

# 山东招金集团有限公司 2018 年公开发行永续期公 司债券（第一期）、2019 年公开发行永续期公司债 券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：商思仪 [syshang@ccxi.com.cn](mailto:syshang@ccxi.com.cn)

项目组成员：汤梦琳 [mltang@ccxi.com.cn](mailto:mltang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 23 日

## 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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1417 号

## 山东招金集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 山招 Y2”、“19 山招 Y1”和“19 山招 Y3”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

**评级观点：**中诚信国际维持山东招金集团有限公司（以下简称“招金集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 山招 Y2”、“19 山招 Y1”和“19 山招 Y3”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定黄金资源储量丰富且矿山品位较高、规模优势突出、采选板块营业毛利率保持较高水平、2019 年营业总收入大幅提升、经营活动净现金流有所改善以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到黄金价格波动风险、债务规模增长较快以及期间费用对利润总额侵蚀较重等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

#### 概况数据

招金集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	489.36	502.83	600.04	637.27
所有者权益合计（亿元）	183.13	183.49	197.73	197.98
总负债（亿元）	306.23	319.34	402.32	439.29
总债务（亿元）	226.23	247.38	320.95	357.05
营业总收入（亿元）	361.67	370.61	657.08	138.16
净利润（亿元）	6.33	5.03	2.94	0.28
EBIT（亿元）	14.79	15.79	16.22	--
EBITDA（亿元）	25.97	28.02	28.52	--
经营活动净现金流（亿元）	28.49	9.75	20.46	2.72
营业毛利率(%)	9.39	8.67	4.97	5.37
总资产收益率(%)	3.04	3.18	2.94	--
资产负债率(%)	62.58	63.51	67.05	68.93
总资本化比率(%)	55.27	57.41	61.88	64.33
总债务/EBITDA(X)	8.71	8.83	11.25	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.43	2.71	2.24	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

#### 正面

■ **黄金资源储量丰富，且矿山品位较高。**近年来，公司通过外部收购及推进探矿等方式，黄金资源储备维持较高水平且矿山品位整体较高。截至 2019 年末，公司保有黄金矿产资源量 1,226.50 吨，黄金可采储量 499.73 吨，为公司长期的良性发展奠定较好基础。

■ **规模优势突出，采选板块毛利率保持较好水平。**公司是国内大型黄金生产企业之一，黄金产量处于行业内领先水平；较高的原材料自给率及较低的克金成本使得采选板块营业毛利率保持较高水平。

#### 同行业比较

公司名称	2019				2020.3	
	矿产金产量（吨）	营业总收入（亿元）	利润总额（亿元）	经营活动净现金流（亿元）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)
紫金矿业	40.83	1,360.98	69.74	106.66	1,396.78	58.06
山东黄金集团	47.93	768.13	28.37	68.41	1,191.45	63.20
中金黄金	24.69	389.63	9.85	21.87	457.76	52.43
<b>招金集团</b>	<b>20.75</b>	<b>657.08</b>	<b>4.76</b>	<b>20.46</b>	<b>637.27</b>	<b>68.93</b>

注：“紫金矿业”为“紫金矿业集团股份有限公司”简称；“山东黄金集团”为“山东黄金集团有限公司”简称；“中金黄金”为“中金黄金股份有限公司”简称，因中国黄金集团有限公司尚未出具年报，此处采用其重要子公司中金黄金数据。

资料来源：中诚信国际整理

#### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18 山招 Y2	AAA	AAA	4.00	4.00	2018/08/10~2021/08/10 (3+N)
19 山招 Y1	AAA	AAA	3.00	3.00	2019/03/25~2022/03/25 (3+N)
19 山招 Y3	AAA	AAA	5.00	5.00	2019/08/15~2022/08/15 (3+N)

■ **2019 年营业总收入大幅提升，经营获现能力有所改善。**2019 年受益于精炼黄金数量增加及黄金价格上升，当期营业总收入大幅增加；而经营活动净现金流则由于应付项目的增加而有所改善。

■ **融资渠道畅通。**公司拥有较好的银企关系，截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度 549.71 亿元，其中未使用授信余额 343.35 亿元；同时，子公司招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”）作为香港上市公司，直接融资渠道畅通。

#### 关注

■ **黄金价格波动风险。**黄金价格受通货膨胀预期、利率、市场供需及避险需求等多方面因素的影响，价格不确定性高。公司营业收入与黄金价格挂钩，若金价出现下跌，公司盈利能力将受到较大影响。

■ **债务规模增长较快，财务杠杆有所升高。**2019 年以来，公司债务规模增长较快，未来在建项目投资或将进一步推高债务规模和财务杠杆比率。

■ **期间费用较高及资产减值损失对利润总额形成一定侵蚀。**2019 年以来，公司期间费用大幅上升，同时存在一定的资产减值损失，净利润同比下降。

#### 评级展望

中诚信国际认为，山东招金集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**主要金属价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平；债务规模大幅攀升，短期流动性承压，偿债能力显著恶化。

## 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定期与不定期跟踪评级，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

本次跟踪债券募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划和其他约定一致，并已使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来

负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将

限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**2019 年全球黄金需求微降，金价上涨推低消费者需求，抵消 ETF 投资需求；中国需求亦有所下降，且环保趋严使得国内和全球黄金供应亦下降；受行业供需影响，全年黄金均价上升较快，但 2020 年新冠肺炎疫情令行业不确定性增加**

金饰需求仍为黄金主要需求来源，2019 年不断上涨的金价和疲软的经济环境令金饰需求量和其占总需求的比重均有所下降。但随着全球宽松的货币政策、经济不确定性增加以及金价的上升，黄金 ETF 产品投资作为对冲其他市场不确定性及分散风险的工具，其需求保持强劲的增长态势。全球央行已连续十年成为黄金净买家，2019 年上半年央行需求高速增长，下半年企稳，全球央行黄金购买量近 50 年来最高水平。科技方面，电子行业景气度下行令整体电子用金量出现下滑。整体来看，2019 年全球黄金总需求为 4,356 吨，同比小幅下降 1%。

表 1: 全球黄金需求情况 (单位: 吨)

黄金需求端	2018		2019		需求同比变化
	需求量	占比	需求量	占比	
金饰	2,241	51%	2,107	48%	-6%
投资	1,168	27%	1,272	29%	9%
央行	657	15%	650	15%	-1%
科技	335	8%	327	8%	-2%
<b>需求合计</b>	<b>4,401</b>	<b>100%</b>	<b>4,356</b>	<b>100%</b>	<b>-1%</b>

资料来源: 世界黄金协会 (World Gold Council), 中诚信国际整理

表 2: 截至 2019 年末黄金储备前十名国家 (组织)

排名	国家	黄金储备 (吨)	黄金占外汇储备比重 (%)
1	美国	8,133.46	76.98
2	德国	3,366.49	73.48
3	IMF	2,814.04	--
4	意大利	2,451.84	68.33
5	法国	2,436.10	62.98
6	俄罗斯	2,271.16	19.94
7	中国	1,948.31	2.94
8	瑞士	1,040.00	5.93
9	日本	765.22	2.82
10	印度	634.96	6.67

资料来源: 世界黄金协会 (World Gold Council), 中诚信国际整理

黄金供应方面，2019 年全球黄金总供应量增长 2% 至 4,776 吨，消费者在金价上涨之际卖出获利令回收金供应上涨 11% 带动整体供应的小幅增长。但矿产金仍为黄金供应的主要来源，2019 年受中国黄金行业环保趋严使得产量下降影响小幅下降，是十年来的首次下降。

表 3: 全球黄金供应情况 (单位: 吨)

黄金供应端	2018		2019		供应同比变化
	供应量	占比	供应量	占比	
供应合计	4,671	100%	4,776	100%	2%
其中: 矿产金	3,503	75%	3,464	73%	-1%

资料来源: 世界黄金协会 (World Gold Council), 中诚信国际整理

国内方面，受 GDP 增速放缓及 CPI 指数上涨影响，国内金饰需求全年下降 7% 至 637 吨，与全球趋势保持一致。投资方面，截至 2019 年底，中国黄金 ETF 总持有量为 45 吨，同比持平。但 2019 年 10 月下旬三只新的黄金 ETF 产品获批，未来 ETF 市场扩张将持续带来投资需求的扩张。金价上涨及宏观经济下行等因素带来的金条与金币需求大幅下降超过 30%。央行黄金储备总量保持较好的增长态势，2019 年增加 96 吨至 1,948 吨。整体看，2019 年全国实际黄金消费量为 1,003 吨，同比下降 8%。

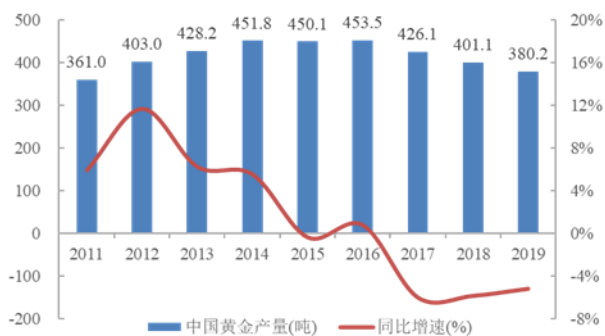
表 4: 中国黄金需求情况 (单位: 吨)

黄金需求端	2018	2019	同比变化
金饰	686	637	-7%
金条与金币	308	211	-31%
黄金 ETF	46	46	--
央行黄金储备总量	1,853	1,948	5%

资料来源：世界黄金协会（World Gold Council），中诚信国际整理

2019年，国内原料黄金产量为380吨，连续13年位居全球第一，较2018年减产21吨。受自然保护区内矿业权清退、矿业权出让收益政策、氰渣作为危险废物管理、矿山资源枯竭等因素的影响，河南、福建、新疆等重点产金省（区）矿产金产量下降。虽然产量持续下滑，但近年来黄金行业积极响应新时代高质量发展要求，深化供给侧结构性改革，正经历由规模速度型向高质量效益型的转变。

图1：近年来我国黄金（成品金）产量及增速



资料来源：中国黄金协会，中诚信国际整理

金价方面，2019年国际黄金价格自年初1,282.70美元/盎司开盘，6月起黄金价格开始向上突破，9月4日达到1,555.40美元/盎司，年末收于1,516.90美元/盎司。全年平均价格为1,395.60美元/盎司，比2018年增长9.84%。跟随国际金价走势，上海黄金交易所Au9999黄金以2019年初283.98元/克开盘，8月29日达到最高点369.24元/克，年末收于340.80元/克，年平均价格为308.70元/克，比2018年增长13.73%。受人民币汇率变化的影响，国内黄金价格与国际黄金价格变化的时间点有所区别，但整体趋势一致。2020年新冠肺炎疫情爆发，叠加美联储降息等因素，黄金价格于3月4日达到1,673.50美元/盎司，并于3月末收于1,577.10美元/盎司，较年初增长3.97%。

图2：COMEX黄金当月连续期货价格图（单位：美元/盎司）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

2020年以来，新冠肺炎疫情爆发使得消费者需求减弱，金条及金币投资需求或承压，但避险情绪的升温以及美联储降息使得整体黄金行业景气度回升。但受疫情影响，仍有部分生产企业复工不足，或将对行业供给产生一定影响，中诚信国际将持续关注疫情期间的不确定性对黄金市场的供需情况及金价的影响。

中诚信国际认为，黄金价格受通货膨胀预期、利率、市场供需及避险需求等多方面因素的影响，价格不确定性高，2019年及2020年第一季度金价的持续上升带来行业景气度的攀升，中诚信国际将对黄金价格及其对行业内企业信用水平的影响保持关注。

### 公司黄金储量丰富且矿山品位较高，为业务的持续发展提供了有力保障

公司黄金资源储量丰富，并通过提高现有矿山探矿能力和对外收购矿山两种方式增加黄金资源储量，为业务持续发展提供了有力保障。2017~2019年，深部探矿投资额分别为1.39亿元、1.05亿元和0.85亿元，累计探获黄金金属量133.74吨。公司根据自身产能及产量对探矿策略进行调整，近年来投资额和净增资源量略有下降。

受环保趋严影响，各地对位于自然保护区内的部分矿业权予以注销，其中2018年公司三处金矿因被划入保护区而注销采矿权，使得公司探矿权及

采矿权数量及面积均有所下降，中诚信国际将持续关注环保政策对公司资源勘探的影响情况。

表 5：2017~2019 年公司黄金资源量变动情况

项目	2017	2018	2019
探矿权（个）	42	33	33
探矿权面积（平方公里）	629.16	483.02	397.70
采矿权（个）	40	39	40
采矿权面积（平方公里）	162.20	156.81	157.91
黄金矿产资源量（吨）	1,251.77	1,231.61	1,226.50
黄金可采储量（吨）	528.14	511.24	499.73

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量均为 JORC 口径。

资料来源：公司提供

公司拥有的矿山主要分布在国内山东、甘肃、新疆和内蒙古等区域，且整体品位较高；近年来随着对外金矿资源的不断收购，在招远埠外的矿山资源保持在一定规模。公司于 2019 年组建了矿业投资开发部，统筹调度整体的矿业投资开发工作；未来将继续以新疆、甘肃、内蒙古和陕西地区为重点择优进行矿山收购，并选取资源丰富、政局稳定、与中国关系友好的国家或地区作为海外矿业开发方向，保障资源储量及业务的持续发展。此外，公司主要矿山均位于大型矿带群上，开采条件佳，平均开采年限均在 40 年以上，平均品位亦很高。

表 6：截至 2019 年末公司主要矿山情况

招远埠内				
矿山	权益比例 (%)	资源量 (吨)	可采储量 (吨)	平均品位 (克/吨)
夏甸金矿	100.00	115.97	68.39	2.80
河东金矿	100.00	16.57	5.36	3.65
大尹格庄金矿	100.00	233.94	121.18	2.34
金翅岭金矿	100.00	7.46	2.00	4.98
金亭岭矿业	100.00	19.07	3.93	3.07
蚕庄金矿	100.00	29.66	6.43	2.72
大秦家矿业	90.00	1.87	1.01	3.62
纪山矿业	95.00	3.08	1.05	2.88
埠内合计	--	427.62	209.35	--
招远埠外				
矿山	权益比例 (%)	资源量 (吨)	可采储量 (吨)	平均品位 (克/吨)
招金北疆	100.00	11.94	3.20	3.73
岷县天昊	100.00	8.59	6.86	2.32
招金昆仑	100.00	1.35	0.62	4.47
丰宁金龙	52.00	10.25	5.18	3.47
早子沟金矿	52.00	53.55	20.21	4.54
鑫源矿业	100.00	0.58	0.37	6.01
两当招金	70.00	20.71	2.59	2.31
招金白云	55.00	39.81	3.33	3.39

青河矿业	95.00	27.15	18.36	4.71
龙鑫矿业	100.00	12.29	5.79	4.80
甘肃鑫瑞	51.00	20.81	6.62	2.28
肃北金鹰	51.00	11.07	0.87	4.56
圆通矿业	70.00	4.00	1.66	4.70
瑞海矿业	63.80	562.37	212.21	4.42
招金正元	80.00	3.19	0.34	5.24
金王矿业	51.00	5.56	0.91	3.08
丰业矿业	51.00	5.66	1.26	5.39
埠外合计	--	798.88	290.38	--

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量均为 JORC 口径。

资料来源：公司提供

### 公司规模优势突出，2019 年受部分地区限产停产影响矿产金产量略有下降，但克金成本仍处于行业较优水平；2019 年冶炼金产量大幅增加，且平均售价提升

公司采选板块产品主要为下属矿山企业自行开采的金矿石通过冶炼、精炼等环节加工成的标准金。矿石采选方面，2019 年公司实施基建技改项目 85 项，累计投资 7.72 亿元。截至 2019 年末，公司矿山采矿生产能力为 2.22 万吨/日，选矿能力为 2.16 万吨/日。未来，随着对外收购矿山以及基建技改工程的不断推进，公司矿山采选能力有望持续提高。

公司是国内大型黄金生产企业之一，产量规模优势突出。近年来矿产金产量小幅波动，其中 2019 年有所下降主要是由于甘肃、内蒙古地区矿山受区域限产及停产整顿政策影响产量下降所致。生产成本方面，受人工成本上升、开采深度增加以及品位下降等因素影响，公司克金综合成本波动上升。但相对国内其他大型黄金生产企业，公司克金综合成本仍处于较低水平，具备较强的成本优势。

表 7：公司矿产金生产情况（单位：吨、元/克）

	2017	2018	2019	2020.1~3
矿产金	21.18	21.63	20.75	2.68
其中：自产金	19.40	19.13	16.57	2.65
外购金及副产金	1.78	2.50	4.18	0.03
克金综合成本	140.75	154.77	171.23	--

资料来源：公司提供

公司加工板块包括黄金冶炼及精炼业务，其中冶炼业务主要由招金矿业股份有限公司金翅岭金矿（粗炼）和山东招金集团招远黄金冶炼有限公司（以下简称“冶炼公司”）等子公司负责。公司冶炼



的金精矿主要来自自有矿山，2019年招远市人民政府将冶炼公司无偿划转给公司使得当年冶炼金产量大幅上升。

黄金精炼业务主要由子公司山东招金金银精炼有限公司（以下简称“精炼公司”）负责。精炼公司是通过上海黄金交易所认证可提供金锭的首批合格精炼企业，产品为达到国际市场交易标准的1号、2号金锭。精炼公司精炼的原材料大部分需要对外采购，目前供应商主要集中在山东、甘肃等地，外购粗金的精炼模式分为买断式精炼和加工式精炼两种，其中加工式精炼只向客户收取精炼费，2019年买断式精炼产量大幅增加带动黄金加工板块收入增加。

公司精炼制成标准金锭（主要为“9999金”及“9995金”），在上海黄金交易所进行销售。公司是上海黄金交易所指定的全国首批10家“可提供标准金锭企业”之一，产品注册商标为“招金”牌。销售价格方面，随着国际金价上涨，2019年公司黄金平均售价总体呈上升态势，有助于提升盈利水平。

表 8：公司黄金冶炼产品产销情况（单位：吨、元/克）

项目		2017	2018	2019	2020.1~3
冶炼金	产量	32.19	30.08	42.44	10.12
	平均售价	276.29	271.21	316.86	353.71
精炼金	产量	147.02	152.52	175.97	39.56
	平均售价	276.29	271.21	316.86	353.71

资料来源：公司提供

公司利用黄金租赁、黄金期货和 T+D 业务对冲黄金价格波动风险。公司于 2013 年开展黄金租赁业务，具体模式为公司从银行租入黄金，通过上海黄金交易所卖出所租黄金融得资金，于到期日通过上海黄金交易所买入相同数量和规格的黄金偿还银行并支付约定租金，租赁期为 180 天至一年不等。与此同时，公司在上海黄金交易所或上海期货交易所签订与之相同数量、规格及约定期限的黄金远期合约来规避黄金租赁业务所产生的黄金价格波动风险。2015 年，在与银行签订的黄金租赁业务到期归还黄金后，公司改变了与银行签订的结算方式，对新签订的黄金租赁合同，约定于到期日，以规定价格偿还同等数量的黄金给银行。相应地黄金租赁

期间的黄金价格波动风险由公司转移至银行。套期保值方面，公司利用商品期货合约对公司承担的商品价格风险进行套期保值，公司的商品期货合约主要包括上海期货交易所的黄金远期合约及上海黄金交易所的 Au (T+D) 合约。期货的交易特点使该业务面临一定市场及操作风险，中诚信国际对公司套期保值业务的风险控制情况保持关注。

### 商业及其他板块波动较大，但整体规模较小，风险可控

公司商业板块主要包括金银饰品零售、贵金属贸易及进出口等各种商业服务业。金银饰品零售业务主要通过子公司山东招金银楼有限公司（以下简称“招金银楼”）负责运营。招金银楼为目前招金旗下黄金珠宝零售品牌，拥有“万足金”饰品、“梦幻硬千足金”和“黄金电铸摆件”等产品。贵金属贸易及进出口业务主要由公司本部和山东招金进出口股份有限公司负责运营。作为招金集团对外贸易和交流的窗口，山东招金进出口股份有限公司主要进口矿山机电设备、原辅材料、金银铜矿砂及精矿、铁矿砂、硫磺、液化石油气等产品，出口白银、矿山设备配件及相关制品等产品。此外，公司商业板块还涉及黄金投资经纪金融服务、软件开发等业务。

近年来，公司商业板块收入波动较大。自 2018 年起公司将金银饰品零售业务中的贺岁定制化产品收入计入加工板块，使得金银饰品零售业务收入大幅下降；贵金属进出口及贸易业务方面，受出口量大幅下降影响，2018 年该业务收入明显下滑，2019 年有所回升主要是由于内贸业务量大幅增加。

表 9：商业板块收入构成（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
金银饰品零售	15.70	2.31	3.39	1.31
贵金属进出口及贸易	8.08	4.80	9.44	0.12
其他	2.19	1.84	0.33	0.28
合计	25.98	8.95	13.16	1.71

资料来源：公司提供

除黄金及商业板块外，公司还进行有色矿山资源开发、膜处理及水处理设备制造、建筑房地产等业务。但目前总体规模均较小，对公司经营情况影

响有限。

### 坚持开发和对外资源收购，加强矿山采选能力，但短期资本支出压力不大

公司未来将继续坚持“双H”战略（即埠内埠外各一半、国内海外各一半），坚持对外开发和资源收购，积极参与境内外矿业资源的开发，加强对收购企业的技术改造及基础设施建设工程，进一步提升公司核心竞争力。同时，公司将加快海外资源的开发并购，以打造具有国际竞争力的世界一流矿业投资公司为战略发展目标。2020年，招金矿业计划

完成地质探矿投资 0.95 亿元，新增金资源量 21.5 吨、铜资源量 1,500 吨；同时加强基建技改项目建设，对资源潜力大、发展劲头足、带动效应高的重点矿山，实施“稳产、增产、扩能”计划。

截至 2020 年 3 月末，公司在建项目主要包括瑞海矿业采选建设工程 1.2 万 t/d 项目等，该项目投产后公司采选能力将大幅提升。上述投资周期较长，且主要项目实施主体均为招金矿业，招金集团短期资本支出压力不大。

表 10：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称（实施主体）	建设周期	总投资	已投资	投资计划		资金来源
				2020	2021	
瑞海矿业采选建设工程 1.2 万 t/d 项目（招金矿业）	2017.01~2023.12	48.28	8.15	3.63	--	自筹
采选建设工程 1,500t/d（招金矿业）	2016.01~2021.04	3.90	1.30	1.85	--	自筹
深部开拓工程（招金矿业）	2019.01~2023.03	4.50	1.69	0.68	--	自筹
夏甸金矿提升运输系统优化工程（招金矿业）	2018.01~2021.06	0.61	0.10	0.37	--	自筹
<b>小计</b>		<b>57.29</b>	<b>11.24</b>	<b>6.53</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
1500t/a 贵金属智能提纯工艺产业化应用项目（招金集团）	2020.01~2021.12	10.06	0.08	2.10	0.82	自筹
烟台黄金职业学院项目-宿舍楼（招金集团）	2012.11~2022.08	6.30	5.90	0.30	0.20	自筹
<b>小计</b>		<b>16.36</b>	<b>5.98</b>	<b>2.40</b>	<b>1.02</b>	
招金膜天地埋式智能化 MBR 处理装置产业化项目（招金膜天）	2020.01~2020.12	0.59	0.05	0.54	0.00	自筹
<b>总计</b>	<b>--</b>	<b>74.24</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

注：招金矿业已投资额为截至 2019 年末，因数据截点不同，未对已投资额和投资计划进行加总。

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下财务分析基于经和信会计事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年度审计报告以及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，各期财务数据均为期末数。

### 2019 年毛利率下降以及期间费用上升使得整体经营性业务利润大幅下降，且资产减值损失对利润总额形成侵蚀，盈利指标有所弱化

公司目前形成了黄金板块为主，有色、商贸板块为辅的业务格局。黄金板块为公司收入的最主要来源，近年来营业总收入呈逐年上升趋势，其中 2019 年受益于精炼黄金数量增加及黄金价格上升，加工业务收入大幅增长，带动营业总收入同比增长

较快。近年来，随着毛利率较低黄金加工收入规模大幅增长，公司营业毛利率呈下降趋势。分板块来看，受益于较低的克金综合成本及黄金价格上涨，采选板块毛利率处于较高水平；加工板块盈利能力较弱，2019 年黄金价格上涨使得加工业务毛利率有所增加；2019 年商业板块毛利率大幅下降主要是由于毛利率较低的内贸业务收入占比提升所致。2020 年第一季度黄金价格持续提升，营业总收入同比增长 30.04%，营业毛利率亦有所提升。

表 11：近年来公司主要收入和板块毛利率构成（单位：亿元，%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
<b>黄金板块</b>	327.02	348.34	633.95	134.88
其中：采选	63.81	68.66	63.41	13.70
加工	263.21	279.68	570.54	121.18
商业	25.98	8.95	13.16	1.71
其他	8.67	13.32	9.97	1.57

营业总收入	361.67	370.61	657.08	138.16
营业毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
黄金板块	7.82	7.89	4.57	5.15
其中：采选	37.66	38.17	38.65	37.59
加工	0.59	0.45	0.78	1.49
商业	27.33	5.81	0.91	5.98
其他	14.88	31.01	35.81	22.93
营业毛利率	9.39	8.67	4.97	5.37

注：其他业务包括有色矿山资源开发、膜处理及水处理设备制造、建筑房地产等业务；部分数据经四舍五入处理。

资料来源：公司提供

期间费用主要由管理费用和财务费用构成，近年来处于较高水平且呈上升趋势，其中 2019 年期间费用增加较多主要系当年债务规模上升所致，期间费用控制能力有待加强。受毛利率下降及期间费用上升影响，近年来经营性业务利润大幅减少；此外公司对无形资产<sup>1</sup>、固定资产<sup>2</sup>和商誉等计提较多减值损失，导致资产减值金额较大，以上共同因素使得净利润逐年下降。投资收益方面，2019 年公司处置持有至到期投资及可供出售金融资产产生投资收益分别为 1.73 亿元和 1.22 亿元，对利润总额形成一定补充。盈利指标方面，2019 年 EBIT 有所增加，但受总资产及营业总收入规模同步增长影响，总资产收益率和 EBIT 利润率有所下降。2020 年第一季度受期间费用率持续上升影响，经营性业务利润和净利润均下滑。

**表 12：近年来公司盈利能力相关指标（单位：亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	20.07	22.72	27.69	6.90
期间费用率	5.55	6.13	4.21	4.99
经营性业务利润	12.06	7.56	2.81	0.08
资产减值损失合计	4.49	5.52	2.07	0.01
投资收益	1.06	2.44	3.06	0.49
利润总额	8.27	7.06	4.76	0.68
净利润	6.33	5.03	2.94	0.28
EBIT	14.79	15.79	16.22	--
EBITDA	25.97	28.02	28.52	--
EBIT 利润率	4.09	4.26	2.47	--
总资产收益率	3.04	3.18	2.94	--

注：中诚信国际在分析时将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 近年来公司资产总额有所增加，但债务规模增长较

注<sup>1</sup>：2018 年受富蕴矿业因采矿区被划入自然保护区无法生产等因素影响，公司计提无形资产减值损失 3.51 亿元。

### 快，导致财务杠杆水平升高

近年来公司资产总额逐年增加，以非流动资产为主，其中在建项目的推进使得在建工程波动增加，陆续转固也令固定资产金额波动上升，无形资产主要系探矿权、采矿权及土地使用权，其中 2018 年末有所下降主要是由于公司以海域使用权作为对招远市金泽万方投资管理有限公司投资。2019 年末非流动资产变化不大，其占总资产的比重为 60.77%。流动资产方面，2019 年末货币资金大幅增加主要系当年子公司招金矿业和招金国际金融公司分别发行面值 15.00 亿元的“19 招金 01”和面值为 3.00 亿美元的美元债收到的现金增加所致；受原材料采购增加影响，2019 年末存货大幅上升。2020 年 3 月末，以委托理财为主的其他流动资产大幅增加，货币资金亦同比增加，带动流动资产和总资产进一步增加。

近年来有息债务增加使得负债总额呈扩张态势，且非流动负债占比波动上升。公司在加大融资力度的同时调整融资结构，通过发行长期债券置换短期借款，应付债券大幅增加，债务的期限结构有所优化但其规模仍增长较快，导致财务杠杆不断攀升。截至 2020 年 3 月末，短期债务占比为 62.13%，资产负债率及总资本化比率分别上升至 68.93% 和 64.33%。

所有者权益 2019 年末受发行永续债影响小幅增长；少数股东权益占所有者权益比重较大，主要系归属于招金矿业少数股东的权益较高所致。

**表 13：近年来公司资产负债表主要情况（单位：亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	37.86	26.52	48.94	53.45
存货	66.61	81.64	106.98	89.74
固定资产	123.73	123.51	137.00	136.84
在建工程	27.34	36.11	34.49	37.99
无形资产	115.09	98.34	100.86	107.70
短期借款	175.18	148.24	153.07	155.54
应付债券	17.95	81.35	122.45	122.80
短期债务	194.15	161.78	193.44	221.83
总债务	226.23	247.38	320.95	357.05

注<sup>2</sup>：2018 年固定资产减值损失 1.60 亿元，主要包括机器设备减值 1.10 亿元及房屋建筑物减值 0.50 亿元。

实收资本	8.00	12.00	12.00	12.00
资本公积	19.10	19.01	17.58	17.58
未分配利润	4.16	-1.42	3.17	3.09
少数股东权益	126.04	125.41	128.00	128.32
所有者权益合计	183.13	183.49	197.73	197.98
资产负债率	62.58	63.51	67.05	68.93
总资本化比率	55.27	57.41	61.88	64.33

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2019年经营活动净现金流有所改善，但受债务大幅扩张影响偿债指标有所弱化

受益于收入及经营性应付款项增加，2019年经营活动净现金流有所改善；受在建项目投入及股权投资增加影响投资活动现金流持续净流出，现金缺口主要靠对外融资补足，近年来筹资活动净现金流不断增加。

2019年，经营活动净现金流对利息支出覆盖能力有所增强，但剔除偿还利息、分配股利修正后，对总债务覆盖能力依然较弱。且受债务规模大幅扩张影响，EBITDA/总债务和EBIT利息保障倍数有所下降，偿债指标有所弱化。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	28.49	9.75	20.46	2.72
投资活动净现金流	-18.83	-53.76	-52.71	-33.30
筹资活动净现金流	-1.38	33.06	54.71	35.09
经营活动净现金流/利息支出	3.76	0.94	1.61	--
经调整的CFO/总债务	3.04	-4.35	-0.66	--
EBITDA/总债务	0.11	0.11	0.09	--
EBIT利息保障倍数	1.95	1.53	1.28	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对公司整体偿债能力提供支持；公司无重大未决诉讼及对外担保，或有风险较小

截至2020年3月末，公司共获得银行授信额度549.71亿元，其中未使用额度为343.35亿元，备用流动性充足；同时，子公司招金矿业作为H股上市公司，资本市场融资渠道通畅。

截至2020年3月末，公司受限资产合计5.22亿元，占当期末总资产的0.82%，其中受限货币资

金3.72亿元，主要系各种保证金和存放于央行的准备金等；用于抵押借款的房屋及国有建设用地使用权受限金额1.50亿元。

截至2020年3月末，公司对外担保金额2.20亿元，占期末净资产的1.11%，或有风险较小。同期末公司本部无重大未决诉讼。

表 15：截至2020年3月末公司对外担保情况（万元）

被担保对象	担保金额	担保期限
山东金宝电子股份有限公司	5,000.00	2018.07~2020.07
山东金宝电子股份有限公司	10,000.00	2019.08~2021.08
山东金宝电子股份有限公司	6,995.00	2018.04~2021.03
合计	21,995.00	--

资料来源：公司提供

**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2020年5月7日，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，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

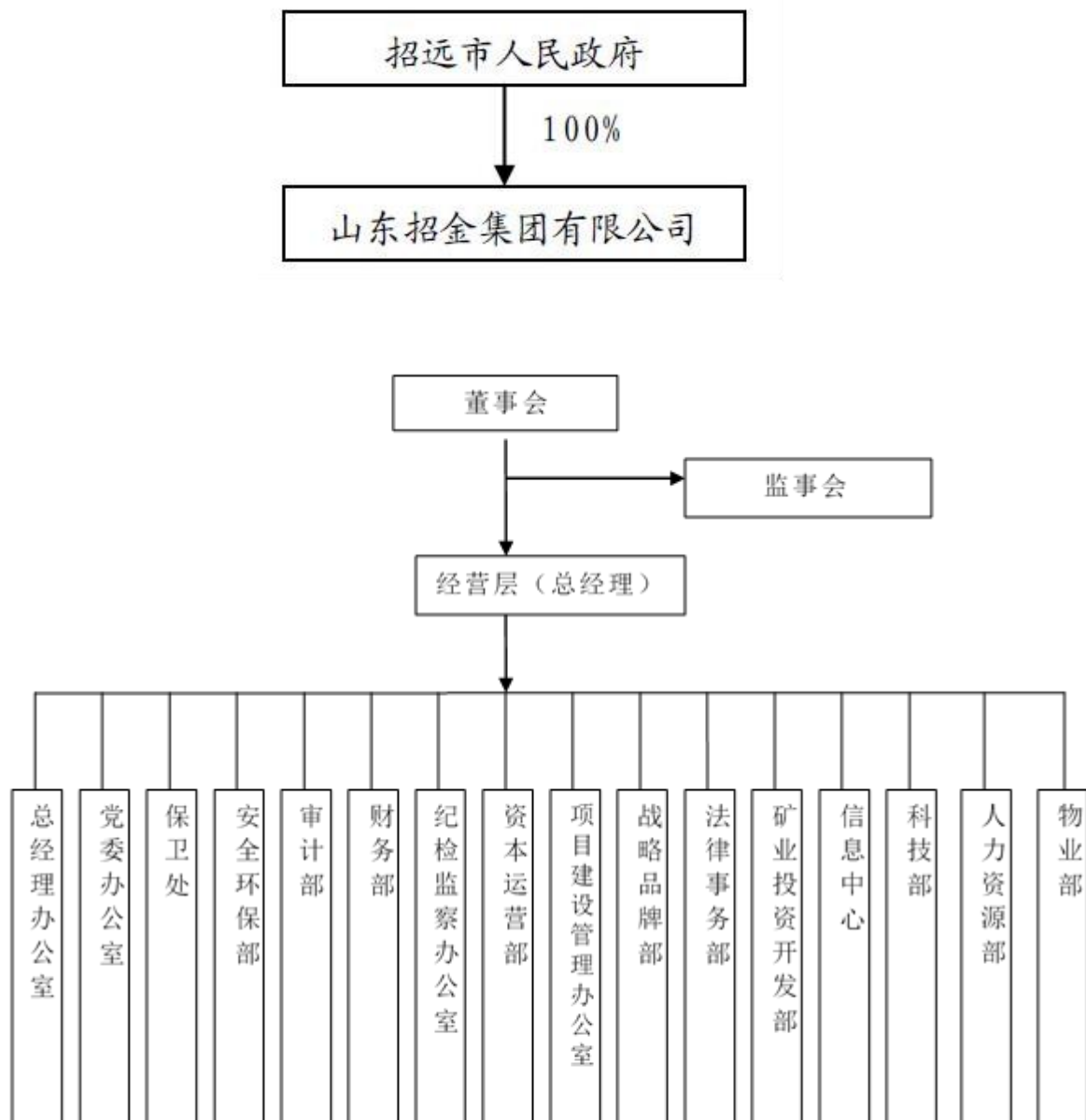
### 公司在资金注入和政府补助方面获得较大支持

2019年山东省GDP为71,067.50亿元，位居全国第三，经济实力很强。同时，山东省黄金资源储备丰富，形成了以公司及山东黄金集团为主的黄金产业集群。作为经济强省国有行业龙头企业之一，公司受到政府协调和整合产业资源及金融资源等多方支持。公司控股股东为招远市人民政府，在资金注入及政府补助方面给予公司较大支持。2018年，招远市人民政府向公司以货币形式增资4.00亿元；此外，作为招远市重点黄金生产企业，在国家对黄金实行保护性开采政策的背景下，公司受到政府在税金征收、地质勘察等多方面的政策支持，为提高资源储备水平和市场竞争能力提供了帮助，2017~2019年政府补助金额分别为0.81亿元、0.86亿元和0.78亿元，主要系黄金资源综合利用示范基地项目资金及各种专项资金补助等。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持山东招金集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 山招 Y2”、“19 山招 Y1”和“19 山招 Y3”的债项信用等级为 **AAA**。

### 附一：山东招金集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



注：截至 2020 年 3 月末，公司对招金矿业合计持股比例为 37.16%。

资料来源：公司提供

## 附二：山东招金集团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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	378,580.35	265,176.80	489,440.05	534,520.48
应收账款净额	34,772.08	29,925.09	25,200.16	11,001.59
其他应收款	65,726.16	60,697.73	55,625.83	72,190.32
存货净额	666,101.50	816,390.85	1,069,751.12	897,381.36
长期投资	131,661.94	358,544.18	472,833.52	516,821.76
固定资产	1,237,345.21	1,235,074.08	1,369,975.02	1,368,361.07
在建工程	273,393.89	361,059.41	344,904.07	379,869.88
无形资产	1,150,937.36	983,405.43	1,008,616.49	1,076,953.39
总资产	4,893,577.15	5,028,250.03	6,000,440.18	6,372,749.47
其他应付款	157,331.47	176,582.44	143,786.72	102,893.16
短期债务	1,941,486.41	1,617,845.94	1,934,374.50	2,218,298.34
长期债务	320,856.30	855,921.76	1,275,100.30	1,352,158.84
总债务	2,262,342.71	2,473,767.70	3,209,474.80	3,570,457.18
净债务	1,883,762.37	2,208,590.91	2,720,034.75	3,035,936.70
总负债	3,062,303.89	3,193,371.43	4,023,156.54	4,392,904.97
费用化利息支出	65,238.01	87,237.57	114,587.16	--
资本化利息支出	10,460.70	16,160.91	12,631.56	--
所有者权益合计	1,831,273.25	1,834,878.60	1,977,283.64	1,979,844.50
营业总收入	3,616,652.95	3,706,066.63	6,570,832.77	1,381,621.37
经营性业务利润	120,567.59	75,588.75	28,107.01	754.07
投资收益	10,572.24	24,399.84	30,561.30	4,874.98
净利润	63,321.75	50,251.45	29,403.01	2,837.38
EBIT	147,898.08	157,855.00	162,216.86	--
EBITDA	259,722.58	280,209.90	285,174.86	--
经营活动产生现金净流量	284,895.96	97,509.34	204,637.19	27,239.16
投资活动产生现金净流量	-188,311.20	-537,583.81	-527,147.88	-333,011.29
筹资活动产生现金净流量	-13,773.06	330,626.21	547,060.24	350,852.56
资本支出	159,133.58	256,257.01	208,954.00	42,036.55

财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	9.39	8.67	4.97	5.37
期间费用率(%)	5.55	6.13	4.21	4.99
EBITDA 利润率(%)	7.18	7.56	4.34	--
总资产收益率(%)	3.04	3.18	2.94	--
净资产收益率(%)	3.68	2.74	1.54	0.57*
流动比率(X)	0.64	0.76	0.83	0.84
速动比率(X)	0.39	0.40	0.43	0.54
存货周转率(X)	4.34	4.57	6.62	5.32*
应收账款周转率(X)	72.68	114.57	238.40	305.32*
资产负债率(%)	62.58	63.51	67.05	68.93
总资本化比率(%)	55.27	57.41	61.88	64.33
短期债务/总债务(%)	85.82	65.40	60.27	62.13
经营活动净现金流/总债务(X)	0.13	0.04	0.06	0.03*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.15	0.06	0.11	0.05*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.76	0.94	1.61	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	3.04	-4.35	-0.66	--
总债务/EBITDA(X)	8.71	8.83	11.25	--
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.17	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.43	2.71	2.24	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.95	1.53	1.28	--

注：1、2020 年度一季报未经审计；2、中诚信国际将公司计入其他流动负债科目的短期应付债券等有息债务计入短期债务，将租赁负债计入长期债务；3、将使用权资产计入无形资产；4、将合同负债计入预收款项；5、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	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
	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
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-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）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。



## 附四：信用等级符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。