



# 2023 年度 山东恒邦冶炼股份有限公司 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20234465M-01

---

## 声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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，中诚信国际及其评估人员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，未受评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级对象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 2023 年 12 月 13 日至 2024 年 12 月 13 日。主体评级有效期内，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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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。

## 跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。
- 我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 12 月 13 日

## 评级对象

山东恒邦冶炼股份有限公司

## 主体评级结果

AA<sup>+</sup>/稳定

## 评级观点

中诚信国际肯定了山东恒邦冶炼股份有限公司（以下简称“恒邦股份”或“公司”）以黄金冶炼为主业，形成了一定的冶炼规模优势和技术优势、有色金属冶炼产品形成利润补充以及股东支持力度大和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有色金属贸易业务规模有所扩大，毛利率水平下降、资本开支规模较大、现金流有所波动等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

## 评级展望

中诚信国际认为，山东恒邦冶炼股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

## 调级因素

**可能触发评级上调因素：**获得控股股东资产注入，资本实力大幅增强，资源储量及自产金产量显著增加，盈利能力和经营获现能力持续大幅提升。

**可能触发评级下调因素：**资产负债率持续上升；短期债务占比持续维持高位、流动性承压；主要金属价格超预期下行，经营利润及现金流持续恶化；控股股东支持能力或意愿大幅弱化。

## 正 面

- 公司以黄金冶炼为主业，形成了一定的规模优势和技术优势
- 有色金属冶炼产品可对利润形成补充
- 作为控股股东下属黄金上市平台，可获得持续的资金和战略支持
- 银行可使用授信充足，A股上市公司，融资渠道畅通

## 关 注

- 有色金属贸易业务规模有所扩大，毛利率水平下降
- 资本开支规模较大
- 现金流有所波动

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

恒邦股份（合并口径）	2020	2021	2022	2023.9
总资产（亿元）	178.88	194.12	198.74	210.63
所有者权益合计（亿元）	74.82	77.73	81.93	89.86
总负债（亿元）	104.06	116.39	116.81	120.77
总债务（亿元）	77.48	93.94	86.57	94.81
营业总收入（亿元）	360.53	413.83	500.47	506.95
净利润（亿元）	3.65	4.27	4.66	3.93
EBIT（亿元）	8.22	8.93	10.10	--
EBITDA（亿元）	13.72	14.52	15.58	--
经营活动净现金流（亿元）	1.94	4.74	15.64	0.95
营业毛利率(%)	4.75	5.03	3.76	2.76
总资产收益率(%)	4.83	4.79	5.14	--
EBIT 利润率(%)	2.28	2.16	2.02	--
资产负债率(%)	58.18	59.96	58.78	57.34
总资本化比率(%)	50.87	54.72	51.38	51.34
总债务/EBITDA(X)	5.65	6.47	5.56	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.97	4.02	4.04	--
FFO/总债务(X)	0.17	0.14	0.15	--

注：1、中诚信国际根据恒邦股份提供的其经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年三季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、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。

## 评级历史关键信息

山东恒邦冶炼股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	--	2023/07/28	霍飞、任嘉琦	<a href="#">中诚信国际有色金属行业评级方法与模型（C050000 2022 05）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	--	2021/09/14	吕卓林、霍飞	<a href="#">中诚信国际有色金属行业评级方法与模型（C050000 2019 04）</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际口径

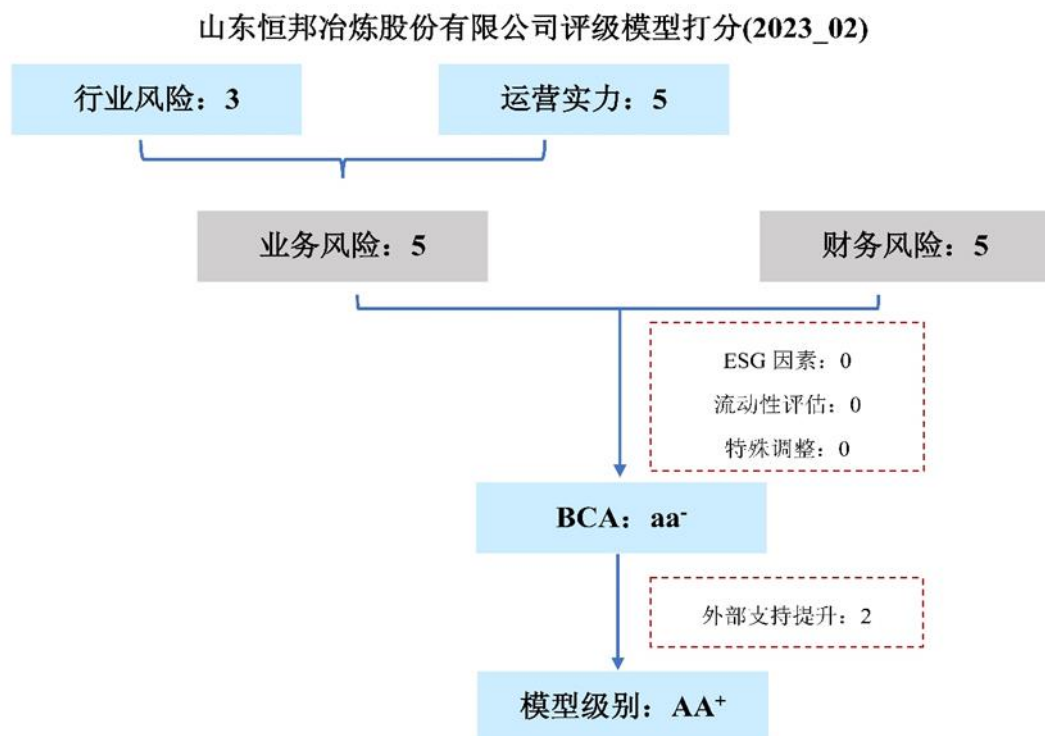
## 同行业比较（2022 年数据，亿元）

公司名称	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）
中金岭南	326.52	53.16	554.37	12.35	10.81
恒邦股份	198.74	58.78	500.47	4.66	15.64

**中诚信国际认为，与同行业相比，恒邦股份矿山资源储备有限，盈利水平低于可比企业；冶炼业务占比较大带来相对较高的流动性需求及较低的资产收益使得公司杠杆比率略高于可比企业。**

注：“中金岭南” (000060.SZ) 为“深圳市中金岭南有色金属股份有限公司”简称。

## ● 评级模型



**注:**

**调整项:** 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

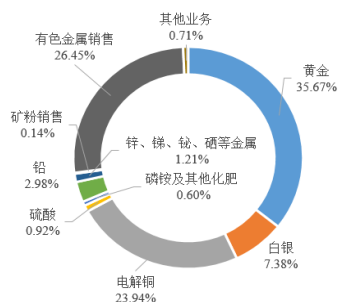
**外部支持:** 公司控股股东江西铜业股份有限公司（以下简称“江西铜业”）是江西省铜产业发展的核心企业，是国内最大的综合性铜生产加工企业，自身经营实力很强。公司是江西铜业下属黄金产业唯一的上市公司，在股东内部有一定的战略定位。公司未来将借助控股股东在资源整合及资金等方面的支持，加快优质黄金矿产资源的收购，增加黄金资源储量，拓宽资源控制渠道，增强抗风险能力。外部支持调升 2 个等级。

**方法论:** 中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000\_2022\_05

## 评级对象概况

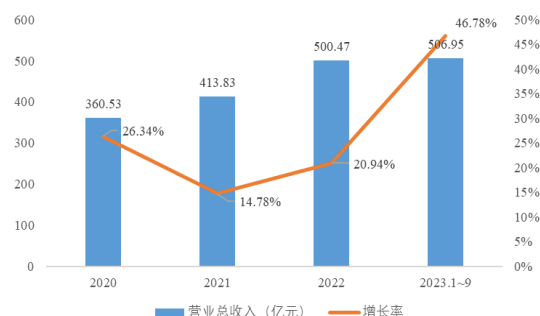
公司成立于 1994 年 2 月，前身为牟平县东方冶炼股份有限公司，由牟平县黄金工业总公司以牟平县黄金冶炼厂净资产 3,000 万元折股，同时向内部职工发行 1,000 万股股份设立。后经两次股权转让，王信恩及烟台恒邦集团有限公司（以下简称“恒邦集团”）受让公司股份，恒邦集团持有公司 30% 股份，恒邦集团实际控制人王信恩直接持有公司 15% 股份，成为公司实际控制人，公司后更名为山东恒邦冶炼股份有限公司。此后通过增资及股权转让，上市前恒邦集团持股比例为 67.41%，王信恩直接持股比例为 10.86%。2008 年，公司在深圳证券交易所上市，发行 2,400 万股股份，募集资金 6.24 亿元。发行完成后公司总股本增至 9,580 万股，恒邦集团持股 50.52%，王信恩持股 8.14%。此后，恒邦集团及王信恩陆续减持所持公司股份。2019 年 3 月，江西铜业与恒邦集团、公司当时实际控制人王信恩及一致行动人签署股权转让协议，上述股东向江西铜业转让 29.99% 股份，江西铜业成为公司控股股东，江西省国有资产监督管理委员会成为公司实际控制人。2020 年 9 月，公司向江西铜业定向增发股份，募集资金净额 24.89 亿元，江西铜业持股比例增至 44.48%。目前公司主要从事贵金属及有色金属冶炼业务，致力于金精矿、铜精矿及含砷复杂矿的冶炼技术研究，综合回收能力已达国际领先水平。2022 年公司实现营业总收入 500.47 亿元。

图 1：2022 年收入构成情况



资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

图 2：近年来营业总收入走势



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

**产权结构：**截至 2023 年 9 月末，江西铜业持有公司 44.48% 股份，是公司的控股股东，江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）为公司实际控制人。恒邦集团及王德宁位列二、三大股东，持股比例分别为 5.89% 和 2.06%。恒邦集团因其自身融资原因，所持公司部分股权存在质押及冻结情况。

表 1：截至 2023 年 9 月末公司主要子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	2023 年 9 月末		2022 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
杭州建铜集团有限公司	杭州建铜	100.00%	3.28	1.18	0.03	-0.36
威海恒邦矿冶发展有限公司	威海恒邦	100.00%	7.83	0.41	10.29	-0.03
栖霞市金兴矿业有限公司	金兴矿业	65.00%	3.83	-2.44	0.18	-0.96
香港恒邦国际物流有限公司	恒邦物流	100.00%	7.59	6.11	21.68	0.04
恒邦拉美有限公司	恒邦拉美	99.98%	4.53	0.78	16.48	0.19
上海琨邦国际贸易有限公司	上海琨邦	100.00%	0.95	0.82	69.23	0.04
恒邦国际商贸有限公司	恒邦国际	100.00%	0.49	0.26	61.73	-0.03
山东恒邦矿业发展有限公司	上海琨邦	100.00%	7.17	7.10	1.44	0.34



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023 年三季度中国经济筑底回升的趋势得到巩固，相较上半年经济“弱复苏”的状况显著改善，为实现全年 5% 的增速目标提供了有力支撑，但也应当看到供需失衡的矛盾仍待缓解，宏观经济政策仍需坚持宽松取向。

2023 年以来中国经济延续复苏态势，前三季度 GDP 同比增长 5.2%，其中三季度同比增长 4.9%，环比增长、两年复合增长相较二季度分别加快 0.8、1.1 个百分点至 1.3% 与 4.4%。因二季度经济出现修复节奏的暂时放缓，前三季度经济整体呈现出“波浪式”复苏，但产出缺口逐季收窄，服务业与最终消费的增长贡献率持续处于高位，宏观经济筑底回升的趋势得以巩固。

中诚信国际认为，服务消费的回暖，基建投资的支撑，以及出口降幅的收窄是推动三季度经济筑底回升的主要原因。但是，经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，全球地缘冲突进一步加剧，欧美加息的紧缩效应并未完全释放，外部环境更加严峻复杂；从供需结构看，供需失衡的格局依然延续，且短期内较难纠正；从微观主体看，居民部门风险偏好整体偏低，企业部门利润收缩幅度依然较大；从债务压力看，宏观债务风险持续处于高位，地方政府的结构性、区域性债务压力依然突出。从资产负债表看，居民收入、企业利润、政府财政相较常态水平仍有一定缺口，资产负债表的复苏并不能一蹴而就。

中诚信国际认为，今年 7 月以来稳增长政策组合拳先后落实，一揽子化债方案逐步落地，国债增发与赤字率上调措施及时出台，支撑了经济企稳回升，但内生增长动能依然不足，宏观经济政策仍需保持宽松取向。财政政策仍有“加力提效”空间，财政支出有必要继续加大力度，准财政政策工具仍可形成接续。货币政策更加注重“精准有力”，持续引导实体经济融资成本下行，更好发挥总量和结构双重功能。

综合以上因素，中诚信国际维持 2023 年全年 GDP 增速为 5.3% 左右的判断。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 年三季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10715?type=1>

### 行业概况

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 年以来，受市场对宽松预期的博弈，美联储持续加息带来的实际利息上行对黄金价格压制并不明显。此外，央行购金的净买入也对市场形成一定的支撑。但受实际汇率上行影响，内金走势更为强劲，存在一定的溢价。进入下半年，美元的持续走强带来的市场预期变化与国际地缘冲突加剧使得黄金价格出现较为明显的波动。

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

## 铜

2022 年以来铜价运行重心有所下移，但仍处于相对高位，铜精矿加工费持续回升。2022 年 LME 三月期铜均价为 8,771 美元/吨，同比下降 5.58%；2023 年前三季度 LME 三月期铜均价为 8,603 美元/吨，较上年同期下降 5.12%。产业链中上游铜企盈利能力进一步提升，杠杆水平亦有所优化，但无资源的铜冶炼企业及行业竞争激烈的铜加工企业面临一定经营以及流动性压力，未来行业内企业财务表现或将有所分化，但整体信用基本面仍维持稳定。

详见《中国铜行业展望，2023 年 2 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8482?type=1>

## 运营实力

中诚信国际认为，公司业务以黄金及铜冶炼为主，具备一定的冶炼规模优势，同时有价元素回收及冶炼副产品可带来一定的附加经济价值；公司黄金矿山资源体量有限，但通过对外收购及矿山资源开发，未来将具备一定的生产规模；公司通过较高的综合回收率，可实现有限利润空间内的成本控制，需关注在建项目进展及资金安排。

**公司以黄金冶炼为主，有价元素回收和冶炼副产品销售等可带来一定经济价值。**

公司业务为黄金矿产资源开发、贵金属冶炼、有色金属冶炼、高新材料研发与生产及有色金属全球贸易等，形成了地质勘探、采矿、选矿、冶炼、精炼和深加工一体化的经营模式。

在冶炼工艺方面，公司主要运用富氧底吹造钼捕金、富氧侧吹造钼捕金、高铅提金等多套工艺系统处理复杂金精矿。将复杂金精矿与低品位铜精矿进行混合配矿，使绝大多数贵金属熔解到铜钼中，经过吹炼、精炼、电解后生成的阳极泥，送至精炼车间完成贵金属的回收加工铸锭。

此外，公司通过充分发挥多金属回收的资源综合利用优势，依靠入骤冷收砷工艺技术、稀贵金属资源综合利用技术、制酸工艺等，实现铋、锑、碲、砷等有价值元素的综合回收。冶炼副产品



硫酸等销售收入也能在部分周期内为公司带来一定的经济价值。

**公司所控制上游资源较为有限，但随着对外收购及矿山资源开发，资源端仍有一定发展。公司黄金冶炼产能规模较大，保持了一定的行业地位；2022 年以来，黄金产品产销量均有所提升。**

截至 2022 年末，公司拥有的矿山已查明资源储量 150.38 吨，其中辽上金矿保有黄金储量为 77.14 吨，为公司主力在建矿山。辽上金矿扩界、扩能采选项目关键手续均已获批，矿山建设规模为 90 万吨/年，将于 2026 年投产，但矿山板块目前整体生产规模较小。

**表 2：截至 2022 年末公司主要矿山资源概况（单位：吨）**

矿山名称	已查明金资源储量	公司持股比例
腊子沟金矿 <sup>1</sup>	22.37	100%
辽上金矿	77.14	100%
福祿地金矿	7.68	100%
哈沟山金矿	4.97	100%
东道口金矿	2.31	100%
东邓格庄金矿	1.10	100%
盘马金矿马家瑶	8.21	65%
盘马金矿杨家介	3.87	65%
庄子金矿	7.19	65%
山城金矿	8.60	65%
八甲硫铁矿	0.15	100%
建德铜矿 <sup>1</sup>	1.91	100%
苏家庄金矿	4.91	65%
合计	150.38	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司持有万国国际矿业集团有限公司（以下简称“万国矿业”）20.87%股份，为万国矿业第二大股东。万国矿业拥有江西宜春新庄矿（铜、铁、锌精矿）100%权益、西藏昌都哇了格矿（白银）51%权益及所罗门群岛金岭矿（金矿）90%权益。2023 年以来新庄矿进行了升级改造暂时停产，铜精矿产量略有下降；锌精矿及铅精矿则由于去年加工厂改造升级完成，产量同比大幅提升。金岭矿已于 2022 年四季度开始试生产及出口金锭，2023 年上半年销售金锭 608 千克。公司可优先获得万国矿业下属矿山供应原材料，万国矿业未来精矿产量及效益的提高也将为公司贡献部分投资收益。

公司具备一定的冶炼规模优势，截至 2022 年末，公司已具备黄金 50 吨/年、白银 1,000 吨/年的产能，此外还拥有附产电解铜 25 万吨/年，硫酸 130 万吨/年的产能，成为黄金冶炼产业中游冶炼端标志性企业。受益于公司提高生产效率，2022 年冶炼金产量小幅增长。随着 2022 年以来山东省内矿山复工复产，合质金货源供应有所恢复，产量已恢复至 2020 年水平。电解铜及硫酸产量同比变化不大，但公司开展电解铜以及电解铅的贸易业务规模扩大，2022 年电解铜、电解铅销量大幅提升。2023 年前三季度，受益于较好的市场行情，公司黄金产销量同比大幅增加。此外，未来随着含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目和复杂金精矿多元素综合回收项目等多项在建项目的建设、实施，公司黄金冶炼产能规模提升的同时多种有价元素综合利用率将进一步

<sup>1</sup> 建德铜矿采矿权已于 2021 年 6 月份到期，建德市相关政府主管部门认为原采矿权划定范围涉及到当前划定的风景区区域，不再核准续期，建德铜矿于采矿权到期后停止开采。截至本报告出具日，公司仍在就后续再开发利用方案等相关事项与政府有关部门进行沟通磋商。

提高。

表 3：公司产品产销量情况

	2020		2021		2022		2023.1~9	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
黄金（吨）	47.90	45.13	39.60	39.13	46.76	46.23	48.29	49.08
其中：自产金	1.48	1.48	0.12	0.12	0.10	0.10	0.16	0.16
冶炼金	24.31	23.47	25.35	25.47	26.16	25.64	23.72	24.51
合质金	20.18	20.18	13.54	13.54	20.49	20.49	24.41	24.41
白银（吨）	801.54	738.23	757.20	802.47	825.53	816.38	671.24	669.60
电解铜（万吨）	15.42	20.85	19.48	27.23	20.02	39.20	15.21	35.88
铅（万吨）	9.82	9.90	8.69	9.24	11.12	17.25	6.77	11.76
硫酸（万吨）	124.63	122.71	137.47	121.49	135.23	118.53	96.80	96.22
磷铵（万吨）	5.92	5.08	6.30	7.36	5.69	5.69	0.00	0.23

注：公司黄金产量包括为客户提供的加工服务业务产量，但销售结算未计入公司黄金销量；由于统计口径差异，黄金总产量包含返金量，与各项合计有差异；电解铜销量包含贸易业务部分。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司原材料外购比例高，利润空间有限。但公司仍能通过技术优势、规模效应提升综合成本控制能力。**

公司原材料以外购为主，价格波动较为明显。2022 年以来公司采购模式未发生明显变化，主要通过贸易子公司进行国内外采购，海外原料采购已从单纯依赖贸易商采购转变为了贸易商采购和矿山直接采购相结合的模式，2022 年公司主要原材料矿粉采购国内外占比为 3:7，海外采购占比较高，前五大供应商占比为 24.83%，整体较为分散。

公司的冶炼工艺较传统的氰化提金工艺相比，原材料适应性强，综合能耗低，可处理含金、银、铜、铅等的多金属物料，对复杂金精矿处理优势明显。同时，公司综合回收率较高，与传统湿法冶金工艺相比，银回收率可提高 10~20%；公司还可回收在混合矿种未进行计价的锑白、铋锭、碲锭、二氧化硒、金属砷等稀贵金属。此外，公司冶炼规模整体较大，具有一定的规模效应。尽管业务模式使得利润空间较为有限，但公司仍能通过冶炼工艺及规模效应提高生产价值从而降低相对成本。

**在建项目总投资金额较大，公司通过发行可转换公司债券募集资金，2024 年资本支出压力较高。**

截至 2023 年 9 月末，公司在建工程项目总投资 84.10 亿元，已完成投入 7.53 亿元。辽上金矿扩界、扩能采选建设工程项目预计建成后达到年采选金矿 90 万吨。复杂金精矿多元素综合回收项目为新建一套年产 20 万吨阴极铜电解系统。威海恒邦化工含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目，建成后将具备年处理 45 万吨含金多金属矿能力，同时搭配处理 2 万吨外购粗铜。公司已通过发行可转换公司债券募集资金 31.60 亿元，其中 22.20 亿元将配套该项目建设。目前公司主要在建项目均已开工建设，在建项目总投资较大，按照目前规划 2024 年资本支出压力较高。

表 4：截至 2023 年 9 月末公司在建项目情况（万元）

项目名称	项目建设期	项目总投资	项目投入情况			资金来源
			截至 2023 年 9 月末已投资	2023.10~12	2024	
辽上金矿扩界、扩能采选建设工程	2016.1~2026.12	120,121.00	6,278.33	3,621.80	28,000.00	自筹

复杂金精矿多元素综合回收项目	2021.1~2024.12	427,003.00	9,637.31	17,801.33	194,960.00	自筹
精炼公司稀贵金属扩能（稀贵金属资源综合回收利用技术提升项目）	2021.1~2024.12	20,700.00	3717.15	3,628.47	9,350.00	自筹
威海恒邦化工含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目	2022.07~2024.12	273,171.96	30,326.73	19,779.00	160,000.00	可转债
井巷工程	--	--	9,237.24	--	--	自筹
其他	--	--	16,062.97	--	--	自筹
总计	--	840,995.96	75,259.73	44,830.60	392,310.00	--

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供

## 财务风险

中诚信国际认为，2022 年以来受益于黄金产品的量价齐升以及有色金属贸易业务规模扩大，公司收入规模有所增加；2023 年，公司发行可转换公司债券，期末债务结构优化且杠杆水平有所下降；公司面临的短债压力有所减弱，且多重外部融资渠道对偿债形成有效支持。

## 盈利能力

2022 年以来受益于黄金产品产量的提升以及有色金属贸易业务规模扩大，收入规模有所增加但毛利率水平下降；期间费用以及非经营性损失规模的下降使得 2022 年利润总额实现小幅增长。2023 年以来各板块盈利略有分化，但整体经营情况保持稳定。

得益于黄金产品产量的提升以及公司扩大有色金属贸易业务规模，2022 年营业总收入同比增长 20.93%，营业毛利率受收入结构变化影响下降。但分产品看，冶炼业务加工费及生产成本较为稳定，毛利率受采购及销售价格基数变化有所波动；硫酸、磷铵等产品价格波动较为明显，毛利率变化较大。

2022 年期间费用同比有所下降，管理费用受当期材料支出及修理费下降而有所减少，财务费用则受当期汇兑收益影响有所降低。资产减值损失主要为存货跌价损失与少量固定资产减值损失。公允价值变动及投资收益主要来自公司持有的商品期货合约，公司商品期货合约滚动开仓规模超过 300 亿元，2022 年平仓产生的损失为 0.90 亿元，公允价值变动损失为 0.92 亿元。公允价值变动及投资收益对公司利润表贡献向下，但商品期货合约主要用于套保，其所产生的损益与现货盈亏相抵无损失。存货跌价将结转至主营业务成本，销售价格则受销售时点现货价格的影响。商品期货其账面损益为已实现收益与未实现浮动盈亏的变化，其实际损益则为公司现货损益与合约损益的差值，合约主观性为套期保值非投机，对公司利润表整体损益无影响。公司利润规模主要与生产经营规模及加工费相关，2022 年经营性业务利润基本持平，利润总额小幅上升。

2023 年前三季度，黄金白银等贵金属产品价格的上涨及公司整体产品产销量提升使得营业总收入同比增长 46.78%，贵金属板块对利润贡献同比有所增加。但副产品硫酸受销售价格低迷影响亏损，使得当期公司净利润水平基本持平。

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	2023.1~9
----	------	------	------	----------

	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
<b>分行业</b>								
贵金属冶炼	204.54	7.50	187.92	4.26	215.94	3.60	249.24	3.50
有色金属冶炼	78.52	2.32	136.32	5.33	140.28	5.41	104.92	4.84
有色金属贸易	55.85	0.26	64.09	0.71	132.35	0.07	147.20	0.07
化工生产	3.69	-19.72	7.83	33.44	7.62	25.64	0.75	-130.41
矿粉销售	9.36	5.30	9.48	3.24	0.72	7.25	--	--
其他业务	8.57	0.62	8.18	26.20	3.57	32.49	4.83	22.20
<b>分产品</b>								
黄金	173.25	6.18	147.04	3.73	178.50	2.46	215.50	2.53
白银	31.20	14.61	40.56	5.46	36.93	7.84	33.52	9.15
电解铜	63.36	0.66	120.11	3.93	119.83	3.76	91.60	3.32
硫酸	0.88	-104.41	4.71	45.81	4.60	38.19	0.55	-176.64
磷铵及其他化肥	2.82	6.64	3.11	14.71	3.02	6.53	0.20	-2.86
铅	12.12	8.00	11.94	8.32	14.89	4.73	9.17	6.95
锌、镉、铋、硒等金属	3.14	16.30	4.59	40.68	6.07	47.41	4.38	36.69
矿粉销售	9.36	5.30	9.48	3.24	0.72	7.25	--	--
有色金属销售	55.85	0.26	64.09	0.71	132.35	0.07	147.20	0.07
其他业务	8.57	0.62	8.18	26.20	3.57	32.49	4.83	22.20
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>360.53</b>	<b>4.75</b>	<b>413.83</b>	<b>5.03</b>	<b>500.47</b>	<b>3.76</b>	<b>506.95</b>	<b>2.76</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~9
销售费用	0.17	0.20	0.31	0.36
管理费用	4.82	6.42	4.69	3.79
研发费用	1.04	1.35	1.43	1.64
财务费用	3.28	3.58	3.20	1.59
期间费用合计	9.30	11.55	9.63	7.37
期间费用率	2.58%	2.79%	1.92%	1.45%
经营性业务利润	7.58	8.46	8.26	5.33
资产减值损失	-1.90	-1.88	-1.03	-0.68
信用减值损失	-0.15	-0.08	-0.12	0.03
公允价值变动收益	1.38	0.27	-0.53	0.69
投资收益	-2.15	-1.45	-0.33	-0.83
利润总额	4.21	4.93	5.51	4.55
净利润	3.65	4.27	4.66	3.93
总资产收益率	4.83%	4.79%	5.14%	--

注：减值损失以负值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

公司资产和负债规模相对稳定，2023 年公司发行可转换公司债券，负债结构有所优化，杠杆比率下降。

2022 年末公司资产规模较为稳定，主要资产为流动性较高的货币资金、存货，以及冶炼厂等生产单位对应的固定资产。公司主要资产结转规模较大，但期末余额变化不大。货币资金、存货及主要包括黄金交易所和期货账户保证金的其他应收款均有所增加。公司境外原材料采购规模较大，因开立信用证使得票据保证金受限的货币资金仍保持在一定规模。当期固定资产无较大规模投入，受折旧影响期末固定资产小幅下降。

经营周期内公司经营性负债规模有所上升，归还部分债务，负债规模保持稳定。受益于长期借款及债券融资余额增加，负债结构有所优化。

权益结构方面，2022 年末归属于母公司股东净利润的结余使得所有者权益小幅增长，公司杠杆比率有所下降。

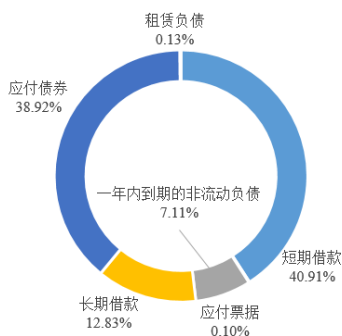
2023 年前三季度，公司在固定资产的持续投入使得当期末总资产规模有所增加。随着公司完成可转换公司债券发行募集资金，同时进行流动性及债务期限结构进行管理，短期债务占比有所下降。当期公司未分配利润积累以及新增发行可转换公司债券部分计入其他权益工具使得期末所有者权益规模增加，杠杆水平有所下降。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.9
货币资金	26.81	35.96	39.03	42.60
存货	87.06	87.79	90.03	91.04
其他应收款	4.85	8.42	11.23	12.21
固定资产	42.85	40.45	38.72	36.39
<b>资产总计</b>	<b>178.88</b>	<b>194.12</b>	<b>198.74</b>	<b>210.63</b>
短期借款	67.06	79.82	51.91	38.79
一年内到期的非流动负债	2.18	3.86	8.38	6.74
<b>短期债务</b>	<b>73.58</b>	<b>83.73</b>	<b>60.31</b>	<b>45.62</b>
长期借款	2.24	5.09	11.15	12.16
应付债券	0.00	5.05	15.00	36.90
<b>长期债务</b>	<b>3.90</b>	<b>10.22</b>	<b>26.26</b>	<b>49.19</b>
<b>总债务</b>	<b>77.48</b>	<b>93.94</b>	<b>86.57</b>	<b>94.81</b>
应付账款	16.14	13.92	17.45	13.68
长期应付款	4.88	3.50	4.66	5.45
<b>负债合计</b>	<b>104.06</b>	<b>116.39</b>	<b>116.81</b>	<b>120.77</b>
未分配利润	28.77	31.98	36.12	40.22
其他权益工具	--	--	--	3.96
<b>所有者权益合计</b>	<b>74.82</b>	<b>77.73</b>	<b>81.93</b>	<b>89.86</b>
资产负债率	58.18%	59.96%	58.78%	57.34%
总资本化比率	50.87%	54.72%	51.38%	51.34%

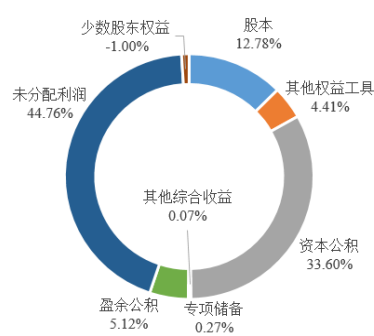
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 9 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债情况

受经营性应付项目大幅增加影响，2022 年经营活动净现金流同比增幅较大。公司现有债务中可转换公司债券融资成本较低且有转股预期，债务结构的调整使得公司面临的短债压力有所减弱，



### 整体偿债压力不大。

经营活动净现金流受存货及经营性应收应付规模变化影响波动较大，2022 年末公司经营性应付项目大幅增加，使得当期经营活动产生的现金流同比增幅较大。公司保持一定规模固定资产投资，当期交易所保证金有所增加，投资活动仍有一定现金净流出。公司归还部分借款，且分配股利、利润或偿付利息支付的现金仍保持在一定规模，筹资活动现金流呈净流出态势。

2023 年 1~9 月，受当期到期供应商应付账款结算影响，经营活动净现金流同比大幅减少；由于公司境外原材料采购规模较大，因开立信用证使得票据保证金受限的货币资金保持在一定规模，截至 2023 年 9 月末，公司账面非受限货币资金为 31.38 亿元，资金储备尚可。随着多个在建项目的推进，当期投资活动产生的现金呈大幅净流出态势，发行可转换公司债券同时偿付部分流动负债使得筹资活动总体呈一定规模净流入。

2022 年经营活动净现金流的提升使其对利息的覆盖能力有所增强，债务结构的优化使得非受限货币资金对短期债务的覆盖程度亦有所提升，短债压力有所减弱。截至 2023 年 9 月末，公司整体债务中包含约 31.60 亿元可转换公司债券，实际融资成本较低，且具备一定的转股预期。故公司在保障银行借贷的到期续接前提下，整体偿债压力不大。

截至 2023 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 352.08 亿元，其中尚未使用额度为 242.65 亿元，备用流动性均较充足。资金管理方面，公司利用资金池对国内资金按日进行归集，且归集比例较高，资金管理制度较为完善。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.9
经营活动产生的现金流量净额	1.94	4.74	15.64	0.95
投资活动产生的现金流量净额	-8.81	-11.45	-6.17	-10.05
筹资活动产生的现金流量净额	17.71	14.92	-4.99	13.02
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	0.56	1.31	4.06	--
FFO/总债务	0.17	0.14	0.15	--
总债务/EBITDA	5.65	6.47	5.56	--
EBITDA 利息覆盖倍数	3.97	4.02	4.04	--
非受限货币资金/短期债务	0.19	0.27	0.45	0.69

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2023 年 9 月末，公司受限资产合计 18.47 亿元，占当期末总资产的 8.77%。受限资产主要包括因信用证保证金及承兑汇票保证金受限的货币资金 11.22 亿元。

截至 2023 年 9 月末，公司无对外担保，无影响正常经营的重大未决诉讼。此外，江西铜业持有公司股份无质押。

**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 9 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<sup>2</sup>

### 假设

- 2023 年，恒邦股份黄金产量小幅上升，黄金价格维持高位，铜价同比变化不大，原材料成本小幅上升。
- 2023 年，恒邦股份在建项目以及收并购项目等投资仍保持在一定规模。
- 2023 年，随着在建项目的投入，资金需求将有所增加。

### 预测

表 9：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(%)	54.72	51.38	56.84~59.16
总债务/EBITDA(X)	6.47	5.56	7.36~7.66

## 调整项

### 流动性评估

公司经营获现能力受到存货及经营性应收应付变化影响有所波动，不过公司非受限货币资金有一定储备，未使用授信充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，且债务融资工具发行顺畅，财务弹性较好。公司资金流出主要用于项目建设支出及债务付息，随着公司加快推进在建项目建设，预计 2023~2024 年资本开支较大。综上所述，公司可依靠较好的经营周转维持一定的信用规模，无较大的债务净偿付需求，但存在一定经营及债务周转的流动性需求。

## ESG 分析<sup>3</sup>

环境方面，作为开采、冶炼加工类企业，公司面临着生产经营可能发生安全事故及开采、冶炼加工对生态环境产生损害的问题。对此，公司在安全环保生产及生态环境保护方面投入力度较大<sup>4</sup>。环保投入主要为环保设备投入，安全生产投入主要为作业人员安全防护用品以及尾矿库费用支出等。2022 年度公司没有发生环境污染事故及其它环保违法违规行为，也未受到生态环境部门的行政处罚。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，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。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构<sup>5</sup>和运行等方

<sup>2</sup> 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象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受评对象相关的重要假设，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受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> 2020~2022 年环保投入分别为 2.32 亿元、2.83 亿元和 2.67 亿元。

<sup>5</sup> 公司董事会由 9 名成员构成，其中独立董事 3 名，一名为行业专业人士，一名为财务专业人士，一名为法律专业人士。2023 年，公司原董事长黄汝清先生因工作调整，辞去公司第九届董事会董事、董事长暨董事会战略委员会主任职务。公司分别于 2023 年 2 月 7 日、2023 年 2 月 23 日，召开了第九届董事会第二十次会议、2023 年第二次临时股东大会和第九届董事会第二十一次会议，审议通过了《关于补选非独立董事的议案》《关于选举公司第九届董事会董事长的议案》，选举张帆先生为公司第九届董事会董事、董事长暨战略委员会主任。

面综合考察公司治理情况。战略方面，公司未来发展方向仍围绕黄金主业进行，横向扩张及纵向延伸，做大做强主业，成为国际一流的贵金属冶炼企业。公司将依托黄金冶炼核心技术优势，以提升杂矿处理能力为目标，实现对金、银等贵金属和铜、锌、铋、锑、碲、硒等有价值元素的综合回收，提升公司的经济效益。同时，依托公司已有稀散金属产品，延伸产业链，开拓高端材料制造领域，重点开展高纯材料产业发展，布局高纯砷、锑、铋、碲及其相关的高纯化合物，使企业向高端制造业迈进。

## 外部支持

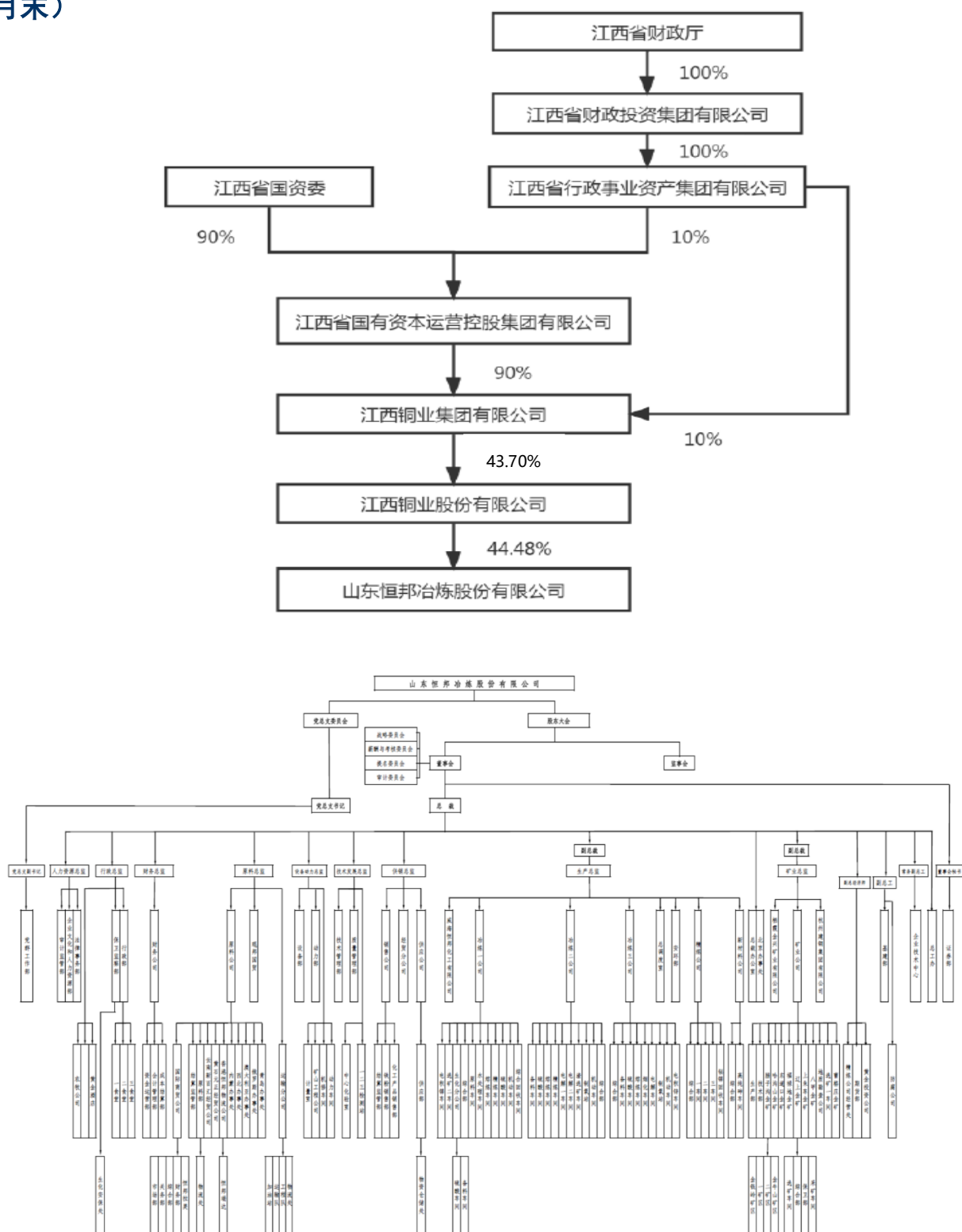
**公司作为省国资委下属产业投资公司有色金属平台，控股股东在战略发展、资源整合以及资金等方面可给予公司一定支持。**

江西铜业是江西省铜产业发展的核心企业，是国内最大的综合性铜生产加工企业，规模优势显著，自身经营实力较强，对下属子公司的支持能力很强。公司在江西铜业及江西铜业集团有限公司（以下简称“江铜集团”）内部有一定的战略地位，是其黄金业务发展的平台。江西铜业收购公司控制权时，承诺将以公司作为江铜黄金板块的发展平台，将江西铜业及其控股股东旗下优质的黄金资产注入上市公司，规范与公司存在的同业竞争，为公司的发展提供支持。公司未来也会借助控股股东在资源整合方面的支持，加快优质黄金矿产资源的收购，拓宽资源控制渠道，增加黄金资源储量及自给原料比重，增强风险抵抗能力，增加企业经济效益。资金支持方面，江铜财务公司提供给公司授信额度 30 亿元，截至 2023 年 9 月末已使用 23.40 亿元。此外，依托于江铜集团的信用实力，公司获得的银行授信额度大幅增加且公开市场融资渠道畅通。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定山东恒邦冶炼股份有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定。

附一：山东恒邦冶炼股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 9 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：山东恒邦冶炼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	2023.9
货币资金	268,133.93	359,615.23	390,335.43	425,985.08
应收账款	4,735.88	2,133.27	1,105.98	700.53
其他应收款	48,512.11	84,191.89	112,259.35	115,920.64
存货	870,622.33	877,927.89	900,259.32	910,354.23
长期投资	3,612.39	37,691.51	38,182.25	40,435.24
固定资产	428,492.19	404,549.48	387,184.44	363,885.91
在建工程	33,065.67	27,962.12	22,246.68	75,259.73
无形资产	75,154.89	65,713.54	66,872.35	73,077.43
总资产	1,788,803.66	1,941,193.26	1,987,378.92	2,106,261.86
其他应付款	8,814.72	13,162.59	13,158.96	14,269.65
短期债务	735,830.04	837,271.54	603,109.02	456,214.52
长期债务	38,969.53	102,172.61	262,618.57	491,876.98
总债务	774,799.57	939,444.15	865,727.58	948,091.50
净债务	632,259.06	717,178.77	595,622.68	634,336.35
总负债	1,040,647.47	1,163,862.02	1,168,099.94	1,207,653.51
所有者权益合计	748,156.19	777,331.24	819,278.98	898,608.35
利息支出	34,551.23	36,161.01	38,562.70	--
营业总收入	3,605,311.04	4,138,287.85	5,004,677.68	5,069,454.67
经营性业务利润	75,837.49	84,567.73	82,590.08	53,349.84
投资收益	-21,521.27	-14,500.66	-3,301.09	-8,345.40
净利润	36,475.94	42,652.17	46,557.04	39,274.33
EBIT	82,168.40	89,325.00	101,000.60	--
EBITDA	137,209.51	145,209.38	155,771.28	--
经营活动产生现金净流量	19,350.65	47,358.80	156,427.01	9,530.82
投资活动产生现金净流量	-88,109.79	-114,472.25	-61,720.69	-100,454.56
筹资活动产生现金净流量	177,109.64	149,182.87	-49,866.16	130,178.67
财务指标	2020	2021	2022	2023.9
营业毛利率(%)	4.75	5.03	3.76	2.76
期间费用率(%)	2.58	2.79	1.92	1.45
EBIT 利润率(%)	2.28	2.16	2.02	--
总资产收益率(%)	4.83	4.79	5.14	--
流动比率(X)	1.29	1.37	1.71	2.35
速动比率(X)	0.38	0.50	0.64	0.92
存货周转率(X)	4.26	4.50	5.42	7.26*
应收账款周转率(X)	586.64	1,204.89	3,090.03	7,483.27*
资产负债率(%)	58.18	59.96	58.78	57.34
总资本化比率(%)	50.87	54.72	51.38	51.34
短期债务/总债务(%)	94.97	89.12	69.66	48.12
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.02	0.01	0.14	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.02	0.01	0.21	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.56	1.31	4.06	--
总债务/EBITDA(X)	5.65	6.47	5.56	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.17	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.97	4.02	4.04	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.38	2.47	2.62	--
FFO/总债务(X)	0.17	0.14	0.15	--

注：1、2023 年三季报未经审计；2、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	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
	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
经营效率	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+应收款项融资调整项)×收款项天/营业收入+存货平均净额×货平均天/营业成本+合同资产平均净额×同资产天/营业收入-应付账款平均净额×付账款天/(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
盈利能力	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
	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
现金流	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
	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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数 EBIT/利息支出
	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，影响报表使用人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