



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2023年跟踪评级 报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.
让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

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 2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
道恩转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：2022年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）通过产品性能提升、应用领域拓展及新增产能等实现营业收入增长，2022年非公开发行股票有效增强了公司的资本实力；同时中证鹏元也关注到，2022年主要产品售价降幅高于主要原材料采购价降幅导致公司主业盈利能力下降，经营活动现金流呈净流出，在建项目后续投入带来一定资金压力，且面临下游市场需求存不确定，未来产能消化情况有待观察，以及公司对单一客户存在较大依赖等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2022	2021	2020
总资产	49.45	31.51	29.71
归母所有者权益	29.99	20.90	19.23
总债务	12.45	4.66	3.31
营业收入	45.26	42.61	44.22
净利润	1.66	2.47	8.69
经营活动现金流净额	-0.39	-1.64	8.60
净债务/EBITDA	-1.42	-0.06	-0.56
EBITDA 利息保障倍数	14.31	10.58	48.16
总债务/总资本	28.61%	17.54%	14.19%
FFO/净债务	-47.32%	-1,219.69%	-128.84%
EBITDA 利润率	5.79%	8.80%	23.38%
总资产回报率	4.62%	9.85%	41.84%
速动比率	2.02	2.71	2.87
现金短期债务比	1.92	3.41	15.86
销售毛利率	9.76%	12.24%	27.75%
资产负债率	37.16%	30.54%	32.65%

注：公司 2020-2022 年净债务为负。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

评级日期

2023年4月25日

联系方式

项目负责人：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **2022 年公司通过产品性能优化、应用领域拓宽及新增产能等实现营业收入增长。**2022 年公司仍主要从事改性塑料、热塑性弹性体等产品产销业务，随着产品性能优化和应用领域拓宽等，公司不断开发新客户资源，叠加产能增加，主要产品改性塑料和热塑性弹性体类产销量均上升，推动当年营业收入增长。
- **跟踪期内非公开发行股票有效增强了公司的资本实力。**公司于 2022 年 7 月完成非公开发行股票上市工作，发行新股 3,741.51 万股，实际募集资金净额为 7.60 亿元，有效增强了资本实力。

关注

- **主要产品售价降幅高于主要原材料采购价降幅导致公司主业盈利能力下降，经营性现金流仍呈净流出，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。**2022 年公司主要原材料价格下跌致使产品售价下跌，且收入占比高的改性塑料产品售价下跌幅度大于主要原材料采购价格下跌幅度，致使该业务毛利率下降，同时公司热塑性弹性体、色母粒业务 2022 年毛利率亦有不同程度下降，公司主业盈利能力下降，经营现金流仍呈现净流出，考虑到公司上游原材料价格影响因素复杂，价格波动较大，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。
- **公司项目后续投入带来一定资金压力，且建成后新增产能消化情况有待观察。**截至 2022 年末，公司主要在建项目包括本期债券募投项目道恩高分子新材料项目等，同时公司公告称以自筹资金投资 5.9 亿元建设道恩新材料扩产项目、投资 5 亿元建设道恩生物降解材料项目，上述项目后续投入给公司带来一定资金压力，且在建产能规模较大，考虑到居民消费意愿低迷，下游市场需求存在不确定性，未来需关注公司产能消化情况。
- **公司对单一客户存在较大依赖。**2022 年公司前五大客户销售收入占比为 40.94%，其中第一大客户收入占比 31.74%，依赖较大。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在行业内具有一定规模优势，未来在建项目投产有助于继续扩大公司的业务规模，同时公司持续推动在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	41.93	540.06	56.17	85.68	120.16	16.16
所有者权益	30.79	177.57	16.60	30.26	57.02	7.67
营业收入	33.13	293.15	37.70	42.81	103.52	12.21
净利润	1.35	12.00	0.43	1.59	5.86	0.28
销售毛利率	9.25%	15.65%	10.03%	13.92%	12.46%	11.78%

注：以上各指标均为 2022 年 9 月末/2022 年 1-9 月数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-/“道恩转债”	2022-5-5	刘玮、罗力	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/“道恩转债”	2019-9-18	钟继鑫、邓艰	企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
道恩转债	3.60	3.59	2022-5-5	2026-7-2

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年7月发行6年期3.60亿元本期债券，募集资金原计划用于道恩高分子新材料项目、偿还银行借款及补充流动资金。截至2023年4月13日，本期债券募集资金专项账户（尾号0551）余额为1,808.22元，募集资金专项账户（尾号3534）余额为58,856.18元。

三、发行主体概况

2022年以来公司名称及主营业务未发生变化，公司于2022年7月完成非公开发行股票上市工作，发行新股3,741.51万股，实际募集资金净额为7.60亿元，主要用于生物可降解塑料（PBAT）新建项目（一期）、道恩股份西南总部基地项目（一期）及补充流动资金，同时当年因实施2019年股票期权与限制性股票激励计划新增股份88.94万股、因本期债券部分转股新增股份4.81万股，截至2022年末，公司总股本44,759.75万股。截至2022年末，道恩集团有限公司（以下简称“道恩集团”）持股数量较上年末合计减少145.53万股，持有公司43.38%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18.08%股权，于晓宁和韩丽梅夫妇合计持有公司59.91%股权，为公司实际控制人，公司股权结构图详见附录二。

2022年公司新设1家子公司，道恩周氏（青岛）环保新材料有限公司，截至2022年末，公司合并范围内子公司共12家，详见附录四。

根据公司于2022年12月31日发布的《关于以增资扩股的方式收购青岛周氏塑料包装有限公司（以下简称“青岛周氏”）51%股权的公告》，公司拟通过现金方式向青岛周氏增资6,124.00万元，本次增资完成后，青岛周氏成为公司控股子公司，纳入公司合并报表范围内。青岛周氏为中国塑协降解塑料专委会理事会员单位，公司此举旨在打通拓宽“PBAT合成+PBAT改性+PBAT制品”全产业链业务，截至2022年9月末青岛周氏资产0.86亿元、负债0.69亿元、净资产0.17亿元，2022年1-9月营业收入1.22亿元、净利润-77.13万元，评估增值0.42亿元。根据公司2022年年度报告，公司于2023年1月支付投资款1,000万元，于2023年2月支付4,124万元，累计支付5,124万元，支付比例达到83.67%。青岛周氏于2023年2月完成工商变更，完成管理层改组，公司达到对青岛周氏的控制。公司于2023年1月对相关关注函发布了回复公告，包括增资收购原因、并表后对公司营收和利润的影响，以及评估方法等内容，公告显示，2022年四季度，青岛周氏已经扭亏为盈。公司是青岛周氏的原材料供应商，主要为其提供色母粒、填充母料和改性生物降解塑料PBAT等原辅料，本次收购事项有利于完善公司产业链布局。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

详见《[经济内生动能修复，博弈强预期与弱现实—2022 年宏观经济回顾与 2023 年展望](#)》。

行业环境

目前国内改性塑料行业集中度较低，家电和汽车行业等传统下游消费需求仍有待进一步释放，汽车行业大降价或压缩改性塑料行业利润空间，考虑到原油价格影响因素复杂多变，未来仍需关注其上游原材料价格波动对改性塑料企业造成的不利影响

改性塑料是向聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）等合成树脂中添加合适的改性剂，采用一定的加工工艺，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，其中家电和汽车行业作为改性塑料传统下游，需求占比高。

2022年在购置税减半等一系列稳增长、促消费政策的拉动下，我国汽车市场整体复苏向好，持续保持了恢复增长的态势，2022年汽车产销分别完成2,702.1万辆和2,686.4万辆，同比分别增长3.4%和2.1%，均小幅增长；其中新能源汽车在政策和市场的双重作用下持续爆发式增长，产销分别完成705.8万辆和688.7万辆，同比分别增长96.9%和93.4%。但影响我国汽车需求风险因素仍在，一是国内有效需求不足致使汽车消费恢复滞后，二是芯片结构性短缺，进而会影响汽车及其零部件的生产和销售。

由于库存压力较大、市场竞争加剧，2023年多家终端车企开启降价销售，大降价导致车企成本压力加大，其有可能进一步压低原材料采购成本，将压力继续向上游改性塑料企业转嫁，进而压缩改性塑料行业利润空间。

图1 2022年汽车产销均小幅增长



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

图2 2022年新能源汽车持续爆发式增长



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

2022年受房地产下行、消费意愿低迷、大宗原材料成本上升等负面因素影响，白色家电行业表现低迷，空调、家用电冰箱产量同比下降；海外主要经济体通胀高企，大家电需求有所透支以及叠加高库存影响，2022年我国家电行业出口压力增加，空调、电冰箱、洗衣机出口数量均同比下降。

家电具有明显的房地产后周期属性，受房地产调控、容量趋近饱和等因素影响，家电市场处于存量格局，未来主要通过功能创新拓展细分品类、挖掘增长机会；2023年国内GDP增长预计提速，有利于居民收入改善、带动消费信心提升，市场环境逐渐复苏，消费需求逐步释放，政府推出的以旧换新、绿色智能家电下乡等政策，一定程度上有利于刺激家电需求的释放。

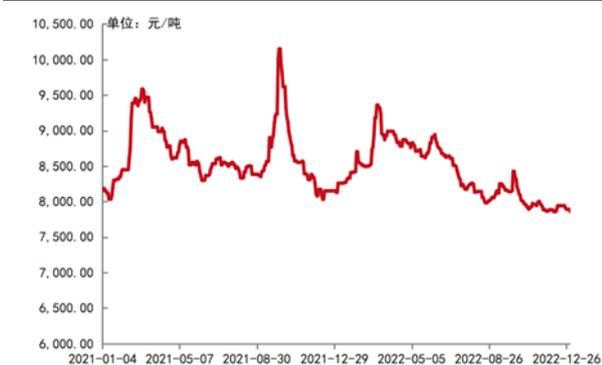
图3 2022年我国白色家电行业表现低迷



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。2022年国内PP价格震荡走低，其中1月-3月初表现为低位爬升，1-2月适逢聚丙烯淡季，加之聚丙烯新增产能投放市场，供需逐渐宽松价格下降至上半年低点，春节后伴随原油成本快速拉升及旺季预期，聚丙烯价格在3月中旬攀升至上半年高点，其后，高昂的成本逐渐趋于常态，PP远端上游国际原油下半年震荡走跌，成本端支撑逐步走弱。2022年ABS价格总体弱势运行，主要受新产能投放集中、原料成本走弱影响。考虑到原油价格影响因素复杂多变，未来仍需关注其价格波动对下游企业造成的不利影响。

图4 2022年聚丙烯现货价震荡走低



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图5 2022年国内ABS（通用）现货价整体呈下降趋势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

目前改性塑料行业竞争格局主要由大型外资企业、规模内资企业、小型内资企业构成。大型外资企业大多是集上游原料、改性设备、品牌、技术及产品销售优势于一体的大型化工企业，主要包括巴斯夫、陶氏等。我国改性塑料行业发展起步较晚，但规模内资企业与大型外资企业拥有各自的优势产品领域。目前国内改性塑料行业集中度仍较低，全国改性塑料企业约有3,000家左右，其中金发科技位于第一梯队，产能超过100万吨，其余上市公司主要有公司、会通股份、普利特、国恩股份、南京聚隆等，伴随

随着汽车轻量化驱动、下游应用领域带动和高端改性塑料国产化，国内改性塑料行业未来仍有望逐步走出优质企业。

五、经营与竞争

随着产品性能优化、应用领域拓宽及产能增加，2022年公司营业收入上升，但对单一客户存在较大依赖，项目未来投产虽助于增强公司业务能力和提高营收规模，但后续投入也给公司带来一定资金压力，且产能消化情况有待观察

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
改性塑料	34.49	76.22%	8.34%	32.04	75.20%	11.47%
热塑性弹性体	5.41	11.96%	17.99%	4.49	10.54%	19.96%
色母粒	1.90	4.20%	16.12%	2.51	5.89%	16.80%
其他产品	1.08	2.38%	10.54%	0.17	0.39%	-13.78%
其他业务	2.37	5.24%	6.35%	3.40	7.98%	7.27%
合计	45.26	100.00%	9.76%	42.61	100.00%	12.24%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司改性塑料产品基本为通用改性塑料，分为增强增韧改性塑料、阻燃改性塑料和高光泽改性塑料等，由公司本部制造一部（含熔喷料）和子公司青岛海尔新材料研发有限公司（以下简称“海尔新材料”）生产。公司热塑性弹性体类产品主要分为TPV和TPE-S等，应用于生产汽车零部件和家电产品中的密封条和密封圈及建筑材料中的玻璃幕墙等多领域，热塑性弹性体类主要由公司本部制造二部生产。色母粒产品主要分为专用和功能色母粒，以黑色母粒为主，下游行业主要为家电行业，由子公司青岛润兴塑料新材料有限公司（以下简称“青岛润兴”）生产。

公司生产基地位于烟台龙口和青岛，2022年改性塑料新增产能60,000.00吨，除此之外，当年公司主要产品产能未发生变化。

改性塑料方面，公司聚焦核心产品、一品多户进行客户开发、服务，以及研发拓展产品应用领域，公司2022年重点开拓了PC合金、长玻纤PP等产品，应用领域拓展到充电桩、蓄电池、打印机、车载电子、汽车内外饰等细分行业，开发了索尼、三星等客户，改性塑料产销量实现增长，业务收入同比增长7.65%；但受市场竞争激烈公司采用市场营销策略、主要原材料价格下降致产品销售价格下降且售价降幅高于主要原材料PP采购价格降幅影响，2022年改性塑料业务毛利率下降。公司持续推进导电、导热、导磁技术，在汽车内外饰装配方面、光伏领域、工程塑料领域等持续开发，为后续该业务稳定发展提供一定支撑。

2022年公司热塑性弹性体业务围绕弹性体三大（硫化、酯化、氢化）研发平台持续加大高端产品开

发，硫化平台在密封系统应用、安全性系统应用、汽车内饰表皮应用方面拓展了产品的适用范围，酯化平台开发了软料、高端手机壳、高透明度、高结合强度包胶等产品，广泛应用于电子、鞋材、装饰、玩具等领域，氢化平台低成本高效新型催化剂已开始稳定使用，传统应用领域汽车同步带、油井密封领域批量出货，并不断开拓新能源电池领域的应用。得益于应用领域的延伸，2022年公司热塑性弹性体产销量同比增长20%左右，产能利用率明显提升，达到较好水平。但受主要原材料EPDM采购单价上升影响，该业务毛利率有所下降。

2022年公司色母粒业务开发了家电色母、黑色母、化纤母料等新产品。受产品结构及市场需求影响，公司色母粒产销量呈现下降，同时原材料价格下降致使色母粒产品销售均价下降。

表2 公司主要产品产销情况

产品	项目	2022年	2021年
改性塑料	产能（吨/年）	360,000.00	300,000.00
	产量（吨）	341,062.42	279,274.99
	产能利用率	94.74%	93.09%
	销量（吨）	322,103.19	274,187.32
	均价（元/吨）	10,709.22	11,689.40
	产销率	94.44%	98.18%
	销售额（万元）	344,947.26	320,426.18
热塑性弹性体类	产能（吨/年）	35,000.00	35,000.00
	产量（吨）	32,049.08	25,861.10
	产能利用率	91.57%	73.88%
	销量（吨）	29,117.27	24,399.11
	均价（元/吨）	18,593.37	18,409.02
	产销率	90.85%	94.35%
	销售额（万元）	54,138.81	44,916.37
色母粒	产能（吨/年）	27,000.00	27,000.00
	产量（吨）	22,608.94	25,969.57
	产能利用率	83.74%	96.18%
	销量（吨）	20,792.04	22,374.44
	均价（元/吨）	9,137.52	11,220.26
	产销率	91.96%	86.16%
	销售额（万元）	18,998.76	25,104.70

资料来源：公司提供

2022年公司客户集中度仍较高，且对第一大客户依赖较大，公司主要原材料采购价格主要参考市场价，受原油价格下跌影响，2022年原材料PP及ABS采购单价均有不同程度下降

公司产品主要应用于家电和汽车领域，客户亦多集中在上述行业，公司本部与部分大客户的销售合同同一年一签，提前锁定半年的销售价格，多数销售合同类型是一单一签；子公司海尔新材料与主要客户

签订了长期的年度框架合同，到期后一般自动续签一年，收入来源较有保障。2022年公司前五大客户销售收入占比为40.94%，其中第一大客户收入占比31.74%，依赖较大。

表3 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

时间	客户	金额	占比
2022年	客户一	143,643.34	31.74%
	客户二	22,675.95	5.01%
	客户三	7,821.41	1.73%
	客户四	5,640.23	1.25%
	客户五	5,483.41	1.21%
	合计	185,264.35	40.94%
2021年	客户一	166,747.65	39.13%
	客户二	6,798.91	1.60%
	客户三	5,817.60	1.37%
	客户四	5,390.23	1.26%
	客户五	5,177.89	1.22%
	合计	189,932.28	44.57%

资料来源：公司提供

公司营业成本以原材料为主，2022年原材料成本占营业成本的比重为90.09%，主要包括PP、ABS等各类合成树脂以及三元乙丙橡胶（EPDM）和石蜡油等化工产品，公司主要原材料采购价格主要参考市场价，与国际原油价格呈正相关性。受原油价格下跌影响，2022年公司主要原材料PP及ABS采购单价均有不同程度下降。2022年公司主要原材料价格下降致使主要产品售价下降，且收入占比高的改性塑料售价降幅高于主要原材料PP采购单价降幅，是公司当年毛利率下滑的主要原因之一。

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。2022年公司前五大供应商占总采购额比重略有下降。

表4 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2022年	2021年
PP	采购数量（吨）	179,047.51	168,609.53
	单价（元/吨）	7,587.22	7,671.57
	金额（万元）	135,847.31	129,350.01
ABS	采购数量（吨）	30,467.00	27,113.79
	单价（元/吨）	11,991.83	15,263.36
	金额（万元）	36,535.50	41,384.77
EPDM	采购数量（吨）	5,472.75	4,335.53
	单价（元/吨）	21,470.79	19,497.04
	金额（万元）	11,750.42	8,452.99

资料来源：公司提供

表5 公司前五名供应商情况（单位：万元）

时间	供应商	采购金额	占当期采购额比重
2022 年	供应商一	29,375.60	7.54%
	供应商二	24,312.84	6.24%
	供应商三	23,327.36	5.99%
	供应商四	21,641.93	5.56%
	供应商五	14,201.85	3.65%
	合计	112,859.57	28.99%
2021 年	供应商一	35,282.36	9.90%
	供应商二	27,409.34	7.69%
	供应商三	16,247.70	4.56%
	供应商四	15,379.46	4.31%
	供应商五	12,393.90	3.48%
	合计	106,712.76	29.94%

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

公司于2022年7月通过非公开发行股票募集资金建设12万吨/年生物可降解塑料PBAT项目（一期）（以下简称“PBAT项目一期”）及山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期）（以下简称“西南总部项目一期”），PBAT项目一期拟建6万吨/年全生物降解塑料PBAT切片及6,600吨/年副产品四氢呋喃，西南总部项目一期拟建10万吨/年改性塑料。截至2022年末，公司主要在建项目包括本期债券募投项目道恩高分子新材料项目、PBAT项目一期和西南总部项目一期，其中道恩高分子新材料项目原计划于2022年6月投产，受多方面因素影响，项目进度有所延迟，消防、规划、综合验收手续延期办理，目前上述手续已办理完成。

2022年3月公司发布公告称，公司与青岛市即墨区大信街道办签订了《生物降解材料项目投资合作协议》，协议约定公司拟投资5亿元建设道恩生物降解材料项目，项目分两期建设，主要生产生物降解原料粒子、软包装制品、生物降解吸管、刀叉勺等餐饮用品。2022年12月公司发布公告称，公司董事会审议通过了《关于投资建设道恩新材料扩产项目的议案》，拟投资5.9亿元建设道恩新材料扩产项目（5万吨热塑性弹性体、15万吨改性塑料），未来公司面临一定的资金支出压力。截至2022年末公司主要在建产能及上述项目若全部建成达产，预计将增加改性塑料产能37万吨、热塑性弹性体产能5万吨、全生物降解塑料PBAT产能6万吨、生物降解材料产能3万吨，考虑到居民消费意愿低迷，下游市场需求存在不确定性，未来需关注公司产能消化情况。

表6 截至2022年末公司主要在建产能情况（单位：万元、吨/年）

项目名称	计划总投资	投资进度	产能	预计投产时间
道恩高分子新材料项目*	36,000.00	90.19%	120,000	2023年3月
12万吨/年全生物降解塑料PBAT项目（一期）	41,379.20	72.19%	60,000	2023年8月
山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期）	30,000.00	17.61%	100,000	2023年10月
合计	107,379.20	-	280,000	-

注：标“*”项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新设1家子公司：道恩周氏（青岛）环保新材料有限公司。

资本实力与资产质量

2022年公司产权比率有所上升，所有者权益对负债的保障能力有所下降；公司资产中应收账款和存货占用资金较多，资产流动性减弱

得益于非公开发行股票及利润累积，2022年末公司所有者权益同比增长，从构成上来看，以未分配利润及资本公积为主；主要受列报方式调整致使票据规模增加影响，2022年末公司负债规模同比大幅增长，综合导致公司2022年末产权比率上升至59.12%，所有者权益对负债的保障能力有所下降。

图6 公司资本结构

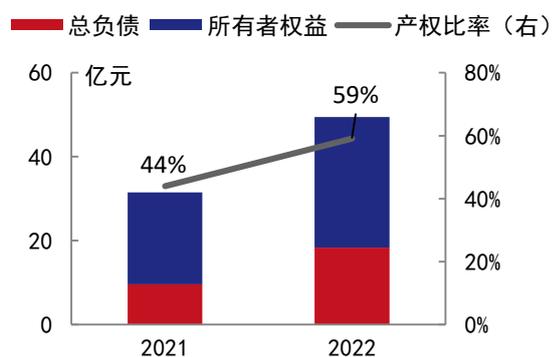
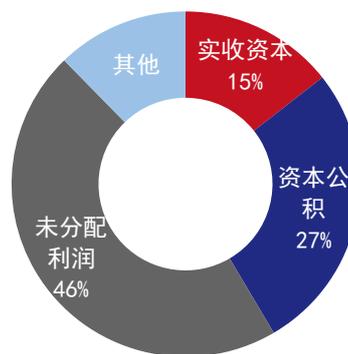


图7 2022年末公司所有者权益构成



资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司总资产规模增至49.45亿元，主要以应收票据、应收账款、存货、在建工程及固定资

产为主。公司应收票据主要为银行承兑汇票，2022年末公司调整列报方式，对于以非“6+9”¹信用等级银行为承兑人的银行承兑汇票背书转让或贴现，到期之前不予确认，公司将符合上述情况的银行承兑汇票同时列报为应收票据和其他流动负债，同时将期末持有的非“6+9”银行承兑汇票不再列报为应收款项融资而是列报为应收票据，致使2022年末应收票据规模同比大幅上升；应收账款账期主要集中在6个月以内，其中前五名应收账款余额比重为26.09%。2022年末公司存货主要由原材料、库存商品及发出商品构成，受业务规模扩大及对原材料进行战略储备影响存货规模有所增加，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。随着道恩高分子新材料项目、PBAT项目一期及西南总部项目一期建设投入，2022年末公司在建工程随之增加；公司固定资产以生产车间及机器设备为主，规模同比变化不大。

2022年末公司货币资金中0.22亿元作为信用证、应付票据保证金及期货保证金使用受限；交易性金融资产为理财产品；预付款项主要系预付原材料采购款；长期股权投资主要系对大韩道恩高分子材料（上海）有限公司投资1.16亿元；无形资产主要为土地使用权。

截至2022年末，公司受限资产包括货币资金、投资性房地产、固定资产和无形资产在内共计0.79亿元，规模较小。整体来看，公司应收账款及存货对资金形成占用，资产流动性减弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.72	7.52%	3.58	11.36%
应收账款	7.93	16.04%	7.79	24.71%
存货	5.35	10.82%	4.44	14.08%
交易性金融资产	4.52	9.14%	0.02	0.05%
应收票据	8.58	17.35%	0.28	0.88%
预付款项	2.02	4.09%	1.28	4.07%
流动资产合计	33.72	68.20%	19.87	63.06%
长期股权投资	1.28	2.58%	1.20	3.81%
固定资产	5.34	10.80%	5.34	16.94%
在建工程	6.15	12.43%	2.61	8.27%
无形资产	1.90	3.83%	1.22	3.88%
非流动资产合计	15.72	31.80%	11.64	36.94%
资产总计	49.45	100.00%	31.51	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

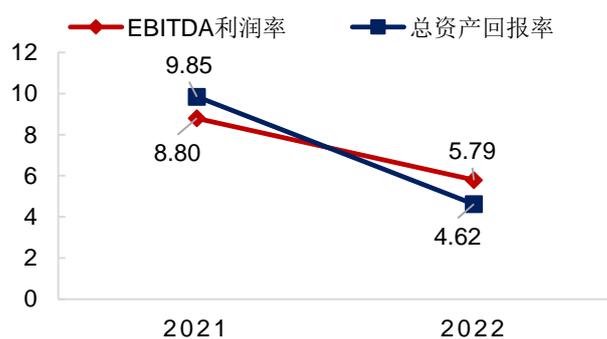
¹ 包括中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、中国邮政储蓄银行、交通银行等 6 家国有大型商业银行和招商银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、平安银行、光大银行、华夏银行、民生银行、浙商银行等 9 家上市股份制银行。

盈利能力

2022年公司收入有所增长，但受收入占比高的改性塑料售价降幅高于主要原材料采购单价降幅影响，主业盈利水平下滑，未来仍需关注原材料价格波动对公司主业盈利能力影响

2022年公司收入仍来自改性塑料、热塑性弹性体及色母粒等产品产销，受益于应用领域拓展，公司改性塑料、热塑性弹性体产品产销量增长，业务收入同比均上升，但主要受原材料价格变动影响，改性塑料、热塑性弹性体及色母粒业务毛利率均有不同程度下滑，且收入占比高的改性塑料售价降幅高于主要原材料PP采购单价降幅，致使公司毛利率同比下降，净利润同比下降32.72%。受此影响，2022年公司EBITDA利润率及总资产回报率亦呈下降趋势。公司盈利能力受原材料价格影响较大，考虑到国际油价影响因素复杂多变，若未来原材料价格变动无法向下游及时、准确传导，仍将对公司盈利能力产生不利影响；考虑到传统下游行业需求仍有待进一步释放，且汽车行业采取大降价策略或将压缩改性塑料行业利润空间，未来公司盈利波动的可能性仍较大。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2022年公司主业盈利能力下降叠加付现支出增加，经营性现金流呈净流出；公司总债务持续增长，盈利水平下降导致杠杆状况指标有所弱化，但各指标仍表现较好，杠杆率较低，融资渠道通畅

截至2022年末公司总债务12.45亿元，以短期为主，主要为短期借款、其他流动负债中的未终止确认的已背书或贴现未到期的票据和应付债券。2022年末公司短期借款均为保证借款；公司应付债券为应付本期债券。

经营性债务方面，随着应付材料采购款增加，2022年末公司应付账款同比增长。2022年末公司合同负债主要系预收货款；其他应付款主要包括应付股利及欠付日常经营费用。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年
----	--------	--------

	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.93	15.92%	1.63	16.95%
应付账款	3.46	18.84%	2.65	27.53%
合同负债	0.70	3.82%	0.44	4.56%
其他应付款	0.44	2.41%	0.48	5.01%
其他流动负债	6.20	33.76%	0.05	0.49%
流动负债合计	14.05	76.47%	5.70	59.27%
应付债券	3.03	16.49%	2.85	29.66%
非流动负债合计	4.32	23.53%	3.92	40.73%
负债合计	18.37	100.00%	9.62	100.00%
总债务合计	12.45	67.79%	4.66	48.38%
其中：短期债务	9.07	49.38%	1.77	18.34%
长期债务	3.38	18.40%	2.89	30.04%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司主业盈利能力有所下降，EBITDA及FFO随之减少，受公司原材料采购等付现支出增加影响，当年公司经营活动现金流仍呈净流出，净流出金额为0.39亿元。除项目建设及购置设备等支出外，2022年公司投资活动主要表现为理财产品的购买及收回，受购买理财产品规模较大及项目建设、购置设备付现较多影响，2022年公司投资活动现金净流出8.30亿元。2022年公司筹资活动现金流入主要来自非公开发行股票募集资金及借款，筹资活动现金流出主要用于偿还借款本金及分配股利，当年筹资活动现金净流入8.89亿元。

从杠杆状况指标来看，2022年末公司资产负债率随债务增长上升至37.16%，仍处于较低水平。2022年末总债务增长推动其占总资本比重提高。考虑到公司仍以自筹资金进行道恩生物降解材料项目、道恩新材料扩产项目的建设，后续预计仍有大额资本支出，故自由现金流/净债务指标更贴合公司实际情况，公司净债务仍为负，2022年公司自由现金流/净债务指标为114.10%。

表9 公司现金流及杠杆状况指标

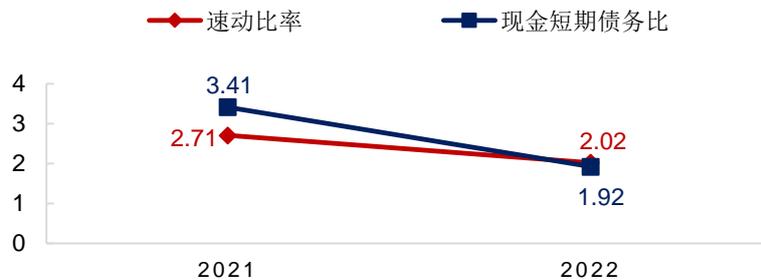
指标名称	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-0.39	-1.64
FFO（亿元）	1.76	2.66
资产负债率	37.16%	30.54%
净债务/EBITDA	-1.42	-0.06
EBITDA 利息保障倍数	14.31	10.58
总债务/总资本	28.61%	17.54%
FFO/净债务	-47.32%	-1,219.69%
经营活动净现金流/净债务	10.49%	752.11%
自由现金流/净债务	114.10%	1,805.26%

注：公司 2021-2022 年自由现金流、净债务均为负。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

短期偿债能力方面，因短期债务规模上升，公司现金短期债务比下降，但表现仍较好；同时由于公司流动负债规模上升，2022年公司速动比率亦有所下降。作为上市公司，公司股权融资渠道较为通畅，2022年末未使用银行授信仍有一定规模，亦可通过债务融资获得必要的流动性支持。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

根据公司提供的《公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据公司提供的《公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司未因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故的情况。

公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》和其他有关规定，制定了公司章程。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等重大事项。2022年公司召开年度股东大会1次，临时股东大会2次，股东大会的召集召开程序、提案审议程序、决策程序均符合相关规定。

公司设董事会，对股东大会负责，决定公司的经营计划和投资方案。公司董事会由9名董事组成，设董事长1名，副董事长1名，独立董事3名。公司主要高级管理人员大多已在公司任职多年或有多年行

业从业经验，具备履行职务所需的知识、技能和素质。

公司监事会有监事3人，其中职工代表监事1人，监事会设主席1人。监事会职责包括：对董事会编制的证券发行文件和公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督和提议召开临时股东大会等。

公司涉诉情况：根据公司提供的《诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司存在尚未了结的诉讼汇总 85 万元（公司作为原告），已结案诉讼汇总 607.50 万元，公司及高级管理人员最近 36 个月内不存在违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、债券偿还保障分析

公司实际控制人为本期债券提供无条件不可撤销的连带保证担保

2022年12月公司发布公告称，公司董事会、监事会审议通过了《关于变更公司可转换公司债券担保人暨关联交易的议案》。本期债券原担保人山东道恩钛业有限公司（以下简称“道恩钛业”）因发展需要，拟筹备IPO上市工作，需解除相关担保事项²，公司截至2021年末经审计的归母所有者权益达到20.90亿元（超过15亿元），经公司董事会审议，同意将本期债券担保人由道恩钛业变更为公司实际控制人于晓宁和韩丽梅夫妇，公司与实际控制人、原担保人道恩钛业签署了《担保协议》。公司于2022年12月召开债券持有人会议，审议通过了该议案。

上述《担保协议》协议各方一致同意通过变更担保人的方式解除原担保人道恩钛业对该次发行承担的连带担保责任，由公司实际控制人于晓宁、韩丽梅夫妇作为连带责任保证人为该次发行提供保证担保。自协议生效之日起，原担保人道恩钛业对于该次发行的保证责任（暨担保函以及协议项下约定的保证责任）不承担任何责任。公司实际控制人作为担保人承担保证责任的方式为无条件不可撤销的连带保证，担保的保证范围为本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的合理费用，承担保证责任的期间为本期债券所应承担的第一笔主债务产生之日起，至本期债券所应承担的最后一笔主债务履行期限届满之日起两年。若公司根据中国证监会核准的可转换公司债券发行方案，宣布债务提前到期的（进

² 公司已于 2020 年发行本期债券，为确保该次发行能按时、足额的兑付及本期债券持有人能按时、足额获得相关利益，道恩钛业于 2019 年 6 月作为连带责任保证人签署了《担保函》，为该次发行提供保证担保。

行回售、提前转股等），保证责任期间至公司宣布的债务提前到期日起两年。

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

九、结论

公司在行业内具有一定规模优势，2022年公司下游汽车行业稳中有增，公司不断通过产品性能提升、应用领域拓展等扩大产品适用范围并开发新客户资源，叠加产能增加，当年主要产品产销量增加，营业收入提升，且跟踪期内非公开发行股票有效增强了公司的资本实力，目前，公司各杠杆状况指标仍表现较好，资产负债率仍处于较低水平，净债务为负。同时中证鹏元关注到，2022年公司主要产品售价降幅高于主要原材料采购价降幅，致使公司主业盈利水平下降，当年经营性现金净流出；公司项目后续投入带来一定资金压力，同时考虑到居民消费意愿低迷，下游市场需求存在不确定性，公司产能消化有待观察；此外，2022年公司对第一大客户销售收入占比超过30%，业绩对单一客户存在较大依赖。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

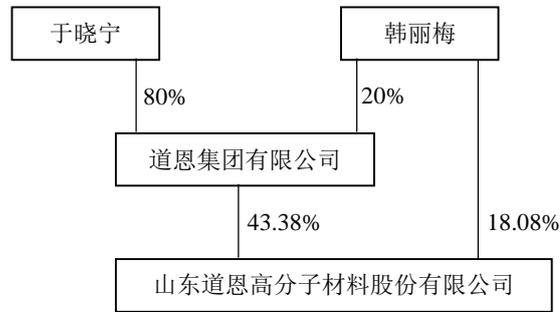
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	3.72	3.58	4.12
应收账款	7.93	7.79	6.25
存货	5.35	4.44	3.94
交易性金融资产	4.52	0.02	1.82
应收票据	8.58	0.28	0.00
应收款项融资	0.62	2.15	2.59
预付款项	2.02	1.28	0.73
流动资产合计	33.72	19.87	21.29
长期股权投资	1.28	1.20	1.01
固定资产	5.34	5.34	4.94
在建工程	6.15	2.61	0.78
无形资产	1.90	1.22	1.13
非流动资产合计	15.72	11.64	8.42
资产总计	49.45	31.51	29.71
短期借款	2.93	1.63	0.50
应付账款	3.46	2.65	2.23
其他流动负债	6.20	0.05	0.18
流动负债合计	14.05	5.70	6.04
应付债券	3.03	2.85	2.67
非流动负债合计	4.32	3.92	3.66
负债合计	18.37	9.62	9.70
总债务	12.45	4.66	3.31
所有者权益	29.99	20.90	19.23
营业收入	45.26	42.61	44.22
营业利润	1.68	2.58	9.30
净利润	1.66	2.47	8.69
经营活动产生的现金流量净额	-0.39	-1.64	8.60
投资活动产生的现金流量净额	-8.30	1.06	-5.64
筹资活动产生的现金流量净额	8.89	0.03	-1.49
财务指标	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	2.62	3.75	10.34
FFO（亿元）	1.76	2.66	7.41
净债务（亿元）	-3.72	-0.22	-5.75
销售毛利率	9.76%	12.24%	27.75%
EBITDA 利润率	5.79%	8.80%	23.38%
总资产回报率	4.62%	9.85%	41.84%

资产负债率	37.16%	30.54%	32.65%
净债务/EBITDA	-1.42	-0.06	-0.56
EBITDA 利息保障倍数	14.31	10.58	48.16
总债务/总资本	28.61%	17.54%	14.19%
FFO/净债务	-47.32%	-1,219.69%	-128.84%
速动比率	2.02	2.71	2.87
现金短期债务比	1.92	3.41	15.86

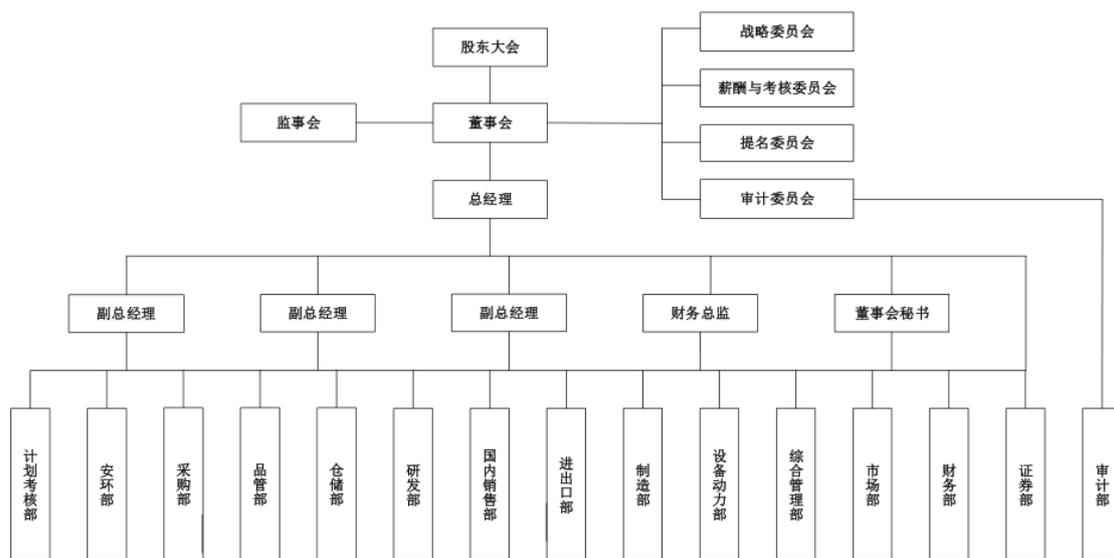
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
青岛润兴塑料新材料有限公司	1,493.47	100%	制造、加工：塑料色母料、功能母料、塑料改性料；货物进出口
山东道恩特种弹性体材料有限公司	3,000	100%	氢化丁腈橡胶、氢化丁苯橡胶产品的研发生产与销售
青岛海尔新材料研发有限公司	6,000	80%	工程塑料、特种塑料、塑料复合材料、化工助剂、纳米材料、生物材料、电子材料、废旧材料再分解、再利用等
青岛海纳新材料有限公司	15,000	100%	塑料复合材料、化工助剂、纳米材料、生物材料、电子材料及相关制品
道恩高材（北京）科技有限公司	1,000	100%	技术开发、技术转让、技术推广、技术服务、货物进出口、代理进出口，技术进出口等
道恩万亿（河北）高分子材料有限公司	3,000	51%	熔喷料、改性塑料生产研发与销售
山东道恩周氏包装有限公司	2,000	51%	食品用塑料包装容器工具制品生产，包装装潢印刷品印刷等
道恩周氏（青岛）复合包装材料有限公司	2,000	100%	复合包装产品的生产、销售
山东道恩降解材料有限公司	7,000	100%	生物基材料制造，生物基材料技术研发等
道恩高分子材料（重庆）有限公司	5,000	100%	高性能高分子材料的开发、生产、销售等
道恩英德尔有限责任公司	3 亿卢布	90%	初级塑料材料生产活动等
道恩周氏（青岛）环保新材料有限公司	6,000	100%	塑料制品制造，生物基材料制造，合成材料制造

资料来源：公司 2022 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

四、展望符号及定义

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