

# 跟踪评级公告

联合[2019]665号

---

山东黄金矿业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**山东黄金矿业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**山东黄金矿业股份有限公司公开发行的“13 鲁金 02”债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月二十二日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 山东黄金矿业股份有限公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

## 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

## 债项信用等级

债券简称	债券余额	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
13 鲁金 02	6.89 亿元	AAA	AAA	2018/5/4

担保方：山东黄金集团有限公司

担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019 年 5 月 22 日

## 主要财务数据：

### 发行人

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	421.16	449.46	468.53
所有者权益 (亿元)	171.69	233.77	237.07
长期债务 (亿元)	101.52	27.79	37.39
全部债务 (亿元)	171.21	135.14	144.19
营业收入 (亿元)	510.41	547.88	106.21
净利润 (亿元)	11.93	9.37	4.11
EBITDA (亿元)	43.36	45.83	--
经营性净现金流 (亿元)	36.99	29.27	6.88
营业利润率 (%)	8.60	8.05	11.18
净资产收益率 (%)	7.12	4.62	1.74
资产负债率 (%)	59.23	47.99	49.40
全部债务资本化比率 (%)	49.93	36.63	37.82
流动比率 (倍)	0.65	0.46	0.55
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.25	0.34	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.44	6.50	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	6.29	6.65	--

### 担保方

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,035.89	1,164.63	1,211.84
所有者权益 (亿元)	320.71	407.01	409.74
营业收入 (亿元)	748.83	821.40	175.86
净利润 (亿元)	8.37	14.73	4.43
资产负债率 (%)	69.04	65.05	66.19
流动比率 (倍)	0.81	0.87	0.91

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、2019 年 1~3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）的跟踪评级反映了山东黄金作为一家集采、选、冶于一体的大型上市公司，在跟踪期内保持了很强的综合实力。2018 年，公司完成 H 股上市，资本实力进一步提升，债务负担减轻；公司主营业务收入同比增长并保持了较好的盈利能力和经营活动现金流。同时，联合评级也关注到金价波动较大、资源开发风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“13 鲁金 02”由山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金集团”或“集团”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。集团整体资产规模较大，资源储备丰富，整体偿债能力强，其担保对本次债券的信用状况仍有积极影响。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“13 鲁金 02”债项“AAA”的信用等级。

## 优势

1. 公司是我国最主要的独立黄金生产企业之一，跟踪期内，在黄金生产、探矿等方面依然具有较强的技术实力。

2. 2018 年，公司完成 H 股上市。公司资本实力进一步提升，有利于后续发展。

3. 2018 年，公司整体盈利能力仍属较好水平，经营活动获取现金的能力强。

4. 担保方山东黄金集团的资产规模较大，资源储备丰富，整体偿债能力极强，其担保对本次债券的信用状况仍有积极影响。

## 关注

1. 黄金价格在很大程度上决定了公司的利润水平，黄金价格的波动对公司经营业绩影响较大。

2. 作为资源类开采企业，安全生产和环境保

护等方面的问题,可能会对公司的生产经营产生影响。

分析师

李莹

电话: 010-85172818

邮箱: liying@unitedratings.com.cn

宋莹莹

电话: 010-85172818

邮箱: songyy@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层(100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

宋莹莹



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）由山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金集团”或“集团”）、山东招金集团公司、山东莱州黄金（集团）有限公司、济南玉泉发展有限公司（原名济南玉泉发展中心）、山东金洲矿业集团有限公司（原乳山市金矿）五家法人单位于 2000 年共同发起设立，五家发起人共投入公司净资产 14,889 万元，按 67.16% 的比例折股本 10,000 万股。

公司于 2003 年 8 月通过上海证券交易所挂牌上市，股票简称“山东黄金”，股票代码“600547.SH”，注册资本变更为 16,000 万元。2006 年 3 月，公司完成了股权分置改革。公司完成多次转增股本和送股、增资；2018 年 9 月，公司完成首次公开发行境外上市外资股（H 股）并申请在香港联交所主板挂牌上市的工作，共发行 356,889,500 股 H 股，公司总股本由 1,857,118,809 股变更为 2,214,008,309 股。截至 2018 年底，公司第一大股东山东黄金集团持有公司 37.58% 的股份，山东省人民政府国有资产监督管理委员会持有山东黄金集团 70% 的股份，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司批准许可范围内的业务主要为：黄金开采、选冶、黄金矿山专用设备、建筑装饰材料（不含国家法律法规限制产品）的生产、销售。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司 19 家，在职员工 16,032 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 449.46 亿元，负债合计 215.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 233.77 亿元，归属于母公司的所有者权益 216.20 亿元。2018 年，公司实现营业收入 547.88 亿元，净利润（含少数股东损益）9.37 亿元，归属于母公司所有者的净利润 8.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 29.27 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.61 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 468.53 亿元，负债合计 231.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 237.07 亿元，归属于母公司的所有者权益 219.06 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 106.21 亿元，净利润（含少数股东损益）4.11 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.66 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.88 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.30 亿元。

公司注册地址：山东省济南市舜华路 2000 号舜泰广场 3 号楼；法定代表人：李国红。

## 二、债券概况

### “13 鲁金 02”

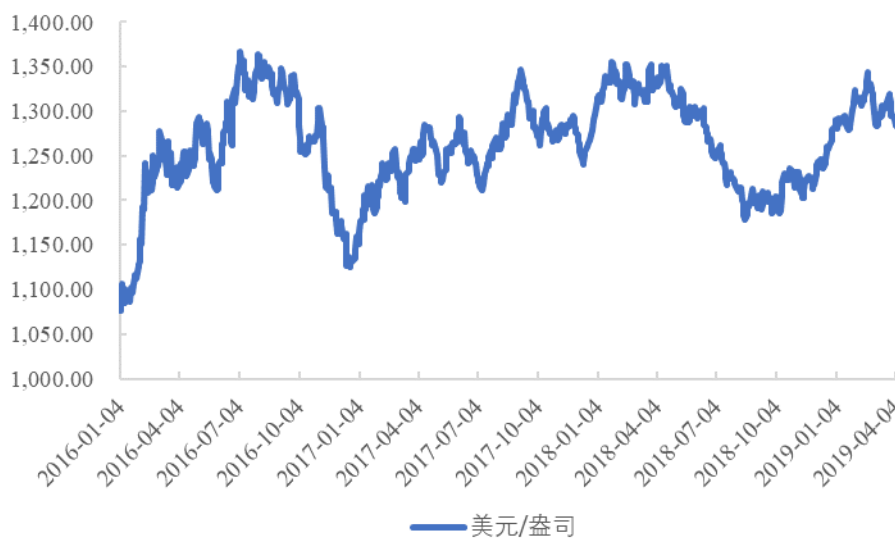
经证监会证监许可（2013）318 号文许可，公司于 2015 年 4 月 1 日公开发行 13 亿元公司债券，期限为 5 年期（3+2），发行票面利率为 4.80%。该债券于 2015 年 3 月 30 日起息，于 2015 年 5 月 4 日在上海证券交易所挂牌交易（债券简称：“13 鲁金 02”，债券代码：“122284.SH”）。“13 鲁金 02”募集资金为 13 亿元，全部用于补充公司流动资金。根据公司于 2018 年 2 月发布的《山东黄金矿业股份有限公司关于“13 鲁金 02”票面利率上调和投资者回售实施办法的第二次提示性公告》（公告编号：临 2018-009）披露，公司选择上调票面利率至 5.30%，在债券存续期内后 2 年固定不变；根据《山东黄金矿业股份有限公司关于“13 鲁金 02”投资者回售申报结果的公告》（公告编号：临 2018-021），本次回售金额为 6.11 亿元，“13 鲁金 02”的余额为 6.89 亿元；“13 鲁金 02”由山东黄金集团提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

2019 年 4 月 1 日，公司支付了 2018 年 3 月 30 日至 2019 年 3 月 29 日期间的应付利息。

### 三、行业分析

2018年，黄金价格整体呈现先抑后扬的走势，波动较大。上半年，在美国经济数据强劲、美联储连续加息以及全球贸易形势紧张带来的强势美元打压下，金价连续下挫，最大跌幅超过10%；进入三季度，随着中美贸易摩擦出现缓和迹象，全球经济面临放缓的风险进一步上升，部分经济指标出现走弱，加上美联储释放出未来可能放缓加息节奏的信号，欧元区政治动荡，黄金在避险情绪的支撑下自低点逐步反弹。2018年伦敦金加权平均价为1,270.23美元/盎司，相比2017年加权平均价1,255.59美元/盎司上涨1.17%。截至2019年4月18日，伦敦现货黄金价格为1,275.70美元/盎司，较2019年1月2日的1,282.90美元/盎司下降0.56%。

图1 2016~2019年4月伦敦现货黄金交易价格（单位：美元/盎司）



资料来源：wind

从黄金供需看，根据中国黄金协会最新数据显示，2018年，国内黄金产量为401.12吨，连续12年位居全球第一，与2017年相比，减产25.02吨，同比下降5.87%。其中，黄金矿产金345.97吨，有色原料产金55.15吨。2018年，进口原料产金大幅增长，达到112.78吨，同比增长23.47%，若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金513.90吨，同比下降0.69%。在全国矿产金产量大幅下降的前提下，大型黄金集团产量呈增长态势，中国黄金、山东黄金、紫金矿业、山东招金等十二家大型黄金企业集团黄金产量占全国产量（含进口料）的比重由52.42%提高至55.08%，矿产金产量占全国的比重由40.65%提高至44.55%。黄金行业逐渐转变发展方式，部分处于自然保护区内的矿山有序退出，一些技术装备落后的矿山减产或关停整改，导致内蒙古、陕西等部分省（区）矿产金产量出现不同程度的下跌。

2018年，上海黄金交易所全部黄金品种累计成交量共6.75万吨，同比增长24.3%，是全球最大的场内实金交易市场；上海期货交易所黄金期货合约总成交金额约为8.85万亿，总成交量约3.23万吨，同比下降18%。

2018年，黄金行业运行中仍需关注一些问题：（1）黄金资源保障程度亟待加强。我国黄金资源储量相对较小，在黄金矿山资源整合速度和勘探速度大幅提升的环境下，加剧了资源竞争。有限的资源将逐步成为黄金行业发展的瓶颈。（2）我国黄金企业以拥有小型矿床居多，开采技术相对

复杂，加大了企业开采成本。政府对企业实施了更为严格的安全生产规定，也增加了企业成本进而影响企业效益。（3）受国际经济政治环境影响，国际金价低位震荡，未来波动可能更为频繁，是行业稳定发展的不利因素。

总体看，2018年，黄金价格波动较大，影响当前黄金价格的因素错综复杂，黄金价格未来走势仍存在不确定性；全球宏观经济不确定性增强，以投资和避险为目的的黄金需求将增加。

#### 四、管理分析

2018年11月28日，公司召开第五届董事会第十三次会议，审议通过了《公司关于董事辞职并补选执行董事的议案》，同意关于董事陈道江先生辞职，公司董事会拟提名补选李涛先生为公司第五届董事会执行董事候选人，任期自2019年第一次临时股东大会选举通过之日起至第五届董事会届满之日止。

李涛，男，汉族，1960年10月生，本科学历，井建、地质探矿高级工程师。曾任山东金洲集团矿长助理、副矿长、副总工程师、副总经理、常务副总经理，赤峰柴胡栏子黄金矿业有限公司副董事长、总经理、党委书记，山东黄金金创集团有限公司董事长，山东黄金归来庄矿业有限公司董事长，山东黄金矿业（莱州）有限公司董事，公司总经理助理、副总经理、党委委员、齐鲁事业部总裁、党委书记。现任公司副董事长和副总经理。

总体看，2018年，公司管理层变化不大，管理运作正常。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

2018年，公司主营业务未发生变化，仍为黄金开采和选冶，主要产品是黄金，并伴有部分白银产品。目前，公司自产金不能满足公司精炼能力的需求，因此还需外购非标准金进行冶炼。公司矿产金业务系公司自产金冶炼为标准金后出售给上海黄金交易所（以下简称“上金所”）；外购金业务系公司从黄金市场上购买非标准金，冶炼为标准金后出售给上金所；小金条业务系公司从上金所购买标准金，加工为小金条后销售给各银行终端，小金条产品采用“泰山牌”销售。

2018年，公司实现营业收入547.88亿元，同比增长7.34%，主要系自产金和小金条收入增加所致；同时，公司实现净利润9.37亿元，同比减少21.48%，主要系黄金价格下跌以及公司并购贝拉德罗金矿扩大了融资规模，财务费用大幅提升所致。

表1 2017~2018年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			变动情况		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
矿产金	97.58	19.16	44.48	105.78	19.35	42.78	8.40	0.19	下降1.70
外购金	292.63	57.44	0.34	270.00	49.38	0.17	-7.73	-8.06	下降0.17
小金条	116.57	22.88	0.12	168.24	30.77	0.14	44.33	7.89	上升0.02
其他	2.63	0.52	50.62	2.72	0.50	49.49	3.42	-0.02	下降1.13
合计	509.41	100.00	9.00	546.74	100.00	8.65	7.33	--	下降0.35

资料来源：公司年报

注：其他包括银金属、硫精矿、铜金属、铅金属、锌金属。

主营业务收入结构方面，公司黄金业务（包括外购金、矿产金和小金条）是公司主要收入来源，而矿产金是利润的主要来源。2018 年黄金业务占公司主营业务收入的 99.50%，较上年变动较小。2018 年矿产金收入较上年增长 8.40% 至 105.78 亿元，主要系收购金矿使得矿产金的销量增加所致，占比较上年有所提高。外购金收入较上年下降 7.73% 至 270.00 亿元，主要系外购金销量的减少所致，占比较上年有所减少；小金条收入增长 44.33% 至 168.24 亿元，主要系开拓小金条市场增加小金条销售量所致，占比基本不变。公司其他产品的收入占公司主营业务收入的 0.50%，占比很小。

毛利率方面，公司矿产金毛利率较 2017 年下降 1.70 个百分点至 42.78%，主要系黄金价格下跌以及公司 2017 年收购的贝拉德罗金矿矿产金毛利率较低所致。外购金毛利率较 2017 年下降 0.17 个百分点至 0.17%；小金条毛利率较上年上涨 0.02 个百分点至 0.14%。公司外购金和小金条业务均为外采黄金进行加工，该部分毛利率较低，为微利经营。综合以上因素，公司综合毛利率为 8.65%，较上年下降 0.35 个百分点。

总体看，2018 年受矿产金和小金条销量增加的影响，公司收入有所增长；由于矿产金和外购金毛利率下降，整体毛利率水平有所下降。

## 2. 黄金业务

公司拥有集采矿、选矿、冶炼、精炼等于一体的较完整的黄金生产产业链，主要产品包括矿产金和冶炼金。

公司四大矿山已符合“安全生产标准化二级企业”标准，有两家企业被国家安全总局认定为“全国安全文化建设示范企业”，四家企业被认定为省级“安全文化建设示范企业”。四家企业被评为“国家级绿色矿山”，三家企业被评为“国家级绿色矿山试点单位”。

储量方面，公司拥有焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿、贝拉德罗金矿五大主力矿山。

表 2 公司主要矿山企业生产技术指标

项目	2017 年	2018 年
矿石开采量（百万吨）	29.70	29.40
矿石处理量（百万吨）	21.60	27.70
回收率（%）：		
国内矿山	91.98	91.82
国外矿山	74.73	73.14

资料来源：公司年报

黄金生产方面，矿石采选依旧由下属各矿山负责。2018 年，公司采矿量为 29.40 百万吨，同比下降 1.01%；处理量为 27.84 百万吨，同比增长 29.33%，主要系贝拉德罗金矿处理量增加所致。

表 3 公司黄金产销量及产品构成（单位：KG）

项目	2017 年			2018 年		
	生产量	销售量	库存量	生产量	销售量	库存量
黄金（矿产金）	35,884.35	35,527.67	672.11	39,318.74	39,345.67	645.20
外购金	105,759.99	105,759.99	--	99,356.48	99,356.48	--
小金条	49,945.10	49,444.32	500.78	71,191.71	71,692.49	--

资料来源：公司提供



2018年，公司矿产金产量较上年上涨至39.32吨，同比增加9.57%；外购金生产量下降6.05%至99.36吨，小金条产量增长42.54%至71.19吨，主要系不断拓展销售渠道所致。同时，公司各项环保设施均正常运行，主要污染物实现了达标排放并完成了总量减排目标，无超标排放情况。

黄金销售方面，公司外购金和小金条采用“以销定产”模式；矿产金采取即产即销的模式，由于2018年产量增加，矿产金销量增加10.75%至39.35吨。销售均价方面，由于2018年黄金价格下跌，公司各产品价格均呈下降态势。2018年，公司主要销售对象仍为上金所；对上金所销售额为351.05亿元，同比下降5.42%，占年度销售总额的64.20%，集中度有所下降。

总体看，2018年，矿石处理量大幅增加；矿产金和小金条产销量均有所增加。

### 3. 重大事项

2018年9月，公司完成首次公开发行境外上市外资股（H股）并申请在香港联交所主板挂牌上市的工作。经香港联交所批准，公司共发行356,889,500股H股，募集资金52.46亿港元，公司总股本由1,857,118,809股变更为2,214,008,309股。

公司控股股东山东黄金集团与巴理克黄金公司（以下简称为“巴理克”）于2018年9月签署《相互战略投资协议》加深双方战略合作。山东黄金集团与巴理克约定，自《相互战略投资协议》签订后12个月之内，双方一次或多次地在公开的证券交易场所购买对方挂牌上市的股票，投资额不超过3亿美元（双方基本对等）。即山东黄金集团以不超过3亿美元的资金一次或多次通过美国纽约证券交易所和多伦多证券交易所公开交易方式购买巴理克在美国纽约证券交易所和多伦多证券交易所上市交易的股票；巴理克则以不超过3亿美元资金一次或多次通过上海证券交易所公开交易方式购买本公司在上海证券交易所上市交易的A股股票、通过香港联交所公开交易方式购买本公司在香港联交所上市交易的H股股票。协议允许了双方对所购股票进行处置（卖出）。

截至2018年12月31日，山东黄金集团通过山金金控资本管理有限公司的全资子公司山东黄金金控集团（香港）有限公司共购买并持有巴理克16,213,200股股份，巴理克共购买并持有山东黄金H股63,942,000股。

总体看，公司本次香港上市及签订战略协议有利于公司后续发展，优化资源，增强自身实力。

### 4. 经营关注

#### （1）金价波动风险

黄金是公司的主要产品，黄金价格在很大程度上决定了公司的利润水平。受世界经济、政治、需求等因素的影响，黄金价格的不确定性在加剧，黄金价格的波动将导致公司的经营业绩存在不确定性，若金价出现大幅下跌，公司的经营业绩将会受到影响。

#### （2）安全和环保风险

公司所从事的黄金开采、冶炼业务，对安全、环境有较高的要求。黄金矿产开采、冶炼时若发生安全事故或环境污染，将直接影响公司黄金产量，进而影响公司的收入。

#### （3）资源开发风险

矿山的持续开采造成矿藏量逐渐减少，个别矿山存在资源接续紧张问题，虽然公司高度重视探矿增储、生产接续和权证办理工作，以确保最大限度的降低资源开发风险，但国家对矿山生产企业权证办理的管控和审批程序越来越严格。若在矿权审批过程中出现延滞现象，则会影响到公司的黄金产量和经营业绩。

## 5. 未来发展

公司将继续以“做优做大，成为全球黄金矿业综合实力前十强”为目标，提高产出能力和产出规模，培育差异化竞争优势，走高效、节能、绿色环保的新型发展道路。加快海外并购步伐，拓展优质资源；加强企业内部挖潜，保障长远生产接续；全方位推进精细化管理，提高生产效益，增强成本竞争力；加大科技研发投入，提升技术贡献水平；坚持安全环保“双零”目标，实现绿色生态发展。

总体看，跟踪期内，公司发展战略未发生重大调整，意图通过海外并购、强化管理、降本增效等措施实现公司稳定发展，总体较为可行。

## 六、财务分析

公司提供的 2018 年度审计报告已经北京天圆全会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司 19 家，合并范围较上年度增加 1 家。2018 年，公司新设立了山东黄金矿业装备制造有限公司。公司财务报表按照最新企业会计准则的要求编制，公司经营连续财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 449.46 亿元，负债合计 215.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 233.77 亿元，归属于母公司的所有者权益 216.20 亿元。2018 年，公司实现营业收入 547.88 亿元，净利润（含少数股东损益）9.37 亿元，归属于母公司所有者的净利润 8.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 29.27 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.61 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 468.53 亿元，负债合计 231.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 237.07 亿元，归属于母公司的所有者权益 219.06 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 106.21 亿元，净利润（含少数股东损益）4.11 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.66 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.88 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.30 亿元。

### 1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 449.46 亿元，较年初增长 6.72%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产 65.84 亿元（占 14.65%），非流动资产 383.62 亿元（占 85.35%），资产结构以非流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 65.84 亿元，较年初减少 4.70%；公司流动资产以货币资金（占 32.49%）和存货（占 50.92%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金为 21.39 亿元，较年初大幅减少 30.38%，主要系保函保证金减少所致。截至 2018 年底，公司应收账款为 5.71 亿元，较年初大幅增长 350.87%，主要系应收售金款增加所致。截至 2018 年底，公司存货为 33.53 亿元，较年初增长 8.08%。其中，原材料占 15.19%，在产品占 79.37%，库存商品占 4.56%，其余为周转材料和消耗性生物资产；公司存货计提跌价准备 65.90 万元，全部系库存商品和原材料的存货跌价准备；公司存货主要为在产品和库存商品（黄金），变现能力较强，但由于金价波动较大，存在一定的跌价风险。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 383.62 亿元，较年初增长 8.96%，主要系固定资产和无形资产增长所致；非流动资产主要由固定资产（占 51.80%）、在建工程（占 8.13%）、商誉（占 7.19%）和无形资产（占 26.45%）构成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 198.82 亿元，较年初增长 7.82%，主要系部分在建

工程转固所致；其中土地、房屋及构筑物占 82.09%，专用设备占 13.12%，其余为通用设备、家具、用具、装具及其他；公司固定资产累计计提折旧 150.20 亿元，累计计提减值准备 0.62 亿元，固定资产成新率 56.85%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值为 31.59 亿元，较年初大幅增长 19.28%；在建工程均为各矿山的技改工程、探矿工程等，均为正常施工，不存在减值迹象，故未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 101.46 亿元，较年初增长 3.32%。公司无形资产以矿权（占 96.26%）为主，较上年无明显变动，符合黄金生产企业的特点；公司无形资产累计摊销 45.75 亿元。

截至 2018 年底，公司商誉为 27.59 亿元，较年初增长 1.87%。公司商誉主要由山东金石矿业有限公司和 Minera Andina Del Sol SRL（以下简称 MAS）构成；公司未计提商誉减值准备。

截至 2018 年底，公司受限资产共计 2.02 亿元，全部为其他货币资金，占公司总资产的 0.45%，受限比例低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 468.53 亿元，较年初增长 4.24%。其中，流动资产占 17.42%，非流动资产占 82.58%，较年初变化不大。

总体看，2018 年，公司资产规模有所增长；公司存货规模较大、但变现能力强、资产流动性较好；非流动资产以固定资产和无形资产为主，固定资产成新率一般，资产质量尚可。

## 2. 负债及所有者权益

### 负债

截至 2018 年底，公司负债规模合计 215.69 亿元，较年初减少 13.54%，主要系非流动负债减少所致；其中流动负债 142.45 亿元（占 66.05%），非流动负债 73.23 亿元（占 33.95%），负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 142.45 亿元，较年初大幅增长 33.46%，主要系短期借款和交易性金融负债增加所致；流动负债主要由短期借款（占 25.44%）、交易性金融负债（占 45.20%）、应付账款（占 13.68%）和其他应付款（占 7.15%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 36.23 亿元，较年初大幅增长 359.06%，主要系融资额增加所致。公司交易性金融负债为 64.39 亿元，较年初大幅增长 11.95%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债增加所致。公司应付账款为 19.49 亿元，较年初大幅增长 10.29%，主要系收购贝拉德罗金矿后的应付采购物资等增加所致；账龄在 1 年以内的占 76.79%。公司其他应付款为 9.24 亿元，较年初大幅减少 11.95%，主要系往来款减少所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 73.23 亿元，较年初大幅减少 48.69%，主要系长期借款和应付债券减少所致；非流动负债主要由长期借款（占 28.55%）、应付债券（占 9.39%）、预计负债（占 10.77%）和递延所得税负债（占 50.40%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 20.91 亿元，较年初大幅减少 69.51%，主要系子公司归还长期借款所致。公司应付债券为 6.88 亿元，较年初大幅减少 79.12%，主要系归还了到期债券所致。公司预计负债为 7.89 亿元，较年初大幅增长 36.40%，主要系子公司计提矿山环境恢复准备金所致。公司递延所得税负债为 36.91 亿元，较年初增长 6.60%。

截至 2018 年底，公司全部债务为 135.14 亿元，较年初减少 21.06%，主要系长期债务减少所致；其中短期债务 107.36 亿元（占 79.44%），占比有所上升，长期债务 27.79 亿元（占 20.56%）。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 47.99%、36.63%和 10.62%，

分别较年初下降 11.25 个百分点、13.30 个百分点和 26.53 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司负债规模合计 231.45 亿元，较年初增长 7.31%，其中流动负债 147.89 亿元（占 63.90%），非流动负债 83.56 亿元（占 36.10%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司债务总额 144.19 亿元，较上年底增加 6.69%，主要系公司新发行绿色债券导致应付债券增长所致。其中，短期债务和长期债务占比分别为 74.07% 和 25.93%，债务结构以短期债务为主；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.40%、37.82% 和 13.62%。

总体看，2018 年，公司偿还长期借款和应付债券，债务规模减少，债务负担减轻。

### 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 233.77 亿元，较年初增长 36.16%，主要系公司 H 股上市导致实收资本和资本公积大幅增加所致。归属于母公司所有者权益 216.20 亿元，占所有者权益 92.48%，其中股本占 10.24%，资本公积占 38.82%，未分配利润占 48.46%，股本和资本公积合计占比有所提升。公司权益结构稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 237.07 亿元，较年初增长 1.41%，其中归属于母公司的所有者权益占 92.40%，较年初变化不大。

总体看，2018 年，公司所有者权益有所增长，股本和资本公积占比有所提升，但未分配利润占比仍较大，权益的稳定性一般。

### 3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 547.88 亿元，较上年增长 7.34%，主要系公司自产金和小金条收入增加所致，同期营业成本增长 7.77% 至 500.17 亿元，营业收入及营业成本较上年均有所增长。2018 年，公司实现净利润 9.37 亿元，较上年大幅减少 21.48%，主要系黄金价格下跌以及公司并购贝拉德罗金矿增加了融资规模，财务费用大幅提升所致。

期间费用方面，2018 年公司费用总额 28.97 亿元，同比增长 6.02%。其中管理费用为 17.47 亿元，较上年减少 7.64%，主要系无形资产摊销减少所致；销售费用 0.37 亿元，同比增加 19.50%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用 7.92 亿元，同比增长 58.32%，主要系利息支出、汇兑损失增加所致；研发费用为 3.21 亿元，较上年增加 3.64%。2018 年，公司费用收入比为 5.29%，较 2017 下降 0.07 个百分点，费用控制能力仍较好。

2018 年，公司公允价值变动收益为 0.02 亿元，全部系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债所致，主要来自金融租赁业务；2018 年，投资收益为 -0.47 亿元，占利润总额 3.22%。2018 年，公司实现营业外收入 0.11 亿元，同比减少 52.33%，占利润总额 0.79%。公司公允价值变动、投资收益和营业外收入规模较小，对公司利润影响较小。

从盈利指标来看，2018 年公司营业利润率为 8.05%，较上年变化不大。由于净利润的减少和资产规模的增加，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均较 2017 年有所下降，2018 年分别为 4.60%、4.93% 和 4.62%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 106.21 亿元，同比下降 25.03%，主要系黄金价格和销售量变动所致；实现营业利润 5.46 亿元，同比增长 5.34%；实现净利润 4.11 亿元，同比增长 9.80%。

总体看，2018 年，由于矿产金产量以及小金条销量较上年增加，公司收入有所增长，但由于收购贝拉德罗金矿导致融资成本提高，公司利润规模和盈利能力整体略有下降。

#### 4. 现金流

从经营活动看, 2018年, 公司经营活动现金流入 582.18 亿元, 同比增长 8.99%, 主要系随着公司自产金和小金条收入的增长, 公司销售商品、提供劳务收到的现金相应增长所致; 经营活动现金流出 552.91 亿元, 同比增长 11.21%, 主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。经营活动产生的现金流量净额为 29.27 亿元, 较上年减少 20.86%。2018年, 公司现金收入比为 105.48%, 同比上升 1.40 个百分点, 收入实现质量较好。

投资活动方面, 2018年, 公司投资活动现金流入 12.52 亿元, 同比增长 3.53%, 投资活动现金流出 50.17 亿元, 同比减少 56.81%, 主要系上年公司收购 MAG50% 权益导致投资活动现金流出较大所致; 投资活动净现金流-37.65 亿元, 净流出规模较上年大幅减少。

筹资活动方面, 2018年, 公司筹资活动现金流入 212.58 亿元, 同比增加 19.57%, 主要系 H 股上市吸收投资收到的现金增加所致; 筹资活动现金流出 209.02 亿元, 同比增加 113.03%, 主要系公司偿还债务所致; 筹资活动净现金流 3.56 亿元, 净流入规模较上年大幅减少。

2019年 1~3 月, 公司经营活动现金净额为 6.88 亿元, 投资活动现金净额为-8.51 亿元, 筹资活动现金净额为 14.00 亿元。

总体看, 2018年, 公司的经营活动现金流维持在较佳水平, 收入实现质量较好; 投资净流出规模较上年减少, 但整体支出规模仍较大, 存在一定的融资需求。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力看, 2018年, 由于流动资产有所减少, 公司流动比率和速动比率分别由 2017 年的 0.65 倍和 0.36 倍下降至 2018 年的 0.46 倍和 0.20 倍; 公司现金短期债务比由 2017 年的 0.44 倍下降至 2018 年的 0.20 倍, 经营现金流动负债比率由 2017 年的 34.65% 下降至 2018 年的 20.55%。考虑到公司主要产品是黄金, 其变现能力较强, 经营活动创造现金能力强, 因此公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看, 2018年, 由于固定资产折旧的增长, 公司 EBITDA 较上年增长 5.70% 至 45.83 亿元, 其中折旧占 44.02%, 摊销占 9.12%, 计入财务费用的利息支出占 15.25%, 利润总额占 31.62%。公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 6.50 倍和 0.34 倍, EBITDA 利息倍数较上年有所下降, EBITDA 全部债务较上年有所上升。公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年底, 公司无直接对外担保 (不包括对子公司的担保) 和重大诉讼仲裁事项。

截至 2018 年底, 公司及所属单位共获得银行授信人民币 401.92 亿元, 美元 6.29 亿元, 已经使用人民币 107.25 亿元, 美元 4.10 亿元, 公司间接融资渠道通畅, 公司作为上市企业, 具备资本市场直接融资渠道。

根据中国人民银行企业信用报告 (机构信用代码: G1037010100374830N), 截至 2019 年 4 月 18 日, 公司无未结清关注类和不良类贷款信息。

总体看, 公司短期偿债能力较强, 公司长期偿债能力稍有减弱, 但综合考虑公司行业地位、资源储备、业务规模、盈利能力、经营获现能力等因素, 整体偿债能力极强。

### 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看, 截至 2019 年 3 月底, 公司现金类资产 (货币资金、交易性金融资产、应收票据) 达 33.95 亿元, 约为 “13 鲁金 02” 余额 (6.89 亿元) 的 4.93 倍, 公司现金类资产对债券的

覆盖程度高；净资产为 237.07 亿元，约为债券待偿余额（6.89 亿元）的 34.41 倍，公司较大规模的净资产能够对“13 鲁金 02”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 45.83 亿元，约为债券待偿余额（6.89 亿元）的 6.65 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 582.18 亿元，约为债券待偿余额（6.89 亿元）的 84.50 倍，公司经营活动现金流入量对债券的覆盖程度很高。公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额为 29.27 亿元，约为债券待偿余额（6.89 亿元）的 4.25 倍，公司经营活动现金流量净额对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为中国主要的独立黄金生产企业之一，在行业地位、资源储备、经营规模等方面具有优势，公司对“13 鲁金 02”的偿还能力极强。

## 八、担保方实力

### 1. 担保人信用分析

“13 鲁金 02”债由山东黄金集团提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

山东黄金集团前身为 1988 年成立的山东省黄金工业总公司，1996 年 7 月经山东省人民政府批准。由原山东省黄金工业总公司和山东省属玲珑金矿、新城金矿、焦家金矿、三山岛金矿、沂南金矿改制成立山东黄金集团，属大型国有独资企业。经过历次股本变更，截至 2018 年底，集团注册资本 12.73 亿元，实际控制人为山东省国有资产监督管理委员会。

集团主营业务为黄金地质探矿、开采；黄金矿山电力供应；黄金珠宝首饰提纯、加工、生产、销售；黄金选冶及技术服务；贵金属、有色金属制品提纯、加工、生产、销售；黄金矿山专用设备及物资、建筑材料的生产、销售，物业管理。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,164.63 亿元，负债合计 757.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 407.01 亿元，归属于母公司的所有者权益 111.40 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 821.40 亿元，净利润（含少数股东损益）14.73 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额 48.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.45 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1,211.84 亿元，负债合计 802.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 409.74 亿元，归属于母公司的所有者权益 110.17 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 175.86 亿元，净利润（含少数股东损益）4.43 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 41.35 亿元。

集团注册地址：山东省济南市舜华路 2000 号舜泰广场 3 号楼；法定代表人：陈玉民。

截至 2018 年底，集团对外担保余额为 0.02 亿元。截至 2018 年底，集团共获银行授信总额 2,067 亿元，已使用 555 亿元，集团间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码 G1037010100374730V），截至 2019 年 2 月 20 日，集团近三年无不良和关注类未结清信贷信息和已结清信贷信息。

总体看，集团资产规模及业务规模较大，主营黄金类相关产品，变现能力强，整体偿债能力极强。

## 2. 债权保护效果

截至 2019 年 3 月底，“13 鲁金 02”待偿余额共计 6.89 亿元，以 2018 年底财务数据测算，占担保方山东黄金集团资产总额的 0.59%和净资产总额的 1.69%，占比低；山东黄金集团 2018 年经营活动现金净流量是本次债券的 7.04 倍，对“13 鲁金 02”的覆盖能力强。山东黄金集团的担保对债券的保护程度很高。

总体看，山东黄金集团的资产和权益规模较大，“13 鲁金 02”待偿本金规模占其资产的比重低，其担保对于“13 鲁金 02”的到期还本付息具有积极的保护作用。

## 九、综合评价

2018 年，公司完成 H 股上市，资本实力进一步提升，债务负担减轻；公司主营业务收入同比增长并保持了较好的盈利能力和经营活动现金流。同时，联合评级也关注到金价波动较大、资源开发风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“13 鲁金 02”由山东黄金集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。集团整体资产规模较大，资源储备丰富，整体偿债能力强，其担保对本次债券的信用状况仍有积极影响。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“13 鲁金 02”债项“AAA”的信用等级。

## 附件 1 山东黄金矿业股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	421.16	449.46	468.53
所有者权益 (亿元)	171.69	233.77	237.07
短期债务 (亿元)	69.69	107.36	106.80
长期债务 (亿元)	101.52	27.79	37.39
全部债务 (亿元)	171.21	135.14	144.19
营业收入 (亿元)	510.41	547.88	106.21
净利润 (亿元)	11.93	9.37	4.11
EBITDA (亿元)	43.36	45.83	--
经营性净现金流 (亿元)	36.99	29.27	6.88
应收账款周转次数 (次)	602.97	153.82	--
存货周转次数 (次)	20.75	15.49	--
总资产周转次数 (次)	1.45	1.26	--
现金收入比率 (%)	104.09	105.48	101.02
总资本收益率 (%)	5.60	4.60	--
总资产报酬率 (%)	5.90	4.93	--
净资产收益率 (%)	7.12	4.62	1.74
营业利润率 (%)	8.60	8.05	11.18
费用收入比 (%)	5.35	5.29	6.36
资产负债率 (%)	59.23	47.99	49.40
全部债务资本化比率 (%)	49.93	36.63	37.82
长期债务资本化比率 (%)	37.16	10.62	13.62
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.44	6.50	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.25	0.34	--
流动比率 (倍)	0.65	0.46	0.55
速动比率 (倍)	0.36	0.20	0.31
现金短期债务比 (倍)	0.44	0.20	0.32
经营现金流动负债比率 (%)	34.65	20.55	4.65
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	6.29	6.65	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、2019 年 1-3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。



## 附件 2 山东黄金集团有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,035.89	1,164.63	1,211.84
所有者权益 (亿元)	320.71	407.01	409.74
短期债务 (亿元)	365.34	438.17	460.92
长期债务 (亿元)	171.06	123.20	148.26
全部债务 (亿元)	536.40	561.37	609.18
营业收入 (亿元)	748.83	821.40	175.86
净利润 (亿元)	8.37	14.73	4.43
EBITDA (亿元)	62.88	76.06	--
经营性净现金流 (亿元)	56.86	48.53	13.56
应收账款周转次数 (次)	49.23	56.97	--
存货周转次数 (次)	7.15	5.01	--
总资产周转次数 (次)	0.79	0.75	--
现金收入比率 (%)	104.19	103.51	99.08
总资本收益率 (%)	3.34	3.89	--
总资产报酬率 (%)	3.64	4.00	--
净资产收益率 (%)	2.97	4.05	1.08
营业利润率 (%)	8.83	9.52	11.34
费用收入比 (%)	7.20	7.09	7.92
资产负债率 (%)	69.04	65.05	66.19
全部债务资本化比率 (%)	62.58	57.97	59.79
长期债务资本化比率 (%)	34.79	23.24	26.57
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.17	3.65	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.14	--
流动比率 (倍)	0.81	0.87	0.91
速动比率 (倍)	0.58	0.55	0.60
现金短期债务比 (倍)	0.37	0.41	0.50
经营现金流动负债比率 (%)	11.96	8.62	2.32

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、2019年1-3月财务报表数据未经审计，相关指标未年化。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。