

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



ZHAOJIN

ZHAOJIN MINING INDUSTRY COMPANY LIMITED*

招金礦業股份有限公司

(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號：1818)

海外監管公告

本公告乃根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條而作出。

茲載列招金礦業股份有限公司於二零一七年六月二十二日在上海證券交易所網站(www.sse.com.cn)刊登的《2014年招金礦業股份有限公司公司債券跟蹤評級報告(2017)》、《招金礦業股份有限公司2012年公司債券跟蹤評級報告(2017)》及《招金礦業股份有限公司公開發行2017年可續期公司債券(第一期)跟蹤評級報告(2017)》，僅供參考。

特此公告。

承董事會命
招金礦業股份有限公司
翁占斌
董事長

中國•招遠，二零一七年六月二十二日

截至本公告日期，董事會成員包括：

執行董事： 翁占斌先生、李秀臣先生及叢建茂先生

非執行董事： 梁信軍先生、李守生先生、徐曉亮先生及高敏先生

獨立非執行董事： 陳晉蓉女士、蔡思聰先生、魏俊浩先生及申士富先生

* 僅供識別



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪316号

招金矿业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“2014年招金矿业股份有限公司公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次债券信用等级**AAA**，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月十九日

2014年招金矿业股份有限公司公司债券跟踪评级报告（2017）

| | | | |
|--------|---------------------------------|-----|---------|
| 发行主体 | 招金矿业股份有限公司 | | |
| 担保主体 | 山东招金集团有限公司 | | |
| 担保方式 | 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保 | | |
| 发行规模 | 人民币 9.5 亿元 | | |
| 债券期限 | 5 年 | | |
| 存续期 | 2015 年 7 月 29 日~2020 年 7 月 29 日 | | |
| 上次评级时间 | 2016 年 7 月 8 日 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 | AAA | 评级展望 稳定 |
| | 主体级别 | AAA | |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 | AAA | 评级展望 稳定 |
| | 主体级别 | AAA | |

概况数据

| 招金矿业 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 所有者权益(亿元) | 96.81 | 135.81 | 140.66 | 145.39 |
| 总资产(亿元) | 262.24 | 309.52 | 328.61 | 331.95 |
| 总债务(亿元) | 134.46 | 135.00 | 141.81 | 140.55 |
| 营业总收入(亿元) | 57.79 | 60.38 | 68.96 | 15.21 |
| 营业毛利率(%) | 39.61 | 38.73 | 41.83 | 38.02 |
| EBITDA(亿元) | 18.91 | 18.27 | 21.11 | - |
| 所有者权益收益率(%) | 5.30 | 3.01 | 3.02 | 4.21* |
| 资产负债率(%) | 63.08 | 56.12 | 57.20 | 56.20 |
| 总债务/EBITDA(X) | 7.11 | 7.39 | 6.72 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 3.01 | 2.81 | 3.52 | - |
| 招金集团 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
| 所有者权益(亿元) | 116.41 | 158.56 | 160.96 | 158.32 |
| 总资产(亿元) | 368.14 | 438.22 | 485.24 | 475.50 |
| 总债务(亿元) | 199.70 | 205.04 | 239.29 | 230.81 |
| 营业总收入(亿元) | 366.78 | 398.45 | 441.66 | 88.88 |
| 营业毛利率(%) | 8.78 | 7.64 | 8.31 | 8.06 |
| EBITDA(亿元) | 22.81 | 24.41 | 26.62 | - |
| 所有者权益收益率(%) | 3.26 | 2.07 | 2.32 | 1.52 |
| 资产负债率(%) | 68.38 | 63.82 | 66.83 | 66.70 |
| 总债务/EBITDA(X) | 8.75 | 8.40 | 8.99 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 2.76 | 2.71 | 2.72 | - |

注：1、招金矿业 2014 年财务数据为重述数；
2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
3、2017 年一季度报带“*”指标经过年化处理。

基本观点

2016 年，国际黄金价格有所回暖，招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”或“公司”）整体经营状况良好，营业收入规模保持增长态势，且毛利率保持较高水平。作为国内大型的黄金生产企业之一，公司黄金资源储量丰富，为公司长期的良性发展奠定较好基础，同时，受益于较高的矿产金自给率，公司显示出很强的盈利能力和综合竞争实力，加之备用流动性充足，财务弹性较好，公司整体偿债能力极强。但同时，我们也关注到黄金价格波动较大、面临一定的短期偿债压力等因素对公司业务发展的影响。

综上，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）维持招金矿业主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“2014 年招金矿业股份有限公司公司债券”信用等级为 AAA。本债项级别同时考虑了山东招金集团有限公司（以下简称“招金集团”）所提供全额不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 黄金储量丰富。公司主要通过提高现有矿山探矿能力和对外矿山收购两种方式增加黄金资源储量。截至 2016 年末公司黄金资源量为 1,235.52 吨，可采储量为 548.82 吨，整体资源储备丰富，为公司长期的良性发展奠定较好基础。
- 营业收入规模保持稳定增长。公司整体经营状况良好，黄金产量持续增加，加之 2016 年金价有所回暖，公司实现营业收入 68.98 亿元，同比增长 14.21%，收入规模持续增长。
- 营业毛利率保持较高水平。尽管国际金价呈明显波动态势，但得益于较高的矿产金自给率，公司营业毛利率保持较高水平。2016 年，公司营业毛利率为 41.83%，显示出很强的初始获利能力。

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

刘爽 shliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月19日

- 备用流动性充足。截至2017年3月31日，公司共获得243.10亿元的银行授信额度，其中，尚未使用授信余额138.38亿元，备用流动性充足。

关注

- 黄金价格波动较大。黄金作为硬通货和首饰品原料，价格受国际政治、经济等因素影响较大，而黄金生产企业应对价格冲击的手段较单一，因而金价的波动将对公司盈利的稳定性产生一定影响。
- 面临较大的短期偿债压力。2016年末，公司短期债务为121.49亿元，长期债务20.33亿元，长短期债务比为5.98。公司短期债务规模较大，面临着较大的短期偿债压力。
- 期货交易具有较高的市场风险和操作风险。公司对黄金产成品进行套期保值，期货的交易特点使该业务面临一定市场及操作风险，对公司套期保值业务的风险控制情况应保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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 and 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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2016 年以来，黄金投资需求的上涨使得全球黄金消费需求整体呈现上升趋势，且随着国际金价的走高，再生金产量有所上升，带动全年黄金总供给量增长

2016 年，受世界经济和政治因素不确定性增加影响，黄金投资需求增至 2012 年以来的最高水平，带动全球黄金需求整体上升，全年消费需求 4,308.7 吨，同比增加 2.20%。全球黄金需求主要来自四个方面：金饰制造、投资需求、工业需求以及官方部门购买。2016 年，金饰品需求占 47.38%，黄金投资需求占 36.23%，工业用金占 7.48%，央行储备黄金需求占 8.90%。

金饰制造需求方面，受国际金价上涨、中国及印度经济增速放缓等因素影响，2016 年全球金饰需求为 2,041.6 吨，同比减少 14.53%。其中，中国的黄金饰品消费需求为 629.0 吨，同比减少 16.51%；印度的黄金饰品消费需求为 514.0 吨，同比减少 22.39%。

投资需求方面，2016 年全球黄金投资需求总量 1,561.1 吨，同比上涨 69.92%，达到 2012 年以来最高水平。其中，金条和金币需求总量为 1,029.2 吨，同比小幅下滑；但受美联储加息预期减弱、欧洲和日本央行实行负利率政策、英国脱欧及特朗普在美国总统大选中意外胜出等事件影响，黄金 ETF 及类似产品的金融投资需求由 2015 年的-128.3 吨大幅增加至 531.9 吨，为全年黄金需求上升的主要支撑因素。

工业需求方面，2016 年全球工业用金需求 322.5 吨，同比下滑 2.86%，其中电子领域用金 254.5 吨，同比下滑 2.94%，牙科领域用金 18.0 吨，同比下滑 4.76%，其他行业用金 50.0 吨，同比下滑 1.77%。整体来看，2016 年以来全球经济形势震荡不定，导致金价走高，压缩了全球工业用金的部分需求。此外，经济发达国家工业用金比重较高，而中国目前每年工业用金很少，但随着中国工业化进程的不断推进，预计未来工业对黄金的需求将逐步提升。

央行储备方面，自 2010 年世界各国央行成为黄金净买方后，各国央行货币政策开始转向，此后

世界各国持续大量购买黄金。2016 年为央行连续净买入的第 7 年，但为应对财政经济危机，委内瑞拉及土耳其央行分别减持黄金 172.1 吨和 104.4 吨，受此影响，全球央行黄金储备净买入量为 383.6 吨，同比下滑 33.46%。

表 1：截至 2017 年 3 月底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 | 8,133.5 | 75.1 |
| 2 | 德国 | 3,377.9 | 69.4 |
| 3 | 国际货币基金组织 | 2,814.0 | - |
| 4 | 意大利 | 2,451.8 | 68.3 |
| 5 | 法国 | 2,435.9 | 64.2 |
| 6 | 中国 | 1,842.6 | 2.4 |
| 7 | 俄罗斯 | 1,680.1 | 16.9 |
| 8 | 瑞士 | 1,040.0 | 5.8 |
| 9 | 日本 | 765.2 | 2.5 |
| 10 | 荷兰 | 612.5 | 64.0 |

资料来源：世界黄金协会（World Gold Council）

中国是全球第一大实物黄金消费国，黄金需求主要集中在金饰消费领域和投资领域。2016 年以来，受经济增速放缓、整体消费市场疲软影响，我国黄金首饰消费需求同比大幅下滑，同时黄金避险属性使得投资需求迅速升温。根据中国黄金协会统计，2016 年全国黄金消费量为 975.38 吨，同比下降 6.74%。其中，首饰用金 611.17 吨，同比下降 18.91%；金条用金 257.64 吨，同比增长 28.19%；金币用金 31.19 吨，同比增长 36.80%；工业及其他用金 75.38 吨，同比增长 10.14%。

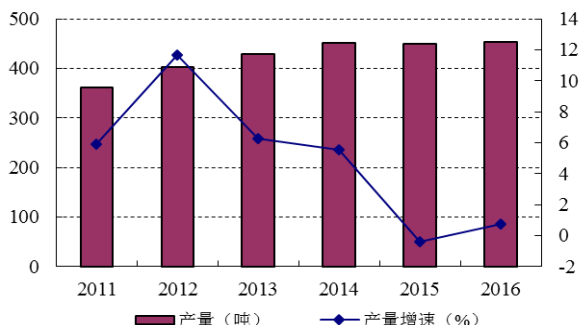
另外，作为我国黄金和基金市场的一项重要创新，我国黄金 ETF 于 2013 年推出，黄金 ETF 的推出不仅丰富了投资者的投资渠道，有利于增加我国广义黄金储备，更有利于提升中国在世界黄金定价中的影响力以及加快中国金融开放的步伐。此外，2016 年 4 月，上海黄金交易所发布了全球首个以人民币计价的黄金基准价格，首笔“上海金”基准价格于 256.92 元/克。随着“上海金”的推出，我国有望在国际黄金市场上享有一定的定价权。

根据世界黄金协会统计的数据显示，2016 年全球黄金总供应量较 2015 年增长 4.76% 至 4,570.8 吨。矿产金方面，随着勘探预算和新开工矿山规模的减少，矿产金增速不断放缓。受此影响，2016 年全球

矿产金产量为 3,236.0 吨，同比仅增长 0.09%。但长远来看，2016 年以来黄金价格的大幅回升将为新一轮资本支出上涨及勘探活动的重启提供支撑。再生金方面，随着国际金价的回升，2016 年全球再生金产量为 1,308.5 吨，同比增长 17.20%。

国内方面，中国黄金协会最新的统计数据显示，2016 年全国合计生产成品金 535.45 吨，同比增长 3.79%，其中矿产金及有色副产金产量达 453.49 吨，同比增长 0.76%，进口原料产金 81.96 吨，同比上升 24.51%，我国黄金产量已连续十年位居世界第一。近年来，我国黄金行业产业集中度在不断提升，形成了中国黄金集团公司（以下简称“中国黄金集团”）、紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）、山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金”）和山东招金集团有限公司等大型黄金生产企业。2016 年，上述黄金生产企业集团成品金产量和矿产金产量分别占全国总产量的 49.85% 和 40.05%。

图 1：2011~2016 年中国黄金产量及增速



资料来源：中国黄金协会，中诚信证评整理

整体看，2016 年以来受国际金价上涨及经济增速放缓等因素影响，中国及印度等主要黄金消费国家黄金饰品消费需求大幅下滑；但在投资避险因素的带动下，全球黄金投资需求大幅增长，带动全年黄金总需求仍呈增长态势。矿产金作为黄金供应的最主要来源，近年来在国际金价波动、勘探支出及新开工矿山规模下降等因素的影响下，产量增速出现下滑，但产量相对较为稳定；此外，2016 年以来随着金价的回升，再生金产量大幅上升，带动全年黄金总供给量同比有所增长。

2016 年受美联储加息节奏放缓、英国脱欧等政治事件带来的不确定性因素增加影响，黄金价格大幅回升，2017 年以来美联储加息预期得到加强，未来黄金价格走势存在一定的不确定性

从影响黄金价格的因素来看，传统的生产与消费因素影响很小，以投资和避险需求为代表的金融属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。

2016 年初，受美联储加息节奏放缓及英国脱欧预期增强等因素影响，国际金价开始触底反弹；下半年随着英国脱欧成功，风险逐渐释放，以及在美联储年底加息预期背景下，国际金价于 7 月初达到年内高点 1,367.40 美元/盎司后开始回落，但全年仍呈上升趋势。截至 2016 年底，COMEX 黄金当月连续期货合约收盘价格为 1,152 美元/盎司，同比上涨 8.63%，全年均价为 1,250.34 美元/盎司，同比上升 7.91%。2017 年 1~3 月，在美国退出 TPP 合作战略、欧洲大选及朝鲜发射导弹等诸多政治事件影响下，全球经济秩序的不确定性再次升温，带动黄金价格上涨。截至 2017 年 3 月底，COMEX 黄金当月连续期货合约收盘价格为 1,240.80 美元/盎司，较年初上涨了 7.02%，一季度均价为 1,220.42 美元/盎司，同比上升 2.97%。

图 2：2014.1~2017.4 COMEX 黄金期货价格趋势图



资料来源：Choice，中诚信证评整理

近年来国际经济形势及地缘政治的不确定性有所增加，黄金的投资及避险需求有所上升，2016 年黄金价格大幅回升；2017 年以来美联储加息预期得到加强，未来黄金价格走势存在一定的不确定性。不过，世界多数大型黄金矿业公司黄金价格成本线在 1,000~1,200 美元/盎司左右，黄金生产成本将对其市场价格形成一定支撑。

近年国家陆续出台税金征收、地质勘查等方面黄金保护性开采政策给予黄金企业支持，有助于黄金行业产业集中度的提升

根据中国黄金协会统计，目前中国黄金探明保有储量约 6,328 吨，排名世界第三位。黄金资源储量对矿业公司的运营尤其重要，在全球黄金需求增加和黄金价格高企的背景下，黄金生产企业纷纷加大了对上游资源的开发和并购力度，竞争日趋激烈，黄金资源的获取成本不断上升。黄金资源获取成本上升的原因主要有：一是采矿权竞争更加激烈，二是开采难度加大，三是黄金资源税提高，四是黄金开采风险加大。

从 2003 年 8 月 1 日开始，根据国土资源部颁布的《探矿权采矿权招标拍卖挂牌管理办法》，新增矿权需要实行招拍挂牌管理，改变了过去交易双方通过协议转让矿山资源的交易方式，黄金矿山资源的买卖更加透明化，竞争亦日趋激烈。

表 2：2010 年以来我国已出台的黄金行业相关政策

| 时间 | 政策名称 | 主要内容 |
|------------|-----------------------------------|--|
| 2010/07/22 | 人民银行、发改委等六部委联合出台《关于促进黄金市场发展的若干意见》 | 明确了黄金市场未来发展的总体思路和主要任务，对符合黄金行业规划和产业政策要求的大型企业，要求商业银行要按照信贷原则扩大授信额度。要重点支持大型黄金集团的发展和实施“走出去”战略，支持大型企业集团发行企业债券、公司债券、中期票据和短期融资券，拓宽企业融资渠道，降低企业融资成本 |
| 2012/11/19 | 工业和信息化部《关于促进黄金行业持续健康发展的指导意见》 | “十二五”期间，黄金工业结构调整和产业转型升级取得明显进展，工业增加值年均增长 12% 以上，产业发展规模和质量进一步提高；提高行业准入规模；通过加大兼并重组力度，企业数量减少到 600 家左右，形成 1 个 50 吨级、2 个 40 吨级、1 个 30 吨级、1 个 20 吨级、2 个 10 吨级的黄金企业集团公司；到 2015 年，十大黄金集团公司产量达到 260 吨，比 2010 年增加 100 吨，大中型黄金企业的黄金产量占全国的 70% 以上 |
| 2013/2/22 | 国土资源部《关于金矿资源合理开发利用“三 | 明确了黄金开采回采率、选矿回收率、综合利用率的指标要求，现有生产矿山在指标要求发布之日起两年内必须达到指标规定要求。达不到指标要求 |

率”指标要求（试行）的公告》

的，省级国土资源主管部门应组织督促其限期整改，整改后仍未达标的矿山企业，不予通过矿产资源开发利用年度检查

| | | |
|-----------|------------------------------------|---|
| 2015/4/1 | 中国人民银行、国家海关总署联合、发布《黄金级黄金制品净出口管理办法》 | 除银行等金融机构外，生产企业等也可以申请黄金进出口资格 |
| 2016/2/3 | 国务院《国务院关于取消 13 项国务院部门行政许可事项的约定》 | 明确取消了开采黄金矿产资质认定 |
| 2016/5/9 | 财政部、国家税务总局发布《关于全面推进资源税改革的通知》 | 将矿产资源补偿费等收费基金适当并入资源税，在煤炭、原油、天然气、稀土、钨、钼等已实施从价计征改革基础上，对其他 21 种矿产资源全面实施改革，自 2016 年 7 月 1 日起实施，其中，金矿资源征税对象为金锭，税率幅度 1%~4% |
| 2017/1/11 | 工业和信息化部《关于推进黄金行业转型升级的指导意见》 | “十三五”期间，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业。黄金产量年均增长 3% 左右，到 2020 年末，黄金产量达到 500 吨（力争达到 550 吨），新增黄金产能 125 吨，淘汰落后产能 40 吨，黄金年生产能力达到 600 吨（含进口料生产能力 100 吨）。黄金开采企业数量从 600 多家减少到 450 家左右。扣除黄金生产消耗 4,000 吨，全国新增黄金查明资源储量 3,000 吨，到 2020 年查明黄金资源储量为 13,000~14,000 吨 |
| 2017/2/7 | 中国黄金协会《黄金行业“十三五”发展规划》 | “十三五”期间，黄金行业结构调整和产业转型升级取得明显进展，传统矿山采选业向中高端迈进，产业布局得到进一步优化，生产逐步向大基地、大集团集中，绿色矿山、数字化矿山建设取得新进展，矿区生态环境得到大幅改善，企业“走出去”取得明显成效 |

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

经过三十多年的开采，现有黄金矿山的浅表层资源日益枯竭，矿山开采的难度普遍加大，企业的开采成本将会进一步提高。2015 年 3 月 4 日，中国

人民银行及海关总署发布了《黄金及黄金制品进出口管理办法》，办法规定除银行等金融机构外，符合一定要求的黄金生产企业也可申请黄金进出口资格，将有助于降低国内企业的用金成本。

此外，2017年2月中国黄金协会发布《黄金行业“十三五”发展规划》。根据规划，“黄金开采企业数量从十二五末期的600多家减少到450家左右，形成2个80吨级、1个50吨级、1个40吨级的黄金企业集团，实现4家黄金企业进入全球黄金矿业公司20强，其中，2~3家跨入全球10强。”

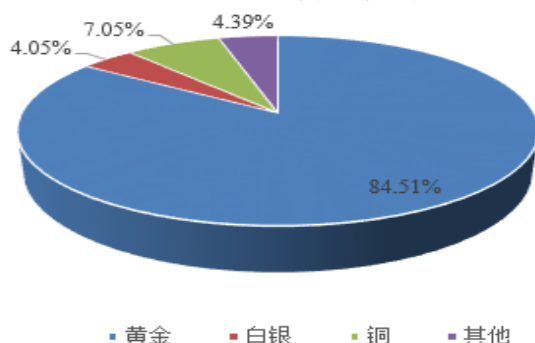
鉴于黄金对国民经济发展具有重要意义，中国对黄金实行了保护性开采的政策。近年国家陆续出台多项政策，在税金征收、地质勘查等方面给予黄金企业政策支持，对促进中国黄金行业产业集中度的提升和黄金企业的发展起到良好的助推作用。

业务运营

公司主要从事黄金的勘探、开采、选矿、冶炼和销售业务，主要产品是黄金，副产品有白银和铜产品。得益于公司丰富的资源储量、技改项目陆续完工，公司生产规模的不断扩大，黄金产量稳定增加，收入规模呈稳定增长趋势，2016年公司实现营业收入68.96亿元，同比增长14.21%。

从收入构成来看，黄金是公司的主营产品，同时也是公司营业收入的主要来源。2016年公司黄金销售收入58.28亿元，同比增长11.22%，占营业收入的比重为84.51%。除黄金销售外，公司白银和铜的销售收入对公司营业收入亦形成一定补充。2016年公司白银和铜合计销售收入为7.65亿元，占营业收入的比重为11.09%。

图3：公司2016年营业收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司系国内大型黄金生产企业之一，目前黄金资源储量丰富，业务持续稳定发展基础良好

公司系国内大型黄金生产企业之一，黄金资源储量丰富，主要通过提高现有矿山探矿能力和对外矿山收购两种方式增加黄金资源储量。截至2016年底，公司拥有探矿权44个，探矿权面积681.48平方公里；拥有采矿权40个，采矿权面积162.11平方公里，具备明显的资源优势。按照澳大利亚联合矿石储量委员会（JORC）的标准，截至2016年底，公司黄金矿产资源量1,235.52吨，同比增加0.61%，黄金可采储量548.82吨，同比增加0.86%。

表3：2014-2016年公司黄金资源量变动情况

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------|----------|----------|----------|
| 探矿权（个） | 43 | 41 | 44 |
| 探矿权面积（平方公里） | 1,072.55 | 745.60 | 681.48 |
| 采矿权（个） | 38 | 36 | 40 |
| 采矿权面积（平方公里） | 139.98 | 137.33 | 162.11 |
| 黄金矿产资源量（吨） | 811.12 | 1,228.01 | 1,235.52 |
| 黄金可采储量（吨） | 372.48 | 544.13 | 548.82 |

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都为JORC口径
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

地质探矿方面，2016年公司共完成地质探矿投资1.39亿元，完成坑探工程3.91千米，钻探工程18.95千米，新增金金属量61.45吨。

表4：截至2016年末公司主要矿山情况

| 矿山 | 招远埠内 | | | |
|--------|---------|--------|---------|-----------|
| | 权益比例（%） | 资源量（吨） | 可采储量（吨） | 平均品位（克/吨） |
| 夏甸金矿 | 100 | 123.10 | 77.48 | 2.62 |
| 河东金矿 | 100 | 18.70 | 7.02 | 3.99 |
| 大尹格庄金矿 | 100 | 238.35 | 138.68 | 2.43 |
| 金翅岭金矿 | 100 | 6.63 | 1.96 | 5.62 |
| 金亭岭矿业 | 100 | 27.62 | 6.57 | 3.28 |
| 蚕庄金矿 | 100 | 32.30 | 8.28 | 2.92 |
| 大秦家金矿 | 90 | 2.00 | 1.12 | 3.78 |
| 纪山金矿 | 95 | 1.25 | 0.66 | 3.51 |
| 瑞海矿业 | 53 | 508.74 | 212.21 | 4.42 |
| 招金正元 | 80 | 3.18 | 0.34 | 5.24 |
| 矿山 | 招远埠外 | | | |
| | 权益比例（%） | 资源量（吨） | 可采储量（吨） | 平均品位（克/吨） |
| 招金北疆 | 100 | 17.55 | 7.26 | 4.04 |
| 岷县天昊 | 74 | 13.61 | 9.48 | 2.12 |

| | | | | |
|-------|-----|-------|-------|------|
| 招金混合 | 100 | 1.35 | 0.62 | 4.47 |
| 富蕴招金 | 100 | 7.75 | 0.43 | 2.62 |
| 丰宁金龙 | 52 | 15.17 | 5.50 | 3.19 |
| 早子沟金矿 | 52 | 53.49 | 25.02 | 4.11 |
| 鑫合矿业 | 100 | 0.54 | 0.07 | 2.84 |
| 两当招金 | 70 | 20.71 | 2.59 | 2.31 |
| 招金白云 | 55 | 48.79 | 2.99 | 2.84 |
| 青河矿业 | 95 | 27.15 | 18.36 | 4.71 |
| 龙鑫矿业 | 100 | 12.29 | 5.79 | 4.80 |
| 和政鑫源 | 95 | 5.21 | 1.18 | 5.33 |
| 鑫瑞矿业 | 51 | 20.80 | 6.62 | 2.28 |
| 梨园金矿 | 51 | 8.74 | 5.25 | 4.62 |
| 肃北金鹰 | 51 | 11.07 | 0.91 | 4.56 |
| 圆通矿业 | 70 | 7.22 | 2.45 | 7.43 |
| 三峰山金矿 | 50 | 2.18 | - | - |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司黄金资源储量丰富，为业务持续发展奠定了良好的基础。同时，随着对现有矿区的深入勘探和对外资源收购，预计公司未来黄金资源储备将稳步提升。但中诚信证评同时关注到，近年来，国内黄金企业纷纷加大了对黄金资源的收购，资源竞争日益激烈，而黄金价格波动亦对资源储备造成一定冲击，给公司资源整合带来一定的压力。

2016 年公司黄金产量稳定增长，矿产金自给率保持较高，同时黄金产品价格上升，带动公司获利能力持续攀升

矿石选冶方面，2016 年公司实施建设项目 30 项，完成投资 8.16 亿元，完成井巷工程量 120.27 万立方米，建筑面积 12.62 万平方米；截至 2016 年末，公司矿山采矿能力达到 2.34 万吨/日，选矿能力达到 2.91 万吨/日。

产量方面，2016 年公司实现黄金总产量 36.09 吨，同比增长 6.27%，白银产量和铜产量分别为 35.16 吨和 11,742.4 吨，分别同比下降 9.82% 和 24.89%。黄金总产量中，矿产金为 20.38 吨，基本与上年持平，矿产金自给率（矿产金/黄金总产量）达 56.47%，自给率很高。

表 5：公司 2014~2016 年主要产品总产量情况

| 单位：吨 | | | |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 矿产金 | 20.10 | 20.27 | 20.38 |
| 其中：自产金 | 16.84 | 18.14 | 18.67 |
| 外购金及副产金 | 3.26 | 2.14 | 1.71 |
| 加工金 | 12.81 | 13.68 | 15.71 |
| 黄金产量合计 | 32.91 | 33.96 | 36.09 |
| 白银产量 | 81.34 | 38.99 | 35.16 |
| 铜产量 | 18,245.98 | 15,633.70 | 11,742.40 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产成本方面，公司埠外矿山品位相对较低，开采难度相对较大，随着埠外矿山的增多，原材料价格上涨及用工成本有所上升，2016 年公司克金综合成本为 138.35 元，同比增长 2.54%，但仍处于较低水平，具有较强的成本优势。

表 6：2014~2016 年公司克金综合成本及增长率

| 单位：元、% | | | |
|--------|--------|--------|--------|
| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 克金综合成本 | 133.40 | 134.92 | 138.35 |
| 同比增减 | 1.21 | 1.14 | 2.54 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2016 年黄金价格呈现先跌后涨的格局，公司黄金平均售价 239.68 元/克，同比增长 9.15%。

表 7：公司 2014~2016 年黄金销售均价及增长率

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 平均售价（克/元） | 251.17 | 239.68 | 261.61 |
| 同比增长（%） | -6.31 | -4.57 | 9.15 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司黄金总产量稳定增长，矿产金自给率维持较高水平，同时得益于黄金价格的回暖，公司获利能力保持较强。

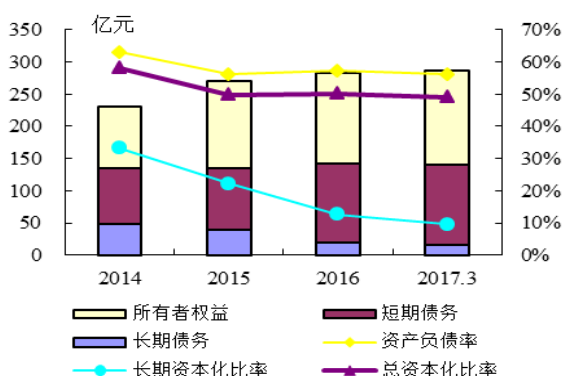
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2015~2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报表，其中 2014 年财务数据为重述数。公司财务报表均按照新会计准则编制。中诚信证评在相关指标计算时将计入“其他流动负债”的有息债券调整至“短期债务”。

资本结构

随着业务的发展，基建技改工程的推进和对外扩张力度的加大，2016年公司固定资产增长较快，推动资产规模进一步扩大。截至2016年12月31日，公司总资产为328.61亿元，同比增长6.27%；所有者权益140.66亿元，同比增长3.53%。截至2017年3月末，公司总资产为331.95亿元，所有者权益145.39亿元。

图4：2014~2017.Q1公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，截至2016年末公司非流动资产252.51亿元，占总资产的比重为76.84%。公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程构成，截至2016年末上述三项分别为104.46亿元、85.34亿元和25.37亿元，占非流动资产的比重分别为41.37%、33.80%和7.72%，其中固定资产主要包括房屋及建筑物、机器设备及运输工具，公司矿山产能建设、技术改造投入以及在建工程的转固，使得公司固定资产逐年增加；无形资产主要系矿权及土地使用权，随着公司黄金资源储备的增加，无形资产稳定增长；在建工程主要系在建房屋建筑物及机器设备，公司自2014年开始对下属老选矿厂进行技改，随着技改项目及新建项目陆续投产使用，公司在建工程规模逐年下降。截至2017年3月末，公司非流动资产259.16亿元，占总资产的比重为78.07%，其中固定资产、无形资产和在建工程分别为104.82亿元、90.57亿元和25.84亿元，占非流动资产的比重分别为40.45%、34.95%和9.97%。

负债方面，随着公司业务规模和技改项目的实施，公司负债逐年攀升，2016年公司总负债分别为187.95亿元，同比增长8.20%，主要由有息债务、

其他应付款及其他流动负债构成，截至2016年末其他应付款为15.19亿元，主要为往来借款以及公司基建技改工程质量保证金等；其他流动负债主要为公司子公司存放于下属财务公司的存款。截至2017年3月末，公司总负债186.56亿元。

表8：2016年黄金行业公司资本结构比较

单位：亿元、%

| 公司 | 总资产 | 总负债 | 资产负债率 |
|------|--------|--------|-------|
| 山东黄金 | 283.57 | 120.12 | 42.36 |
| 招金矿业 | 328.61 | 187.95 | 57.20 |
| 中金黄金 | 387.66 | 234.83 | 60.58 |
| 紫金矿业 | 892.18 | 581.01 | 65.12 |

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

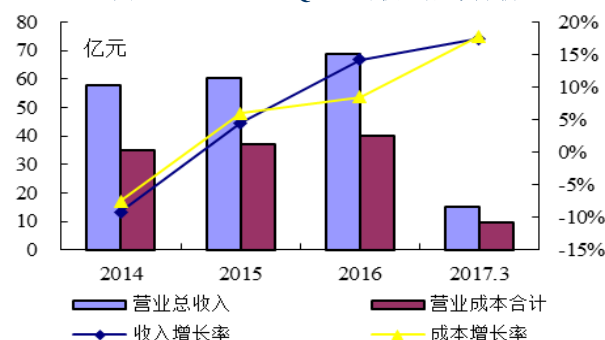
从债务规模及期限结构看，2016年公司总债务141.81亿元，较上年增长5.04%，长短期债务比为5.98，2016年以来，受短期银行贷款大幅增长影响，长短期债务比明显上升，截至2017年3月末，公司长短期债务比为8.13。

总体而言，公司资产规模保持增长，自有资本实力增强，资本结构相对稳健，但其短期债务规模较大，面临着较大的短期偿债压力。未来随着公司矿山资源收购的推进，以及探矿工程、基建技改工程及安全环保建设的深入，其资本支出规模仍较大，债务规模或将继续增加。

盈利能力

2016年，得益于黄金产量的提升以及金价整体回暖，公司实现营业总收入68.96亿元，同比增长14.21%。从毛利率来看，公司毛利率水平与金价呈现较高正相关性，得益于毛利空间较高的自产金占比提升，公司毛利率维持在较高的水平，2016年公司营业毛利率为41.83%。2017年1~3月，公司营业收入为15.21亿元，营业毛利率为38.02%。

图5：2014~2017.Q1公司收入成本分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司因预付瑞海矿业股权转让款、财务公司放款及委贷收到利息收入合计 1.38 亿元，2016 年财务费用下降 35.67% 至 3.30 亿元，带动期间费用明显下降，当年公司期间费用合计为 13.91 亿元，同比下降 10.55%，占营业收入的比重为 20.18%，较上年下降 5.58 个百分点。

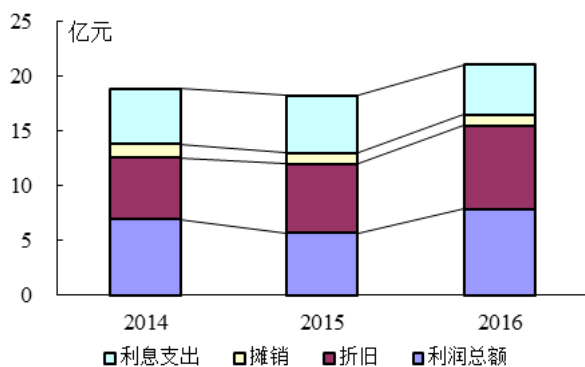
从利润总额看，公司利润总额为 7.90 亿元，同比增长 39.08%，其中经营性业务利润为 12.97 亿元同比增长 82.71%；受公司对下属采矿权和矿山企业的固定资产计提减值损失的影响，当年资产减值损失为 2.72 亿元；同时，公司商品期货合约提前平仓等因素导致当期投资损失为 1.69 亿元。2017 年 1~3 月，公司利润总额为 2.08 亿元，经营性业务利润为 1.48 亿元。

总体来看，凭借较高的矿产金自给率，公司初始获利能力仍很强，2016 年黄金价格整体上涨，带动公司利润水平有所上升。考虑到黄金价格的波动是影响黄金生产企业盈利稳定性的关键因素，因此中诚信证评将持续关注黄金价格波动对公司盈利水平的影响。

偿债能力

从获现能力来看，公司 EBITDA 主要由折旧、利润总额和利息支出组成。2016 年公司利息支出同比增长 11.85% 至 4.61 亿元，折旧同比增加 20.38% 至 7.61 亿元，利润总额增长 39.08% 至 12.97 亿元，公司 EBITDA 为 21.11 亿元，同比增长 15.55%。

图 6：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

现金流方面，2016 年公司经营活动净现金流增长 18.97%，为 18.63 亿元。投资性现金流方面，由于公司 2015 年对外收购矿山资源支出较大，当年

公司投资活动现金流净流出规模较大，2016 年公司投资活动现金流净流出 24.55 亿元，同比下降 7.70%。筹资性现金流方面，由于 2016 年公司 09 招金债、13 招金 PPN001 及银行借款集中到期偿还，当年筹资性净现金流为 -0.09 亿元。

从偿债指标看，2016 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出形成一定保障。公司的 EBITDA 利息保障倍数和经营活动净现金/利息支出分别为 3.52 倍和 2.52 倍。

表 9：公司 2014~2016 年偿债能力分析

| 财务指标 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 短期债务 (亿元) | 86.17 | 96.26 | 121.49 |
| 总债务 (亿元) | 134.46 | 135.00 | 141.81 |
| EBITDA (亿元) | 18.91 | 18.27 | 21.11 |
| 经营净现金流 (亿元) | 10.85 | 15.66 | 18.63 |
| 总债务/EBITDA (X) | 7.11 | 7.39 | 6.72 |
| EBITDA 利息保障倍数 (X) | 3.01 | 2.81 | 3.52 |
| 经营活动净现金/利息支出 (X) | 1.73 | 2.41 | 2.52 |

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年 3 月 31 日，公司无对外担保及其他或有负债。未决诉讼方面，截至 2017 年 3 月末，公司无重大法律诉讼、仲裁或行政处罚事项。

银行授信方面，截至 2017 年 3 月 31 日，公司共获得 243.10 亿元的银行授信额度，其中，尚未使用授信余额 138.38 亿元，备用流动性充足。

总体来看，公司具有很强的盈利能力和获现能力，加之备用流动性充裕，整体偿债能力极强。未来随着黄金产量的不断扩大，公司整体偿债能力将进一步得到巩固。但中诚信证评也将持续关注黄金价格波动对公司盈利能力，以及对外收购及基建技改等工程的资本支出压力对公司运营产生的影响。

担保实力

本次债券由山东招金集团有限公司（以下简称“招金集团”或“集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

招金集团成立于 1974 年，为招远市市属国有独资企业。作为中国黄金行业规模最大的企业集团之一，目前招金集团是一家集聚“黄金矿业、非金矿业、黄金交易及深加工、高新技术产业、房地

产业和金融业”六大产业的大型综合性集团公司。集团在黄金产业上拥有采选、冶炼、精炼、金银首饰等完整的产业链。集团黄金业务产品主要包括成品金（矿产金）、金精矿、金精加工产品（精炼金）和金银饰品等。其中，采选业务的运营主体为招金矿业，该部分业务 2016 年保持稳定增长。集团黄金冶炼、精炼业务主要集中在下属招金矿业的金翅岭金矿（粗炼）、山东招金集团招远黄金冶炼有限公司、山东国大黄金股份有限公司（以下简称“国大公司”）、山东招金金银精炼有限公司（以下简称“精炼公司”）。2016 年集团冶炼金及精炼金合计产量为 196.47 吨，同比增长 14.61%，其中冶炼板块的产能利用率为 91.29%，精炼板块的产能利用率为 115.57%，保持较高水平。

表 10：2014~2016 年集团黄金冶炼产品产量情况

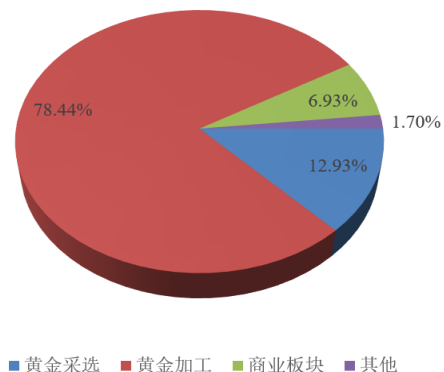
| 单位：吨 | | | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 冶炼金 | 43.25 | 47.28 | 50.85 |
| 精炼金 | 102.33 | 124.14 | 145.62 |
| 其中：加工金 | 46.01 | 28.83 | - |
| 合计 | 145.58 | 171.42 | 196.47 |

注：冶炼金主要为粗炼金产品；精炼金主要是公司外购粗金及合质金等，精炼后产生后的标准金；加工金业务公司仅从中收取加工费。

资料来源：集团提供，中诚信证评整理

从 2016 年收入情况看，黄金板块实现营业收入 403.55 亿元，占营业总收入的比重为 91.27%，其中黄金采选业务实现收入 57.10 亿元，占营业总收入的比重为 12.93%，黄金加工业务实现收入 346.46 亿元，占营业总收入的比重为 78.44%；此外商业板块实现营业收入 30.59 亿元，占营业总收入的比重为 6.93%，招金集团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，受商品价格波动及贸易行情影响，集团该业务板块收入有所波动。

图 7：2016 年集团营业总收入构成情况



资料来源：集团定期报告，中诚信证评整理

从财务表现来看，资本结构方面，随着对外扩张力度的加大以及基建技改工程的推进，集团固定资产逐年扩大，受此影响集团总资产规模保持增长态势。截至 2016 年 12 月 31 日，集团总资产为 485.24 亿元，同比增长 10.73%。同时，由于有息债务和其他应付款的增加，其负债总额达到 324.28 亿元，同比增长 15.95%。截至 2017 年 3 月末，集团总资产 475.50 亿元，总负债 317.18 亿元，所有者权益 158.32 亿元。

财务杠杆比率方面，截至 2016 年 12 月 31 日，集团资产负债率和总资本化比率分别为 66.83% 和 59.79%，同比均分别增长 3.01 和 3.39 个百分点。截至 2017 年 3 月末，集团资产负债率和总资本化比率分别为 66.70% 和 59.31%。债务结构方面，2016 年随着 09 招金债及 13 招金 PPN001 先后到期兑付，以及 12 招金券和 11.70 亿元长期借款计入一年内到期的非流动负债，集团长期债务下降 69.51% 至 23.21 亿元，长短期债务比为 9.31，债务结构主要以短期债务为主，债务期限结构有待优化。截至 2017 年 3 月末，集团短期债务及长期债务分别为 209.13 亿元和 21.68 亿元，长短期债务比 9.65。

盈利方面，受金价波动的影响，集团毛利率水平有所波动，2016 年营业毛利率为 8.31%，同比增长 0.67 个百分点。期间费用方面，2016 年集团期间费用为 22.04 亿元，同比下降 7.82%；三费收入占比为 4.99%，同比下降 1.01 个百分点。其中由于对外收购战略的实行，下属企业数量增加，使得其员工工资、劳动保险费、行政规费等支出规模较大，集团管理费用处于较高水平，2016 年占期间费用的比重为 62.42%；同年集团收到利息收入 3 亿元，财

务费用为 5.66 亿元，同比下降 30.04%。2017 年 1~3 月，三费合计及三费收入占比分别为 5.80 亿元和 6.52%。从利润总额来看，在营业毛利率增长及财务费用减少等因素的带动下，2016 年集团利润总额为 7.84 亿元，同比增长 31.12%。2017 年 1~3 月，集团实现营业总收入 88.88 亿元，利润总额 1.38 亿元，净利润 0.80 亿元；同期三费合计及三费收入占比分别为 5.80 亿元和 6.52%。

从偿债指标看，2016 年集团利润总额、利息支出及折旧均有所增加，招金集团 EBITDA 较上年略有增长，2016 年集团 EBITDA 为 26.62 亿元，同期经营活动净现金流为 22.56 亿元，同比增长 166.67%。2016 年集团 EBITDA 利息保障倍数和经营活动净现金流/利息支出分别为 2.72 倍和 2.31 倍，EBITDA 和经营活动净现金流能够对利息支出形成一定保障。

表 11：2014~2017.Q1 集团主要偿债能力指标

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|------------------|--------|--------|--------|---------|
| 总债务（亿元） | 199.70 | 205.04 | 239.29 | 230.81 |
| 经营净现金流（亿元） | 9.40 | 8.46 | 22.56 | 0.33 |
| 总债务/EBITDA（X） | 8.75 | 8.40 | 8.99 | - |
| 经营净现金流/总债务（X） | 0.05 | 0.04 | 0.09 | 0.01* |
| EBITDA 利息保障系数（X） | 2.76 | 2.71 | 2.72 | - |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 1.14 | 0.94 | 2.31 | 0.17 |

注：带“*”指标经过年化处理

资料来源：招金集团提供，中诚信证评整理

银行授信方面，2017 年 3 月末，集团获得多家银行的授信总额共计人民币 497.41 亿元，其中已使用授信额度为人民币 202.37 亿元，尚未使用授信额度为人民币 295.04 亿元，具有充足的融资空间。

或有负债方面，截至 2017 年 3 月末，集团对外担保余额为 20.06 亿元，占公司净资产比例为 12.67%，被担保对象为招远市国有资产经营有限公司和山东金宝电子股份有限公司，目前两家公司运营情况正常，中诚信证评将对集团的或有负债风险保持关注。

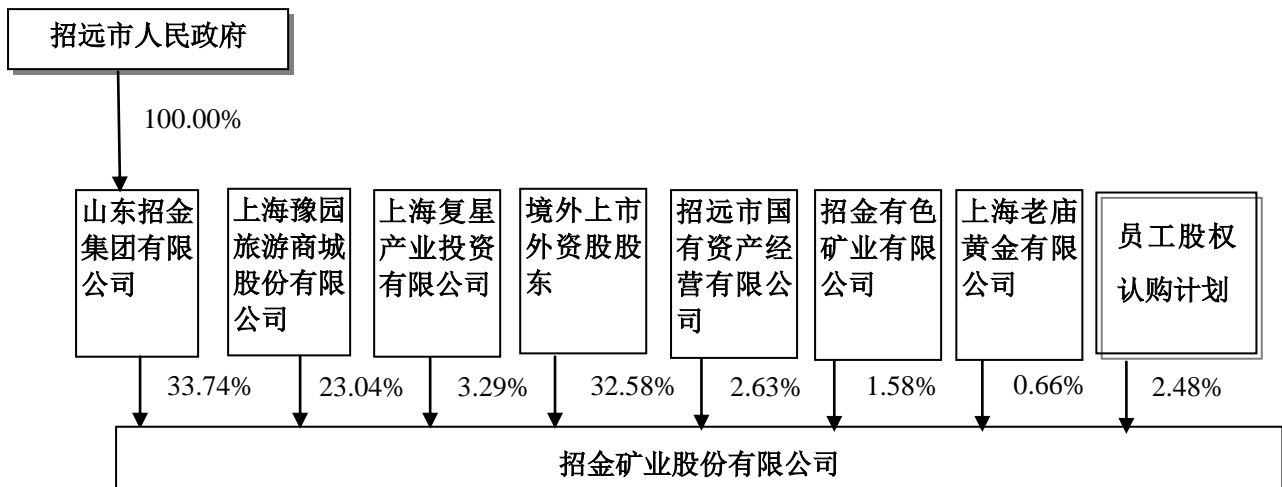
总体来看，虽然 2016 年招金集团面临一定的短期偿债压力，但作为中国大型黄金生产企业集团之一，招金集团资源储量丰富，业务运营正常，规

模优势明显，综合实力极强，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够为本次债券本息偿还提供有力保障。

结论

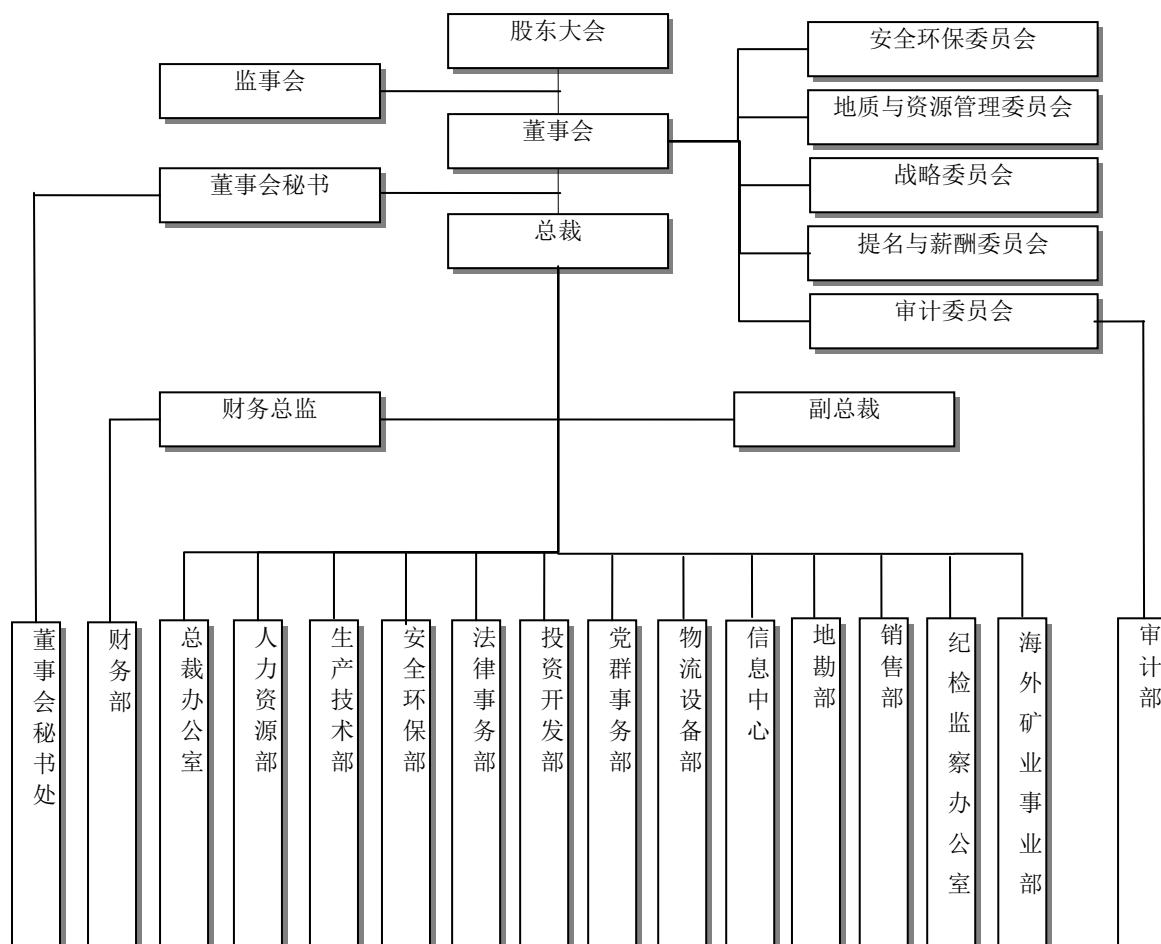
综上，中诚信证评维持招金矿业主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“2014 年招金矿业股份有限公司公司债券”的信用等级为 **AAA**。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：招金矿业股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：招金矿业股份有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元） | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 168,174.22 | 216,677.55 | 175,830.23 | 176,224.01 |
| 应收账款净额 | 5,702.66 | 5,110.56 | 27,016.71 | 29,273.37 |
| 存货净额 | 317,228.08 | 343,918.31 | 363,059.88 | 337,114.32 |
| 流动资产 | 590,209.61 | 653,282.67 | 761,037.81 | 727,835.71 |
| 长期投资 | 44,959.13 | 42,251.66 | 43,561.29 | 43,361.29 |
| 固定资产合计 | 804,638.79 | 986,745.50 | 1,298,258.18 | 1,306,996.28 |
| 总资产 | 2,622,416.86 | 3,095,193.49 | 3,286,126.79 | 3,319,485.35 |
| 短期债务 | 861,713.82 | 962,609.56 | 1,214,867.52 | 1,251,441.40 |
| 长期债务 | 482,883.68 | 387,346.67 | 203,280.68 | 154,023.25 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 1,344,597.50 | 1,349,956.23 | 1,418,148.19 | 1,405,464.66 |
| 总负债 | 1,654,297.43 | 1,737,094.85 | 1,879,547.57 | 1,865,561.70 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 968,119.43 | 1,358,098.64 | 1,406,579.22 | 1,453,923.65 |
| 营业总收入 | 577,867.18 | 603,768.08 | 689,639.85 | 152,058.98 |
| 三费前利润 | 219,514.78 | 226,148.12 | 268,818.13 | 54,676.85 |
| 投资收益 | -6,823.61 | 16,852.63 | -16,871.89 | 2,903.29 |
| 净利润 | 51,280.15 | 40,822.55 | 42,422.18 | 15,291.49 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 189,076.14 | 182,687.45 | 211,096.94 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 108,526.71 | 156,550.48 | 186,334.71 | 49,022.21 |
| 投资活动产生现金净流量 | -228,124.12 | -264,419.04 | -253,938.58 | -21,718.76 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 141,494.76 | 184,214.48 | -979.24 | -26,909.66 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 21,909.13 | 77,828.72 | -66,930.33 | 393.78 |
| 财务指标 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 39.61 | 38.73 | 41.83 | 38.02 |
| 所有者权益收益率（%） | 5.30 | 3.01 | 3.02 | 4.21* |
| EBITDA/营业总收入（%） | 32.72 | 30.26 | 30.61 | - |
| 速动比率（X） | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.24 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.08 | 0.12 | 0.13 | 0.14* |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.13 | 0.16 | 0.15 | 0.16* |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 1.73 | 2.41 | 2.52 | 3.37 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.01 | 2.81 | 3.52 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 7.11 | 7.39 | 6.72 | - |
| 资产负债率（%） | 63.08 | 56.12 | 57.20 | 56.20 |
| 总资本化比率（%） | 58.14 | 49.85 | 50.20 | 49.15 |
| 长期资本化比率（%） | 33.28 | 22.19 | 12.63 | 9.58 |

注：1、2014年财务数据为重述数；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

3、带*指标已经年化处理。

附四：山东招金集团有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元） | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 368,437.73 | 336,940.24 | 324,630.96 | 346,557.07 |
| 应收账款净额 | 29,235.02 | 25,889.21 | 64,745.40 | 34,212.45 |
| 存货净额 | 682,798.78 | 754,066.85 | 843,691.70 | 734,797.76 |
| 流动资产 | 1,348,940.14 | 1,545,226.68 | 1,841,707.58 | 1,749,981.50 |
| 长期投资 | 104,035.69 | 108,328.97 | 148,238.90 | 138,961.36 |
| 固定资产合计 | 959,586.07 | 1,134,898.69 | 1,524,674.28 | 1,483,516.00 |
| 总资产 | 3,681,378.40 | 4,382,246.56 | 4,852,381.91 | 4,754,997.34 |
| 短期债务 | 1,514,016.59 | 1,657,065.45 | 2,160,867.92 | 2,091,278.36 |
| 长期债务 | 482,961.73 | 393,346.67 | 232,053.15 | 216,810.39 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 1,996,978.32 | 2,050,412.12 | 2,392,921.07 | 2,308,088.75 |
| 总负债 | 2,517,297.54 | 2,796,695.44 | 3,242,777.29 | 3,171,779.28 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 1,164,080.85 | 1,585,551.12 | 1,609,604.62 | 1,583,218.05 |
| 营业总收入 | 3,667,769.62 | 3,984,522.45 | 4,416,602.90 | 888,768.20 |
| 三费前利润 | 305,508.16 | 292,138.98 | 340,920.35 | 67,439.93 |
| 投资收益 | 17,228.26 | 26,463.80 | -19,948.39 | -657.78 |
| 净利润 | 37,951.40 | 32,877.99 | 37,364.98 | 8,024.25 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 228,116.01 | 244,126.69 | 266,159.30 | 33,113.73 |
| 经营活动产生现金净流量 | 93,982.82 | 84,646.31 | 225,621.91 | 3,266.75 |
| 投资活动产生现金净流量 | -254,352.92 | -327,825.78 | -395,703.07 | -39,308.42 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 181,690.19 | 240,084.41 | 111,742.09 | 57,967.78 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 19,562.52 | -2,489.81 | -58,639.25 | 21,926.11 |
| 财务指标 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 8.78 | 7.64 | 8.31 | 8.06 |
| 所有者权益收益率（%） | 3.26 | 2.07 | 2.32 | 1.52* |
| EBITDA/营业总收入（%） | 6.22 | 6.13 | 6.03 | - |
| 速动比率（X） | 0.34 | 0.34 | 0.34 | 0.36 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.05 | 0.04 | 0.09 | 0.01* |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.06 | 0.05 | 0.10 | 0.01* |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 1.14 | 0.94 | 2.31 | 0.17 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 2.76 | 2.71 | 2.72 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 8.75 | 8.40 | 8.99 | - |
| 资产负债率（%） | 68.38 | 63.82 | 66.83 | 66.70 |
| 总资本化比率（%） | 63.17 | 56.39 | 59.79 | 57.31 |
| 长期资本化比率（%） | 29.32 | 19.88 | 12.60 | 12.04 |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；
2、带*指标已经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券信用质量极高，信用风险极低 |
| AA | 债券信用质量很高，信用风险很低 |
| A | 债券信用质量较高，信用风险较低 |
| BBB | 债券具有中等信用质量，信用风险一般 |
| BB | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高 |
| B | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高 |
| CCC | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高 |
| CC | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高 |
| C | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------------|
| AAA | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 受评主体不能偿还债务 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

| | |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势 |
| 负面 | 表示评级有下降趋势 |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变 |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪315号

招金矿业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“招金矿业股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次债券信用等级**AAA**，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月十九日

招金矿业股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2017）

| | | | |
|--------|-----------------------------------|-----|---------|
| 发行主体 | 招金矿业股份有限公司 | | |
| 担保主体 | 山东招金集团有限公司 | | |
| 担保方式 | 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保 | | |
| 发行规模 | 人民币 12 亿元 | | |
| 债券期限 | 5 年 | | |
| 存续期 | 2012 年 11 月 16 日~2017 年 11 月 16 日 | | |
| 上次评级时间 | 2016 年 7 月 8 日 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 | AAA | 评级展望 稳定 |
| | 主体级别 | AAA | |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 | AAA | 评级展望 稳定 |
| | 主体级别 | AAA | |

概况数据

| 招金矿业 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 所有者权益(亿元) | 96.81 | 135.81 | 140.66 | 145.39 |
| 总资产(亿元) | 262.24 | 309.52 | 328.61 | 331.95 |
| 总债务(亿元) | 134.46 | 135.00 | 141.81 | 140.55 |
| 营业总收入(亿元) | 57.79 | 60.38 | 68.96 | 15.21 |
| 营业毛利率(%) | 39.61 | 38.73 | 41.83 | 38.02 |
| EBITDA(亿元) | 18.91 | 18.27 | 21.11 | - |
| 所有者权益收益率(%) | 5.30 | 3.01 | 3.02 | 4.21* |
| 资产负债率(%) | 63.08 | 56.12 | 57.20 | 56.20 |
| 总债务/EBITDA(X) | 7.11 | 7.39 | 6.72 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 3.01 | 2.81 | 3.52 | - |
| 招金集团 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
| 所有者权益(亿元) | 116.41 | 158.56 | 160.96 | 158.32 |
| 总资产(亿元) | 368.14 | 438.22 | 485.24 | 475.50 |
| 总债务(亿元) | 199.70 | 205.04 | 239.29 | 230.81 |
| 营业总收入(亿元) | 366.78 | 398.45 | 441.66 | 88.88 |
| 营业毛利率(%) | 8.78 | 7.64 | 8.31 | 8.06 |
| EBITDA(亿元) | 22.81 | 24.41 | 26.62 | - |
| 所有者权益收益率(%) | 3.26 | 2.07 | 2.32 | 1.52 |
| 资产负债率(%) | 68.38 | 63.82 | 66.83 | 66.70 |
| 总债务/EBITDA(X) | 8.75 | 8.40 | 8.99 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 2.76 | 2.71 | 2.72 | - |

注：1、招金矿业 2014 年财务数据为重述数；
2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
3、2017 年一季度报带“*”指标经过年化处理。

基本观点

2016 年，国际黄金价格有所回暖，招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”或“公司”）整体经营状况良好，营业收入规模保持增长态势，且毛利率保持较高水平。作为国内大型的黄金生产企业之一，公司黄金资源储量丰富，为公司长期的良性发展奠定较好基础，同时，受益于较高的矿产金自给率，公司显示出很强的盈利能力和综合竞争实力，加之备用流动性充足，财务弹性较好，公司整体偿债能力极强。但同时，我们也关注到黄金价格波动较大、面临一定的短期偿债压力等因素对公司业务发展的影响。

综上，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）维持招金矿业主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“招金矿业股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 AAA。本债项级别同时考虑了山东招金集团有限公司（以下简称“招金集团”）所提供全额不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 黄金储量丰富。公司主要通过提高现有矿山探矿能力和对外矿山收购两种方式增加黄金资源储量。截至 2016 年末公司黄金资源量为 1,235.52 吨，可采储量为 548.82 吨，整体资源储备丰富，为公司长期的良性发展奠定较好基础。
- 营业收入规模保持稳定增长。公司整体经营状况良好，黄金产量持续增加，加之 2016 年金价有所回暖，公司实现营业收入 68.98 亿元，同比增长 14.21%，收入规模持续增长。
- 营业毛利率保持较高水平。尽管国际金价呈明显波动态势，但得益于较高的矿产金自给率，公司营业毛利率保持较高水平。2016 年，公司营业毛利率为 41.83%，显示出很强的初始获利能力。

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

刘爽 shliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月19日

- 备用流动性充足。截至 2017 年 3 月 31 日，公司共获得 243.10 亿元的银行授信额度，其中，尚未使用授信余额 138.38 亿元，备用流动性充足。

关注

- 黄金价格波动较大。黄金作为硬通货和首饰品原料，价格受国际政治、经济等因素影响较大，而黄金生产企业应对价格冲击的手段较单一，因而金价的波动将对公司盈利的稳定性产生一定影响。
- 面临较大的短期偿债压力。2016 年末，公司短期债务为 121.49 亿元，长期债务 20.33 亿元，长短期债务比为 5.98。公司短期债务规模较大，面临着较大的短期偿债压力。
- 期货交易具有较高的市场风险和操作风险。公司对黄金产成品进行套期保值，期货的交易特点使该业务面临一定市场及操作风险，对公司套期保值业务的风险控制情况应保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2016 年以来，黄金投资需求的上涨使得全球黄金消费需求整体呈现上升趋势，且随着国际金价的走高，再生金产量有所上升，带动全年黄金总供给量增长

2016 年，受世界经济和政治因素不确定性增加影响，黄金投资需求增至 2012 年以来的最高水平，带动全球黄金需求整体上升，全年消费需求 4,308.7 吨，同比增加 2.20%。全球黄金需求主要来自四个方面：金饰制造、投资需求、工业需求以及官方部门购买。2016 年，金饰品需求占 47.38%，黄金投资需求占 36.23%，工业用金占 7.48%，央行储备黄金需求占 8.90%。

金饰制造需求方面，受国际金价上涨、中国及印度经济增速放缓等因素影响，2016 年全球金饰需求为 2,041.6 吨，同比减少 14.53%。其中，中国的黄金饰品消费需求为 629.0 吨，同比减少 16.51%；印度的黄金饰品消费需求为 514.0 吨，同比减少 22.39%。

投资需求方面，2016 年全球黄金投资需求总量 1,561.1 吨，同比上涨 69.92%，达到 2012 年以来最高水平。其中，金条和金币需求总量为 1,029.2 吨，同比小幅下滑；但受美联储加息预期减弱、欧洲和日本央行实行负利率政策、英国脱欧及特朗普在美国总统大选中意外胜出等事件影响，黄金 ETF 及类似产品的金融投资需求由 2015 年的-128.3 吨大幅增加至 531.9 吨，为全年黄金需求上升的主要支撑因素。

工业需求方面，2016 年全球工业用金需求 322.5 吨，同比下滑 2.86%，其中电子领域用金 254.5 吨，同比下滑 2.94%，牙科领域用金 18.0 吨，同比下滑 4.76%，其他行业用金 50.0 吨，同比下滑 1.77%。整体来看，2016 年以来全球经济形势震荡不定，导致金价走高，压缩了全球工业用金的部分需求。此外，经济发达国家工业用金比重较高，而中国目前每年工业用金很少，但随着中国工业化进程的不断推进，预计未来工业对黄金的需求将逐步提升。

央行储备方面，自 2010 年世界各国央行成为黄金净买方后，各国央行货币政策开始转向，此后

世界各国持续大量购买黄金。2016 年为央行连续净买入的第 7 年，但为应对财政经济危机，委内瑞拉及土耳其央行分别减持黄金 172.1 吨和 104.4 吨，受此影响，全球央行黄金储备净买入量为 383.6 吨，同比下滑 33.46%。

表 1：截至 2017 年 3 月底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 | 8,133.5 | 75.1 |
| 2 | 德国 | 3,377.9 | 69.4 |
| 3 | 国际货币基金组织 | 2,814.0 | - |
| 4 | 意大利 | 2,451.8 | 68.3 |
| 5 | 法国 | 2,435.9 | 64.2 |
| 6 | 中国 | 1,842.6 | 2.4 |
| 7 | 俄罗斯 | 1,680.1 | 16.9 |
| 8 | 瑞士 | 1,040.0 | 5.8 |
| 9 | 日本 | 765.2 | 2.5 |
| 10 | 荷兰 | 612.5 | 64.0 |

资料来源：世界黄金协会（World Gold Council）

中国是全球第一大实物黄金消费国，黄金需求主要集中在金饰消费领域和投资领域。2016 年以来，受经济增速放缓、整体消费市场疲软影响，我国黄金首饰消费需求同比大幅下滑，同时黄金避险属性使得投资需求迅速升温。根据中国黄金协会统计，2016 年全国黄金消费量为 975.38 吨，同比下降 6.74%。其中，首饰用金 611.17 吨，同比下降 18.91%；金条用金 257.64 吨，同比增长 28.19%；金币用金 31.19 吨，同比增长 36.80%；工业及其他用金 75.38 吨，同比增长 10.14%。

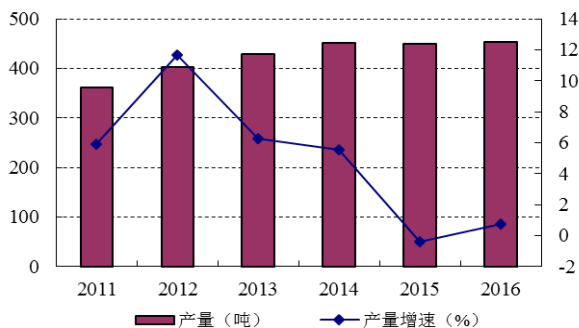
另外，作为我国黄金和基金市场的一项重要创新，我国黄金 ETF 于 2013 年推出，黄金 ETF 的推出不仅丰富了投资者的投资渠道，有利于增加我国广义黄金储备，更有利于提升中国在世界黄金定价中的影响力以及加快中国金融开放的步伐。此外，2016 年 4 月，上海黄金交易所发布了全球首个以人民币计价的黄金基准价格，首笔“上海金”基准价价格于 256.92 元/克。随着“上海金”的推出，我国有望在国际黄金市场上享有一定的定价权。

根据世界黄金协会统计的数据显示，2016 年全球黄金总供应量较 2015 年增长 4.76% 至 4,570.8 吨。矿产金方面，随着勘探预算和新开工矿山规模的减少，矿产金增速不断放缓。受此影响，2016 年全球

矿产金产量为 3,236.0 吨，同比仅增长 0.09%。但从长远来看，2016 年以来黄金价格的大幅回升将为新一轮资本支出上涨及勘探活动的重启提供支撑。再生金方面，随着国际金价的回升，2016 年全球再生金产量为 1,308.5 吨，同比增长 17.20%。

国内方面，中国黄金协会最新的统计数据显示，2016 年全国合计生产成品金 535.45 吨，同比增长 3.79%，其中矿产金及有色副产金产量达 453.49 吨，同比增长 0.76%，进口原料产金 81.96 吨，同比上升 24.51%，我国黄金产量已连续十年位居世界第一。近年来，我国黄金行业产业集中度在不断提升，形成了中国黄金集团公司（以下简称“中国黄金集团”）、紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）、山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金”）和山东招金集团有限公司等大型黄金生产企业。2016 年，上述黄金生产企业集团成品金产量和矿产金产量分别占全国总产量的 49.85% 和 40.05%。

图 1：2011~2016 年中国黄金产量及增速



资料来源：中国黄金协会，中诚信证评整理

整体看，2016 年以来受国际金价上涨及经济增速放缓等因素影响，中国及印度等主要黄金消费国家黄金饰品消费需求大幅下滑；但在投资避险因素的带动下，全球黄金投资需求大幅增长，带动全年黄金总需求仍呈增长态势。矿产金作为黄金供应的最主要来源，近年来在国际金价波动、勘探支出及新开工矿山规模下降等因素的影响下，产量增速出现下滑，但产量相对较为稳定；此外，2016 年以来随着金价的回升，再生金产量大幅上升，带动全年黄金总供给量同比有所增长。

2016 年受美联储加息节奏放缓、英国脱欧等政治事件带来的不确定性因素增加影响，黄金价格大幅回升，2017 年以来美联储加息预期得到加强，未来黄金价格走势存在一定的不确定性

从影响黄金价格的因素来看，传统的生产与消费因素影响很小，以投资和避险需求为代表的金融属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。

2016 年初，受美联储加息节奏放缓及英国脱欧预期增强等因素影响，国际金价开始触底反弹；下半年随着英国脱欧成功，风险逐渐释放，以及在美联储年底加息预期背景下，国际金价于 7 月初达到年内高点 1,367.40 美元/盎司后开始回落，但全年仍呈上升趋势。截至 2016 年底，COMEX 黄金当月连续期货合约收盘价格为 1,152 美元/盎司，同比上涨 8.63%，全年均价为 1,250.34 美元/盎司，同比上升 7.91%。2017 年 1~3 月，在美国退出 TPP 合作战略、欧洲大选及朝鲜发射导弹等诸多政治事件影响下，全球经济秩序的不确定性再次升温，带动黄金价格上涨。截至 2017 年 3 月底，COMEX 黄金当月连续期货合约收盘价格为 1,240.80 美元/盎司，较年初上涨了 7.02%，一季度均价为 1,220.42 美元/盎司，同比上升 2.97%。

图 2：2014.1~2017.4 COMEX 黄金期货价格趋势图



资料来源：Choice，中诚信证评整理

近年来国际经济形势及地缘政治的不确定性有所增加，黄金的投资及避险需求有所上升，2016 年黄金价格大幅回升；2017 年以来美联储加息预期得到加强，未来黄金价格走势存在一定的不确定性。不过，世界多数大型黄金矿业公司黄金价格成本线在 1,000~1,200 美元/盎司左右，黄金生产成本将对其市场价格形成一定支撑。

近年国家陆续出台税金征收、地质勘查等方面黄金保护性开采政策给予黄金企业支持，有助于黄金行业产业集中度的提升

根据中国黄金协会统计，目前中国黄金探明保有储量约 6,328 吨，排名世界第三位。黄金资源储量对矿业公司的运营尤其重要，在全球黄金需求增加和黄金价格高企的背景下，黄金生产企业纷纷加大了对上游资源的开发和并购力度，竞争日趋激烈，黄金资源的获取成本不断上升。黄金资源获取成本上升的原因主要有：一是采矿权竞争更加激烈，二是开采难度加大，三是黄金资源税提高，四是黄金开采风险加大。

从 2003 年 8 月 1 日开始，根据国土资源部颁布的《探矿权采矿权招标拍卖挂牌管理办法》，新增矿权需要实行招拍挂牌管理，改变了过去交易双方通过协议转让矿山资源的交易方式，黄金矿山资源的买卖更加透明化，竞争亦日趋激烈。

表 2：2010 年以来我国已出台的黄金行业相关政策

| 时间 | 政策名称 | 主要内容 |
|------------|-----------------------------------|--|
| 2010/07/22 | 人民银行、发改委等六部委联合出台《关于促进黄金市场发展的若干意见》 | 明确了黄金市场未来发展的总体思路和主要任务，对符合黄金行业规划和产业政策要求的大型企业，要求商业银行要按照信贷原则扩大授信额度。要重点支持大型黄金集团的发展和实施“走出去”战略，支持大型企业集团发行企业债券、公司债券、中期票据和短期融资券，拓宽企业融资渠道，降低企业融资成本 |
| 2012/11/19 | 工业和信息化部《关于促进黄金行业持续健康发展的指导意见》 | “十二五”期间，黄金工业结构调整和产业转型升级取得明显进展，工业增加值年均增长 12% 以上，产业发展规模和质量进一步提高；提高行业准入规模；通过加大兼并重组力度，企业数量减少到 600 家左右，形成 1 个 50 吨级、2 个 40 吨级、1 个 30 吨级、1 个 20 吨级、2 个 10 吨级的黄金企业集团公司；到 2015 年，十大黄金集团公司产量达到 260 吨，比 2010 年增加 100 吨，大中型黄金企业的黄金产量占全国的 70% 以上 |
| 2013/2/22 | 国土资源部《关于金矿资源合理开发利用“三 | 明确了黄金开采回采率、选矿回收率、综合利用率的指标要求，现有生产矿山在指标要求发布之日起两年内必须达到指标规定要求。达不到指标要求 |

率”指标要求（试行）的公告》

的，省级国土资源主管部门应组织督促其限期整改，整改后仍未达标的矿山企业，不予通过矿产资源开发利用年度检查

| | | |
|-----------|------------------------------------|---|
| 2015/4/1 | 中国人民银行、国家海关总署联合、发布《黄金级黄金制品净出口管理办法》 | 除银行等金融机构外，生产企业等也可以申请黄金进出口资格 |
| 2016/2/3 | 国务院《国务院 关于取消 13 项国务院部门行政许可事项的约定》 | 明确取消了开采黄金矿产资质认定 |
| 2016/5/9 | 财政部、国家税务总局发布《关于全面推进资源税改革的通知》 | 将矿产资源补偿费等收费基金适当并入资源税，在煤炭、原油、天然气、稀土、钨、钼等已实施从价计征改革基础上，对其他 21 种矿产资源全面实施改革，自 2016 年 7 月 1 日起实施，其中，金矿资源征税对象为金锭，税率幅度 1%~4% |
| 2017/1/11 | 工业和信息化部《关于推进黄金行业转型升级的指导意见》 | “十三五”期间，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业。黄金产量年均增长 3% 左右，到 2020 年末，黄金产量达到 500 吨（力争达到 550 吨），新增黄金产能 125 吨，淘汰落后产能 40 吨，黄金年生产能力达到 600 吨（含进口料生产能力 100 吨）。黄金开采企业数量从 600 多家减少到 450 家左右。扣除黄金生产消耗 4,000 吨，全国新增黄金查明资源储量 3,000 吨，到 2020 年查明黄金资源储量为 13,000~14,000 吨 |
| 2017/2/7 | 中国黄金协会《黄金行业“十三五”发展规划》 | “十三五”期间，黄金行业结构调整和产业转型升级取得明显进展，传统矿山采选业向中高端迈进，产业布局得到进一步优化，生产逐步向大基地、大集团集中，绿色矿山、数字化矿山建设取得新进展，矿区生态环境得到大幅改善，企业“走出去”取得明显成效 |

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

经过三十多年的开采，现有黄金矿山的浅表层资源日益枯竭，矿山开采的难度普遍加大，企业的开采成本将会进一步提高。2015 年 3 月 4 日，中国

人民银行及海关总署发布了《黄金及黄金制品进出口管理办法》，办法规定除银行等金融机构外，符合一定要求的黄金生产企业也可申请黄金进出口资格，将有助于降低国内企业的用金成本。

此外，2017年2月中国黄金协会发布《黄金行业“十三五”发展规划》。根据规划，“黄金开采企业数量从十二五末期的600多家减少到450家左右，形成2个80吨级、1个50吨级、1个40吨级的黄金企业集团，实现4家黄金企业进入全球黄金矿业公司20强，其中，2~3家跨入全球10强。”

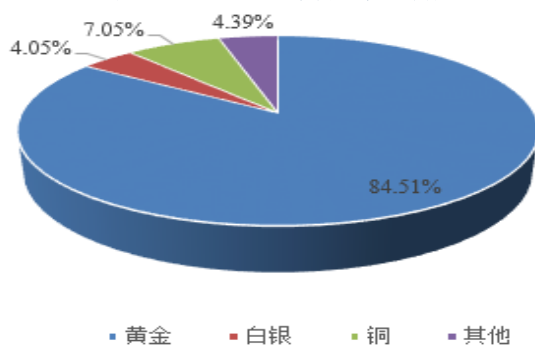
鉴于黄金对国民经济发展具有重要意义，中国对黄金实行了保护性开采的政策。近年国家陆续出台多项政策，在税金征收、地质勘查等方面给予黄金企业政策支持，对促进中国黄金行业产业集中度的提升和黄金企业的发展起到良好的助推作用。

业务运营

公司主要从事黄金的勘探、开采、选矿、冶炼和销售业务，主要产品是黄金，副产品有白银和铜产品。得益于公司丰富的资源储量、技改项目陆续完工，公司生产规模的不断扩大，黄金产量稳定增加，收入规模呈稳定增长趋势，2016年公司实现营业收入68.96亿元，同比增长14.21%。

从收入构成来看，黄金是公司的主营产品，同时也是公司营业收入的主要来源。2016年公司黄金销售收入58.28亿元，同比增长11.22%，占营业收入的比重为84.51%。除黄金销售外，公司白银和铜的销售收入对公司营业收入亦形成一定补充。2016年公司白银和铜合计销售收入为7.65亿元，占营业收入的比重为11.09%。

图3：公司2016年营业收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司系国内大型黄金生产企业之一，目前黄金资源储量丰富，业务持续稳定发展基础良好

公司系国内大型黄金生产企业之一，黄金资源储量丰富，主要通过提高现有矿山探矿能力和对外矿山收购两种方式增加黄金资源储量。截至2016年底，公司拥有探矿权44个，探矿权面积681.48平方公里；拥有采矿权40个，采矿权面积162.11平方公里，具备明显的资源优势。按照澳大利亚联合矿石储量委员会（JORC）的标准，截至2016年底，公司黄金矿产资源量1,235.52吨，同比增加0.61%，黄金可采储量548.82吨，同比增加0.86%。

表3：2014-2016年公司黄金资源量变动情况

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------|----------|----------|----------|
| 探矿权（个） | 43 | 41 | 44 |
| 探矿权面积（平方公里） | 1,072.55 | 745.60 | 681.48 |
| 采矿权（个） | 38 | 36 | 40 |
| 采矿权面积（平方公里） | 139.98 | 137.33 | 162.11 |
| 黄金矿产资源量（吨） | 811.12 | 1,228.01 | 1,235.52 |
| 黄金可采储量（吨） | 372.48 | 544.13 | 548.82 |

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都为JORC口径
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

地质探矿方面，2016年公司共完成地质探矿投资1.39亿元，完成坑探工程3.91千米，钻探工程18.95千米，新增金金属量61.45吨。

表4：截至2016年末公司主要矿山情况

| 矿山 | 招远埠内 | | | |
|--------|---------|--------|---------|-----------|
| | 权益比例（%） | 资源量（吨） | 可采储量（吨） | 平均品位（克/吨） |
| 夏甸金矿 | 100 | 123.10 | 77.48 | 2.62 |
| 河东金矿 | 100 | 18.70 | 7.02 | 3.99 |
| 大尹格庄金矿 | 100 | 238.35 | 138.68 | 2.43 |
| 金翅岭金矿 | 100 | 6.63 | 1.96 | 5.62 |
| 金亭岭矿业 | 100 | 27.62 | 6.57 | 3.28 |
| 蚕庄金矿 | 100 | 32.30 | 8.28 | 2.92 |
| 大秦家金矿 | 90 | 2.00 | 1.12 | 3.78 |
| 纪山金矿 | 95 | 1.25 | 0.66 | 3.51 |
| 瑞海矿业 | 53 | 508.74 | 212.21 | 4.42 |
| 招金正元 | 80 | 3.18 | 0.34 | 5.24 |
| 矿山 | 招远埠外 | | | |
| | 权益比例（%） | 资源量（吨） | 可采储量（吨） | 平均品位（克/吨） |
| 招金北疆 | 100 | 17.55 | 7.26 | 4.04 |
| 岷县天昊 | 74 | 13.61 | 9.48 | 2.12 |

| | | | | |
|-------|-----|-------|-------|------|
| 招金混合 | 100 | 1.35 | 0.62 | 4.47 |
| 富蕴招金 | 100 | 7.75 | 0.43 | 2.62 |
| 丰宁金龙 | 52 | 15.17 | 5.50 | 3.19 |
| 早子沟金矿 | 52 | 53.49 | 25.02 | 4.11 |
| 鑫合矿业 | 100 | 0.54 | 0.07 | 2.84 |
| 两当招金 | 70 | 20.71 | 2.59 | 2.31 |
| 招金白云 | 55 | 48.79 | 2.99 | 2.84 |
| 青河矿业 | 95 | 27.15 | 18.36 | 4.71 |
| 龙鑫矿业 | 100 | 12.29 | 5.79 | 4.80 |
| 和政鑫源 | 95 | 5.21 | 1.18 | 5.33 |
| 鑫瑞矿业 | 51 | 20.80 | 6.62 | 2.28 |
| 梨园金矿 | 51 | 8.74 | 5.25 | 4.62 |
| 肃北金鹰 | 51 | 11.07 | 0.91 | 4.56 |
| 圆通矿业 | 70 | 7.22 | 2.45 | 7.43 |
| 三峰山金矿 | 50 | 2.18 | - | - |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司黄金资源储量丰富，为业务持续发展奠定了良好的基础。同时，随着对现有矿区的深入勘探和对外资源收购，预计公司未来黄金资源储备将稳步提升。但中诚信证评同时关注到，近年来，国内黄金企业纷纷加大了对黄金资源的收购，资源竞争日益激烈，而黄金价格波动亦对资源储备造成一定冲击，给公司资源整合带来一定的压力。

2016 年公司黄金产量稳定增长，矿产金自给率保持较高，同时黄金产品价格上升，带动公司获利能力持续攀升

矿石选冶方面，2016 年公司实施建设项目 30 项，完成投资 8.16 亿元，完成井巷工程量 120.27 万立方米，建筑面积 12.62 万平方米；截至 2016 年末，公司矿山采矿能力达到 2.34 万吨/日，选矿能力达到 2.91 万吨/日。

产量方面，2016 年公司实现黄金总产量 36.09 吨，同比增长 6.27%，白银产量和铜产量分别为 35.16 吨和 11,742.4 吨，分别同比下降 9.82% 和 24.89%。黄金总产量中，矿产金为 20.38 吨，基本与上年持平，矿产金自给率（矿产金/黄金总产量）达 56.47%，自给率很高。

表 5：公司 2014~2016 年主要产品总产量情况

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 矿产金 | 20.10 | 20.27 | 20.38 |
| 其中：自产金 | 16.84 | 18.14 | 18.67 |
| 外购金及副产金 | 3.26 | 2.14 | 1.71 |
| 加工金 | 12.81 | 13.68 | 15.71 |
| 黄金产量合计 | 32.91 | 33.96 | 36.09 |
| 白银产量 | 81.34 | 38.99 | 35.16 |
| 铜产量 | 18,245.98 | 15,633.70 | 11,742.40 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产成本方面，公司埠外矿山品位相对较低，开采难度相对较大，随着埠外矿山的增多，原材料价格上涨及用工成本有所上升，2016 年公司克金综合成本为 138.35 元，同比增长 2.54%，但仍处于较低水平，具有较强的成本优势。

表 6：2014~2016 年公司克金综合成本及增长率

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------|--------|--------|--------|
| 克金综合成本 | 133.40 | 134.92 | 138.35 |
| 同比增减 | 1.21 | 1.14 | 2.54 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2016 年黄金价格呈现先跌后涨的格局，公司黄金平均售价 239.68 元/克，同比增长 9.15%。

表 7：公司 2014~2016 年黄金销售均价及增长率

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 平均售价（克/元） | 251.17 | 239.68 | 261.61 |
| 同比增长（%） | -6.31 | -4.57 | 9.15 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司黄金总产量稳定增长，矿产金自给率维持较高水平，同时得益于黄金价格的回暖，公司获利能力保持较强。

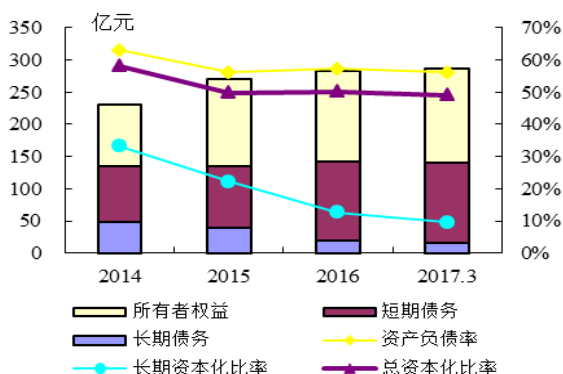
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2015~2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报表，其中 2014 年财务数据为重述数。公司财务报表均按照新会计准则编制。中诚信证评在相关指标计算时将计入“其他流动负债”的有息债券调整至“短期债务”。

资本结构

随着业务的发展，基建技改工程的推进和对外扩张力度的加大，2016年公司固定资产增长较快，推动资产规模进一步扩大。截至2016年12月31日，公司总资产为328.61亿元，同比增长6.27%；所有者权益140.66亿元，同比增长3.53%。截至2017年3月末，公司总资产为331.95亿元，所有者权益145.39亿元。

图4：2014~2017.Q1公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，截至2016年末公司非流动资产252.51亿元，占总资产的比重为76.84%。公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程构成，截至2016年末上述三项分别为104.46亿元、85.34亿元和25.37亿元，占非流动资产的比重分别为41.37%、33.80%和7.72%，其中固定资产主要包括房屋及建筑物、机器设备及运输工具，公司矿山产能建设、技术改造投入以及在建工程的转固，使得公司固定资产逐年增加；无形资产主要系矿权及土地使用权，随着公司黄金资源储备的增加，无形资产稳定增长；在建工程主要系在建房屋建筑物及机器设备，公司自2014年开始对下属老选矿厂进行技改，随着技改项目及新建项目陆续投产使用，公司在建工程规模逐年下降。截至2017年3月末，公司非流动资产259.16亿元，占总资产的比重为78.07%，其中固定资产、无形资产和在建工程分别为104.82亿元、90.57亿元和25.84亿元，占非流动资产的比重分别为40.45%、34.95%和9.97%。

负债方面，随着公司业务规模和技改项目的实施，公司负债逐年攀升，2016年公司总负债分别为187.95亿元，同比增长8.20%，主要由有息债务、

其他应付款及其他流动负债构成，截至2016年末其他应付款为15.19亿元，主要为往来借款以及公司基建技改工程质量保证金等；其他流动负债主要为公司子公司存放于下属财务公司的存款。截至2017年3月末，公司总负债186.56亿元。

表8：2016年黄金行业公司资本结构比较

单位：亿元、%

| 公司 | 总资产 | 总负债 | 资产负债率 |
|-------------|---------------|---------------|--------------|
| 山东黄金 | 283.57 | 120.12 | 42.36 |
| 招金矿业 | 328.61 | 187.95 | 57.20 |
| 中金黄金 | 387.66 | 234.83 | 60.58 |
| 紫金矿业 | 892.18 | 581.01 | 65.12 |

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

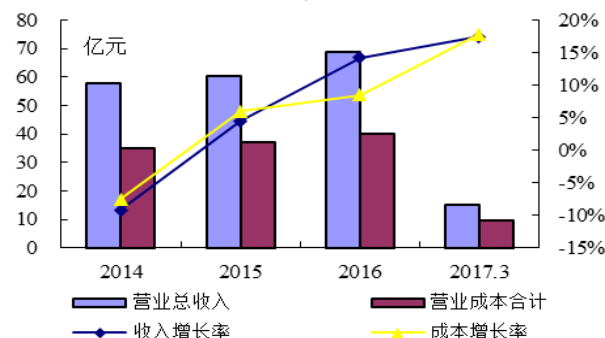
从债务规模及期限结构看，2016年公司总债务141.81亿元，较上年增长5.04%，长短期债务比为5.98，2016年以来，受短期银行贷款大幅增长影响，长短期债务比明显上升，截至2017年3月末，公司长短期债务比为8.13。

总体而言，公司资产规模保持增长，自有资本实力增强，资本结构相对稳健，但其短期债务规模较大，面临着较大的短期偿债压力。未来随着公司矿山资源收购的推进，以及探矿工程、基建技改工程及安全环保建设的深入，其资本支出规模仍较大，债务规模或将继续增加。

盈利能力

2016年，得益于黄金产量的提升以及金价整体回暖，公司实现营业总收入68.96亿元，同比增长14.21%。从毛利率来看，公司毛利率水平与金价呈现较高正相关性，得益于毛利空间较高的自产金占比提升，公司毛利率维持在较高的水平，2016年公司营业毛利率为41.83%。2017年1~3月，公司营业收入为15.21亿元，营业毛利率为38.02%。

图5：2014~2017.Q1公司收入成本分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司因预付瑞海矿业股权转让款、财务公司放款及委贷收到利息收入合计 1.38 亿元，2016 年财务费用下降 35.67% 至 3.30 亿元，带动期间费用明显下降，当年公司期间费用合计为 13.91 亿元，同比下降 10.55%，占营业收入的比重为 20.18%，较上年下降 5.58 个百分点。

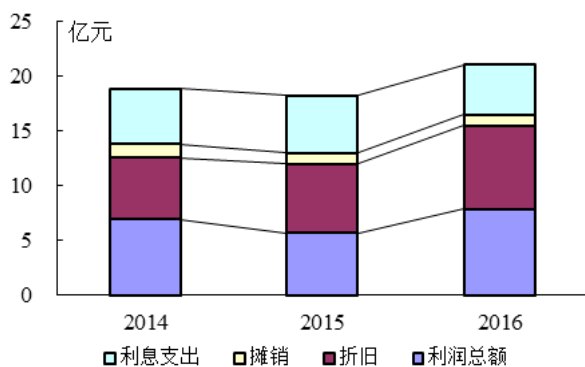
从利润总额看，公司利润总额为 7.90 亿元，同比增长 39.08%，其中经营性业务利润为 12.97 亿元同比增长 82.71%；受公司对下属采矿权和矿山企业的固定资产计提减值损失的影响，当年资产减值损失为 2.72 亿元；同时，公司商品期货合约提前平仓等因素导致当期投资损失为 1.69 亿元。2017 年 1~3 月，公司利润总额为 2.08 亿元，经营性业务利润为 1.48 亿元。

总体来看，凭借较高的矿产金自给率，公司初始获利能力仍很强，2016 年黄金价格整体上涨，带动公司利润水平有所上升。考虑到黄金价格的波动是影响黄金生产企业盈利稳定性的关键因素，因此中诚信证评将持续关注黄金价格波动对公司盈利水平的影响。

偿债能力

从获现能力来看，公司 EBITDA 主要由折旧、利润总额和利息支出组成。2016 年公司利息支出同比增长 11.85% 至 4.61 亿元，折旧同比增加 20.38% 至 7.61 亿元，利润总额增长 39.08% 至 12.97 亿元，公司 EBITDA 为 21.11 亿元，同比增长 15.55%。

图 6：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

现金流方面，2016 年公司经营活动净现金流增长 18.97%，为 18.63 亿元。投资性现金流方面，由于公司 2015 年对外收购矿山资源支出较大，当年

公司投资活动现金流净流出规模较大，2016 年公司投资活动现金流净流出 24.55 亿元，同比下降 7.70%。筹资性现金流方面，由于 2016 年公司 09 招金债、13 招金 PPN001 及银行借款集中到期偿还，当年筹资性净现金流为 -0.09 亿元。

从偿债指标看，2016 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出形成一定保障。公司的 EBITDA 利息保障倍数和经营活动净现金/利息支出分别为 3.52 倍和 2.52 倍。

表 9：公司 2014~2016 年偿债能力分析

| 财务指标 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 短期债务 (亿元) | 86.17 | 96.26 | 121.49 |
| 总债务 (亿元) | 134.46 | 135.00 | 141.81 |
| EBITDA (亿元) | 18.91 | 18.27 | 21.11 |
| 经营净现金流 (亿元) | 10.85 | 15.66 | 18.63 |
| 总债务/EBITDA (X) | 7.11 | 7.39 | 6.72 |
| EBITDA 利息保障倍数 (X) | 3.01 | 2.81 | 3.52 |
| 经营活动净现金/利息支出 (X) | 1.73 | 2.41 | 2.52 |

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年 3 月 31 日，公司无对外担保及其他或有负债。未决诉讼方面，截至 2017 年 3 月末，公司无重大法律诉讼、仲裁或行政处罚事项。

银行授信方面，截至 2017 年 3 月 31 日，公司共获得 243.10 亿元的银行授信额度，其中，尚未使用授信余额 138.38 亿元，备用流动性充足。

总体来看，公司具有很强的盈利能力和获现能力，加之备用流动性充裕，整体偿债能力极强。未来随着黄金产量的不断扩大，公司整体偿债能力将进一步得到巩固。但中诚信证评也将持续关注黄金价格波动对公司盈利能力，以及对外收购及基建技改等工程的资本支出压力对公司运营产生的影响。

担保实力

本次债券由山东招金集团有限公司（以下简称“招金集团”或“集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

招金集团成立于 1974 年，为招远市市属国有独资企业。作为中国黄金行业规模最大的企业集团之一，目前招金集团是一家集聚“黄金矿业、非金矿业、黄金交易及深加工业、高新技术产业、房地

产业和金融业”六大产业的大型综合性集团公司。集团在黄金产业上拥有采选、冶炼、精炼、金银首饰等完整的产业链。集团黄金业务产品主要包括成品金（矿产金）、金精矿、金精加工产品（精炼金）和金银饰品等。其中，采选业务的运营主体为招金矿业，该部分业务 2016 年保持稳定增长。集团黄金冶炼、精炼业务主要集中在下属招金矿业的金翅岭金矿（粗炼）、山东招金集团招远黄金冶炼有限公司、山东国大黄金股份有限公司（以下简称“国大公司”）、山东招金金银精炼有限公司（以下简称“精炼公司”）。2016 年集团冶炼金及精炼金合计产量为 196.47 吨，同比增长 14.61%，其中冶炼板块的产能利用率为 91.29%，精炼板块的产能利用率为 115.57%，保持较高水平。

表 10：2014~2016 年集团黄金冶炼产品产量情况

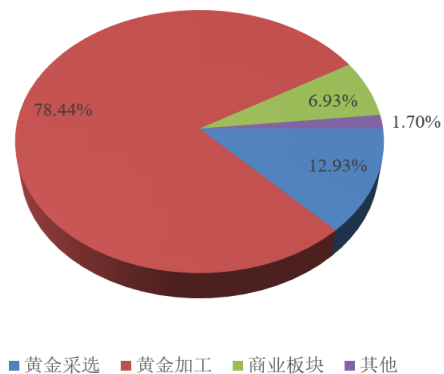
| 单位：吨 | | | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 冶炼金 | 43.25 | 47.28 | 50.85 |
| 精炼金 | 102.33 | 124.14 | 145.62 |
| 其中：加工金 | 46.01 | 28.83 | - |
| 合计 | 145.58 | 171.42 | 196.47 |

注：冶炼金主要为粗炼金产品；精炼金主要是公司外购粗金及合质金等，精炼后产生后的标准金；加工金业务公司仅从中收取加工费。

资料来源：集团提供，中诚信证评整理

从 2016 年收入情况看，黄金板块实现营业收入 403.55 亿元，占营业总收入的比重为 91.27%，其中黄金采选业务实现收入 57.10 亿元，占营业总收入的比重为 12.93%，黄金加工业务实现收入 346.46 亿元，占营业总收入的比重为 78.44%；此外商业板块实现营业收入 30.59 亿元，占营业总收入的比重为 6.93%，招金集团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，受商品价格波动及贸易行情影响，集团该业务板块收入有所波动。

图 7：2016 年集团营业总收入构成情况



资料来源：集团定期报告，中诚信证评整理

从财务表现来看，资本结构方面，随着对外扩张力度的加大以及基建技改工程的推进，集团固定资产逐年扩大，受此影响集团总资产规模保持增长态势。截至 2016 年 12 月 31 日，集团总资产为 485.24 亿元，同比增长 10.73%。同时，由于有息债务和其他应付款的增加，其负债总额达到 324.28 亿元，同比增长 15.95%。截至 2017 年 3 月末，集团总资产 475.50 亿元，总负债 317.18 亿元，所有者权益 158.32 亿元。

财务杠杆比率方面，截至 2016 年 12 月 31 日，集团资产负债率和总资本化比率分别为 66.83% 和 59.79%，同比均分别增长 3.01 和 3.39 个百分点。截至 2017 年 3 月末，集团资产负债率和总资本化比率分别为 66.70% 和 59.31%。债务结构方面，2016 年随着 09 招金债及 13 招金 PPN001 先后到期兑付，以及 12 招金券和 11.70 亿元长期借款计入一年内到期的非流动负债，集团长期债务下降 69.51% 至 23.21 亿元，长短期债务比为 9.31，债务结构主要以短期债务为主，债务期限结构有待优化。截至 2017 年 3 月末，集团短期债务及长期债务分别为 209.13 亿元和 21.68 亿元，长短期债务比 9.65。

盈利方面，受金价波动的影响，集团毛利率水平有所波动，2016 年营业毛利率为 8.31%，同比增长 0.67 个百分点。期间费用方面，2016 年集团期间费用为 22.04 亿元，同比下降 7.82%；三费收入占比为 4.99%，同比下降 1.01 个百分点。其中由于对外收购战略的实行，下属企业数量增加，使得其员工工资、劳动保险费、行政规费等支出规模较大，集团管理费用处于较高水平，2016 年占期间费用的比重为 62.42%；同年集团收到利息收入 3 亿元，财

务费用为 5.66 亿元，同比下降 30.04%。2017 年 1~3 月，三费合计及三费收入占比分别为 5.80 亿元和 6.52%。从利润总额来看，在营业毛利率增长及财务费用减少等因素的带动下，2016 年集团利润总额为 7.84 亿元，同比增长 31.12%。2017 年 1~3 月，集团实现营业总收入 88.88 亿元，利润总额 1.38 亿元，净利润 0.80 亿元；同期三费合计及三费收入占比分别为 5.80 亿元和 6.52%。

从偿债指标看，2016 年集团利润总额、利息支出及折旧均有所增加，招金集团 EBITDA 较上年略有增长，2016 年集团 EBITDA 为 26.62 亿元，同期经营活动净现金流为 22.56 亿元，同比增长 166.67%。2016 年集团 EBITDA 利息保障倍数和经营活动净现金流/利息支出分别为 2.72 倍和 2.31 倍，EBITDA 和经营活动净现金流能够对利息支出形成一定保障。

表 11：2014~2017.Q1 集团主要偿债能力指标

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|------------------|--------|--------|--------|---------|
| 总债务（亿元） | 199.70 | 205.04 | 239.29 | 230.81 |
| 经营净现金流（亿元） | 9.40 | 8.46 | 22.56 | 0.33 |
| 总债务/EBITDA（X） | 8.75 | 8.40 | 8.99 | - |
| 经营净现金流/总债务（X） | 0.05 | 0.04 | 0.09 | 0.01* |
| EBITDA 利息保障系数（X） | 2.76 | 2.71 | 2.72 | - |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 1.14 | 0.94 | 2.31 | 0.17 |

注：带“*”指标经过年化处理

资料来源：招金集团提供，中诚信证评整理

银行授信方面，2017 年 3 月末，集团获得多家银行的授信总额共计人民币 497.41 亿元，其中已使用授信额度为人民币 202.37 亿元，尚未使用授信额度为人民币 295.04 亿元，具有充足的融资空间。

或有负债方面，截至 2017 年 3 月末，集团对外担保余额为 20.06 亿元，占公司净资产比例为 12.67%，被担保对象为招远市国有资产经营有限公司和山东金宝电子股份有限公司，目前两家公司运营情况正常，中诚信证评将对集团的或有负债风险保持关注。

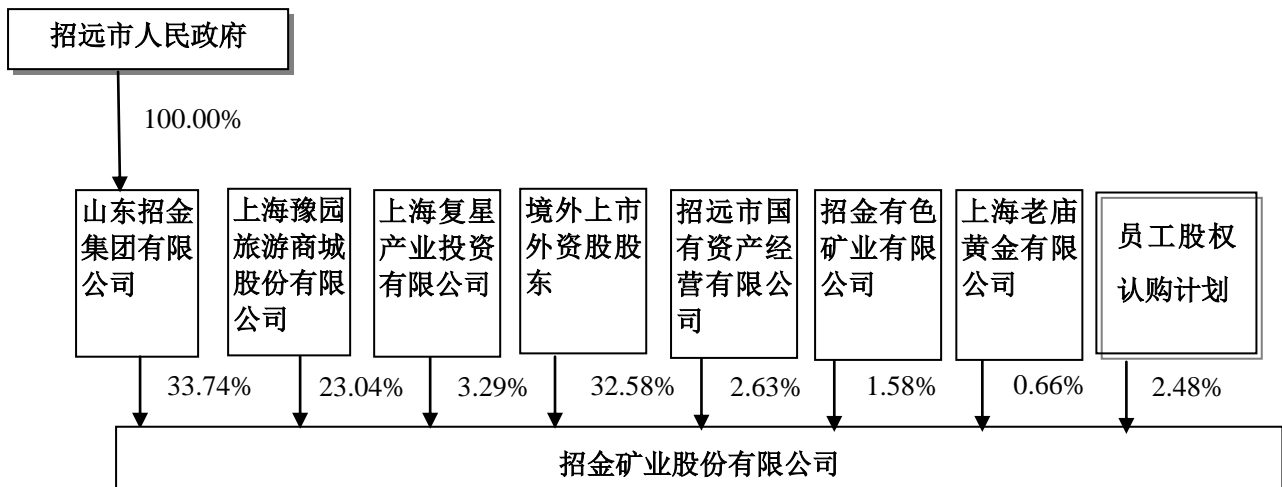
总体来看，虽然 2016 年招金集团面临一定的短期偿债压力，但作为中国大型黄金生产企业集团之一，招金集团资源储量丰富，业务运营正常，规

模优势明显，综合实力极强，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够为本次债券本息的偿还提供有力保障。

结 论

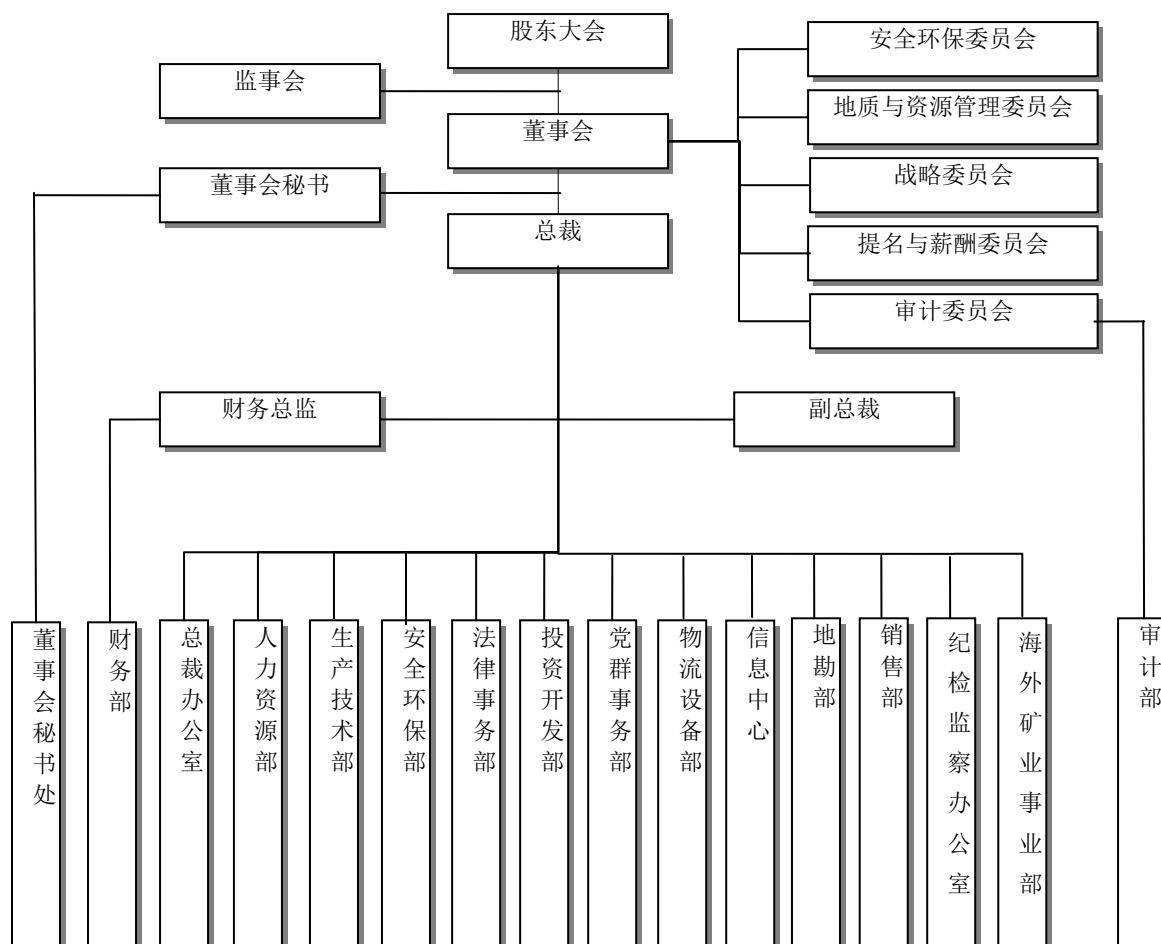
综上，中诚信证评维持招金矿业主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“招金矿业股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级为 **AAA**。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：招金矿业股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：招金矿业股份有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元） | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 168,174.22 | 216,677.55 | 175,830.23 | 176,224.01 |
| 应收账款净额 | 5,702.66 | 5,110.56 | 27,016.71 | 29,273.37 |
| 存货净额 | 317,228.08 | 343,918.31 | 363,059.88 | 337,114.32 |
| 流动资产 | 590,209.61 | 653,282.67 | 761,037.81 | 727,835.71 |
| 长期投资 | 44,959.13 | 42,251.66 | 43,561.29 | 43,361.29 |
| 固定资产合计 | 804,638.79 | 986,745.50 | 1,298,258.18 | 1,306,996.28 |
| 总资产 | 2,622,416.86 | 3,095,193.49 | 3,286,126.79 | 3,319,485.35 |
| 短期债务 | 861,713.82 | 962,609.56 | 1,214,867.52 | 1,251,441.40 |
| 长期债务 | 482,883.68 | 387,346.67 | 203,280.68 | 154,023.25 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 1,344,597.50 | 1,349,956.23 | 1,418,148.19 | 1,405,464.66 |
| 总负债 | 1,654,297.43 | 1,737,094.85 | 1,879,547.57 | 1,865,561.70 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 968,119.43 | 1,358,098.64 | 1,406,579.22 | 1,453,923.65 |
| 营业总收入 | 577,867.18 | 603,768.08 | 689,639.85 | 152,058.98 |
| 三费前利润 | 219,514.78 | 226,148.12 | 268,818.13 | 54,676.85 |
| 投资收益 | -6,823.61 | 16,852.63 | -16,871.89 | 2,903.29 |
| 净利润 | 51,280.15 | 40,822.55 | 42,422.18 | 15,291.49 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 189,076.14 | 182,687.45 | 211,096.94 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 108,526.71 | 156,550.48 | 186,334.71 | 49,022.21 |
| 投资活动产生现金净流量 | -228,124.12 | -264,419.04 | -253,938.58 | -21,718.76 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 141,494.76 | 184,214.48 | -979.24 | -26,909.66 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 21,909.13 | 77,828.72 | -66,930.33 | 393.78 |
| 财务指标 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 39.61 | 38.73 | 41.83 | 38.02 |
| 所有者权益收益率（%） | 5.30 | 3.01 | 3.02 | 4.21* |
| EBITDA/营业总收入（%） | 32.72 | 30.26 | 30.61 | - |
| 速动比率（X） | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.24 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.08 | 0.12 | 0.13 | 0.14* |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.13 | 0.16 | 0.15 | 0.16* |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 1.73 | 2.41 | 2.52 | 3.37 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.01 | 2.81 | 3.52 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 7.11 | 7.39 | 6.72 | - |
| 资产负债率（%） | 63.08 | 56.12 | 57.20 | 56.20 |
| 总资本化比率（%） | 58.14 | 49.85 | 50.20 | 49.15 |
| 长期资本化比率（%） | 33.28 | 22.19 | 12.63 | 9.58 |

注：1、2014年财务数据为重述数；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

3、带*指标已经年化处理。

附四：山东招金集团有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元） | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 368,437.73 | 336,940.24 | 324,630.96 | 346,557.07 |
| 应收账款净额 | 29,235.02 | 25,889.21 | 64,745.40 | 34,212.45 |
| 存货净额 | 682,798.78 | 754,066.85 | 843,691.70 | 734,797.76 |
| 流动资产 | 1,348,940.14 | 1,545,226.68 | 1,841,707.58 | 1,749,981.50 |
| 长期投资 | 104,035.69 | 108,328.97 | 148,238.90 | 138,961.36 |
| 固定资产合计 | 959,586.07 | 1,134,898.69 | 1,524,674.28 | 1,483,516.00 |
| 总资产 | 3,681,378.40 | 4,382,246.56 | 4,852,381.91 | 4,754,997.34 |
| 短期债务 | 1,514,016.59 | 1,657,065.45 | 2,160,867.92 | 2,091,278.36 |
| 长期债务 | 482,961.73 | 393,346.67 | 232,053.15 | 216,810.39 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 1,996,978.32 | 2,050,412.12 | 2,392,921.07 | 2,308,088.75 |
| 总负债 | 2,517,297.54 | 2,796,695.44 | 3,242,777.29 | 3,171,779.28 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 1,164,080.85 | 1,585,551.12 | 1,609,604.62 | 1,583,218.05 |
| 营业总收入 | 3,667,769.62 | 3,984,522.45 | 4,416,602.90 | 888,768.20 |
| 三费前利润 | 305,508.16 | 292,138.98 | 340,920.35 | 67,439.93 |
| 投资收益 | 17,228.26 | 26,463.80 | -19,948.39 | -657.78 |
| 净利润 | 37,951.40 | 32,877.99 | 37,364.98 | 8,024.25 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 228,116.01 | 244,126.69 | 266,159.30 | 33,113.73 |
| 经营活动产生现金净流量 | 93,982.82 | 84,646.31 | 225,621.91 | 3,266.75 |
| 投资活动产生现金净流量 | -254,352.92 | -327,825.78 | -395,703.07 | -39,308.42 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 181,690.19 | 240,084.41 | 111,742.09 | 57,967.78 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 19,562.52 | -2,489.81 | -58,639.25 | 21,926.11 |
| 财务指标 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 8.78 | 7.64 | 8.31 | 8.06 |
| 所有者权益收益率（%） | 3.26 | 2.07 | 2.32 | 1.52* |
| EBITDA/营业总收入（%） | 6.22 | 6.13 | 6.03 | - |
| 速动比率（X） | 0.34 | 0.34 | 0.34 | 0.36 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.05 | 0.04 | 0.09 | 0.01* |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.06 | 0.05 | 0.10 | 0.01* |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 1.14 | 0.94 | 2.31 | 0.17 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 2.76 | 2.71 | 2.72 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 8.75 | 8.40 | 8.99 | - |
| 资产负债率（%） | 68.38 | 63.82 | 66.83 | 66.70 |
| 总资本化比率（%） | 63.17 | 56.39 | 59.79 | 57.31 |
| 长期资本化比率（%） | 29.32 | 19.88 | 12.60 | 12.04 |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；
2、带*指标已经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券信用质量极高，信用风险极低 |
| AA | 债券信用质量很高，信用风险很低 |
| A | 债券信用质量较高，信用风险较低 |
| BBB | 债券具有中等信用质量，信用风险一般 |
| BB | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高 |
| B | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高 |
| CCC | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高 |
| CC | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高 |
| C | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------------|
| AAA | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 受评主体不能偿还债务 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

| | |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势 |
| 负面 | 表示评级有下降趋势 |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变 |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪317号

招金矿业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“招金矿业股份有限公司公开发行2017年可续期公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AAA，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月十九日

招金矿业股份有限公司公开发行 2017 年 可续期公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

| | | | |
|--------|---------------------------------|-----|---------|
| 发行主体 | 招金矿业股份有限公司 | | |
| 发行规模 | 人民币 5 亿元 | | |
| 债券期限 | 5 年 | | |
| 存续期 | 2017 年 4 月 21 日~2022 年 4 月 21 日 | | |
| 上次评级时间 | 2017 年 3 月 9 日 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 | AAA | 评级展望 稳定 |
| | 主体级别 | AAA | |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 | AAA | 评级展望 稳定 |
| | 主体级别 | AAA | |

基本观点

2016 年，国际黄金价格有所回暖，招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”或“公司”）整体经营状况良好，营业收入规模保持增长态势，且毛利率保持较高水平。作为国内大型的黄金生产企业之一，公司黄金资源储量丰富，为公司长期的良性发展奠定较好基础，同时，受益于较高的矿产金自给率，公司显示出很强的盈利能力和综合竞争实力，加之备用流动性充足，财务弹性较好，公司整体偿债能力极强。但同时，我们也关注到黄金价格波动较大、面临一定的短期偿债压力等因素对公司业务发展的影响。

综上，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）维持招金矿业主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“招金矿业股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

正面

- 黄金储量丰富。公司主要通过提高现有矿山探矿能力和对外矿山收购两种方式增加黄金资源储量。截至 2016 年末公司黄金资源量为 1,235.52 吨，可采储量为 548.82 吨，整体资源储备丰富，为公司长期的良性发展奠定较好基础。
- 营业收入规模保持稳定增长。公司整体经营状况良好，黄金产量持续增加，加之 2016 年金价有所回暖，公司实现营业收入 68.98 亿元，同比增长 14.21%，收入规模持续增长。
- 营业毛利率保持较高水平。尽管国际金价呈明显波动态势，但得益于较高的矿产金自给率，公司营业毛利率保持较高水平。2016 年，公司营业毛利率为 41.83%，显示出很强的初始获利能力。

概况数据

| 招金矿业 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 所有者权益（亿元） | 96.81 | 135.81 | 140.66 | 145.39 |
| 总资产（亿元） | 262.24 | 309.52 | 328.61 | 331.95 |
| 总债务（亿元） | 134.46 | 135.00 | 141.81 | 140.55 |
| 营业总收入（亿元） | 57.79 | 60.38 | 68.96 | 15.21 |
| 营业毛利率（%） | 39.61 | 38.73 | 41.83 | 38.02 |
| EBITDA（亿元） | 18.91 | 18.27 | 21.11 | - |
| 所有者权益收益率（%） | 5.30 | 3.01 | 3.02 | 4.21* |
| 资产负债率（%） | 63.08 | 56.12 | 57.20 | 56.20 |
| 总债务/EBITDA（X） | 7.11 | 7.39 | 6.72 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.01 | 2.81 | 3.52 | - |

注：1、招金矿业 2014 年财务数据为重述数；
2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
3、2017 年一季度报带“*”指标经过年化处理。

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

刘爽 shliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 19 日

- 备用流动性充足。截至 2017 年 3 月 31 日，公司共获得 243.10 亿元的银行授信额度，其中，尚未使用授信余额 138.38 亿元，备用流动性充足。

关 注

- 黄金价格波动较大。黄金作为硬通货和首饰品原料，价格受国际政治、经济等因素影响较大，而黄金生产企业应对价格冲击的手段较单一，因而金价的波动将对公司盈利的稳定性产生一定影响。
- 面临较大的短期偿债压力。2016 年末，公司短期债务为 121.49 亿元，长期债务 20.33 亿元，长短期债务比为 5.98。公司短期债务规模较大，面临着较大的短期偿债压力。
- 期货交易具有较高的市场风险和操作风险。公司对黄金产成品进行套期保值，期货的交易特点使该业务面临一定市场及操作风险，对公司套期保值业务的风险控制情况应保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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 and 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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2016 年以来，黄金投资需求的上涨使得全球黄金消费需求整体呈现上升趋势，且随着国际金价的走高，再生金产量有所上升，带动全年黄金总供给量增长

2016 年，受世界经济和政治因素不确定性增加影响，黄金投资需求增至 2012 年以来的最高水平，带动全球黄金需求整体上升，全年消费需求 4,308.7 吨，同比增加 2.20%。全球黄金需求主要来自四个方面：金饰制造、投资需求、工业需求以及官方部门购买。2016 年，金饰品需求占 47.38%，黄金投资需求占 36.23%，工业用金占 7.48%，央行储备黄金需求占 8.90%。

金饰制造需求方面，受国际金价上涨、中国及印度经济增速放缓等因素影响，2016 年全球金饰需求为 2,041.6 吨，同比减少 14.53%。其中，中国的黄金饰品消费需求为 629.0 吨，同比减少 16.51%；印度的黄金饰品消费需求为 514.0 吨，同比减少 22.39%。

投资需求方面，2016 年全球黄金投资需求总量 1,561.1 吨，同比上涨 69.92%，达到 2012 年以来最高水平。其中，金条和金币需求总量为 1,029.2 吨，同比小幅下滑；但受美联储加息预期减弱、欧洲和日本央行实行负利率政策、英国脱欧及特朗普在美国总统大选中意外胜出等事件影响，黄金 ETF 及类似产品的金融投资需求由 2015 年的-128.3 吨大幅增加至 531.9 吨，为全年黄金需求上升的主要支撑因素。

工业需求方面，2016 年全球工业用金需求 322.5 吨，同比下滑 2.86%，其中电子领域用金 254.5 吨，同比下滑 2.94%，牙科领域用金 18.0 吨，同比下滑 4.76%，其他行业用金 50.0 吨，同比下滑 1.77%。整体来看，2016 年以来全球经济形势震荡不定，导致金价走高，压缩了全球工业用金的部分需求。此外，经济发达国家工业用金比重较高，而中国目前每年工业用金很少，但随着中国工业化进程的不断推进，预计未来工业对黄金的需求将逐步提升。

央行储备方面，自 2010 年世界各国央行成为黄金净买方后，各国央行货币政策开始转向，此后

世界各国持续大量购买黄金。2016 年为央行连续净买入的第 7 年，但为应对财政经济危机，委内瑞拉及土耳其央行分别减持黄金 172.1 吨和 104.4 吨，受此影响，全球央行黄金储备净买入量为 383.6 吨，同比下滑 33.46%。

表 1：截至 2017 年 3 月底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 | 8,133.5 | 75.1 |
| 2 | 德国 | 3,377.9 | 69.4 |
| 3 | 国际货币基金组织 | 2,814.0 | - |
| 4 | 意大利 | 2,451.8 | 68.3 |
| 5 | 法国 | 2,435.9 | 64.2 |
| 6 | 中国 | 1,842.6 | 2.4 |
| 7 | 俄罗斯 | 1,680.1 | 16.9 |
| 8 | 瑞士 | 1,040.0 | 5.8 |
| 9 | 日本 | 765.2 | 2.5 |
| 10 | 荷兰 | 612.5 | 64.0 |

资料来源：世界黄金协会（World Gold Council）

中国是全球第一大实物黄金消费国，黄金需求主要集中在金饰消费领域和投资领域。2016 年以来，受经济增速放缓、整体消费市场疲软影响，我国黄金首饰消费需求同比大幅下滑，同时黄金避险属性使得投资需求迅速升温。根据中国黄金协会统计，2016 年全国黄金消费量为 975.38 吨，同比下降 6.74%。其中，首饰用金 611.17 吨，同比下降 18.91%；金条用金 257.64 吨，同比增长 28.19%；金币用金 31.19 吨，同比增长 36.80%；工业及其他用金 75.38 吨，同比增长 10.14%。

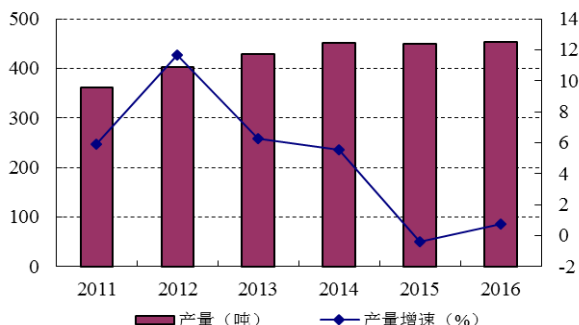
另外，作为我国黄金和基金市场的一项重要创新，我国黄金 ETF 于 2013 年推出，黄金 ETF 的推出不仅丰富了投资者的投资渠道，有利于增加我国广义黄金储备，更有利于提升中国在世界黄金定价中的影响力以及加快中国金融开放的步伐。此外，2016 年 4 月，上海黄金交易所发布了全球首个以人民币计价的黄金基准价格，首笔“上海金”基准价价格于 256.92 元/克。随着“上海金”的推出，我国有望在国际黄金市场上享有一定的定价权。

根据世界黄金协会统计的数据显示，2016 年全球黄金总供应量较 2015 年增长 4.76% 至 4,570.8 吨。矿产金方面，随着勘探预算和新开工矿山规模的减少，矿产金增速不断放缓。受此影响，2016 年全球

矿产金产量为 3,236.0 吨，同比仅增长 0.09%。但从长远来看，2016 年以来黄金价格的大幅回升将为新一轮资本支出上涨及勘探活动的重启提供支撑。再生金方面，随着国际金价的回升，2016 年全球再生金产量为 1,308.5 吨，同比增长 17.20%。

国内方面，中国黄金协会最新的统计数据显示，2016 年全国合计生产成品金 535.45 吨，同比增长 3.79%，其中矿产金及有色副产金产量达 453.49 吨，同比增长 0.76%，进口原料产金 81.96 吨，同比上升 24.51%，我国黄金产量已连续十年位居世界第一。近年来，我国黄金行业产业集中度在不断提升，形成了中国黄金集团公司（以下简称“中国黄金集团”）、紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）、山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金”）和山东招金集团有限公司等大型黄金生产企业。2016 年，上述黄金生产企业集团成品金产量和矿产金产量分别占全国总产量的 49.85% 和 40.05%。

图 1：2011~2016 年中国黄金产量及增速



资料来源：中国黄金协会，中诚信证评整理

整体看，2016 年以来受国际金价上涨及经济增速放缓等因素影响，中国及印度等主要黄金消费国家黄金饰品消费需求大幅下滑；但在投资避险因素的带动下，全球黄金投资需求大幅增长，带动全年黄金总需求仍呈增长态势。矿产金作为黄金供应的最主要来源，近年来在国际金价波动、勘探支出及新开工矿山规模下降等因素的影响下，产量增速出现下滑，但产量相对较为稳定；此外，2016 年以来随着金价的回升，再生金产量大幅上升，带动全年黄金总供给量同比有所增长。

2016 年受美联储加息节奏放缓、英国脱欧等政治事件带来的不确定性因素增加影响，黄金价格大幅回升，2017 年以来美联储加息预期得到加强，未来黄金价格走势存在一定的不确定性

从影响黄金价格的因素来看，传统的生产与消费因素影响很小，以投资和避险需求为代表的金融属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。

2016 年初，受美联储加息节奏放缓及英国脱欧预期增强等因素影响，国际金价开始触底反弹；下半年随着英国脱欧成功，风险逐渐释放，以及在美联储年底加息预期背景下，国际金价于 7 月初达到年内高点 1,367.40 美元/盎司后开始回落，但全年仍呈上升趋势。截至 2016 年底，COMEX 黄金当月连续期货合约收盘价格为 1,152 美元/盎司，同比上涨 8.63%，全年均价为 1,250.34 美元/盎司，同比上升 7.91%。2017 年 1~3 月，在美国退出 TPP 合作战略、欧洲大选及朝鲜发射导弹等诸多政治事件影响下，全球经济秩序的不确定性再次升温，带动黄金价格上涨。截至 2017 年 3 月底，COMEX 黄金当月连续期货合约收盘价格为 1,240.80 美元/盎司，较年初上涨了 7.02%，一季度均价为 1,220.42 美元/盎司，同比上升 2.97%。

图 2：2014.1~2017.4 COMEX 黄金期货价格趋势图



资料来源：Choice，中诚信证评整理

近年来国际经济形势及地缘政治的不确定性有所增加，黄金的投资及避险需求有所上升，2016 年黄金价格大幅回升；2017 年以来美联储加息预期得到加强，未来黄金价格走势存在一定的不确定性。不过，世界多数大型黄金矿业公司黄金价格成本线在 1,000~1,200 美元/盎司左右，黄金生产成本将对其市场价格形成一定支撑。

近年国家陆续出台税金征收、地质勘查等方面黄金保护性开采政策给予黄金企业支持，有助于黄金行业产业集中度的提升

根据中国黄金协会统计，目前中国黄金探明保有储量约 6,328 吨，排名世界第三位。黄金资源储量对矿业公司的运营尤其重要，在全球黄金需求增加和黄金价格高企的背景下，黄金生产企业纷纷加大了对上游资源的开发和并购力度，竞争日趋激烈，黄金资源的获取成本不断上升。黄金资源获取成本上升的原因主要有：一是采矿权竞争更加激烈，二是开采难度加大，三是黄金资源税提高，四是黄金开采风险加大。

从 2003 年 8 月 1 日开始，根据国土资源部颁布的《探矿权采矿权招标拍卖挂牌管理办法》，新增矿权需要实行招拍挂牌管理，改变了过去交易双方通过协议转让矿山资源的交易方式，黄金矿山资源的买卖更加透明化，竞争亦日趋激烈。

表 2：2010 年以来我国已出台的黄金行业相关政策

| 时间 | 政策名称 | 主要内容 |
|------------|-----------------------------------|--|
| 2010/07/22 | 人民银行、发改委等六部委联合出台《关于促进黄金市场发展的若干意见》 | 明确了黄金市场未来发展的总体思路和主要任务，对符合黄金行业规划和产业政策要求的大型企业，要求商业银行要按照信贷原则扩大授信额度。要重点支持大型黄金集团的发展和实施“走出去”战略，支持大型企业集团发行企业债券、公司债券、中期票据和短期融资券，拓宽企业融资渠道，降低企业融资成本 |
| 2012/11/19 | 工业和信息化部《关于促进黄金行业持续健康发展的指导意见》 | “十二五”期间，黄金工业结构调整和产业转型升级取得明显进展，工业增加值年均增长 12% 以上，产业发展规模和质量进一步提高；提高行业准入规模；通过加大兼并重组力度，企业数量减少到 600 家左右，形成 1 个 50 吨级、2 个 40 吨级、1 个 30 吨级、1 个 20 吨级、2 个 10 吨级的黄金企业集团公司；到 2015 年，十大黄金集团公司产量达到 260 吨，比 2010 年增加 100 吨，大中型黄金企业的黄金产量占全国的 70% 以上 |
| 2013/2/22 | 国土资源部《关于金矿资源合理开发利用“三 | 明确了黄金开采回采率、选矿回收率、综合利用率的指标要求，现有生产矿山在指标要求发布之日起两年内必须达到指标规定要求。达不到指标要求 |

率”指标要求（试行）的公告》

中国人民银行、国家海关总署联合、发布《黄金级黄金制品净出口管理办法》

国务院《国务院关于取消 13 项国务院部门行政许可事项的约定》

财政部、国家税务总局发布《关于全面推进资源税改革的通知》

工业和信息化部《关于推进黄金行业转型升级的指导意见》

中国黄金协会《黄金行业“十三五”发展规划》

的，省级国土资源主管部门应组织督促其限期整改，整改后仍未达标的矿山企业，不予通过矿产资源开发利用年度检查

除银行等金融机构外，生产企业等也可以申请黄金进出口资格

明确取消了开采黄金矿产资质认定

将矿产资源补偿费等收费基金适当并入资源税，在煤炭、原油、天然气、稀土、钨、钼等已实施从价计征改革基础上，对其他 21 种矿产资源全面实施改革，自 2016 年 7 月 1 日起实施，其中，金矿资源征税对象为金锭，税率幅度 1%~4%

“十三五”期间，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业。黄金产量年均增长 3% 左右，到 2020 年末，黄金产量达到 500 吨（力争达到 550 吨），新增黄金产能 125 吨，淘汰落后产能 40 吨，黄金年生产能力达到 600 吨（含进口料生产能力 100 吨）。黄金开采企业数量从 600 多家减少到 450 家左右。扣除黄金生产消耗 4,000 吨，全国新增黄金查明资源储量 3,000 吨，到 2020 年查明黄金资源储量为 13,000~14,000 吨

“十三五”期间，黄金行业结构调整和产业转型升级取得明显进展，传统矿山采选业向中高端迈进，产业布局得到进一步优化，生产逐步向大基地、大集团集中，绿色矿山、数字化矿山建设取得新进展，矿区生态环境得到大幅改善，企业“走出去”取得明显成效

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

经过三十多年的开采，现有黄金矿山的浅表层资源日益枯竭，矿山开采的难度普遍加大，企业的开采成本将会进一步提高。2015 年 3 月 4 日，中国

人民银行及海关总署发布了《黄金及黄金制品进出口管理办法》，办法规定除银行等金融机构外，符合一定要求的黄金生产企业也可申请黄金进出口资格，将有助于降低国内企业的用金成本。

此外，2017年2月中国黄金协会发布《黄金行业“十三五”发展规划》。根据规划，“黄金开采企业数量从十二五末期的600多家减少到450家左右，形成2个80吨级、1个50吨级、1个40吨级的黄金企业集团，实现4家黄金企业进入全球黄金矿业公司20强，其中，2~3家跨入全球10强。”

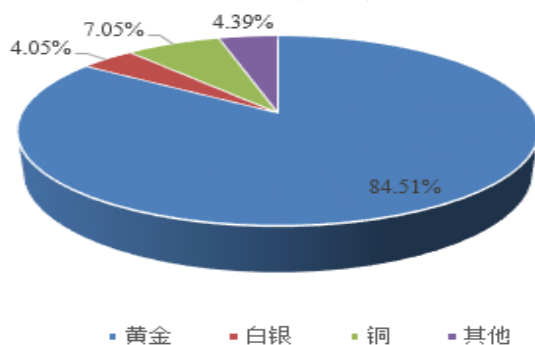
鉴于黄金对国民经济发展具有重要意义，中国对黄金实行了保护性开采的政策。近年国家陆续出台多项政策，在税金征收、地质勘查等方面给予黄金企业政策支持，对促进中国黄金行业产业集中度的提升和黄金企业的发展起到良好的助推作用。

业务运营

公司主要从事黄金的勘探、开采、选矿、冶炼和销售业务，主要产品是黄金，副产品有白银和铜产品。得益于公司丰富的资源储量、技改项目陆续完工，公司生产规模的不断扩大，黄金产量稳定增加，收入规模呈稳定增长趋势，2016年公司实现营业收入68.96亿元，同比增长14.21%。

从收入构成来看，黄金是公司的主营产品，同时也是公司营业收入的主要来源。2016年公司黄金销售收入58.28亿元，同比增长11.22%，占营业收入的比重为84.51%。除黄金销售外，公司白银和铜的销售收入对公司营业收入亦形成一定补充。2016年公司白银和铜合计销售收入为7.65亿元，占营业收入的比重为11.09%。

图3：公司2016年营业收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司系国内大型黄金生产企业之一，目前黄金资源储量丰富，业务持续稳定发展基础良好

公司系国内大型黄金生产企业之一，黄金资源储量丰富，主要通过提高现有矿山探矿能力和对外矿山收购两种方式增加黄金资源储量。截至2016年底，公司拥有探矿权44个，探矿权面积681.48平方公里；拥有采矿权40个，采矿权面积162.11平方公里，具备明显的资源优势。按照澳大利亚联合矿石储量委员会（JORC）的标准，截至2016年底，公司黄金矿产资源量1,235.52吨，同比增加0.61%，黄金可采储量548.82吨，同比增加0.86%。

表3：2014-2016年公司黄金资源量变动情况

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------|----------|----------|----------|
| 探矿权（个） | 43 | 41 | 44 |
| 探矿权面积（平方公里） | 1,072.55 | 745.60 | 681.48 |
| 采矿权（个） | 38 | 36 | 40 |
| 采矿权面积（平方公里） | 139.98 | 137.33 | 162.11 |
| 黄金矿产资源量（吨） | 811.12 | 1,228.01 | 1,235.52 |
| 黄金可采储量（吨） | 372.48 | 544.13 | 548.82 |

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都为JORC口径
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

地质探矿方面，2016年公司共完成地质探矿投资1.39亿元，完成坑探工程3.91千米，钻探工程18.95千米，新增金金属量61.45吨。

表4：截至2016年末公司主要矿山情况

| 矿山 | 招远埠内 | | | |
|--------|---------|--------|---------|-----------|
| | 权益比例（%） | 资源量（吨） | 可采储量（吨） | 平均品位（克/吨） |
| 夏甸金矿 | 100 | 123.10 | 77.48 | 2.62 |
| 河东金矿 | 100 | 18.70 | 7.02 | 3.99 |
| 大尹格庄金矿 | 100 | 238.35 | 138.68 | 2.43 |
| 金翅岭金矿 | 100 | 6.63 | 1.96 | 5.62 |
| 金亭岭矿业 | 100 | 27.62 | 6.57 | 3.28 |
| 蚕庄金矿 | 100 | 32.30 | 8.28 | 2.92 |
| 大秦家金矿 | 90 | 2.00 | 1.12 | 3.78 |
| 纪山金矿 | 95 | 1.25 | 0.66 | 3.51 |
| 瑞海矿业 | 53 | 508.74 | 212.21 | 4.42 |
| 招金正元 | 80 | 3.18 | 0.34 | 5.24 |
| 矿山 | 招远埠外 | | | |
| | 权益比例（%） | 资源量（吨） | 可采储量（吨） | 平均品位（克/吨） |
| 招金北疆 | 100 | 17.55 | 7.26 | 4.04 |
| 岷县天昊 | 74 | 13.61 | 9.48 | 2.12 |

| | | | | |
|-------|-----|-------|-------|------|
| 招金混合 | 100 | 1.35 | 0.62 | 4.47 |
| 富蕴招金 | 100 | 7.75 | 0.43 | 2.62 |
| 丰宁金龙 | 52 | 15.17 | 5.50 | 3.19 |
| 早子沟金矿 | 52 | 53.49 | 25.02 | 4.11 |
| 鑫合矿业 | 100 | 0.54 | 0.07 | 2.84 |
| 两当招金 | 70 | 20.71 | 2.59 | 2.31 |
| 招金白云 | 55 | 48.79 | 2.99 | 2.84 |
| 青河矿业 | 95 | 27.15 | 18.36 | 4.71 |
| 龙鑫矿业 | 100 | 12.29 | 5.79 | 4.80 |
| 和政鑫源 | 95 | 5.21 | 1.18 | 5.33 |
| 鑫瑞矿业 | 51 | 20.80 | 6.62 | 2.28 |
| 梨园金矿 | 51 | 8.74 | 5.25 | 4.62 |
| 肃北金鹰 | 51 | 11.07 | 0.91 | 4.56 |
| 圆通矿业 | 70 | 7.22 | 2.45 | 7.43 |
| 三峰山金矿 | 50 | 2.18 | - | - |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司黄金资源储量丰富，为业务持续发展奠定了良好的基础。同时，随着对现有矿区的深入勘探和对外资源收购，预计公司未来黄金资源储备将稳步提升。但中诚信证评同时关注到，近年来，国内黄金企业纷纷加大了对黄金资源的收购，资源竞争日益激烈，而黄金价格波动亦对资源储备造成一定冲击，给公司资源整合带来一定的压力。

2016 年公司黄金产量稳定增长，矿产金自给率保持较高，同时黄金产品价格上升，带动公司获利能力持续攀升

矿石选冶方面，2016 年公司实施建设项目 30 项，完成投资 8.16 亿元，完成井巷工程量 120.27 万立方米，建筑面积 12.62 万平方米；截至 2016 年末，公司矿山采矿能力达到 2.34 万吨/日，选矿能力达到 2.91 万吨/日。

产量方面，2016 年公司实现黄金总产量 36.09 吨，同比增长 6.27%，白银产量和铜产量分别为 35.16 吨和 11,742.4 吨，分别同比下降 9.82% 和 24.89%。黄金总产量中，矿产金为 20.38 吨，基本与上年持平，矿产金自给率（矿产金/黄金总产量）达 56.47%，自给率很高。

表 5：公司 2014~2016 年主要产品总产量情况

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 矿产金 | 20.10 | 20.27 | 20.38 |
| 其中：自产金 | 16.84 | 18.14 | 18.67 |
| 外购金及副产金 | 3.26 | 2.14 | 1.71 |
| 加工金 | 12.81 | 13.68 | 15.71 |
| 黄金产量合计 | 32.91 | 33.96 | 36.09 |
| 白银产量 | 81.34 | 38.99 | 35.16 |
| 铜产量 | 18,245.98 | 15,633.70 | 11,742.40 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产成本方面，公司埠外矿山品位相对较低，开采难度相对较大，随着埠外矿山的增多，原材料价格上涨及用工成本有所上升，2016 年公司克金综合成本为 138.35 元，同比增长 2.54%，但仍处于较低水平，具有较强的成本优势。

表 6：2014~2016 年公司克金综合成本及增长率

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------|--------|--------|--------|
| 克金综合成本 | 133.40 | 134.92 | 138.35 |
| 同比增减 | 1.21 | 1.14 | 2.54 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2016 年黄金价格呈现先跌后涨的格局，公司黄金平均售价 239.68 元/克，同比增长 9.15%。

表 7：公司 2014~2016 年黄金销售均价及增长率

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 平均售价（克/元） | 251.17 | 239.68 | 261.61 |
| 同比增长（%） | -6.31 | -4.57 | 9.15 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司黄金总产量稳定增长，矿产金自给率维持较高水平，同时得益于黄金价格的回暖，公司获利能力保持较强。

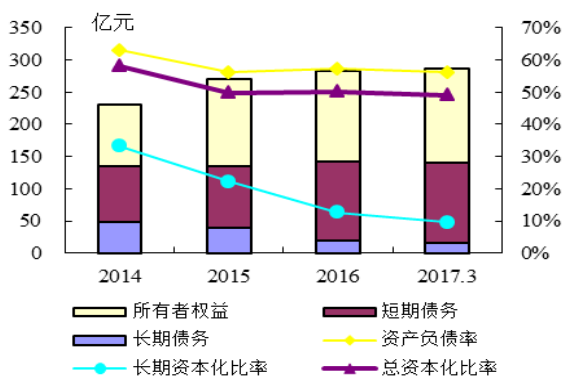
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2015~2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报表，其中 2014 年财务数据为重述数。公司财务报表均按照新会计准则编制。中诚信证评在相关指标计算时将计入“其他流动负债”的有息债券调整至“短期债务”。

资本结构

随着业务的发展，基建技改工程的推进和对外扩张力度的加大，2016年公司固定资产增长较快，推动资产规模进一步扩大。截至2016年12月31日，公司总资产为328.61亿元，同比增长6.27%；所有者权益140.66亿元，同比增长3.53%。截至2017年3月末，公司总资产为331.95亿元，所有者权益145.39亿元。

图4：2014~2017.Q1公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，截至2016年末公司非流动资产252.51亿元，占总资产的比重为76.84%。公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程构成，截至2016年末上述三项分别为104.46亿元、85.34亿元和25.37亿元，占非流动资产的比重分别为41.37%、33.80%和7.72%，其中固定资产主要包括房屋及建筑物、机器设备及运输工具，公司矿山产能建设、技术改造投入以及在建工程的转固，使得公司固定资产逐年增加；无形资产主要系矿权及土地使用权，随着公司黄金资源储备的增加，无形资产稳定增长；在建工程主要系在建房屋建筑物及机器设备，公司自2014年开始对下属老选矿厂进行技改，随着技改项目及新建项目陆续投产使用，公司在建工程规模逐年下降。截至2017年3月末，公司非流动资产259.16亿元，占总资产的比重为78.07%，其中固定资产、无形资产和在建工程分别为104.82亿元、90.57亿元和25.84亿元，占非流动资产的比重分别为40.45%、34.95%和9.97%。

负债方面，随着公司业务规模和技改项目的实施，公司负债逐年攀升，2016年公司总负债分别为187.95亿元，同比增长8.20%，主要由有息债务、

其他应付款及其他流动负债构成，截至2016年末其他应付款为15.19亿元，主要为往来借款以及公司基建技改工程质量保证金等；其他流动负债主要为公司子公司存放于下属财务公司的存款。截至2017年3月末，公司总负债186.56亿元。

表8：2016年黄金行业公司资本结构比较

单位：亿元、%

| 公司 | 总资产 | 总负债 | 资产负债率 |
|-------------|---------------|---------------|--------------|
| 山东黄金 | 283.57 | 120.12 | 42.36 |
| 招金矿业 | 328.61 | 187.95 | 57.20 |
| 中金黄金 | 387.66 | 234.83 | 60.58 |
| 紫金矿业 | 892.18 | 581.01 | 65.12 |

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

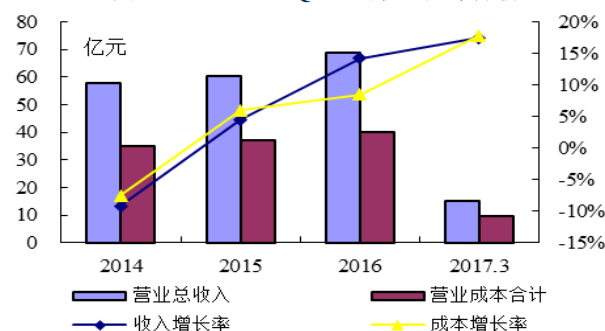
从债务规模及期限结构看，2016年公司总债务141.81亿元，较上年增长5.04%，长短期债务比为5.98，2016年以来，受短期银行贷款大幅增长影响，长短期债务比明显上升，截至2017年3月末，公司长短期债务比为8.13。

总体而言，公司资产规模保持增长，自有资本实力增强，资本结构相对稳健，但其短期债务规模较大，面临着较大的短期偿债压力。未来随着公司矿山资源收购的推进，以及探矿工程、基建技改工程及安全环保建设的深入，其资本支出规模仍较大，债务规模或将继续增加。

盈利能力

2016年，得益于黄金产量的提升以及金价整体回暖，公司实现营业总收入68.96亿元，同比增长14.21%。从毛利率来看，公司毛利率水平与金价呈现较高正相关性，得益于毛利空间较高的自产金占比提升，公司毛利率维持在较高的水平，2016年公司营业毛利率为41.83%。2017年1~3月，公司营业收入为15.21亿元，营业毛利率为38.02%。

图5：2014~2017.Q1公司收入成本分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司因预付瑞海矿业股权转让款、财务公司放款及委贷收到利息收入合计 1.38 亿元，2016 年财务费用下降 35.67% 至 3.30 亿元，带动期间费用明显下降，当年公司期间费用合计为 13.91 亿元，同比下降 10.55%，占营业收入的比重为 20.18%，较上年下降 5.58 个百分点。

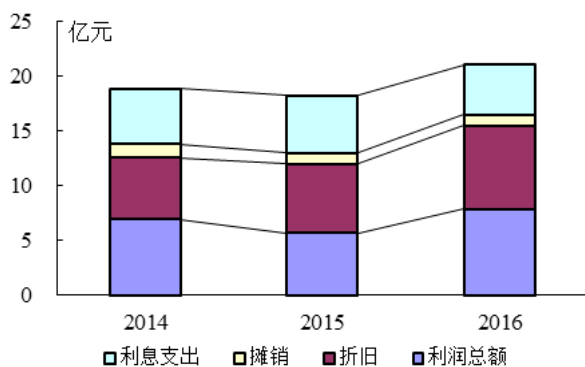
从利润总额看，公司利润总额为 7.90 亿元，同比增长 39.08%，其中经营性业务利润为 12.97 亿元同比增长 82.71%；受公司对下属采矿权和矿山企业的固定资产计提减值损失的影响，当年资产减值损失为 2.72 亿元；同时，公司商品期货合约提前平仓等因素导致当期投资损失为 1.69 亿元。2017 年 1~3 月，公司利润总额为 2.08 亿元，经营性业务利润为 1.48 亿元。

总体来看，凭借较高的矿产金自给率，公司初始获利能力仍很强，2016 年黄金价格整体上涨，带动公司利润水平有所上升。考虑到黄金价格的波动是影响黄金生产企业盈利稳定性的关键因素，因此中诚信证评将持续关注黄金价格波动对公司盈利水平的影响。

偿债能力

从获现能力来看，公司 EBITDA 主要由折旧、利润总额和利息支出组成。2016 年公司利息支出同比增长 11.85% 至 4.61 亿元，折旧同比增加 20.38% 至 7.61 亿元，利润总额增长 39.08% 至 12.97 亿元，公司 EBITDA 为 21.11 亿元，同比增长 15.55%。

图 6：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

现金流方面，2016 年公司经营活动净现金流增长 18.97%，为 18.63 亿元。投资性现金流方面，由于公司 2015 年对外收购矿山资源支出较大，当年

公司投资活动现金流净流出规模较大，2016 年公司投资活动现金流净流出 24.55 亿元，同比下降 7.70%。筹资性现金流方面，由于 2016 年公司 09 招金债、13 招金 PPN001 及银行借款集中到期偿还，当年筹资性净现金流为 -0.09 亿元。

从偿债指标看，2016 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出形成一定保障。公司的 EBITDA 利息保障倍数和经营活动净现金/利息支出分别为 3.52 倍和 2.52 倍。

表 9：公司 2014~2016 年偿债能力分析

| 财务指标 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 短期债务 (亿元) | 86.17 | 96.26 | 121.49 |
| 总债务 (亿元) | 134.46 | 135.00 | 141.81 |
| EBITDA (亿元) | 18.91 | 18.27 | 21.11 |
| 经营净现金流 (亿元) | 10.85 | 15.66 | 18.63 |
| 总债务/EBITDA (X) | 7.11 | 7.39 | 6.72 |
| EBITDA 利息保障倍数 (X) | 3.01 | 2.81 | 3.52 |
| 经营活动净现金/利息支出 (X) | 1.73 | 2.41 | 2.52 |

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年 3 月 31 日，公司无对外担保及其他或有负债。未决诉讼方面，截至 2017 年 3 月末，公司无重大法律诉讼、仲裁或行政处罚事项。

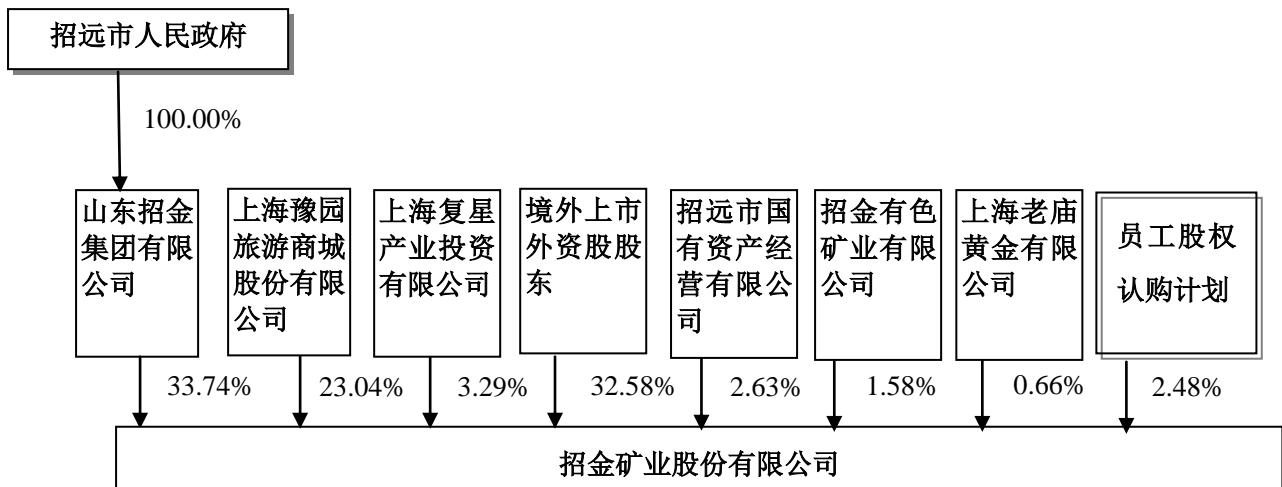
银行授信方面，截至 2017 年 3 月 31 日，公司共获得 243.10 亿元的银行授信额度，其中，尚未使用授信余额 138.38 亿元，备用流动性充足。

总体来看，公司具有很强的盈利能力和获现能力，加之备用流动性充裕，整体偿债能力极强。未来随着黄金产量的不断扩大，公司整体偿债能力将进一步得到巩固。但中诚信证评也将持续关注黄金价格波动对公司盈利能力，以及对外收购及基建技改等工程的资本支出压力对公司运营产生的影响。

结论

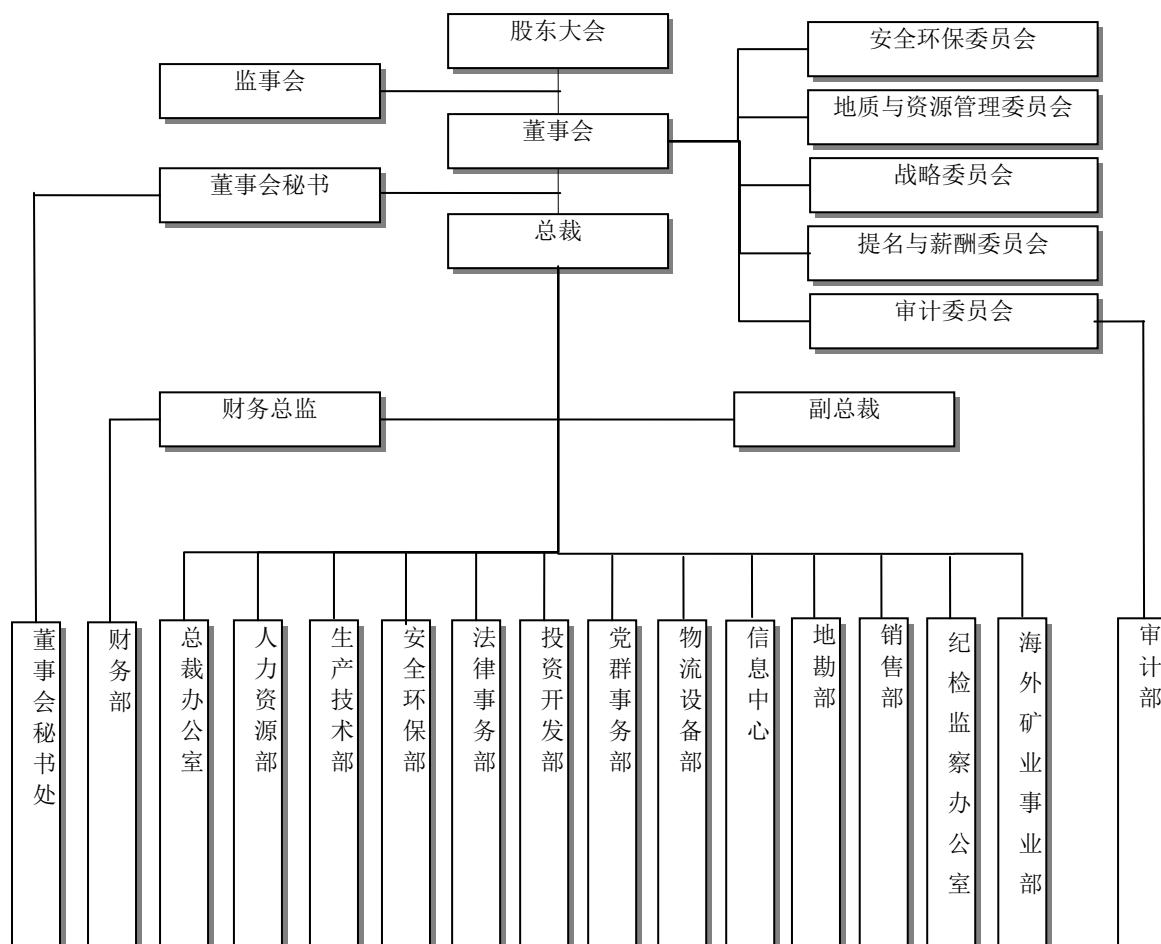
综上，中诚信证评维持招金矿业主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“招金矿业股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券（第一期）”的信用等级为 AAA。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：招金矿业股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：招金矿业股份有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元） | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 168,174.22 | 216,677.55 | 175,830.23 | 176,224.01 |
| 应收账款净额 | 5,702.66 | 5,110.56 | 27,016.71 | 29,273.37 |
| 存货净额 | 317,228.08 | 343,918.31 | 363,059.88 | 337,114.32 |
| 流动资产 | 590,209.61 | 653,282.67 | 761,037.81 | 727,835.71 |
| 长期投资 | 44,959.13 | 42,251.66 | 43,561.29 | 43,361.29 |
| 固定资产合计 | 804,638.79 | 986,745.50 | 1,298,258.18 | 1,306,996.28 |
| 总资产 | 2,622,416.86 | 3,095,193.49 | 3,286,126.79 | 3,319,485.35 |
| 短期债务 | 861,713.82 | 962,609.56 | 1,214,867.52 | 1,251,441.40 |
| 长期债务 | 482,883.68 | 387,346.67 | 203,280.68 | 154,023.25 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 1,344,597.50 | 1,349,956.23 | 1,418,148.19 | 1,405,464.66 |
| 总负债 | 1,654,297.43 | 1,737,094.85 | 1,879,547.57 | 1,865,561.70 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 968,119.43 | 1,358,098.64 | 1,406,579.22 | 1,453,923.65 |
| 营业总收入 | 577,867.18 | 603,768.08 | 689,639.85 | 152,058.98 |
| 三费前利润 | 219,514.78 | 226,148.12 | 268,818.13 | 54,676.85 |
| 投资收益 | -6,823.61 | 16,852.63 | -16,871.89 | 2,903.29 |
| 净利润 | 51,280.15 | 40,822.55 | 42,422.18 | 15,291.49 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 189,076.14 | 182,687.45 | 211,096.94 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 108,526.71 | 156,550.48 | 186,334.71 | 49,022.21 |
| 投资活动产生现金净流量 | -228,124.12 | -264,419.04 | -253,938.58 | -21,718.76 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 141,494.76 | 184,214.48 | -979.24 | -26,909.66 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 21,909.13 | 77,828.72 | -66,930.33 | 393.78 |
| 财务指标 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 39.61 | 38.73 | 41.83 | 38.02 |
| 所有者权益收益率（%） | 5.30 | 3.01 | 3.02 | 4.21* |
| EBITDA/营业总收入（%） | 32.72 | 30.26 | 30.61 | - |
| 速动比率（X） | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.24 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.08 | 0.12 | 0.13 | 0.14* |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.13 | 0.16 | 0.15 | 0.16* |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 1.73 | 2.41 | 2.52 | 3.37 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.01 | 2.81 | 3.52 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 7.11 | 7.39 | 6.72 | - |
| 资产负债率（%） | 63.08 | 56.12 | 57.20 | 56.20 |
| 总资本化比率（%） | 58.14 | 49.85 | 50.20 | 49.15 |
| 长期资本化比率（%） | 33.28 | 22.19 | 12.63 | 9.58 |

注：1、2014年财务数据为重述数；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

3、带*指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券信用质量极高，信用风险极低 |
| AA | 债券信用质量很高，信用风险很低 |
| A | 债券信用质量较高，信用风险较低 |
| BBB | 债券具有中等信用质量，信用风险一般 |
| BB | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高 |
| B | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高 |
| CCC | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高 |
| CC | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高 |
| C | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------------|
| AAA | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 受评主体不能偿还债务 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

| | |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势 |
| 负面 | 表示评级有下降趋势 |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变 |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。