讼金额合计 733.78 万元，公司作为原告；剩余 1 项建设工程施工合同纠纷诉讼金额 880.00 万元，公司作为被告。

七、 本期债券偿还保障分析

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

公司实际控制人于晓宁、韩丽梅夫妇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。

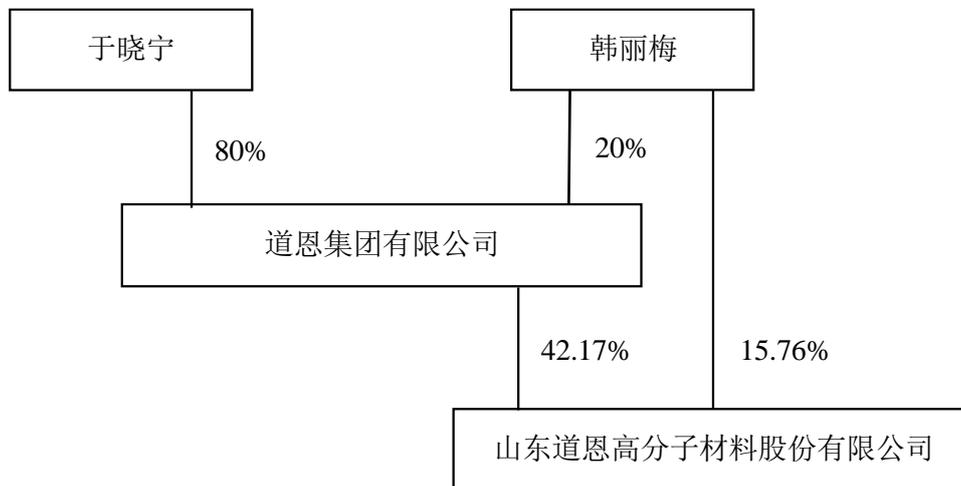
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	5.85	5.02	4.81	3.72
交易性金融资产	0.00	0.00	0.50	4.52
应收票据	12.43	11.12	6.24	8.58
应收账款	12.69	12.83	9.77	7.93
应收款项融资	1.58	1.05	1.64	0.62
预付款项	1.69	1.45	0.99	2.02
存货	8.40	7.86	5.66	5.35
流动资产合计	43.62	40.40	30.37	33.72
固定资产	13.82	14.09	8.67	5.34
在建工程	2.90	2.75	6.20	6.15
无形资产	3.22	3.24	3.06	1.90
非流动资产合计	23.29	22.98	20.59	15.72
资产总计	66.91	63.38	50.96	49.45
短期借款	9.67	8.88	4.74	2.93
应付账款	4.05	4.51	3.59	3.46
其他流动负债	8.75	8.57	4.18	6.20
流动负债合计	25.39	24.22	13.69	14.05
长期借款	3.52	1.62	0.30	0.30
应付债券	2.66	3.39	3.21	3.03
非流动负债合计	7.31	6.18	4.75	4.32
负债合计	32.70	30.40	18.44	18.37
总债务	-	23.51	12.71	12.45
所有者权益	34.21	32.98	32.52	31.07
营业收入	12.86	53.01	45.44	45.26
营业利润	0.60	1.55	1.70	1.68
净利润	0.50	1.52	1.55	1.66
经营活动产生的现金流量净额	-1.26	-3.01	-0.43	-0.39
投资活动产生的现金流量净额	-0.66	-1.83	0.94	-8.30
筹资活动产生的现金流量净额	3.03	4.05	0.08	8.89
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	-	3.38	3.14	2.62
FFO（亿元）	-	2.52	2.09	1.58
净债务（亿元）	-	7.77	0.76	-3.72
销售毛利率	13.43%	11.84%	11.88%	9.76%
EBITDA 利润率	-	6.37%	6.92%	5.79%
总资产回报率	-	3.68%	4.06%	4.62%

资产负债率	48.87%	47.96%	36.19%	37.16%
净债务/EBITDA	-	2.30	0.24	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	-	6.67	8.51	7.09
总债务/总资本	-	41.61%	28.10%	28.61%
FFO/净债务	-	32.45%	275.49%	-42.31%
经营活动现金流净额/净债务	-	-38.79%	-56.27%	10.49%
自由活动现金流/净债务	-	-69.01%	-379.11%	114.10%
速动比率	1.39	1.34	1.81	2.02
现金短期债务比	-	0.94	1.48	1.92

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 4 月 21 日）



资料来源：公开资料

附录三 2024年末纳入公司合并范围的主要子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
青岛润兴塑料新材料有限公司	1,493.47	100.00	工业生产
山东道恩特种弹性体材料有限公司	3,000.00	100.00	工业生产
青岛海尔新材料研发有限公司	6,000.00	80.00	工业生产
青岛海纳新材料有限公司	15,000.00	100.00	工业生产
道恩高分子材料（重庆）有限公司	5,000.00	100.00	工业生产

资料来源：公司 2024 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

附录四 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+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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号