



山东黄金矿业股份有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司

编号：信评委函字[2023]跟踪 0265 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 5 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	山东黄金矿业股份有限公司	AAA/稳定
---------------------	--------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“20 鲁金 Y1” 和 “20 鲁金 Y2”	AAA
--------------------	-------------------------	-----

评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）资源储备丰富、规模优势明显及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司产品价格波动明显、资本开支较大及总债务规模持续上升，面临一定债务压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>
-------------	--

评级展望	<p>中诚信国际认为，山东黄金矿业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。</p>
-------------	--

调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：主要金属产品价格持续下行，大幅侵蚀利润水平；海外经营突发严重不利情况；资本支出超预期，大幅推高债务水平导致偿债能力弱化等。</p>
-------------	--

正面	
<ul style="list-style-type: none"> ■ 资源储备丰富，主要黄金资产优质 ■ 规模优势明显，具有较强的成本控制能力 ■ 融资渠道畅通 	
关注	
<ul style="list-style-type: none"> ■ 黄金行业价格波动风险 ■ 资本开支规模较大，股权收购及定增进度有待关注 ■ 总债务规模持续上升 	

项目负责人：霍 飞 fhuo@ccxi.com.cn

项目组成员：任嘉琦 jqren@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

山东黄金（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	694.54	783.08	907.22	939.96
所有者权益合计（亿元）	354.21	317.83	366.96	371.08
总负债（亿元）	340.33	465.24	540.25	568.88
总债务（亿元）	250.80	329.82	482.06	505.48
营业总收入（亿元）	636.65	339.35	503.06	130.98
净利润（亿元）	22.97	-1.95	14.23	5.04
EBIT（亿元）	40.25	6.58	31.52	--
EBITDA（亿元）	66.76	31.68	64.03	--
经营活动净现金流（亿元）	59.18	18.22	29.72	6.07
营业毛利率(%)	12.63	10.56	14.10	14.49
总资产收益率(%)	5.80	0.89	3.73	--
EBIT 利润率(%)	6.32	1.94	6.27	--
资产负债率(%)	49.00	59.41	59.55	60.52
总资本化比率(%)	44.39	56.36	64.29	65.02
总债务/EBITDA(X)	3.76	10.41	7.53	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.15	3.37	4.50	--
FFO/总债务(X)	0.23	0.02	0.08	--

注：1、中诚信国际根据山东黄金提供的其经天圆全会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2021 年审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	矿产产量 (吨)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润（亿元）	经营活动净现金流 (亿元)
招金矿业	19.23	485.87	56.31	78.86	5.60	6.93
紫金矿业	56.36	3,060.44	59.33	2,703.29	247.67	286.79
山东黄金	38.76	907.22	59.55	503.06	14.23	29.72

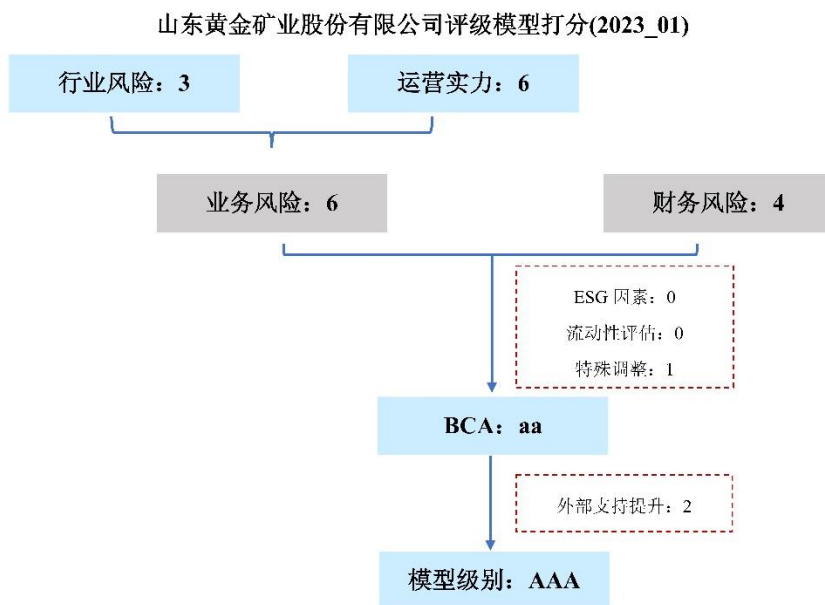
中诚信国际认为，与同行业相比，山东黄金黄金行业产业链完整，紫金矿业保有的铜、黄金、锌资源量为国内第一，公司业务多元化表现弱于紫金矿业；公司具备保障成本优势及产业链一体化等优势，收入及利润水平优于招金矿业，紫金矿业拥有较多上游资源，盈利水平远高于同行业企业；债务方面，公司近年来杠杆水平有所升高，偿债能力处于行业中等水平。

注：“招金矿业（01818.HK）”为“招金矿业股份有限公司”简称；“紫金矿业（601899.SH）”为“紫金矿业集团股份有限公司”简称。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 鲁金 Y1	AAA	AAA	2022/05/27	27.00	27.00	2020/12/03~2023/12/03(3+N)	延期、调整票面利率、利息递延权、有条件赎回
20 鲁金 Y2	AAA	AAA	2022/05/27	13.00	13.00	2020/12/21~2023/12/21(3+N)	延期、调整票面利率、利息递延权、有条件赎回

评级模型



方法论

中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000_2022_05

■ 业务风险:

山东黄金属于有色行业,因具有强周期属性,中国有色行业风险评估为中等;山东黄金黄金资源储备丰富,产业链完整,同时成本控制能力较强且产销具备一定规模优势,业务风险评估为很低。

■ 财务风险:

山东黄金盈利水平有所恢复,对外融资规模的增加使得整体杠杆水平持续上升。大规模的资本支出将使得公司面临一定的债务压力,但公司未来盈利水平的提升以及良好的外部融资能力可为其偿债提供支撑,整体偿债能力尚可,财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型,山东黄金具有 aa 的个体基础信用等级,反映了其很低的业务风险和较低的财务风险及黄金行业特殊性的有利影响等。

■ 外部支持:

控股股东山东黄金集团有限公司(以下简称“山东黄金集团”)作为经济强省国有行业龙头企业之一,自身经营实力较强,对子公司的支持能力很强。此外,公司作为控股股东旗下最重要的资产,对控股股东的收入和利润贡献度很高,控股股东对公司的支持意愿很强。受个体信用状况的支撑,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

山东黄金矿业股份有限公司 2020 年公开发行永续期公司债券（面向专业投资者）（第一期）（20 鲁金 Y1）27 亿元募集资金已按照募集说明书之约定用途使用完毕。

山东黄金矿业股份有限公司 2020 年公开发行永续期公司债券（面向专业投资者）（第二期）（20 鲁金 Y2）13 亿元募集资金已按照募集说明书之约定用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，有色金属行业属于周期性行业，与全球宏观经济及流动性状况关系密切，整体波动较大，需持续关注产品价格变化情况对企业盈利能力及行业信用水平分化影响。

黄金

黄金属于不可再生资源，全球黄金储量逐年下降，增产空间有限，2022 年，随着金矿产量升至四年来的新高，黄金的年度总供应量增长 2% 达到了 4,755 吨。俄乌地缘冲突爆发、美国通胀水平高企，避险情绪及货币政策成为驱动黄金需求结构变化的主要因素，尽管四季度黄金价格上涨使得金饰需求承压，但各大央行购金需求以及个人投资者买入需求激增，推升年度整体黄金需求至 4,742 吨，为近 11 年来最高位。国内方面，随着主力矿山生产恢复，2022 年国内黄金产量回升至 497.83 吨。2022 年以来，受俄乌地缘政治矛盾影响，避险需求的激增超过了名义利率上涨以及美元走强对黄金需求的负面影响，黄金价格一度接近历史高点，但随后美联储的多次加息和缩表进程加快的信号对黄金价格形成压制，黄金价格自 3 月以来呈波动下降趋势，但随着预期落地，2022 年 11 月以来，COMEX 黄金期货结算价从 1,649.7 美元/盎司反弹至 2023 年 1 月底的 1,945.3 美元/盎司，反弹幅度接近 20%。2022 年 COMEX 黄金期货结算价年均 1,805.6 美元/盎司，同比略有增长；受人民币兑美元汇率贬值影响，国内金价走势明显强于国际金价，同期上期所黄金期货结算价年均 392.89 元/克，同比上涨 11.36%。2023 年 3 月以来，在欧美银行业风险事件发酵以及通胀持续回落背景下，黄金价格继续上涨，3 月末 COMEX 黄金期货结算价收于 1,986.27 美元/盎司。

详见《中国黄金行业展望，2023 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/9712?type=1>

中诚信国际认为，山东黄金资源禀赋较高，产业链体系完整，进一步奠定了公司在黄金行业的领先地位。未来随着自产金产量的增加，规模优势体现的同时公司整体成本控制能力将进一步提高，但需对焦家矿区资源整合募投项目的进展以及收购银泰黄金股权的资金平衡情况保持关注。

公司以黄金生产为主业，形成集采、选、冶、深加工及产业链金融于一体的完整黄金产业链体系。

公司主营黄金产业链相关业务，主要包括黄金开采、选冶，黄金深加工产品、黄金矿山专用设备的生产、销售等，形成了完整的产业链。公司主要产品包括标准金锭、投资金条和银锭等。此外，公司还拓展了矿业金融业务和资本投资业务。但与其他多金属运营的矿业企业相比，公司业务多元化水平相对偏弱，易受价格波动影响。

公司黄金矿山分布在山东、福建、内蒙、甘肃、新疆等地以及南美洲阿根廷、非洲加纳等国家，实现了全球资源布局。截至 2022 年末，公司拥有 14 座国内矿山以及 2 座海外矿山。公司下属山东黄金冶炼有限公司（以下简称“冶炼公司”）具备日处理金精矿 1,200 吨，精炼标准金 200 吨/年，白银 100 吨/年的生产规模，黄金冶炼规模较大。

此外，公司子公司山金金控资本管理有限公司（以下简称“山金金控”）主要业务为黄金租赁、黄金交易以及股权投资基金、股权投资基金管理等，产融结合将为公司黄金产业带来一定协同效应。

公司是国内黄金行业龙头企业，保有黄金资源量丰富，拟通过对外收购增厚资源储备。

资源赋存方面，通过外延式并购、探矿增储及收购控股股东山东黄金集团部分矿权，公司资源储备进一步提升；截至 2022 年末，公司拥有的矿山已查明黄金金属资源量 1,318.60 吨，山东地区

整体黄金资源量占比超过 70%，且具备良好的探矿前景。资源质量方面，公司黄金资源主要集中于国内大型金矿富集区-招远、莱州地区，主力矿山三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿及玲珑金矿主要矿石类型为破碎蚀变岩石英脉型矿石，该类矿床规模大，矿体连续性好，平均黄金品位较高，2022 年末上述金矿资源量对应的品位分别为 3.07 克/吨、3.37 克/吨、3.38 克/吨和 2.87 克/吨，整体资源禀赋较高。

表 1：公司黄金权益资源量及储量情况（单位：吨）

金矿名称	2021		2022	
	资源量	储量	资源量	储量
三山岛金矿	147.47	52.99	146.58	50.64
焦家金矿	347.41	84.85	350.52	87.18
新城金矿	205.45	59.59	200.71	59.59
玲珑金矿	116.85	11.22	157.56	15.04
归来庄金矿	6.43	1.44	6.21	1.22
金洲金矿	8.12	3.79	7.99	3.53
鑫汇公司	--	--	36.58	20.69
莱西公司	--	--	6.41	3.01
蓬莱金矿	14.15	6.08	14.42	5.98
沂南金矿	9.70	2.34	9.48	2.34
山东省	882.42	238.44	936.50	249.21
赤峰柴矿	2.94	1.14	5.46	3.47
福建源鑫金矿	2.80	1.31	2.39	0.93
西和中宝金矿	21.74	8.93	21.60	8.76
新疆金川	46.10	22.71	40.46	18.03
其他省份	73.59	34.09	69.90	31.19
中国小计	956.01	272.53	1,006.40	280.40
贝拉德罗矿	106.53	69.89	94.09	59.87
卡帝诺	218.11	157.20	218.10	157.20
总计	1,280.65	499.62	1,318.60	497.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司黄金矿山具有较好的成矿条件，下属三山岛金矿、焦家金矿、玲珑金矿、新城金矿位居国内十大金矿之列。三山岛金矿是亚洲最大的地下金矿之一，焦家金矿 2022 年生产黄金 10 吨，是全国第一黄金生产单体矿山，玲珑金矿是中国黄金生产产量前十大矿山。依托优质的黄金矿山资源，2022 年公司生产黄金 38.67 吨，产量实现恢复性增长，公司黄金产量连续多年位居国内前列。

表 2：公司黄金产量情况（单位：吨）

金矿名称	2020	2021	2022
三山岛金矿	7.14	2.67	5.46
焦家金矿	7.47	4.56	10.04
玲珑金矿	3.81	1.00	1.10
新城金矿	4.52	2.22	5.69
蓬莱矿业	0.85	0.11	0.20
沂南金矿	0.36	0.29	0.38
鑫汇公司		1.42	1.43
莱西公司	1.87	0.59	0.60
金洲公司	1.31	1.01	1.13
归来庄矿业	0.75	0.17	0.82
赤峰柴矿	1.40	1.55	1.73
福建源鑫	0.50	0.45	0.32

西和中宝	0.81	1.01	1.01
金川矿业	--	2.35	2.72
国内矿山合计	30.77	19.39	32.62
贝拉德罗金矿	7.02	5.39	6.06
国外矿山合计	7.02	5.39	6.06
公司合计	37.80	24.78	38.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在资源优势的基础上，公司拥有保障成本优势及产业链一体化等优势，具备较强的成本控制能力。

公司具有较为显著的成本优势。首先源于资源优势，国内矿山品位较高，境外矿山贝拉德罗矿为超大型露天矿，运营成本相对较低。其次是保障成本，公司主要矿山位于山东省境内，山东省为全国工业发达省份，优质运输条件以及电力、采矿、配套服务等供应保障等可降低公司运营成本，提高经济效益。再次来源于产业一体化，公司在资源优势的基础上，实现了黄金产业链的贯通。下属的冶炼公司是上海黄金交易所会员单位，是其认证的金锭及金条交割的冶炼厂，可以向上海黄金交易所提供标准金锭。公司矿山单位可将其选矿后产出的金精矿交付至冶炼公司，实现产业链衔接阶段的价值留存；最后，冶炼生产的规模效应及较高的冶炼回收率带来的附加价值可使得公司具有相对成本优势。

公司部分矿山采掘机械化作业率已达到 50%以上，矿井辅助生产系统自动化控制率已达到 80%以上。较高的自动化水平可有效提高作业效率，降低生产成本。目前冶炼产能保持稳定，2022 年，随着区域矿山原材料供应恢复，公司外购合质金有所增加，外购金及小金条产量均实现大幅增长。未来随着公司自产金产量提高，金精矿自给率的提高将有效提升公司的成本控制能力。

表 3：公司产品产销量情况（吨）

板块名称	2020		2021		2022		2023.1~3	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
自产金	37.80	36.67	24.78	26.20	38.67	38.72	9.38	8.45
外购金	121.31	122.83	30.99	31.49	53.05	52.35	14.17	14.16
小金条	3.86	3.80	26.73	26.61	30.62	30.40	8.02	8.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目总投资金额较大，公司正在推进定向增发工作，募集资金将用于主要项目的建设。

截至 2022 年末，公司在建工程主要包括三山岛金矿矿产资源开发利用（扩界扩能）工程、焦家金矿带资源整合开发利用工程项目、新城金矿采选扩建工程、及卡帝诺 Namdini 项目。其中焦家金矿带资源整合开发利用工程项目将对焦家金矿等 14 个矿业权进行资源整合及统一开发，项目投资总额 82.73 亿元，项目建设期为 6 年。项目达产后采矿出矿能力将达到 660 万吨/年，年均产浮选金精矿含金 18.85 吨。该项目公司拟通过定向增发的形式募集资金，目前尚处于交易所问询函回复阶段。

表 4：截至 2022 年末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	预算数	2022 年投入	工程累计投入占预算比例	预估剩余投资	资金来源
三山岛科研信息化项目	2.74	2.48	90.48	0.26	自有资金
三山岛技术改造工程	7.11	6.60	92.95	0.50	自有资金

三山岛金矿矿产资源开发利用（扩界扩能）工程	120.52	3.48	2.92	117.00	自有资金、借款
焦家金矿带资源整合开发利用工程项目	82.73	0.36	0.98	81.92	自有资金
玲珑矿区深部开采工程	4.35	0.07	36.61	2.76	自有资金
玲珑金矿东风矿区扩能扩界工程	12.27	0.21	53.42	5.72	自有资金
温家地探矿工程	4.00	0.58	60.06	1.60	自有资金
归来庄探矿井工程	4.41	0.01	31.20	3.03	自有资金
新城金矿采选扩建工程	37.84	1.30	31.57	25.89	自有资金
铜井矿区（扩界）采矿工程	4.33	0.43	72.71	1.18	自有资金、借款
鑫汇采矿扩建工程	5.95	1.04	91.41	0.51	自有资金、借款
源鑫地质探矿工程	3.87	0.54	64.73	1.36	自有资金、借款
莱西井巷工程	2.69	0.71	87.71	0.33	自有资金
电力线	1.62	0.87	95.00	0.08	自有资金
Namdini Project Predevelopment	33.60	2.49	8.86	30.62	自有资金
Administration	2.00	0.95	61.08	0.78	自有资金
合计	330.02	22.11	--	273.55	--

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

此外，公司拟通过协议转让方式收购银泰黄金股份有限公司¹（以下简称“银泰黄金”）20.93%股权，标的股份转让价格 127.60 亿元，交易完成后公司将成为银泰黄金控股股东，将进一步增厚公司的资源储备并有效提升产业协同和区域协同能力，但收购金额较大，需对资金平衡情况保持关注。截至目前，本次交易的实施尚需香港联合交易所审核、山东黄金股东大会批准及履行深交所相关程序。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，山东黄金盈利水平有所恢复，对外融资规模的增加使得整体杠杆水平持续上升。大规模的资本支出将使得公司面临一定的债务压力，但公司未来盈利水平的提升以及良好的外部融资能力可为其偿债提供支撑，整体偿债能力尚可。

随着矿山生产恢复带来的自产金产量回升，公司盈利水平有所恢复，公司仍保持了很强的盈利能力。

随着安全检查完成，2021 年下半年以来公司矿山均已恢复生产，2022 年自产金产量得以回升；地区性合质金供应恢复正常，当期公司外购合质金及成品金规模均有所增加，当期营业收入增长近 50%。受益于黄金价格的持续上涨及规模效应带来的成本摊薄，矿产金及冶炼金毛利率均有所提升。

期间费用方面，因期货居间业务规则的调整使得销售佣金下降，进而导致销售费用同比有所减少；公司将无形资产中矿权的摊销计入主营业务成本，当期管理费用大幅下降；债务规模大幅增加推升当期财务费用；2022 年期间费用总额以及期间费用率均有所下降。当期信用减值损失、公允价值变动与投资收益对净利润影响有限。总体来看，公司利润率水平及盈利能力较强。

2023 年一季度，受山东黄金集团统筹贸易板块影响，其他板块中贸易收入大幅下降；冶炼金业

¹ 公司拟通过协议转让方式收购中国银泰投资有限公司所持银泰黄金 401,060,950 股股份、沈国军先生所持银泰黄金 180,120,118 股股份，合计 581,181,068 股股份，占银泰黄金总股本的 20.93%。银泰黄金（000975.SZ）主营业务为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易，2022 年，银泰黄金实现营业收入 83.82 亿元，归属上市公司净利润 12.44 亿元；截至 2022 年末，银泰黄金合计总资源量（含地表存矿）矿石量 10,145.17 万吨，金金属量 173.9 吨，银金属量 6,921.2 吨，铅+锌金属量 166.71 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨。2022 年产品产量为合质金 7.06 吨、矿产品银 190.74 吨、铅精矿 1.18 万吨及锌精矿 1.77 万吨。

务中收入规模有所增长，当期公司营业收入同比略有下降。但黄金价格的上涨使得净利润同比增长 41.92%。

表 5：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
矿产金	142.15	50.91	97.79	29.08	151.83	43.33	35.44	47.39
冶炼金	489.10	0.64	207.16	0.22	315.49	0.64	92.96	1.38
其他	3.64	60.79	34.40	20.22	35.74	8.81	2.58	34.88
营业总收入/营业毛利率	636.65	12.63	339.35	10.56	503.06	14.10	130.98	14.49

注：其他业务主要为期货业务及贸易业务；因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售费用	1.07	3.61	1.76	0.24
管理费用	30.02	32.76	27.15	6.62
财务费用	8.77	7.11	10.47	3.20
期间费用合计	39.86	43.48	39.39	10.07
期间费用率(%)	6.26	12.81	7.83	7.68
经营性业务利润	34.62	-13.75	23.59	6.78
资产减值损失	-6.17	-0.06	-0.01	-0.11
信用减值损失	-0.39	0.03	-1.27	-0.01
公允价值变动收益	3.93	5.76	-2.09	-0.79
投资收益	0.10	7.28	0.78	0.78
利润总额	30.36	0.22	20.06	6.64
净利润	25.41	-1.95	14.23	5.04
归属于上市公司股东的净利润	22.57	-1.94	12.46	4.39
总资产收益率(%)	5.80	0.89	3.73	--

注：中诚信国际在分析时将研发费用计入管理费用；减值损失以“-”号列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受固定资产投资建设及对外收购资金需求增加影响，公司对外筹资规模及财务杠杆有所上升。

公司项目建设投入规模较大，在建工程 2022 年末有所上升，且当期完成较大规模转固，期末非流动资产规模整体增加。2022 年四季度以来，公司加大资金储备以应对股权收购和经营资金需求，当期末账面货币资金规模大幅上升。此外，受下半年以来黄金价格的持续走高影响，公司外购金及小金条库存水平上升，当期末存货账面价值明显增长。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	34.60	50.08	96.34	67.36
存货	32.04	29.84	40.92	50.81
交易性金融资产	30.57	26.82	29.60	32.73
其他应收款	17.90	25.61	26.99	29.44
预付款项	19.62	4.60	8.24	6.88
流动资产合计	141.62	142.68	214.75	201.18
固定资产	244.45	268.28	307.12	306.25
无形资产	132.46	193.36	193.73	192.19
其他非流动金融资产	55.69	56.53	51.60	49.06
在建工程	46.22	46.39	61.21	70.28
商誉	30.81	30.66	31.57	31.42
其他非流动资产	17.71	18.00	19.72	58.13
非流动资产合计	552.93	640.39	692.46	738.78
资产总计	694.54	783.08	907.22	939.96

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年末短期资金需求攀升且开具银行承兑汇票有所增加，但当期公司支付收购山东黄金集团金矿资产，流动负债整体规模相对稳定。公司新增较大规模长期保证借款及信用借款，用于长期固定资产投资及支付并购款后货币资金的补充，推升负债规模及财务杠杆，但债务期限结构整体有所拉长。

所有者权益方面，公司新增 36.70 亿元永续债使得 2022 年末其他权益工具规模大幅提升，叠加当期经营业绩恢复，所有者权益规模有所上升。此外，当期公司回购²玲珑公司、莱州公司以及鑫汇公司等子公司少数股东权益，期末资本公积略有减少。

2023 年一季度，公司融资规模持续增加用于经营活动及建设投入，期末资产负债率持续上升。存货及在建工程当期末均有所增加，公司支付部分银泰黄金股权转让款，货币资金有所下降。

表 8：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
短期借款	78.66	57.84	66.14	111.69
交易性金融负债	86.72	95.87	112.66	80.25
应付票据	8.31	17.63	33.52	31.02
其他流动负债	15.35	25.35	29.14	20.30
长期借款	6.78	53.40	135.48	156.23
其他应付款	40.57	95.99	49.27	52.80
递延所得税负债	41.22	42.42	36.87	36.83
负债合计	340.33	465.24	540.25	568.88
总股本	43.14	44.73	44.73	44.73
其他权益工具	39.99	62.49	99.38	100.10
资本公积	89.22	55.68	43.70	43.75
未分配利润	130.62	123.93	129.12	132.45
所有者权益	354.21	317.83	366.96	371.08
资产负债率	49.00%	59.41%	59.55%	60.52%
总资本化比率	44.39%	56.36%	64.29%	65.02%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年公司利润水平及经营获现能力有所恢复，带动部分偿债指标有所好转，但大规模的资本支出将使得公司面临一定的债务压力。

2022 年随着矿山生产的全面恢复，经营活动现金净流入同比大幅增加。投资活动方面，当期购建固定资产等长期资产支付的现金增加，使得投资活动现金大幅净流出。受资金需求提升影响，筹资活动现金净流入规模较大。

2022 年公司经营获现能力有所回升，但总债务及利息支出规模持续扩大，经营活动净现金流对利息的覆盖水平仍较低。2022 年 EBIT 和 EBITDA 大幅上升，其对利息以及总债务的覆盖倍数均有所提升。大规模的资本支出将使得公司面临一定的债务压力，但公司未来盈利水平的提升及较好的外部融资能力可为其偿债提供支撑，整体偿债能力尚可。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

² 2022 年 7 月 6 日，公司发布公告称与工银金融资产投资有限公司（以下简称“工银投资”）、中银金融资产投资有限公司（以下简称“中银投资”）、建信金融资产投资有限公司（以下简称“建信投资”）就行使回购权事宜达成一致意见，公司按照协议约定履行回购权利，拟分别回购工银投资持有的玲珑公司 25.43% 的股权、回购中银投资持有的莱州公司 4.6903% 的股权、回购中银投资和建信投资分别持有鑫汇公司各 16.6005% 的股权。

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	59.18	18.22	29.72	6.07
投资活动产生的现金流量净额	-80.17	-26.07	-52.51	-48.20
筹资活动产生的现金流量净额	22.84	21.41	54.62	22.24
总债务	250.80	329.82	482.06	505.48
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	7.23	1.94	2.09	--
FFO/总债务(X)	0.23	0.02	0.08	--
总债务/EBITDA(X)	3.76	10.41	7.53	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	8.15	3.37	4.50	--
非受限货币资金/短期债务(X)	0.17	0.21	0.27	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2022 年末，公司共有 18.81 亿元所有权受限资产，占当期末总资产的 2.07%。受限资产主要为并购款诚意金、票据保证金及土地复垦及环境治理保证金等受限的货币资金。此外，山东黄金集团其所持公司 1.30 亿股股份质押用于发行可交换公司债券，占其持股比例 7.67%，占公司总股本比例 2.91%。

截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保，无影响正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2023 年 4 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测³

假设

——2023 年，山东黄金产量持平，黄金价格有所上升。

——2023 年，山东黄金在建项目投资规模预计 70 亿元；对银泰黄金及其他公司股权投资为 130 亿元左右。

——2023 年，山东黄金持续推动在建项目建设及完成收购活动，存在一定资金需求。

预测

表 10：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	56.36	64.29	60.20~62.65
总债务/EBITDA(X)	10.41	7.53	6.56~6.83

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司仍将通过较大规模对外融资保障股权收购及项目建设的资金需求，同时维持较为充足的流动性。

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

公司主营业务产量及所对应的利润、经营活动净现金流规模较为稳定，弹性主要源于产品价格的上涨。截至 2022 年末，公司账面货币资金 96.34 亿元，保持充足水平。公司授信较高，截至 2022 年末，公司共获得银行授信额度 950.60 亿元，其中尚未使用额度为 629.42 亿元，备用流动性较充足。同时，公司融资渠道畅通，且作为 A+H 股上市公司，可通过定向增发等方式实现融资，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于资源收购、项目建设支出以及债务的还本付息。其中资源收购及项目建设资金支出规模较高，其经营获现规模难以完全覆盖资金支出缺口，将通过债务融资及定向增发的形式解决资金问题。筹资支出方面，公司股利水平保持 2~3 亿元，利息支出约为 10 亿元，剩余为支付永续债股利及子公司对少数股东的分红，2022 年上述支出共计约 20 亿元。整体来看，现阶段公司仍需借助一定的外部融资支持保证其流动性。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保，并积极履行作为行业龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司在环境管理、资源管理等方面表现较好。公司持续推进实施绿色矿山建设巩固提升工程，对标提升绿色矿山建设质量和水平。2022 年顺利通过自然资源部绿色矿山“回头看”现场核查，除部分矿权因资源整合权证失效等原因外，其它在产矿山全部保留在绿色矿山名录中。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。此外，公司在产品责任、客户责任、供应商管理等方面表现较好。

公司治理方面，公司作为上海、香港两地上市公司，严格履行《公司法》、《证券法》和《公司章程》所赋予职责，认真落实股东会决策部署，规范运作。此外公司财务管理体系完善，对国内资金按日归集，对国外可归集资金进行归集。战略方面，公司充分利用在黄金资源、经济效益、技术人才、安全环保等方面的行业优势，着力打造世界级黄金生产基地，加快成为主业优势突出、公司治理优良、价值创造能力卓越的具有全球竞争能力的世界一流矿业企业。

特殊调整

黄金产品的高流通性及内在价值，对公司信用水平起到提升作用。

外部支持

作为山东黄金集团旗下最重要的资产，控股股东对公司的支持能力和支持意愿均很强。

山东省黄金资源储备丰富，形成了以山东黄金集团及招金集团为主的黄金产业群，控股股东山东黄金集团作为经济强省国有行业龙头企业之一，自身经营实力较强，对子公司的支持能力很强。此外，公司作为控股股东旗下最重要的资产，对控股股东的收入和利润贡献度很高，控股股东对

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

公司的支持意愿很强。2019 年山东黄金集团推动公司向产业链下游扩张，收购山金金控 100% 股权，使得公司资产、收入水平及综合实力得以进一步提升。2021 年山东黄金集团向公司出售黄金资产，并承诺将继续积极推动符合条件的矿权转让至公司的工作，将对公司的长期经营产生良性影响。

同行业比较

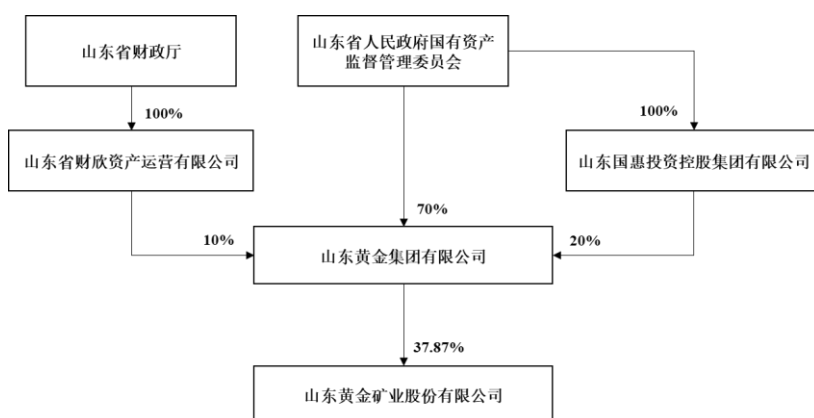
中诚信国际选取了招金矿业、紫金矿业作为山东黄金的可比公司，上述两家公司在主营业务与体量上与公司具有较高的可比性。

中诚信国际认为，业务多样性方面，山东黄金以及招金矿业以黄金采、选、冶为主业，黄金产业链完整，紫金矿业主营业务为贵金属、基本金属和能源金属，经营品种较多且产业链纵深较长。相比之下，紫金矿业经营范围更广，且业务重心偏向有色金属产业链上游。资源禀赋与行业地位方面，山东黄金黄金资源量丰富，资源禀赋优于招金矿业。紫金矿业是国内有色金属资源头部企业，其保有的铜、黄金、锌资源量为国内第一，锂资源量位居国内前列。行业地位方面，山东黄金为国内黄金生产行业头部企业，紫金矿业为国内有色金属龙头企业，国际有色金属一流企业。成本控制方面，山东黄金矿产金产量高于招金矿业，具备较强的成本控制能力。紫金矿业拥有较多上游资源，具备天然的成本优势。财务表现方面，山东黄金较高规模的资源储备使其盈利水平优于招金矿业，紫金矿业上游属性使其具备较大的利润规模与较高的利润弹性。

评级结论

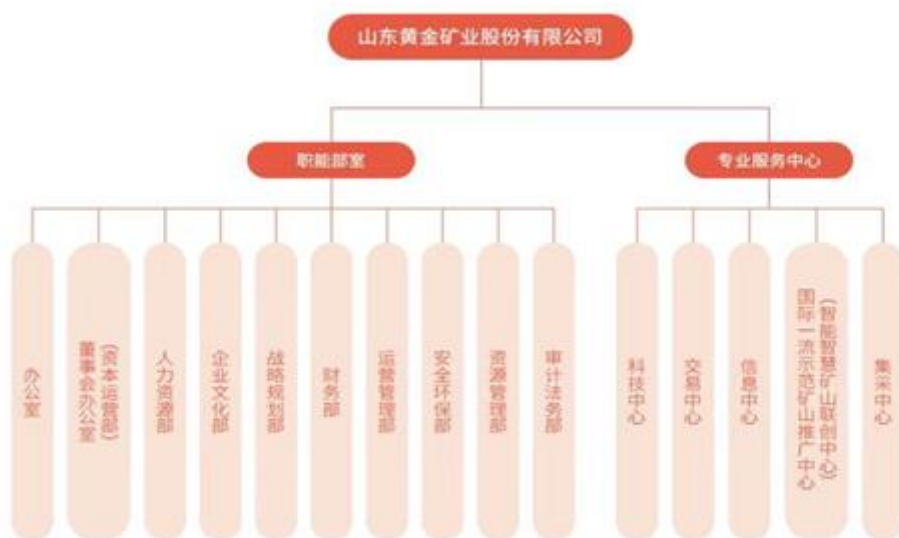
综上所述，中诚信国际维持山东黄金矿业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 鲁金 Y1”和“20 鲁金 Y2”的信用等级为 **AAA**。

附一：山东黄金矿业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



主要子公司名称	持股比例
山东黄金矿业（莱州）有限公司	100.00%
山东黄金矿业（玲珑）有限公司	100.00%
山东黄金集团蓬莱矿业有限公司	100.00%
山东黄金冶炼有限公司	100.00%
山东黄金矿业（鑫汇）有限公司	100.00%
山东黄金矿业（香港）有限公司	100.00%
山金金控资本管理有限公司	100.00%
Cardinal Resources Limited	100.00%

组织架构



资料来源：公司提供

附二：山东黄金矿业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	346,010.75	500,771.71	963,430.75	673,556.13
应收账款	16,969.12	11,823.84	14,118.06	60,331.39
其他应收款	179,018.07	256,066.34	269,883.19	294,398.35
存货	320,430.44	298,375.72	409,228.04	508,058.36
长期投资	750,827.58	761,484.46	715,687.53	730,292.28
固定资产	2,444,543.56	2,682,849.74	3,071,171.17	3,062,509.51
在建工程	462,207.01	463,854.01	612,127.44	702,750.79
无形资产	1,324,599.10	1,933,576.37	1,937,306.93	1,921,851.72
总资产	6,945,441.49	7,830,758.57	9,072,164.08	9,399,616.71
其他应付款	405,731.96	959,874.83	492,652.92	528,012.46
短期债务	1,933,991.71	2,130,113.08	2,859,411.08	2,884,498.78
长期债务	573,991.21	1,168,041.73	1,961,197.47	2,170,258.73
总债务	2,507,982.93	3,298,154.81	4,820,608.55	5,054,757.51
净债务	2,187,863.42	2,845,618.35	4,045,260.35	4,381,201.38
总负债	3,403,332.72	4,652,437.53	5,402,517.23	5,688,769.42
所有者权益合计	3,542,108.77	3,178,321.04	3,669,646.85	3,710,847.28
利息支出	81,913.54	94,074.61	142,281.66	--
营业总收入	6,366,493.19	3,393,496.05	5,030,575.43	1,309,813.75
经营性业务利润	346,226.83	-137,538.59	235,891.24	67,816.52
投资收益	982.73	72,832.20	7,821.16	7,809.10
净利润	229,656.67	-19,541.14	142,343.18	50,408.88
EBIT	402,489.10	65,836.74	315,183.25	--
EBITDA	667,574.27	316,821.37	640,299.38	--
经营活动产生现金净流量	591,838.74	182,224.27	297,177.54	60,658.94
投资活动产生现金净流量	-801,696.27	-260,690.99	-525,068.00	-481,957.24
筹资活动产生现金净流量	228,411.36	214,080.46	546,181.05	222,368.61
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	12.63	10.56	14.10	14.49
期间费用率(%)	6.26	12.81	7.83	7.68
EBIT 利润率(%)	6.32	1.94	6.27	--
总资产收益率(%)	5.80	0.89	3.73	--
流动比率(X)	0.53	0.41	0.62	0.57
速动比率(X)	0.41	0.32	0.50	0.42
存货周转率(X)	17.36	9.81	12.21	9.77*
应收账款周转率(X)	375.18	235.72	387.83	140.75*
资产负债率(%)	49.00	59.41	59.55	60.52
总资本化比率(%)	44.39	56.36	64.29	65.02
短期债务/总债务(%)	77.11	64.58	59.32	57.07
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	0.20	0.02	0.03	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.26	0.04	0.05	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	7.23	1.94	2.09	--
总债务/EBITDA(X)	3.76	10.41	7.53	--
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.15	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.15	3.37	4.50	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.91	0.70	2.22	--
FFO/总债务(X)	0.23	0.02	0.08	--

注：1、2023 年一季度财务报表未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务，将计入其他权益工具的永续债调至债务；3、将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理，由于缺少数据，2023 年 1~3 月部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款+应收款项融资调整项)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
盈利能力	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 受评对象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	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力较强, 较易受不利经济环境的影响, 违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力一般, 受不利经济环境影响较大, 违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下, 受评对象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	在无外部特殊支持下, 受评对象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	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 受评对象不能偿还债务。

注: 除 aaa 级, ccc 级及以下等级外, 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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响较小, 违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强, 较易受不利经济环境的影响, 违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般, 受不利经济环境影响较大, 违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注: 除 AAA 级, CCC 级及以下等级外, 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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 信用风险极低。
AA	债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。
A	债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。
BBB	债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。
BB	债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注: 除 AAA 级, CCC 级及以下等级外, 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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券, 还本付息风险很小, 安全性很高。
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, 安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低, 有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低, 违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注: 每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn