

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2018年7月19日在中國貨幣網(www.chinamoney.com.cn)、北京金融資產交易所網站(www.cfae.cn)及上海清算所網站(www.shclearing.com)所刊登的《招金礦業股份有限公司2018年度跟蹤評級報告》，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，2018年7月20日

截至本公告日期，董事會成員包括：

執行董事： 翁占斌先生、董鑫先生及王立剛先生

非執行董事： 徐曉亮先生、劉永勝先生、姚子平先生及高敏先生

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 [2018]跟踪0538 号

招金矿业股份有限公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；

维持“15招金MTN001”和“15招金MTN002”的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年七月十九日

招金矿业股份有限公司 2018 年度跟踪评级报告

受评对象 **招金矿业股份有限公司**

本次主体信用等级 **AAA** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AAA** 评级展望 **稳定**

存续期债项列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
15 招金 MTN001	5	5+N	AAA	AAA
15 招金 MTN002	16	5+N	AAA	AAA

概况数据

招金矿业	2015	2016	2017	2018.3
总资产(亿元)	309.52	328.61	337.25	349.05
所有者权益合计(亿元)	135.81	140.66	167.02	167.58
总负债(亿元)	173.71	187.95	170.23	181.47
总债务(亿元)	135.00	141.81	129.15	139.04
营业总收入(亿元)	60.38	68.96	69.78	12.93
净利润(亿元)	4.08	4.24	7.52	1.79
EBIT(亿元)	10.91	12.51	13.15	--
EBITDA(亿元)	18.27	21.11	22.45	--
经营活动净现金流(亿元)	15.66	18.63	10.67	1.98
营业毛利率(%)	38.73	41.83	40.87	44.68
总资产收益率(%)	3.82	3.92	3.95	--
资产负债率(%)	56.12	57.20	50.48	51.99
总资本化比率(%)	49.85	50.20	43.61	45.35
总债务/EBITDA(X)	7.39	6.72	5.75	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.81	3.52	4.21	--

注：公司财务报告均按新会计准则编制；2018 年一季报未经审计；所有者权益包含少数股东权益；为计算有息债务，中诚信国际在分析时将“其他流动负债”中短期融资券和超短期融资券纳入短期债务计算范围；由于缺少数据，2018 年 1~3 月部分指标无法计算。

分析师

项目负责人：王 鹏 pwang@ccxi.com.cn

项目组成员：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 7 月 19 日

基本观点

中诚信国际维持招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“15 招金 MTN001”和“15 招金 MTN002”的债项信用等级为 AAA。

2017 年以来公司继续保持了丰富的黄金资源储备、较强的盈利能力及畅通的融资渠道等优势；但同时中诚信国际也关注到公司盈利能力易受黄金价格波动影响、公司期间费用较高以及短期债务规模占比较高等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

优势

- **黄金资源储备丰富。**公司通过外部收购及推进探矿等方式，每年新增黄金资源储备。截至 2017 年底，公司拥有黄金矿产资源量 1,251.77 吨，黄金可采储量 528.14 吨，整体资源储备丰富，为公司长期的良性发展奠定了较好基础。
- **较强的盈利能力。**公司金精矿主要来源于自有矿山，外购比例较低，此外公司克金综合成本低，因此公司的营业毛利率保持同业领先水平，2017 年及 2018 年 1~3 月分别为 40.87%和 44.68%，显示出很强的盈利能力。
- **融资渠道畅通。**作为香港上市公司，公司直接融资渠道畅通。截至 2018 年 3 月底，公司获得各银行授信总额 229.90 亿元，其中未使用授信余额 123.82 亿元，具有较好的财务弹性。此外，公司于 2017 年完成非公开发行，成功募集资金 12.12 亿港元。

关注

- **公司盈利稳定性易受金价影响，面临一定产品价格波动风险。**公司收入大部分来自于黄金，其盈利能力对金价依赖程度较高，金价的持续波动易对公司盈利的稳定性产生影响。
- **期间费用较高。**2017 年公司期间费用合计为 13.54 亿元，占营业总收入比重为 19.40%，其中管理费用为 8.37 亿元；2018 年 1~3 月公司三费收入占比为 28.02%。三费占比较高一定程度上侵蚀了利润空间，公司费用控制能力有待加强。
- **短期债务规模较高使得公司面临一定短期偿债压力。**2017 年底及 2018 年 3 月底，公司短期债务分别为 105.00 亿元和 98.50 亿元，占总债务的比重分别为 81.31%和 70.84%，较高的短期债务占比使得公司面临一定的流动性压力。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在债券的存续期内对发行主体每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级，对其风险程度进行全程跟踪监测。此次评级为定期跟踪评级。

基本分析

2017年以来，主要受印度、美国和中国需求复苏驱动，金饰制造需求有所上升，但投资需求的大幅减少使得全球黄金消费需求整体呈现下降趋势

2017年，受金价上涨、美联储加息及美股屡创新高因素影响，黄金ETF及类似产品投资需求同比下降62.91%，带动全球黄金需求整体下降，根据世界黄金协会统计，全球全年黄金消费需求为4,071.7吨，同比减少7.00%。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。2017年，金饰品需求占55.04%，黄金投资需求占26.69%，工业用金占8.63%，央行储备黄金需求占9.64%。

金饰制造需求方面，受印度、美国和中国需求复苏驱动，2017年全球金饰需求为2,135.5吨，同比增加3.99%，这是该行业自2013年以来首次出现年度增长。其中，中国的黄金饰品消费需求为646.9吨，同比增加2.62%；印度的黄金饰品消费需求为562.7吨，同比增加11.54%。

投资需求方面，2017年全球黄金投资需求总量1,226.6吨，同比减少23.12%。其中，金条和金币需求总量为1,029.2吨，同比小幅下滑1.86%。2016年受英国脱欧等政治事件刺激投资者避险需求影响，全球黄金ETF增持量飙升至有史以来第二高的高位，2017年受金价上涨、美联储加息及美股屡创新高因素影响，黄金ETF及类似产品的金融投资需求同比减少62.91%至202.8吨，为全年黄金需求下降的主

要影响因素。

工业需求方面，黄金是少有的化学、物理、电子性能优异的金属，在电子、通讯、航空航天、化工和医疗等领域有着广泛的应用。近年来黄金的工业需求量较为稳定，在黄金总需求中占的比例较小，一般不超过10%。2017年全球工业用金需求332.8吨，同比增加2.91%，其中电子领域用金265.3吨，同比增加3.79%，牙科领域用金16.8吨，同比下滑6.67%，其他行业用金50.6吨，同比增加1.61%。整体来看，2017年以来无线芯片、印刷电路板（PCB）和金焊线三种关键电子元件推动了全球工业用金需求的增长。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。2017年为央行连续净买入的第8年，但委内瑞拉大规模黄金掉期交易的失效¹等因素影响，全球央行黄金储备净买入量为371.4吨，同比下滑4.72%。

表 1：截至 2017 年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	75.0
2	德国	3,373.6	70.2
3	国际货币基金组织	2,814.0	--
4	意大利	2,451.8	67.5
5	法国	2,436.0	64.9
7	中国	1,842.6	2.4
6	俄罗斯	1,838.8	17.7
8	瑞士	1,040.0	5.4
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	66.3

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。2017年以来，

¹ 委内瑞拉通过与德意志银行开展黄金掉期交易，以黄金换取 12 亿美元现金，并本应于 2017 年 10 月中旬以 12 亿美元换回黄金，但该国确定让这笔交易失效。

受节日购买增加和黄金线上零售推动影响，我国黄金首饰消费需求同比上涨10.35%，同时对于人民币汇率走弱的担忧也使得中国金条和金币投资需求加大。根据中国黄金协会统计，2017年全国黄金消费量为1,089.07吨，同比增长9.41%。其中，首饰用金696.50吨，同比增长10.35%²；金条用金276.39吨，同比增长7.28%；金币用金26.00吨，同比下降16.64%；工业及其他用金90.18吨，同比增长19.63%。

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”基准价定格于256.92元/克。2017年11月3日，“黄金深港通”正式开通，此次开启的“黄金深港通”将会有70家香港黄金交易商参与，由香港提供交易平台，深圳提供实物资产交割。深圳和香港市场的互联互通互融将使得中国的黄金市场进一步放大，随着“上海金”及“黄金深港通”的推出，我国有望在国际黄金市场上享有一定的定价权。

整体看，2017年以来受相对稳定的金价及经济状况好转等因素影响，中国及印度等主要黄金消费国家黄金饰品消费需求有所上升；但在黄金投资机会成本增加的情况下，全球黄金投资需求大幅下降，带动全年黄金总需求呈现下滑态势。

2017年全球矿产金产量保持稳定，为黄金供给的主要来源；但受再生金产量减少影响，全球黄金总供给量有所下降

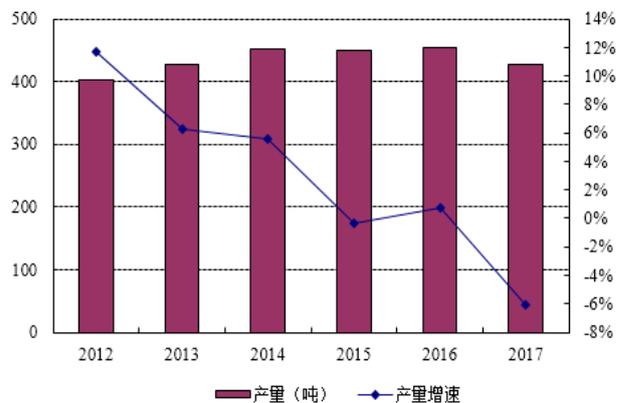
黄金的供给主要来自于矿产金、再生金及各国央行抛售储备金，其中矿产金是比较稳定的市场供给来源。2010年以来新兴市场国家大量购入黄金，以实现外部储备多元化，同时欧洲各国中央银行在金融危机和欧洲主权债务危机出现后，基本上已停

止出售黄金。

世界黄金协会统计的数据显示，2017年全球黄金总供应量较2016年下降4.19%至4,398.4吨。矿产金方面，2016年以来黄金价格回升带动新开业金矿数量增加，弥补了其他地方产量损失的空白，受此影响全球产量相对保持平稳，2017年全球矿产金产量3,268.7吨，同比小幅上升0.17%，为近年来最高全年总量。再生金方面，2016年在货币疲软的背景下，印度尼西亚、土耳其和埃及等地区国内较高的金价使得黄金回收活动非常活跃，但2017年以来随着黄金回收活动回归常态，当年全球再生金产量为1,160.0吨，同比下降10.43%，为全年黄金总供给量下降的主要影响因素。

国内方面，中国黄金协会最新的统计数据显示，2017年全国合计生产成品金517.49吨，受环保政策趋严部分黄金矿山企业减产或关停整改等因素影响同比下降3.35%，其中矿产金及有色副产金产量达426.14吨，同比下降6.03%，进口原料产金91.35吨，同比上升11.45%，我国黄金产量已连续十一年位居世界第一。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、紫金矿业集团股份有限公司、山东黄金集团公司和山东招金集团公司等大型黄金生产企业。2017年，上述四家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52.24%和40.39%。

图1：2012~2017年中国黄金（成品金）产量及增速



资料来源：中国黄金协会，中诚信国际整理

² 此处数据统计口径为中国黄金协会统计口径，与前文世界黄金协会统计口径略有出入。

整体看，矿产金作为黄金供应的最主要来源，近年来在国际金价回升、新开业金矿增加等因素的影响下，产量相对较为稳定；但2017年以来随着黄金回收活动回归常态，再生金产量大幅下降，带动全球黄金总供给量同比有所下降。

2017 年以来受美元阶段疲软、国际区域地缘政治危机频发等因素影响，黄金价格震荡上扬

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年以来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。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年上半年，在美联储两度加息背景下全球政治形势不确定性等风险事件引发的避险需求使得国际金价一路震荡走高，9月上旬国际金价达到年内高点1,362.40美元/盎司，此后虽小幅回调，但整体仍保持在较高水平。截至2017年底，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,305.1美元/盎司，同比上涨13.29%，全年均价为1,258.79美元/盎司，同比上升0.68%。2018年1~3月，在美国债务上限危机临近、中美贸易战笼罩全球及俄罗斯与西方国家外交战升级等因素的推动下，国际金价维持高位震荡。截至2018年3月底，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,329.60美元/盎司，较年初上涨了0.80%，一季度均价为1,331.01美元/盎司，同比上升9.06%。

图 2：近年来 COMEX 黄金当月连续期货价格图

单位：美元/盎司



资料来源：Choice，中诚信国际整理

中诚信国际认为，近年来世界经济进入周期性弱复苏阶段，珠宝首饰需求、世界各国央行购金及全球黄金金条投资需求都在恢复。未来在美联储加息缩表背景下，中美贸易战、全球主要经济体面临债务过高及局部地缘政治形势恶化等因素将对价格形成支撑。

公司黄金资源储量丰富，2017 年矿产资源量小幅提升

公司是中国大型黄金生产企业之一，黄金资源储备丰富。截至 2017 年底，公司拥有探矿权 42 个，探矿权面积 629.16 平方公里；拥有采矿权 40 个，采矿权面积 162.20 平方公里。按照澳大利亚联合矿石储量委员会（JORC）的标准，截至 2017 年底，公司保有黄金矿产资源量 1,251.77 吨，同比增加 1.32%；黄金可采储量 528.14 吨，同比减少 3.77%。

表 2：近年来公司黄金资源量变动情况

指标	2015	2016	2017
探矿权（个）	41	44	42
探矿权面积（平方公里）	745.60	681.48	629.16
采矿权（个）	36	40	40
采矿权面积（平方公里）	137.33	162.11	162.20
黄金矿产资源量（吨）	1,228.01	1,235.52	1,251.77
黄金可采储量（吨）	544.13	548.82	528.14

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，中诚信国际整理

表 3：截至 2017 年底公司主要矿山情况（%，吨）

招远埠内

矿山	权益比例 (%)	资源量 (吨)	可采储量 (吨)	平均品位 (克/吨)
夏甸金矿	100	117.32	73.20	2.70
河东金矿	100	18.91	7.25	3.78
大尹格庄金矿	100	236.46	131.85	2.44
金翅岭金矿	100	6.92	2.40	5.12
金亭岭矿业	100	27.11	6.24	3.21
蚕庄金矿	100	33.74	8.70	3.00
大秦家矿业	90	1.87	1.01	3.62
纪山矿业	95	1.25	0.66	3.51
境内合计	--	443.58	231.31	--

招远埠外				
矿山	权益比例 (%)	资源量 (吨)	可采储量 (吨)	平均品位 (克/吨)
招金北疆	100	16.36	5.33	3.78
岷县天昊	100	9.87	7.73	2.36
招金昆仑	100	1.35	0.62	4.47
富蕴招金	100	7.74	0.43	2.62
丰宁金龙	52	14.07	5.92	3.32
早子沟金矿	52	55.23	18.97	4.56
鑫源矿业	100	0.96	0.36	5.75
两当招金	70	20.71	2.59	2.31
招金白云	55	46.78	3.03	2.99
清河矿业	95	27.15	18.36	4.71
龙鑫矿业	100	12.29	5.79	4.80
和政鑫源	28	5.21	1.18	5.33
甘肃鑫瑞	51	20.81	6.62	2.28
梨园金矿	51	9.19	5.22	3.72
肃北金鹰	51	11.07	0.87	4.56
圆通矿业	70	4.98	1.28	6.16
三峰山金矿	50	2.18	--	--
瑞海矿业	63.86	539.05	212.21	4.42
招金正元	80	3.19	0.34	5.24
埠外合计	--	808.19	296.83	--

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，中诚信国际整理

黄金生产企业的竞争主要集中在对黄金资源的获取，公司主要通过对外收购矿山和提高现有矿山周边及深部找矿力度两种方式增加黄金资源储备。深部探矿方面，2017 年公司地质探矿投入为 1.39 亿元，新增金金属量 60.54 吨。未来，公司将继续以新疆、甘肃、内蒙古和陕西地区为重点择优进行矿山收购，并选取资源丰富、政局稳定、与中国关系友好的国家或地区作为海外矿业开发方向；

与此同时，公司将进一步重点实施攻深找盲探矿和空白区地质科研探矿，加大探矿资金投入，预计未来资源储量将进一步增长。

表 4：近年来公司黄金资源获取情况（平方公里，吨）

指标	2015	2016	2017
收购探矿权面积	17.91	48.91	--
收购采矿权面积	--	0.52	--
收购黄金资源储量	470.47	1.93	--
探矿新增黄金资源储量	69.20	61.45	60.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体看，公司黄金资源储备丰富，矿产资源量逐年增长，为业务持续稳步发展奠定了良好基础。与此同时，随着对外收购及现有矿区深部探矿的推进，预计未来公司黄金资源储备或将稳步提升。但中诚信国际关注到，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公司盈利能力和获现能力造成影响，给公司资源整合带来一定的压力。

2017 年，公司铜产量大幅增加、黄金产量虽小幅下降但金精矿自给率仍保持较高水平，具有很强的盈利能力

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，并副产白银和铜，黄金生产主要涵盖勘探、采选和冶炼三个阶段。2017 年受益于金价上涨，公司实现营业总收入 69.78 亿元，同比增加 1.19%，其中黄金收入为 59.53 亿元，同比增加 2.14%。

矿石采选方面，2017 年公司实施基建技改项目 33 项，累计投资 5.25 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司矿山采矿生产能力为 2.14 万吨/日，选矿能力为 2.61 万吨/日。未来，随着对外收购以及基建技改工程的不断推进，公司矿山采选能力有望提高，从而进一步提升公司资源自给率。

矿山产量方面，2017 年公司黄金产量同比减少 6.51% 至 33.74 吨。其中受中央环保督查、炸药延期供应等因素影响，公司部分矿山停工检修，全年自产金产量同比减少 0.80% 至 18.52 吨。同时，受市场行情影响，公司加工金产量同比减少 14.45% 至

13.44 吨。但公司外购金及副产金产量同比增加 4.09% 至 1.78 吨。此外，2017 年公司金精矿自给率（自产金产量/黄金总产量）为 54.89%，处于较高水平。2018 年 1~3 月，公司黄金产量 9.01 吨，其中自产金 4.00 吨，加工金 4.73 吨。

表 5：近年来公司主要产品产量情况（吨）

指标	2015	2016	2017	2018.1~3
自产金	18.14	18.67	18.52	4.00
外购金及副产金	2.14	1.71	1.78	0.28
加工金	13.68	15.71	13.44	4.73
黄金产量合计	33.96	36.09	33.74	9.01
白银	38.99	35.16	42.00	1.86
铜	15,634	11,742	18,425	3,311

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从生产成本看，2017 年受人工成本上升及折旧摊销费用增加影响，全年克金综合成本同比小幅增加 1.73% 至 140.75 元/克。2018 年 1~3 月，公司克金综合成本为 169.00 元/克，同比增长 15.29%。但相较于国内其他大型黄金生产企业，公司克金综合成本仍处于较低水平，具备较强的成本优势。

表 6：近年来公司克金综合成本及增长率（元/克，%）

指标	2015	2016	2017	2018.1~3
克金综合成本	134.92	138.35	140.75	169.00
同比增长	0.86	2.54	1.73	15.29

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从黄金生产区域来看，近年来随着对外金矿资源收购战略的实行，招远埠外的矿山资源逐年增多，公司形成了埠内一半、埠外一半的自产金格局。2017 年，埠内矿山实现自产金产量 9.72 吨，同比增加 10.08%；埠外矿山实现自产金产量 8.79 吨，同比减少 10.67%，主要为部分矿山停工检修所致。未来，随着公司对外扩张的稳步推行以及对已并购埠外矿山整合和技改的陆续完成，埠外企业黄金产量仍有上升空间。

公司产品除黄金外，还包括白银和铜等。由于

金精矿中存在一定比例伴生银，公司也进行银产品的冶炼，并将银经过加工成标准银锭后进行销售。2017 年公司银产品销售收入 0.62 亿元，占公司营业总收入的 0.89%；2018 年 1~3 月，银产品销售收入为 0.10 亿元，占同期营业总收入的 0.77%。

铜产品方面，公司铜产品主要以在黄金冶炼过程中产生的伴生铜为主。2017 年得益于铜产销量及价格均大幅上升，公司铜产品销售收入同比增长 24.02% 至 6.04 亿元，占当期公司营业收入的 8.66%；2018 年 1~3 月，公司铜产品销售收入 1.26 亿元，同比增长 10.53%，占同期营业总收入比重为 9.74%。

总体来看，公司专注于黄金主业，矿产金产量规模较大，同时金精矿自给率水平较高，具有很强的盈利能力。

公司未来围绕黄金主业发展，仍有一定规模的资本支出

公司未来将继续坚持对外开发和资源收购，积极参与境内外矿业资源的开发，同时加强对收购企业的技术改造及基础设施建设工程，进一步提升公司核心竞争力。

主要项目建设方面，目前公司在建项目主要包括采选建设工程、深部开拓工程及采选尾矿库建设等，项目预计总投资 72.58 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资 21.40 亿元。科技创新方面，2018 年公司计划投资 1.94 亿元，计划实施科研技术创新项目 47 项，公司将充分利用技术中心的平台作用，采取联合攻关、自主研发和引进消化新技术相结合的方法实现科技创新。探矿找矿方面，公司计划投入探矿资金 0.87 亿元，完成探矿新增黄金资源储量 45 吨、铜资源储量 4,000 吨以上。

总体而言，公司战略规划目标较为清晰，2018 年公司将主要围绕技改、探矿找矿等方式增加黄金等资源储量，未来会有一定规模的资金支出。

表 7：截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	总投资	截至 2018 年 3 月底已	
			投资	待投资
3,450 吨/日深部低品位矿床采选改扩建项目	2011.1~2017.12	6.19	6.19	0.00
4,000t/d 采选工程扩建项目	2011.1~2017.12	5.65	5.65	0.00

尕口尾矿库建设	2015.7~2018.12	2.70	0.80	1.90
选冶渣综合利用年产 9000 万片陶瓷建材项目	2016.1~2018.12	2.20	0.67	1.53
上庄矿区建设项目	2013.1~2018.12	1.75	0.40	1.32
深部开拓工程	2017.7~2022.12	4.50	2.07	2.43
采选建设工程	2017.1~2023.12	48.28	4.97	43.31
河东矿区深部采矿工程	2016.1~2018.12	0.40	0.20	0.20
-700m 东庄子探矿	2016.1~2018.12	0.52	0.40	0.10
生产系统优化工程	2016.1~2018.12	0.39	0.05	0.34
合计		72.58	21.40	51.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下财务分析基于公司提供的由安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度报告。公司财务报表均按照新会计准则编制。

公司将短期融资券和超短期融资券计入“其他流动负债”，中诚信国际分析时将上述计入“其他流动负债”的有息债券纳入短期债务计算范围。

2017 年公司短期债务减少带动总债务规模有所下降，但短期债务占比仍然较高，面临一定短期偿债压力

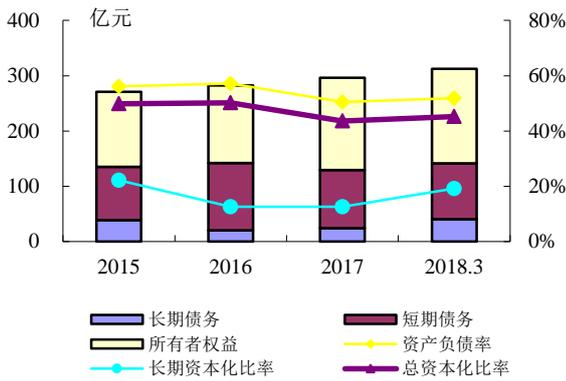
近年来公司总资产逐年增长，截至 2017 年底公司总资产规模同比增长 2.63% 至 337.25 亿元，截至 2018 年 3 月底进一步增至 349.05 亿元。

从资产构成来看，作为黄金采选及冶炼企业，公司具有重资产的特点，非流动资产规模较大，2017 年底，公司非流动资产为 256.71 亿元，占总资产的比重为 76.12%。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 2017 年底上述三项资产占非流动资产的比重分别为 43.95%、33.46% 和 9.17%。固定资产方面，2017 年随着矿山产能建设、技术改造投入以及在建工程的转固，年底公司固定资产同比增长 8.01% 至 112.83 亿元；截至 2018 年 3 月底小幅降至 111.40 亿元。无形资产方面，2017 年底公司无形资产为 85.89 亿元，主要系探矿及采矿权和土地使用权，同比变化不大；截至 2018 年 3 月底为 85.17 亿元。在建工程方面，

2017 年随着技改项目及新建项目陆续投产使用，年底在建工程同比减少 7.17% 至 23.55 亿元；截至 2018 年 3 月底，受探矿找矿工程投入影响，期末在建工程增至 26.78 亿元。公司流动资产主要为存货和货币资金。存货方面，2017 年底公司存货余额为 35.65 亿元，主要系在产品，同比变化不大；截至 2018 年 3 月底增至 40.02 亿元。货币资金方面，2017 年公司货币资金受 H 股增发及发行债券等因素影响同比增加 20.88% 至 21.25 亿元，其中所有权受限货币资金为 2.78 亿元，包括环境治理保证金 1.54 亿元、招金财务公司存放于中央银行的准备金 0.97 亿元、0.18 亿元质押用于取得短期借款以及 0.10 亿元应付票据保证金等；截至 2018 年 3 月底，公司货币资金降至 18.59 亿元。

所有者权益方面，2017 年公司实现净利润 7.52 亿元，此外公司于 4 月增发 H 股 174,869,000 股，募集资金 12.12 亿港元；同期发行人民币 5 亿元的可续期公司债券，期末所有者权益同比增加 18.74% 至 167.02 亿元。截至 2018 年 3 月底，所有者权益进一步小幅上升至 167.58 亿元。

图 3：近年来公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

资本结构方面，近年来公司持续推进对外收购矿山工作，同时探矿工程、基建技改工程也稳步推进，债务规模维持在较高水平。2017 年公司为了降低财务风险，积极调整资本结构，偿还了部分贷款，年底公司总负债同比降低 9.43% 至 170.23 亿元、总债务同比降低 8.93% 至 129.15 亿元；同期资产负债率同比减少 6.72 个百分点至 50.48%、总资本化比率同比减少 6.59 个百分点至 43.61%。截至 2018 年 3 月底，受发行 17.5 亿元公司债影响，公司总负债及总债务分别增至 181.47 亿元及 139.04 亿元；同期资产负债率及资本化比率分别小幅上升至 51.99% 及 45.35%。相较黄金行业上市公司同期负债水平来看，公司目前的杠杆比率总体处于合理水平。此外，公司在筹备回归 A 股，目前仍处于前期工作阶段，预计发行成功后资产负债率有望进一步降低。

表 8：2017 年底黄金行业上市公司资本结构比较

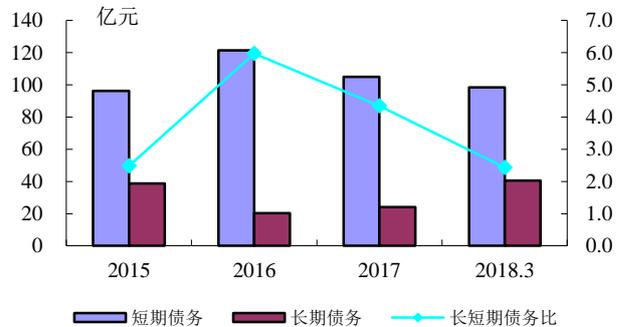
公司	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)
中金黄金	385.16	228.73	59.39
山东黄金	421.16	249.47	59.23
紫金矿业	893.15	516.72	57.85
招金矿业	337.25	170.23	50.48

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

从债务结构来看，2017 年公司有 12 亿元原计入一年内到期的应付债券到期，短期借款同比减少 14.72% 至 87.11 亿元，同时长期借款虽同比减少 43.06% 至 6.19 亿元，但公司发行的两期合计 8.50 亿元的公司债带动应付债券增加，长期债务同比增加 18.77% 至 24.14 亿元，期末公司长短期债务比降

至 4.35。截至 2018 年 3 月底，公司短期债务进一步降至 98.50 亿元，长期债务进一步增至 40.54 亿元，长短期债务比进一步降至 2.43。

图 4：近年来公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

总体而言，公司资产规模稳步增长，资本结构较为稳健，资产负债率和总资本化比率处于相对较为合理的水平，但公司债务结构中短期债务占比仍然较高，短期内面临一定偿债压力。

2017 年以来，公司依旧保持了较强的盈利能力

2017 年，公司主要板块收入增加带动营业总收入同比增长 1.19% 至 69.78 亿元。从毛利率来看，受黄金板块毛利率下降影响，公司毛利率同比减少 0.96 个百分点至 40.87%。2018 年 1~3 月，公司营业收入为 12.93 亿元，毛利率为 44.68%。

分板块来看，黄金产品是公司收入的最主要来源。2017 年金价波动上涨，黄金产品收入同比小幅增长 2.14% 至 59.53 亿元，毛利率受黄金产销量略有下降及克金综合成本上升影响同比减少 2.88 个百分点至 43.76%。2018 年 1~3 月，公司黄金产品收入 10.48 亿元，毛利率为 47.71%。副产品方面，2017 年公司铜产销量及价格均大幅上升，铜产品收入和毛利率分别增至 6.04 亿元和 33.94%；同期白银产量增加，但由于未及时销售，导致白银产品收入大幅下降至 0.62 亿元，当期毛利率为 50.92%。2018 年 1~3 月，公司伴生白银和铜收入分别为 0.10 亿元和 1.26 亿元，毛利率分别为 85.37% 和 33.48%。总体看，公司专注黄金主业的发展，黄金销售收入

为公司最重要的收入和利润来源。

表 9：近年来公司营业总收入及毛利率情况（亿元，%）

产品	2015		2016		2017		2018.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
黄金	52.40	42.71	58.28	46.64	59.53	43.76	10.48	47.71
白银	0.47	4.53	2.79	33.22	0.62	50.92	0.10	85.37
铜	4.72	20.76	4.87	9.44	6.04	33.94	1.26	33.48
其他	2.79	0.13	3.03	9.37	3.59	2.69	1.09	24.74
合计	60.38	38.73	68.96	41.83	69.78	40.87	12.93	44.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2017 年公司三费合计同比减少 2.66% 至 13.54 亿元，同期三费收入占比同比降低 0.78 个百分点至 19.40%。公司期间费用主要为管理费用和财务费用。管理费用方面，公司 2016 年实施员工股权认购计划确认了以权益结算的股份支付之取得的服务成本致使当期管理费用较高，相较而言 2017 年管理费用同比减少 15.45% 至 8.37 亿元；2018 年 1~3 月，公司管理费用为 1.94 亿元。财务费用方面，2016 年公司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，而 2017 年利息收入同比大幅减少至 0.16 亿元，致使全年财务费用同比增加 43.03% 至 4.72 亿元。2018 年 1~3 月，公司财务费用为 1.57 亿元。总体来说，公司期间费用规模较大，且管理费用占比高，一定程度上侵蚀了公司的利润空间，未来公司费用控制能力有待加强。

表 10：近年来公司期间费用情况（亿元，%）

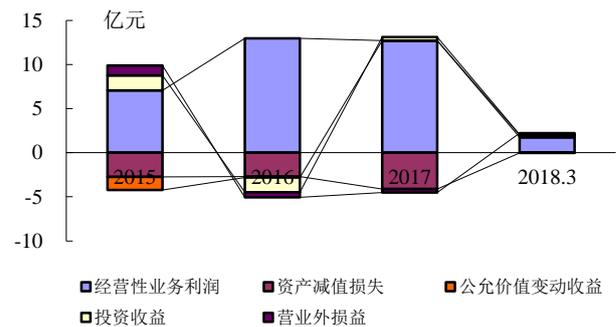
	2015	2016	2017	2018.1~3
销售费用	0.98	0.72	0.45	0.11
管理费用	9.43	9.90	8.37	1.94
财务费用	5.13	3.30	4.72	1.57
三费合计	15.55	13.91	13.54	3.62
营业总收入	60.38	68.96	69.78	12.93
三费收入占比	25.76	20.18	19.40	28.02

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

利润总额方面，公司专注主业发展，经营性业务利润为公司最主要的利润来源，2017 年公司利润总额同比增加 12.10% 至 8.86 亿元，其中经营性业务利润同比减少 2.03% 至 12.70 亿元。2017 年公司计提存货跌价准备 1.15 亿元及商誉减值准备 0.96

亿元等致使当期资产减值损失同比大幅增加 51.76% 至 4.13 亿元。但公司商品期货平仓损失及非流动资产处置损失同比大幅减少，对利润的增长起到积极作用。2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 2.23 亿元，其中经营性业务利润为 1.78 亿元。

图 5：近年来公司利润总额构成图



资料来源：根据公司各期报表计算

总体来看，公司专注主业发展，2017 年以来继续保持了较好的盈利能力。同时，中诚信国际也将持续关注黄金价格波动对公司盈利能力以及公司费用控制对利润的影响。

2017 年以来公司盈利能力增强、获现能力有所弱化但仍处于较好水平，EBITDA 和经营活动净现金流能对债务本息提供良好保障

经营活动现金流方面，受招金财务公司发放贷款收回及吸收存款增加影响，2017 年公司经营活动净现金流同比减少 42.73% 至 10.67 亿元。2018 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 1.98 亿元。

从偿债指标来看，2017 年公司盈利能力有所提升，EBITDA 同比增加 6.35% 至 22.45 亿元，得益于 EBITDA 的增加，全年公司总债务/EBITDA 降至

5.75 倍；EBITDA 利息保障倍数升至 4.21 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力增强。经营活动净现金流偿债指标方面，2017 年受获现能力弱化影响，公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障倍数分别降至 0.08 倍和 2.00 倍，但仍处于较好水平。2018 年 1~3 月，经年化处理的经营活动净现金流/总债务较年初进一步小幅下降至 0.06 倍。总体来看，目前公司主业仍具有较强的获现和盈利能力，总体保持较强的偿债能力。

表 11：近年来公司偿债能力指标分析

	2015	2016	2017	2018.3
货币资金（亿元）	21.67	17.58	21.25	18.59
短期债务（亿元）	96.26	121.49	105.00	98.50
总债务(亿元)	135.00	141.81	129.15	139.04
经营活动净现金流(亿元)	15.66	18.63	10.67	1.98
EBITDA(亿元)	18.27	21.11	22.45	--
资产负债率(%)	56.12	57.20	50.48	51.99
总债务/EBITDA(X)	7.39	6.72	5.75	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.12	0.13	0.08	0.06*
EBITDA 利息倍数(X)	2.81	3.52	4.21	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.41	3.10	2.00	--

注：由于缺乏相关数据，2018 年 1~3 月部分指标无法计算；加“*”财务指标已经过年化处理。

资料来源：根据公司财务报告数据计算

公司资信状况良好，与多家商业银行建立了长期稳定的信贷业务关系。截至 2018 年 3 月底，公司获得各银行授信总额 229.90 亿元，其中未使用授信余额 123.82 亿元，具有较好的财务弹性。此外，公司为港股上市公司，直接融资渠道较为畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司所有权受限资产 2.78 亿元，占净资产的比重为 1.66%。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。未决诉讼方面，截至 2018 年 3 月底，公司子公司正在进行重大诉讼两起，其一为山东省第一地质勘查院（以下简称“勘查院”）诉瑞海矿业合同纠纷案，山东省高级人民法院于 2016 年 5 月 27 日判决瑞海矿业赔偿勘查院 5,982.38 万元，瑞海矿业后向最高人民法院提起上诉，目前本案已发回山东省高院重审，尚未重审开庭；其二为子公司拜城县滴水铜矿开发有限责任公司（以下简称“滴水

铜矿”）与新疆石河子农村银行（以下简称“石河子银行”）的贷款借款合同纠纷，石河子银行请求判令合同有效并要求滴水铜矿承担 3,000 万元债务本金及利息和相关费用，目前该案一审判决尚未生效，滴水铜矿已提起上诉，等待二审开庭审理。上述涉案合同均签订于公司收购相应子公司之前，其中原瑞海矿业控股股东莱州瑞海投资有限公司向公司承诺，瑞海矿业的一切纠纷（包括但不限于瑞海矿业与勘查院之间的纠纷）由莱州瑞海投资有限公司处理并承担因纠纷产生的费用和赔偿；根据公司与滴水铜矿出让方签署的股权协议，股权转让日之前形成的未经双方认可的债权债务由出让方承担。中诚信国际将持续关注上述两起合同纠纷案的进展。

过往债务履约情况

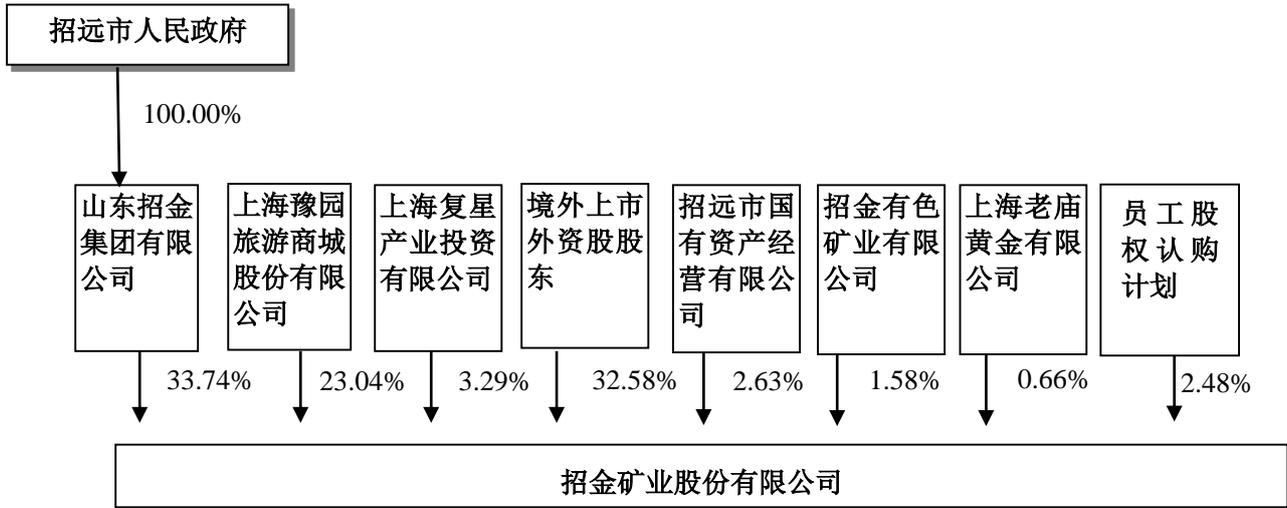
根据公司提供资料，公司近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。

截至 2018 年 3 月底，公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

结论

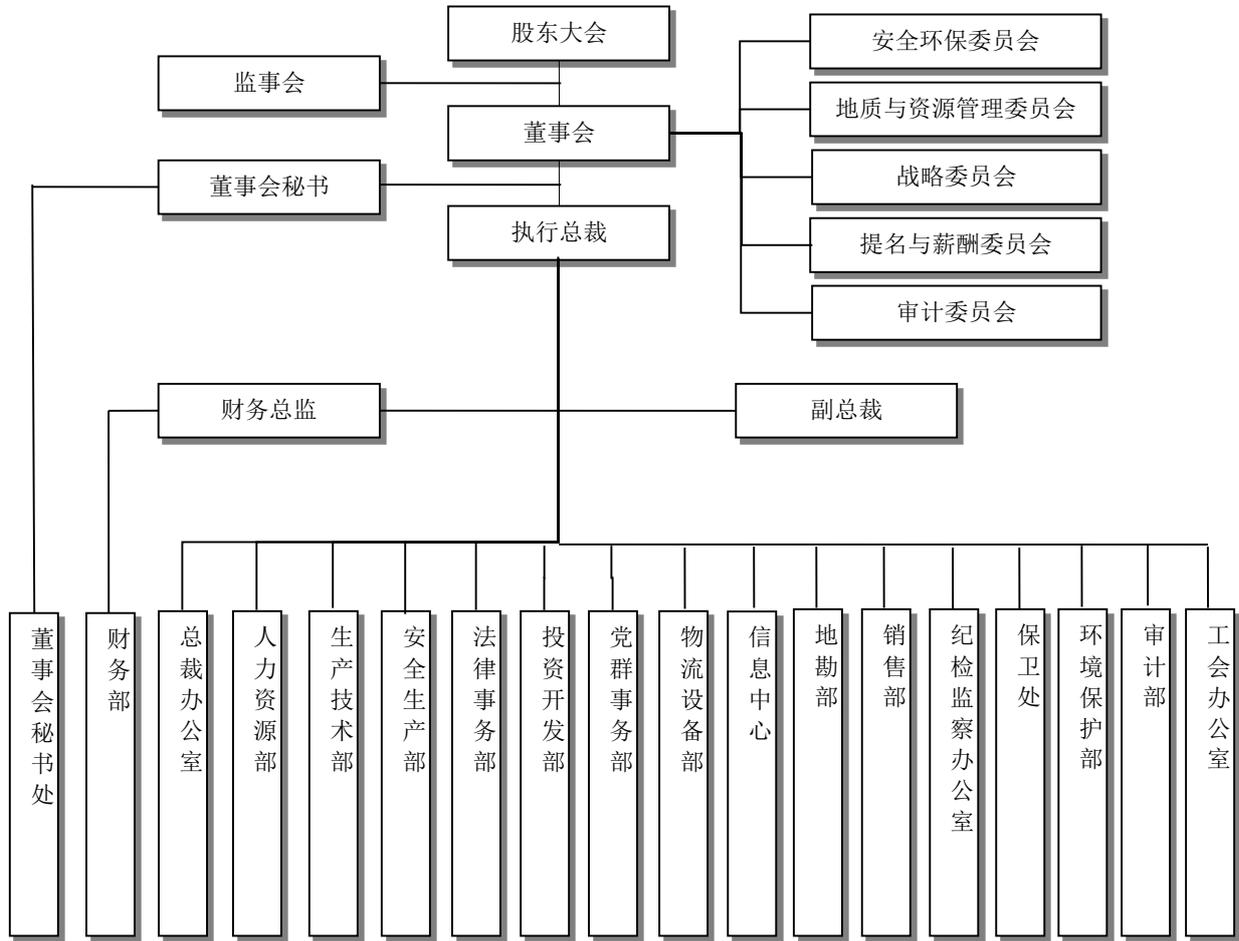
综上所述，中诚信国际维持招金矿业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 招金 MTN001”和“15 招金 MTN002”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构（截至 2018 年 3 月底）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：招金矿业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附三：招金矿业股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	216,677.55	175,830.23	212,499.16	185,863.47
交易性金融资产	16,543.68	41,472.78	27,907.77	27,298.34
应收账款净额	5,110.56	27,016.71	4,576.91	18,945.70
其他应收款	24,360.06	26,685.53	20,850.41	29,301.65
存货净额	343,918.31	363,059.88	356,458.41	400,176.04
长期投资	42,251.66	43,561.29	44,120.12	43,675.53
固定资产	986,745.50	1,044,588.74	1,128,331.81	1,114,045.98
在建工程	296,045.44	253,669.44	235,503.93	267,794.78
无形资产	853,001.87	853,472.47	858,891.39	851,728.08
总资产	3,095,193.49	3,286,126.79	3,372,538.05	3,490,504.63
其他应付款	128,652.14	150,021.34	134,948.75	99,624.71
短期债务	962,609.56	1,214,867.52	1,050,035.73	985,001.24
长期债务	387,346.67	203,280.68	241,430.22	405,360.52
总债务	1,349,956.23	1,418,148.19	1,291,465.95	1,390,361.75
净债务	1,133,278.68	1,242,317.96	1,078,966.79	1,204,498.28
总负债	1,737,094.85	1,879,547.57	1,702,297.44	1,814,685.34
财务性利息支出	52,289.89	46,113.53	42,972.19	--
资本化利息支出	12,766.09	13,912.21	10,413.73	--
所有者权益合计	1,358,098.64	1,406,579.22	1,670,240.61	1,675,819.30
营业总收入	603,768.08	689,639.85	697,754.90	129,250.88
三费前利润	226,148.12	268,818.13	262,420.69	53,994.56
投资收益	16,852.63	-16,871.89	3,823.86	648.53
净利润	40,822.55	42,422.18	75,202.93	17,867.73
EBIT	109,076.32	125,126.47	131,546.52	--
EBITDA	182,687.45	211,096.94	224,500.12	--
经营活动产生现金净流量	156,550.48	186,334.71	106,736.39	19,782.10
投资活动产生现金净流量	-264,419.04	-245,541.28	-103,010.33	-137,601.72
筹资活动产生现金净流量	184,214.48	-1,971.13	41,162.48	91,183.94
现金及现金等价物净增加额	77,828.72	-59,525.24	40,921.83	-26,635.69
资本支出	203,790.35	175,868.24	154,856.39	45,250.99
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	38.73	41.83	40.87	44.68
三费收入比(%)	25.76	20.18	19.40	28.02
EBITDA/营业总收入(%)	30.26	30.61	32.17	--
总资产收益率(%)	3.82	3.92	3.95	--
流动比率(X)	0.52	0.48	0.58	0.70
速动比率(X)	0.25	0.25	0.33	0.39
存货周转率(X)	1.12	1.13	1.15	1.43*
应收账款周转率(X)	111.67	42.93	44.17	27.21*
资产负债率(%)	56.12	57.20	50.48	51.99
总资本化比率(%)	49.85	50.20	43.61	45.35
短期债务/总债务(%)	71.31	85.67	81.31	70.84
经营活动净现金/总债务(X)	0.12	0.13	0.08	0.06*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.16	0.15	0.10	0.08*
经营活动净现金/利息支出(X)	2.41	3.10	2.00	--
总债务/EBITDA(X)	7.39	6.72	5.75	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.17	0.21	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.81	3.52	4.21	--

注：公司财务报告均按新会计准则编制；以上数据依据公司 2015~2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表整理；为计算有息债务，中诚信国际在分析时将“其他流动负债”中短期融资券和超短期融资券纳入短期债务计算范围；由于缺乏数据，2018 年 1~3 月部分指标无法计算；带“*”指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：

长期投资 = 可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 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 + 其他债务调整项

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

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 - 营业税金及附加 - 期间费用 + 其他收益

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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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）)

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

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

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

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。