

湖南黄金股份有限公司

面向合格投资者公开发行人2015年公司债
券(第一期)2016年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【156】号 01

债券剩余规模:
3 亿元

债券到期日期:
2018 年 6 月 24 日

债券偿还方式:
每年付息一次, 到期一
次还本, 最后一期利息
随本金的兑付一起支付

分析师

姓名:
胡亮亮 董斌

电话:
0755-82873175

邮箱:
hull@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

湖南黄金股份有限公司面向合格投资者公开发行 2015 年公司债券（第一期）2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 5 月 23 日	2015 年 6 月 18 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湖南黄金股份有限公司（以下简称“湖南黄金”或“公司”）及其 2015 年 6 月 24 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司持续经营能力较强，公司拥有核心技术、完整的产业链和独特的产品组合，抗风险能力较强，公司经营现金流表现良好，资产负债率不高，整体偿债能力较强；但我们也关注到黄金等主要产品价格易受市场影响，可能会持续影响公司的盈利能力，公司资本支出规模较大，面临一定的资金压力等风险因素。

正面:

- 公司保有一定量的黄金矿产资源储备，且铋、钨的矿产资源储备较多，持续经营能力较强。截至 2015 年底，公司保有资源储量金属量：金 121,279 千克、铋 218,935 吨、钨 106,293 吨，其中金金属量同比增长 104.69%，持续经营能力较强。
- 公司拥有核心技术、完整的产业链和独特的产品组合，抗风险能力较强。公司拥有金铋钨共（伴）生矿精细分离选冶的核心技术，已形成勘探、采矿、选矿、冶炼、精练、深加工为一体的完整产业链，形成了独特的金铋钨产品组合。当公司主要产品价格下降时，自产金、精铋、氧化铋等产品毛利率仍保持在较高水平，抗风险能力较强。
- 公司经营现金流表现良好，资产负债率不高，整体偿债能力较强。2014-2015 年公司累计实现经营活动现金净流入 13.21 亿元。截至 2016 年 3 月底，公司资产负债

率为 40.86%，整体偿债能力较强。

关注：

- **黄金等主要产品价格易受市场影响，可能会持续影响公司的盈利能力。**近年受市场等因素影响，公司黄金、锑等主要产品价格下跌，导致公司净利润由 2014 年的 1.63 亿元降至 2015 年的 0.19 亿元，2016 年 1-3 月净利润为-0.09 亿元。
- **公司关联交易规模较大，存在一定的关联交易风险。**2015 年公司与主要关联企业交易金额合计 12.06 亿元，且占同类交易金额的比例仍然处于较高水平，公司存在一定的关联交易风险。
- **公司资本支出规模较大，面临一定的资金压力。**截至 2015 年底，公司主要在建项目计划总投资 9.44 亿元，尚需投资约 4.07 亿元，公司面临一定的资金压力。

主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	578,468.49	574,955.91	579,875.33	521,163.47
所有者权益合计（万元）	342,122.33	342,888.23	341,071.74	349,849.51
有息债务（万元）	176,656.74	166,575.22	141,824.77	108,166.13
资产负债率	40.86%	40.36%	41.18%	32.87%
流动比率	1.03	1.04	1.08	1.69
营业收入（万元）	135,551.57	579,242.34	609,673.46	552,427.46
利润总额（万元）	-1,736.64	2,023.45	19,989.15	30,228.70
综合毛利率	12.63%	13.37%	17.12%	20.10%
总资产回报率	-	1.44%	4.84%	-
EBITDA（万元）	-	31,931.48	52,345.85	-
EBITDA 利息保障倍数	-	4.12	6.98	-
经营活动现金流量净额（万元）	-5,452.51	60,322.28	71,802.99	78,114.04

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2013 年财务报表、2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监许可[2015]1200号文件核准，公司获准发行不超过7亿元（含7亿元）公司债券，本期债券发行规模为3亿元，票面利率为4.50%。

本期债券为3年期，起息日是2015年6月24日。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至2016年4月底，尚未到本期债券首次付息日，公司尚未兑付本息。

本期债券募集资金用途为偿还公司债务和补充流动资金。截至2015年底，本期债券募集资金已按照指定用途使用完毕。

二、发行主体概况

2015年5月，公司名称由“湖南辰州矿业股份有限公司”变更为现名。2015年4月，公司向控股股东湖南黄金集团有限责任公司（以下简称“湖南黄金集团”）发行1.36亿股股份，公司注册资本和实收资本均增至11.32亿元。截至2015年底，公司注册资本和实收资本均为11.32亿元，实际控制人和主营业务均未发生变化，公司控股股东仍然是湖南黄金集团，其持股比例为42.39%，实际控制人仍为湖南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“湖南省国资委”），其持有湖南黄金集团76.74%的股份。截至2015年底，公司前五大股东情况如表1所示。

表1 截至2015年底公司前五大股东情况

股东名称	股东性质	持股比例
湖南黄金集团有限责任公司	国有法人	42.39%
中央汇金资产管理有限责任公司	境内非国有法人	2.21%
五矿有色金属控股有限公司	境内非国有法人	1.30%
深圳杰夫实业集团有限公司	境内非国有法人	1.20%
交通银行股份有限公司—工银瑞信双利债券型证券投资基金	其他	0.88%
合计	-	47.98%

资料来源：公司2015年年度报告

2015年公司纳入财务报表合并范围的一级子公司增加2家，具体情况如表2所示。2015年3月，公司向控股股东湖南黄金集团非公开发行1.36亿股股票和支付现金2.24亿元，从而取得其全资子公司湖南黄金洞矿业有限责任公司（以下简称“黄金洞矿业”）100%

的股权，该次交易的标的资产总价为 14.95 亿元。

表 2 2015 年公司新纳入财务报表合并范围的一级子公司情况（单位：万元）

单位名称	单位简称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
湖南黄金洞矿业有限责任公司	黄金洞矿业	28,880.00	100%	金矿采选	收购
湖南辰州矿业有限责任公司	辰州有限	70,000.00	100%	金、锑、钨开采、冶炼	新设

资料来源：公司 2015 年年度报告，鹏元整理

截至2015年底，公司资产总额57.50亿元，所有者权益合计34.29亿元，资产负债率为40.36%。2015年度公司实现营业收入57.92亿元，利润总额0.20亿元，经营活动现金净流入6.03亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额57.85亿元，所有者权益合计34.21亿元，资产负债率为40.86%。2016年1-3月公司实现营业收入13.56亿元，利润总额-0.17亿元，经营活动现金净流出0.55亿元。

三、运营环境

（一）黄金

随着勘探和开采技术的提高，国内黄金产量持续增长，但国内黄金投资需求有所下降，导致国内黄金销量有所下滑；2015 年国际黄金价格整体呈下跌态势，削弱了黄金生产企业的盈利能力

从供给结构来看，黄金供给主要来源于矿产金、官方售金及再生金，其中矿产金是比较稳定的供应主体。2013-2015 年，全球黄金供应总量从 4,253.10 吨增加至 4,347.70 吨，累计增加 2.22%，其中 2015 年全球供应矿产金 3,220.60 吨、再生金 1,127.00 吨、官方售金-566.20 吨，分别累计增加 7.50%、-10.36%、38.88%。受国际经济形势低迷影响，各国央行基本停止出售黄金，且大部分国家购入黄金以实现外部储备多元化，导致市场减少了一个重要的黄金来源，矿产金在黄金供应体系中的主体地位进一步凸显。

目前，全球拥有 80 多个黄金生产国，其中美洲约占总产量的三分之一，亚太及非洲地区占比接近 30%，主要产金国有中国、南非、美国、澳大利亚和加拿大等。根据美国地质调查局数据，2014 年全球黄金可供开采的储量为 5.6 万吨，其中储量排名前五名的国家分别为澳大利亚（9,100 吨）、俄罗斯（8,000 吨）、南非（6,000 吨）、美国（3,000 吨）和中国（1,900 吨）。随着勘探和开采技术的提高，近年来中国黄金产量不断提高，根据中国黄金协会统计数据，2013-2015 年中国黄金产量从 428.16 吨增至 450.05 吨，累计增长 5.11%，

连续九年位居世界最大产金国。分地区来看，近年我国黄金主产区是山东、河南、江西、内蒙古、云南、湖南、甘肃、福建、湖北、新疆等省（区），其黄金产量占全国黄金总产量的 80% 左右。

黄金需求主要来自三方面：珠宝首饰、工业用金、投资需求。黄金是重要的工业原料和饰品材料，被广泛应用于首饰、电子、航天航空、通讯、化工、医疗等领域。另外，作为最稀有的贵金属之一，黄金具有良好的流通性和保值避险功能，各国将黄金作为外汇储备的重要组成部分。

从需求结构来看，珠宝首饰一直是黄金最大的需求点，2013 年以来，全球珠宝首饰用金占黄金需求总量的比重保持在 58% 左右。工业用金在全球工业经济低迷的环境下，近年需求总量有所减少。2013 年以来，在全球经济持续低迷的环境下，黄金的投资避险、保值增值功能得以保持，黄金投资需求相对稳定。2013-2015 年，全球黄金需求总量由 4,067.70 吨增至 4,193.10 吨，其中珠宝首饰用金由 2,385.90 吨增至 2,397.50 吨，工业用金由 407.70 吨减至 333.80 吨，投资需求用金由 866.30 吨增至 895.70 吨，占全球黄金需求总量的比重由 58.65%、10.02%、21.30% 变化为 57.18%、7.96% 和 21.36%。

从黄金需求的地区分布来看，中国、印度、美国是全球前三大黄金消费国。2015 年，上述三国的黄金需求量占全球黄金总需求量的比重分别为 22.82%、20.61% 和 4.56%。2013-2015 年我国黄金总需求量从 1,176.40 吨减至 985.90 吨。从需求结构来看，目前我国黄金需求以珠宝首饰用金为主，2015 年国内珠宝首饰用金为 721.58 吨，珠宝首饰用金占总需求量的比重由 2013 年的 60.91% 上升至 2015 年的 73.19%。随着国民经济水平的提高，预计未来几年我国珠宝首饰用金量将保持增长趋势。近年来黄金价格持续下跌，黄金的投资避险、保值增值功能有所弱化，我国国民对黄金的投资需求下降明显，2015 年国内投资需求用金为 195.88 吨，投资需求用金占总需求量的比重由 2013 年的 34.07% 下降至 2015 年的 19.87%。

影响黄金价格的因素中，传统的生产与消费因素的影响程度较小，以投资和避险为代表的金融属性需求是近年来决定国际黄金价格走势的主要推动力。参考伦敦黄金市场现货黄金价格，2013 年以来，国际黄金价格总体呈下跌态势。究其原因，我们认为可能包括以下几个方面：（1）美国经济持续改善。由于美元与黄金在各国外汇储备中具有一定的替代性，美国经济改善使得美元走强，各国央行的黄金需求量减少。（2）黄金的战时避险能力有所削弱。目前世界范围内发生大规模战争的机会正逐年减少，战争对于经济的冲击程度逐步弱化，黄金作为“战乱时代”所特有的避险意义被削弱。（3）各国央行推出量化宽松的货币政策。部分发达国家的利率基本为零，投机者以极低的价格融资并炒作黄金等大

大宗商品，使市场呈现繁荣景象；而一旦出现某种不利因素，投机者便大肆抛售黄金，造成黄金价格大幅波动。(4) 发达经济体通胀低于预期。近年美、日、欧等发达经济体通货膨胀水平保持疲软，低于预期，黄金的抗通胀功能弱化。

2016 年初以来，国际黄金价格有所反弹。截至 2016 年 5 月 18 日，伦敦黄金市场现货黄金价格为 1,272.90 美元/盎司，较 2015 年末增长 19.83%。据业内人士估计，该轮上涨行情可能是受世界各国货币不断宽松、竞相贬值，大宗商品企稳攀升以及中东朝鲜地缘冲突加剧等因素影响所致。

2015 年国际黄金价格整体呈下跌态势，削弱了黄金企业的盈利能力。以我国 A 股上市公司为例，2013-2015 年，紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）、山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”）的利润总额分别累计下降 45.60%、42.62%。

图 1 近年伦敦黄金市场现货黄金价格走势（单位：美元/盎司）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

黄金对我国国民经济发展具有重要意义。目前，我国对黄金实行保护性开采政策，且在税收、地质勘查方面给予黄金企业政策支持，对促进中国黄金产业集中度的提高和黄金生产企业的发展起到了良好的助推作用。自从我国黄金市场开放以来，国内黄金企业进行了结构调整和资产重组，加上国家政策的支持，黄金行业的集中度有所提高。目前，我国黄金矿山企业近 700 家，其中规模较大的有中国黄金集团公司、山东黄金集团有限公司、紫金矿业等。根据中国黄金协会数据，2011-2015 年黄金产量排名前 10 位的大型黄金企业矿产金产量占全国矿产金总产量的比例从 25.17% 提高至 44.38%。

（二）铋、钨

铋、钨是我国重要的战略物资，国家对铋矿、钨精矿的生产实行配额制，对每年生产量有严格限定，国土资源部每年下达铋矿、钨精矿总量控制指标，各省市国土资源部门再下达当地的具体控制指标。

中国铋储备及产量居世界首位，行业集中度较高

铋是重要的战略物资，可作为金属或合金的硬化剂，用于耐磨合金、印刷铅字合金及军火工业；同时，铋化物有良好的阻燃性，可应用在各式塑料和防火材料中；另外，铋白是优良的白色颜料，在陶瓷、橡胶、油漆、玻璃、纺织及化工产业中有广泛应用。

根据美国地质调查局数据，中国的铋资源储量相对丰富，2015 年我国铋矿石储量为 95 万吨，占世界储量比重达到 47.50%；近年中国铋矿产量占全球总产量的比重有所下滑，但仍达到 80%左右。从地区分布情况看，我国的铋资源主要分布在湖南、云南、广西、陕西等省份，其中湖南省铋产量占比最高。根据国家统计局数据，2015 年 1-10 月全国铋选矿产品含铋量为 8.83 万吨，同比减少 7.07%，其中湖南省产量为 6.80 万吨，同比减少 6.34%。

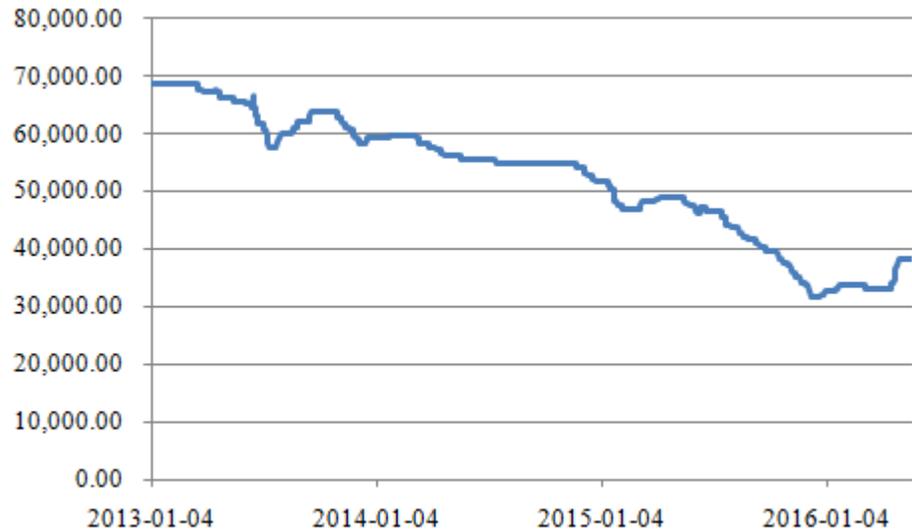
铋品行业集中度较高，从企业分布情况看，全球最大的两个铋品生产企业均在湖南省，分别为锡矿山闪星铋业有限责任公司（以下简称“闪星铋业”）和湖南黄金。闪星铋业是全球最大的铋品生产商和供应商，其铋品的市场占有率约占全国的 30%和全球的 25%；铋采选能力为 55 万吨/年，铋品生产能力为 4 万吨/年；湖南黄金是全球、全国第二大的铋品生产企业，现有 2.95 万吨精铋、3.20 万吨氧化铋的年产能。

受行业产能过剩和市场需求疲软等因素影响，近年铋价呈下跌态势

2009 年 10 月，闪星铋业因事故停产，国内铋矿铋锭供应紧张，促使了铋价的提升，并于 2011 年 5 月达到高峰。随后，由于原先整顿关停的大部分铋矿企业恢复了生产，市场供应能力有所提高，同时国内、国际市场的需求量没有明显提高，导致价格回落，近年由于市场需求疲软等因素影响，铋价整体呈现下跌态势。2013-2015 年长江有色市场 2#铋平均价格由 6.37 万元/吨减至 4.33 万元/吨，累计减少 32.03%。

2016 年初以来，铋产品价格有所反弹。截至 2016 年 5 月 18 日，长江有色市场 2#铋平均价格为 3.80 万元/吨，较 2015 年末增长 16.92%。据业内人士估计，该轮上涨行情可能是受以下两个因素驱动：（1）铋市场供给有所减少，主要体现为：近年国内主要生产商均在主动削减产量；政府关闭了一部分环保不合格的铋矿山；国外低品位铋矿产量也在下降。（2）铋应用范围较广，其中消防用阻燃剂是其重要用途，近年市场需求稳中有升。

图 2 近年长江有色市场 2#铋价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

中国的钨储备和产量均居世界首位，资源主要集中在湖南、江西两省

钨是自然界熔点最高的金属之一，其密度高，导电、导热性能良好，是经济和国防中不可替代的战略物资和基础材料。钨主要用于生产硬质合金、钨铁、钨材及化工产品，下游主要为汽车、航空航天、采矿、石油天然气和电子行业。

钨是不可再生稀缺资源，根据美国地质调查局数据，2013-2015 年全球钨矿储量由 350 万公吨减至 330 万公吨，累计减少 5.71%；主要国家的储量保持不变，其中中国为 190 万公吨，俄罗斯为 25 万公吨，美国为 14 万公吨；中国的钨矿储量占全球储量的比重由 54.28% 增至 57.57%，其中绝大部分集中在湖南、江西两省。2013-2015 年我国的钨矿产量由 6.80 万公吨增至 7.10 万公吨，占全球总产量的比重由 83.53% 降至 81.60%；消费量占比约 30%。

受市场需求疲软等因素影响，近年钨价呈下跌态势

2013 年市场需求低迷，但受国家物资储备局收储预期影响，先涨后跌，2013 年钨精矿均价为 12.69 万元/吨，同比上涨 5.66%。2013 年欧洲仲钨酸铵（APT）价格受国内市场价格的影响，也经历了先涨后跌的过程，而其最高价格出现在年中，达到 417.50 美元/吨度；全年欧洲 APT 均价为 371.92 美元/吨度，同比下跌 3.87%。

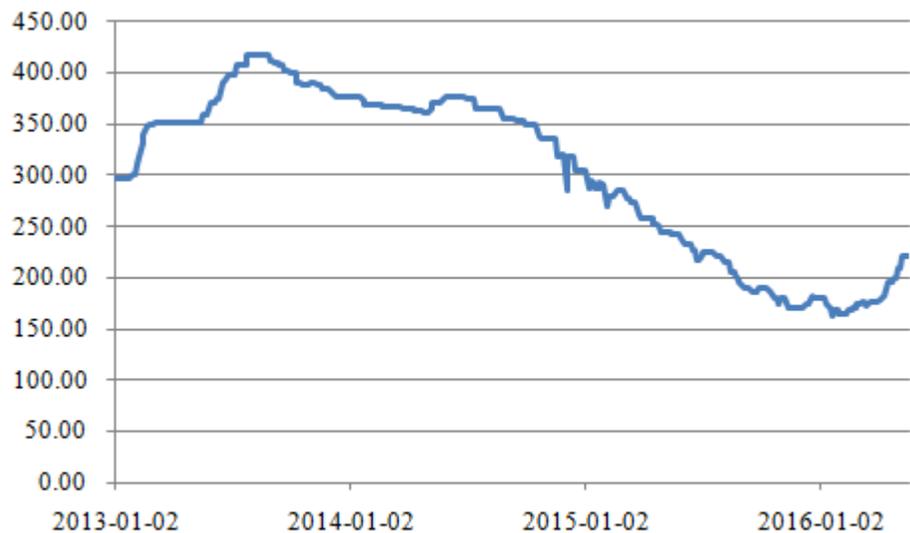
2014 年，由于市场供应充裕、需求持续疲软，且无国家收储举措，国内钨价延续了上年的跌势，持续下探。2014 年国内钨精矿均价为 10.94 万元/吨，同比下跌 13.79%。2014 年欧洲 APT 均价同样延续了上年的跌势，虽然 5、6 月份市场出现触底反弹的迹象，但终因市场需求不振，钨价再度下跌；全年欧洲 APT 均价为 356.60 美元/吨度，同比下跌 4.12%。

2015 年，市场形势仍未改善，国内外钨价继续下跌。2015 年全年国内钨精矿价格和

欧洲 APT 价格分别跌至 7.47 万元/吨、226.39 美元/吨度，分别同比下降 31.71%、36.51%。

2016 年初以来，钨产品价格有所反弹。截至 2016 年 5 月 18 日，欧洲 APT 价格为 220.00 美元/吨度，较 2015 年末增长 22.22%。据业内人士估计，该轮上涨行情可能是受以下三个因素驱动：（1）国内主要钨矿企业减产幅度较大，如中国五矿集团公司下属企业湖南有色金属控股集团有限公司以及公司的减产幅度都较大。（2）钨主要用于硬质合金等军工领域，近年市场需求也是稳中有升。（3）业内预计国家可能在近期实施钨收储计划。

图 3 近年欧洲 APT 价格走势（单位：美元/吨度）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

公司业务按产品可划分为黄金、铋、钨三大板块，其中铋产品包括氧化铋和精铋，钨产品主要为仲钨酸铵。公司其他收入主要来源于开采副产品、铜精矿等产品的销售。

黄金业务包括自产和外购两部分，近年来受外购非标准黄金¹（以下简称“非标金”）再提纯业务规模持续扩大影响，公司营业收入保持在较高水平，2015 年实现营业收入 57.92 亿元，同比减少 4.99%。从收入结构来看，黄金业务是公司的最大收入来源，2015 年黄金业务收入占营业收入的 75.75%。2015 年公司主要产品价格持续下跌，同时，毛利率低的外购黄金业务规模有所扩大，公司综合毛利率下降 3.75 个百分点。近年公司的主要利润来源是黄金和铋品（以精铋和氧化铋为主），黄金业务规模扩大，铋品量价齐跌，导致 2014-2015 年，公司黄金业务毛利润由 5.03 亿元增至 5.09 亿元，占公司毛利润比重由 48.16%

¹我国标准黄金的成色为 AU9999、AU9995、AU999、AU995；规格为 50 克、100 克、1 公斤、3 公斤、12.5 公斤。

增至 65.68%；精铋和氧化铋业务合计毛利润由 3.80 亿元减至 1.95 亿元，占公司毛利润比重由 49.02% 减至 25.22%。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
黄金	438,764.71	11.59%	411,944.22	12.20%
精铋	32,378.66	22.20%	59,924.63	35.29%
氧化铋	64,117.60	19.25%	74,545.07	22.56%
钨产品	14,012.74	7.63%	27,894.98	35.69%
其他	29,968.63	19.94%	35,364.55	17.51%
合计	579,242.34	13.37%	609,673.46	17.12%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

受主要产品价格下跌等因素影响，公司盈利能力有所下滑

公司于 2002 年 4 月获得上海黄金交易所综合类会员资格，所产标准黄金全部通过交易所网上交易平台进行，以交易所当天所报市价进行销售。公司所产标准黄金主要来自于自产金和外购非标金再提纯，其中外购非标金业务的一般经营模式为：供应商先将非标金运抵公司仓库，公司对非标金进行称重、取样、化验，得出其品位后，预付不超过 90% 的货款，再由交易双方确定黄金销售价格和销售时间区间；待非标金加工成标准黄金并上市交易后再结算尾款，最终结算价格为交易双方确认的上海黄金交易所实时销售价格减去一定的下浮价格，一般情况下，下浮价格按照黄金品位在 0.35 元/克-1.00 元/克之间浮动。针对自产金，公司销售部门通过行情分析和价格预判来自行确定销售价格和销售时间区间。2015 年公司实现黄金销量 19.19 吨、黄金销售收入 43.88 亿元，分别同比增长 13.98%、6.51%。由于公司本身自产金规模较稳定，故近年不断增加非标金的采购，加之黄金价格持续下跌，导致 2015 年公司黄金业务毛利率下降 0.61 个百分点。近年公司通过上海黄金交易所黄金现货延期交易和上海期货交易所黄金期货交易等两种方式进行自产金的黄金套期保值业务，在一定程度上规避了黄金价格下跌的风险，锁定自产金业务的利润，同时我们注意到，在黄金价格上涨时，上述操作会降低公司的盈利能力。

2015 年以来，公司为应对铋品价格下跌行情，主动减少了铋品的产销量，导致公司精铋和氧化铋的销售收入合计数减至 9.65 亿元，同比减少 28.24%；精铋业务毛利率、氧化铋业务毛利率分别下降 13.09 个百分点、3.31 个百分点。公司钨产品业务以生产、销售 APT 为主。2015 年，在钨价继续下跌、市场需求疲软等因素影响下，公司钨产品收入减少 49.77%，毛利率降至 7.63%。

总体来看，近年公司主要产品价格下跌，导致其盈利能力有所下滑，2015 年实现净利润 1,865.22 万元，同比减少 88.57%。未来金、铋、钨等主要产品价格的波动对公司的盈

利将产生重大影响。

表 4 近年公司主要产品产销情况

产品	指标	2015 年	2014 年
黄金	产能（千克/年）	30,000	30,000
	产量（千克）	19,647	17,194
	其中：自产金（千克）	4,542	4,389
	销量（千克）	19,188	16,835
	销售均价（元/克）	230	245
铟制品	产能（吨/年）	63,500	63,500
	其中：氧化铟（吨/年）	32,000	32,000
	精铟（吨/年）	29,500	29,500
	产量（吨）	30,794	33,034
	销量（吨）	30,739	32,670
	销售均价（元/吨）	32,341	42,132
仲钨酸铵	产能（标吨/年）	3,000	3,000
	产量（标吨）	1,551	1,933
	销量（标吨）	1,607	2,058
	销售均价（元/标吨）	87,200	135,500

资料来源：公司提供，鹏元整理

为了合理保护钨、铟等战略资源，近年国家推出了包括控制铟钨矿开采总量、设定铟钨出口配额等相关政策，公司拥有精铟、铟制品、钨品出口贸易资格，资质齐全，有效保障了公司铟钨业务的开展。公司的铟、钨产品主要是以销定产，不设代理商，由公司子公司辰州有限的销售部门及子公司常德辰州铟品有限责任公司负责国内销售业务。公司已在全国各重点省份建立了营销网络，主要国内客户为氧化铟生产加工企业、硬质合金生产企业及拥有相关出口配额的企业。公司子公司湖南省中南铟钨工业贸易有限公司（以下简称“中南铟钨”）专门负责进出口业务。公司与铟、钨产品的主要客户合作关系较为稳定，一般采用“款到发货”的结算方式，部分长期客户享有 1 个月的信用期，出口业务均采用信用证结算，收款期为 1-3 个月。受出口配额政策和产品价格下跌等因素影响，2015 年公司实现外销收入 2.62 亿元，同比减少 26.85%。

表 5 公司内外销构成情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
内销	553,047.98	573,863.62
外销	26,194.37	35,809.83
合计	579,242.34	609,673.46

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司的矿产资源主要为金铟钨共（伴）生矿，公司拥有该类共（伴）生矿精细分离选冶的核心技术，以及完整的产业链和独特的产品组合，因此尽管 2015 年主要产品价格下

降，但公司毛利率仍然处于较高水平，抗风险能力较强

公司的矿产资源主要为金锑钨共（伴）生矿，经过多年的研究发展和技术沉淀，公司在金锑钨共（伴）生矿的精细分离、选矿、冶矿方面积累了丰富的经验。采矿方面，公司主要采用空场法和填充法，每个矿井配套了提升运输、通风排水、供气供电等系统；选矿方面，以沃溪矿区为例，主要采取二段一闭路的破碎工艺，实行阶段磨矿、阶段选矿、重浮联合的选别流程，对金、锑、钨三矿进行有效回收。公司在黄金精炼、尾砂回收等方面拥有多项专利及非专利技术，在采矿、选矿、冶炼等环节上对金锑钨进行回收，回收率均达到 90% 以上。2014 年 8 月，公司再次被湖南省科学技术厅、财政厅等部门联合认定为国家高新技术企业。截至 2015 年底，公司已获得发明专利 19 项、实用新型专利 77 项。公司在深部开采方面拥有多项领先技术，目前沃溪矿区的采矿深度已超过 1,000 米。目前，公司已形成金锑钨等矿产品的勘探、采矿、选矿、冶炼、精练、深加工为一体的完整产业链，独特的金锑钨产品组合，增强了公司抵御单一产品价格波动风险的能力。根据公司提供的相关数据，2014-2015 年公司自产金综合成本分别为 119.22 元/克、112.33 元/克，结合相应年份黄金销售均价，我们测算出 2014-2015 年公司自产金毛利率分别为 51.28%、51.14%。由于公司在采矿、选矿等环节同时出产金、锑、钨三类矿产品，有效节约了部分成本，近年公司精锑、氧化锑毛利率也保持在 22.20%、19.25% 以上的较高水平。

总体来看，公司拥有金锑钨共（伴）生矿精细分离选冶的核心技术，以及完整的产业链和独特的产品组合，因此尽管 2015 年主要产品价格下降，但公司毛利率仍然处于较高水平，抗风险能力较强。

公司保有一定量的黄金储备，且锑、钨的矿产资源储备较多，持续经营能力较强

矿产行业对资源依赖程度较高，资源储量对公司持续经营能力和业务发展具有重要意义。公司及下属子公司的矿产资源主要为金锑钨伴生矿、共生矿和多金属矿，分布在湖南怀化、益阳、邵阳、永州等地区。公司系国内十大黄金矿山开发企业之一，也是全球第二大锑矿开发企业。

为了增加资源储备，提高市场竞争力，公司对已控制的矿产资源加大探矿和开采力度，对有潜力的矿山进行收购整合，同时通过贸易方式从国外收购精矿并建立资源基地。截至 2015 年底，公司拥有和控制矿业权 52 个，同比增长 15.56%，其中：探矿权 36 个，勘查面积 573.67 平方公里，分别同比增长 16.13%、0.07%；采矿权 16 个，矿区面积 48.46 平方公里，分别同比增长 14.29%、55.42%。截至 2015 年底，公司保有资源储量金属量：金 121,279 千克、锑 218,935 吨、钨 106,293 吨，其中金金属量同比增长 104.69%，主要系公司收购黄金洞矿业所致。截至 2015 年底，公司已形成年产 30 吨黄金、3.20 万吨氧化锑、

2.95 万吨精铋和 3,000 吨仲钨酸铵的产能。

与国内主要上市黄金生产企业相比，公司黄金储量相对偏小。截至 2015 年底，紫金矿业保有黄金储量 1,261.28 吨，招金矿业股份有限公司拥有 1,119.28 吨的黄金矿产资源和 495.95 吨的可采黄金储量；而公司保有资源储量金金属量仅为 121.28 吨。

公司持续推进矿产资源的勘探和新资源的整合以及现有工程项目的改造，资本支出规模较大，面临一定的资金压力

为了保持市场竞争力，公司持续推进矿产资源的勘探和新资源的整合以及现有工程项目的改造。2015 年，公司完成基本建设投资 3.51 亿元，主要工程包括新龙矿业本部羊皮河尾矿库工程及吴坑里尾矿库加高扩容工程、辰州矿业沃溪坑口技术改造工程、黄金洞矿业采选 1,600t/d 提质扩能工程、大万矿业采选 1,400t/d 提质扩能工程等。

为了进一步提高公司的资源探明储量、开采能力、选矿能力，目前公司在建项目主要集中在探矿、采矿及选矿扩建工程。截至 2015 年底，公司主要在建项目计划总投资 9.44 亿元，累计已投资 5.37 亿元（详见附录五），后续尚需投入约 4.07 亿元。目前公司主要产品价格较低，经营活动现金流预计将会下降，难以满足公司较大的资本支出需求，公司面临一定的资金压力。2014 年 10 月、2016 年 4 月，公司分别发布公告称，计划与银行合作开展黄金租赁业务，以分别获取总金额不超过 8 亿元、12.5 亿元，最长期限均不超过 12 个月的融资额度，以便在一定程度上缓解公司的资金压力。黄金租赁业务是指公司向银行租赁黄金并适时卖出以获得生产经营周转资金，同时约定租赁期限和租赁费用等融资成本，待租赁期满后，归还同等数量、同等品种的黄金并以人民币方式支付黄金租赁费用的业务。公司开展黄金租赁业务主要有三种业务方式：（1）公司在与银行签订黄金租赁业务合约的同时委托银行根据租赁黄金的数量及期限进行相应远期套期保值；（2）租赁的黄金由公司结合外购合质金的情况自行销售，黄金租赁到期后，公司以外购合质金加工所产黄金归还银行；（3）自产金套期保值与黄金租赁组合，当黄金价格达到公司套期保值期望价位时，从银行租赁黄金即时销售，租赁到期后，公司以自产金或同等数额的资金归还银行。2015 年公司开展黄金租赁的数量为 1,870 千克，融资金额为 4.50 亿元；2016 年 1-3 月，公司开展黄金租赁的数量为 800 千克，融资金额为 1.91 亿元。

2016 年，公司拟向不超过 10 名特定对象非公开发行不超过 9,744 万股股票，拟募集资金总额不超过 8 亿元，主要投向黄金洞矿业采选 1,600t/d 提质扩能工程、大万矿业采选 1,400t/d 提质扩能工程、辰州矿业沃溪坑口技术改造工程、辰州铋业替代原火法冶炼矿浆电解新工艺制备精铋项目以及补充流动资金。根据公司公告信息，该次非公开发行股票事项已获得湖南省国资委和公司股东大会审议通过，并获得中国证监会受理。截至目前，公

司和相关中介机构就中国证监会的反馈意见所涉及的问题进行了资料补充和问题回复，暂未收到中国证监会进一步的反馈意见。若本次非公开发行股票事项能顺利推进，则公司资金压力将有所缓解。

公司关联交易规模较大，存在一定的关联交易风险

湖南黄金集团子公司湖南中南黄金冶炼有限公司（以下简称“中南冶炼”）主要从事高砷金精矿和复杂金的冶炼加工，由于目前中南冶炼未取得上海黄金交易所的标准黄金产品交割资质，因而公司收购其生产的非标金，并通过公司精炼加工提纯后，生产出可以在上海黄金交易所交割的标准金锭；公司控股子公司中南锑钨是长期从事进出口业务和国内贸易的企业，中南冶炼通过中南锑钨进口国外优质原料、中南锑钨通过湘金国际投资有限公司（以下简称“湘金国际”，系湖南黄金集团全资子公司）进口国外原料，有利于提高中南锑钨的品牌影响力，上述举措可以实现双方的优势互补和专业化协作，提高公司的规模和影响力。近年公司与中南冶炼、湘金国际的交易规模较大，2015 年其关联交易金额合计 12.06 亿元，占同类交易金额的比例仍然处于较高水平。

表 6 近年公司主要关联交易情况（单位：万元）

关联交易方	关联交易内容	2015 年		2014 年	
		金额	占比	金额	占比
中南冶炼	采购原料	73,422.48	23.43%	75,880.78	27.34%
中南冶炼	销售商品	38,379.47	6.68%	15,898.35	2.80%
中南冶炼	提供劳务	5.66	0.01%	9.81	0.01%
湘金国际	采购原料	8,766.94	6.79%	8,484.82	8.07%
合计	-	120,574.55	-	100,273.76	-

注：占比指占同类交易金额的比例。

资料来源：公司 2015 年年报，鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析是基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表。2015 年公司收购黄金洞矿业属于同一控制下的企业合并，加之公司补交子公司洪江市辰州矿产开发有限责任公司 2013 年以前的增值税 40.82 万元、所得税 321.12 万元，公司基于上述事项对 2014 年财务报表进行追溯调整，故以下分析中引用的 2014 年数据采用 2015 年审计报告期初数，调整前后的具体影响情况如下表所示。公司财务报表均采用新会计准则编制。2015 年，公司纳入财务报表合并范围的一级子公司增加 2 家，具体情况如表 2 所示。

表 7 本次追溯调整事项对 2014 年公司财务报表的影响情况（单位：万元）

项目	调整后	调整前	同比变化
总资产	579,875.33	490,288.56	18.27%
总负债	238,803.59	168,606.71	41.63%
所有者权益	341,071.74	321,681.85	6.03%
营业收入	609,673.46	568,062.29	7.33%
利润总额	19,989.15	14,260.00	40.18%
经营活动现金流量净额	71,802.99	53,572.69	34.03%

资料来源：公司提供，鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模较大，质量较有保障

近年公司资产保持在较大规模，截至2015年底，公司资产总额为57.50亿元；同比下降0.85%。从资产结构来看，公司非流动资产占比较高，以矿业勘探、开采、冶炼等工程相关的固定资产、长期待摊费用和在建工程为主，符合其经营特性。

公司流动资产以货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产为主。2015年末公司货币资金主要是银行存款，其中0.86亿元为各类保证金，流动性受限。2015年末公司应收票据主要为银行承兑汇票，其余额大幅减少，主要系公司加大票据背书使用所致。2015年末应收账款主要是应收客户的货款，其余额有所减少，主要系公司加大货款催收力度所致，其应收对象主要为矿产品深加工企业，较为分散，账龄主要集中于1年以内。

2015年末公司预付款项主要是预付的采购非标金等款项，其余额大幅减少，主要系临近年末外购非标金减少所致。2015年末公司存货以原材料、在产品、产成品为主；2014年以来由于黄金等主要产品价格下降，为控制风险，公司加快出货速度，控制原材料及在产品规模，因而存货规模不断缩减，但由于主要产品市场价格波动较大，公司存货仍面临一定的减值风险。2015年公司计提存货跌价准备1,769.94万元。2015年末公司其他流动资产主要是公司预缴的企业所得税和增值税；随着预缴税款的逐步核缴，2015年末其他流动资产有所减少。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和长期待摊费用构成。2015年末公司固定资产以房屋及建筑物、机器设备为主；在建工程以探矿、采矿、工程改造及相关附属工程为主。近年随着沃溪坑口技改竖井项目工程、安化渣滓溪环境改造工程等项目建设的不断投入，公司固定资产和在建工程合计数持续增长。2015年末公司无形资产主要是采矿权和探矿权；长期待摊费用主要是地质勘探支出和资源补偿费。近年随着公司探

矿投入和业务的开展，公司长期待摊费用逐年增长。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	151,882.28	26.26%	149,277.43	25.96%	188,192.06	32.45%
货币资金	28,224.46	4.88%	26,831.95	4.67%	28,746.59	4.96%
应收票据	10,234.99	1.77%	9,263.07	1.61%	20,445.51	3.53%
应收账款	16,811.05	2.91%	14,910.49	2.59%	19,670.59	3.39%
预付款项	14,441.60	2.50%	15,031.09	2.61%	28,795.64	4.97%
存货	40,612.87	7.02%	44,271.43	7.70%	49,538.25	8.54%
其他流动资产	30,514.00	5.27%	28,951.94	5.04%	31,267.21	5.39%
非流动资产合计	426,586.21	73.74%	425,678.48	74.04%	391,683.27	67.55%
固定资产	210,267.96	36.35%	213,191.45	37.08%	198,385.06	34.21%
在建工程	56,452.08	9.76%	52,209.69	9.08%	52,817.81	9.11%
无形资产	54,703.36	9.46%	55,240.71	9.61%	57,028.22	9.83%
长期待摊费用	85,341.66	14.75%	84,712.71	14.73%	65,276.47	11.26%
资产总计	578,468.49	100.00%	574,955.91	100.00%	579,875.33	100.00%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

资产运营效率

公司经营模式成熟，资产运营效率较为稳定

公司黄金产品在上海黄金交易所交易，并与交易所办理结算手续，账款回收时间较快；公司与铋、钨产品的主要客户合作关系较为稳定，一般采用“款到发货”的结算方式，部分长期客户享有1个月的信用期，出口业务均采用信用证结算，收款期为1-3个月。2015年公司加大了应收款的催收力度，使得公司应收账款周转天数由2014年的21.32天下降至2015年的17.42天，应收账款周转较快。2014年以来，公司黄金等主要产品价格不断下滑，为减少因价格下降而造成的损失，公司加快产品加工速度和出货速度，存货周转天数由2014年的38.56天下降至2015年的33.65天。公司非标金采购一般采用收到货物并确定品位后预付不超过90%的货款，待上市交易后结清尾款；而纯碱、磷酸等其他原材料则实行“零库存”管理，即公司收到货物后，再按照实际使用量结算货款。上述结算方式导致近年公司采购付款期较短，应付账款周转较快。随着应收账款和存货周转速度的加快，2015年公司净营业周期有所缩短，流动资产周转效率也有所提高。

但由于技术改造和地质勘探等支出增加，公司非流动资产不断增加，总资产周转效率略有下降。

整体来看，公司经营模式成熟，资产运营效率较为稳定。

表 9 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	17.42	21.32
存货周转天数	33.65	38.56
应付账款周转天数	-3.97	-7.20
净营业周期	55.04	67.07
流动资产周转天数	104.87	109.95
固定资产周转天数	127.90	110.37
总资产周转天数	358.86	325.07

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2013 年财务报表，鹏元整理

盈利能力

公司收入规模略有下降，且主要产品价格持续下跌，导致公司盈利能力明显削弱

2015年，虽然公司黄金业务规模持续扩大，但锑、钨等产品价量齐跌，导致公司整体收入规模有所下滑。2015年公司实现营业收入57.92亿元，同比下降4.99%。考虑到短期内公司主要产品价格均有所反弹，公司收入规模有望回升。近年金、锑、钨等主要产品价格持续下跌，导致公司净利润由2014年的1.63亿元降至2015年的0.19亿元，公司盈利能力明显削弱。近年公司营业外收入主要来源于重金属治理补助、环境治理补助、地质资源勘探等政府补助，具备一定的可持续性。

由于主要产品价格下跌以及外购非标金比重增加等因素，公司综合毛利率由2014年的17.12%下降为2015年的13.37%。近年公司管理费用占期间费用的近九成，其主要由职工薪酬、技术开发费、办公费、折旧费等构成，其中职工薪酬和技术开发费合计占管理费用的近六成，技术开发费主要是研发费用；公司不断加强各类费用支出控制，使得期间费用率不断下降。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
营业收入	135,551.57	579,242.34	609,673.46
营业利润	-1,881.89	324.48	18,770.03
营业外收入	163.22	3,122.20	1,649.17
利润总额	-1,736.64	2,023.45	19,989.15
净利润	-892.12	1,865.22	16,312.58
综合毛利率	12.63%	13.37%	17.12%
期间费用率	12.48%	12.59%	13.20%

总资产回报率	-	1.44%	4.84%
--------	---	-------	-------

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但公司未来资本支出规模较大，对筹资活动存在一定的依赖性

2015 年，公司主要产品价格继续下跌，公司在降低存货的同时，加大应收款的催收力度和开展黄金租赁业务，使得营运资本仍表现为净流入，2015 年公司实现经营活动现金净流入 6.03 亿元。

投资活动方面，随着沃溪坑口技改竖井项目工程、安化渣滓溪环境改造工程等项目建设的不投入，近年公司投资活动现金流均表现为大额净流出。筹资活动方面，2014-2015 年，伴随公司外部融资的进度，筹资活动现金流分别表现为净流入、净流出。

未来公司仍将持续对探矿、采矿、工程改造项目进行投入，我们预计公司投资活动现金流仍将保持较大规模支出。加之，目前主要产品价格仍较低，公司经营业绩难以完全满足其投资支出，公司对筹资活动仍存在一定的依赖。

表 11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	1,865.22	16,312.58
非付现费用	25,754.98	27,792.37
非经营损益	4,234.49	5,486.25
FFO	31,854.69	49,591.20
营运资本变化	28,467.58	22,211.79
其中：存货减少（减：增加）	3,496.87	8,548.74
经营性应收项目的减少（减：增加）	30,427.13	-5,252.98
经营性应付项目的增加（减：减少）	-5,456.42	18,916.04
经营活动产生的现金流量净额	60,322.28	71,802.99
投资活动产生的现金流量净额	-61,528.76	-81,428.45
筹资活动产生的现金流量净额	-2,939.60	19,549.83
现金及现金等价物净增加额	-3,933.63	9,924.46

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司整体负债水平不高，债务偿还压力不大

2014年以来，伴随着公司发行公司债券置换关联方往来款，公司负债总额有所波动。

加之，随着业务的开展，近年公司所有者权益也有所波动，导致负债与所有者权益比率随之波动。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年
负债总额	236,346.16	232,067.68	238,803.59
所有者权益	342,122.33	342,888.23	341,071.74
负债与所有者权益比率	69.08%	67.68%	70.02%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，截至2015年底，公司流动负债占比较高，流动负债主要由短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、应付账款、应付职工薪酬和其他应付款构成。2015年末公司短期借款主要由信用借款和质押借款构成，均为流动资金借款；应付账款主要是应付供应商货款，应付职工薪酬主要是公司应付职工工资和应交社会保险费，其他应付款主要是代收职工购房款、工程质保金以及关联方往来款，即时偿付压力不大。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债主要是黄金租赁款，其余逐年增长，主要系黄金租赁业务规模扩大所致。公司非流动负债主要是应付债券，即本期债券以及公司2012年发行的5亿元公司债券。截至2016年3月底，公司有息债务为17.67亿元。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	147,781.29	62.53%	143,670.36	61.91%	174,938.31	73.26%
短期借款	68,380.00	28.93%	63,948.85	27.56%	73,026.59	30.58%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	25,466.16	10.77%	19,360.29	8.34%	15,292.90	6.40%
应付账款	12,329.48	5.22%	15,134.58	6.52%	17,628.31	7.38%
应付职工薪酬	18,342.02	7.76%	24,486.83	10.55%	22,831.65	9.56%
其他应付款	10,765.92	4.56%	10,615.92	4.57%	34,726.78	14.54%
非流动负债合计	88,564.86	37.47%	88,397.32	38.09%	63,865.28	26.74%
应付债券	79,715.65	33.73%	79,692.10	34.34%	49,768.22	20.84%
负债总额	236,346.16	100.00%	232,067.68	100.00%	238,803.59	100.00%
其中：有息债务	176,656.74	74.74%	166,575.22	71.78%	141,824.77	59.39%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

近年公司资产负债率保持在41%左右，截至2016年3月底，公司资产负债率为40.86%，整体负债水平不高。近年公司EBITDA利息保障倍数虽有下降但仍保持在较高水平，公司自身经营能够满足借款利息的支付。

总体而言，公司整体负债水平不高，债务偿还压力不大。

表 14 公司偿债能力指标

项目	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	40.86%	40.36%	41.18%
流动比率	1.03	1.04	1.08
速动比率	0.75	0.73	0.79
EBITDA（万元）	-	31,931.48	52,345.85
EBITDA 利息保障倍数	-	4.12	6.98

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，公司持续经营能力较强；公司拥有核心技术、完整的产业链和独特的产品组合，抗风险能力较强；公司经营现金流表现良好，资产负债率不高，整体偿债能力较强。

同时我们注意到，黄金等主要产品价格易受市场影响，可能会持续影响公司的盈利能力；公司关联交易规模较大，存在一定的关联交易风险；公司资本支出规模较大，面临一定的资金压力。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为 **AA+**，本期债券信用等级维持为 **AA+**，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	28,224.46	26,831.95	28,746.59	14,176.14
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,715.14	2,672.52	1,315.83	946.92
应收票据	10,234.99	9,263.07	20,445.51	20,618.76
应收账款	16,811.05	14,910.49	19,670.59	17,233.91
预付款项	14,441.60	15,031.09	28,795.64	23,133.67
其他应收款	9,328.18	7,344.93	8,412.44	11,233.69
存货	40,612.87	44,271.43	49,538.25	58,694.08
其他流动资产	30,514.00	28,951.94	31,267.21	38,184.78
流动资产合计	151,882.28	149,277.43	188,192.06	184,221.96
可供出售金融资产	150.88	150.88	150.88	0.00
长期股权投资	2,516.78	2,558.28	2,806.71	3,248.99
固定资产	210,267.96	213,191.45	198,385.06	175,446.43
在建工程	56,452.08	52,209.69	52,817.81	44,719.55
工程物资	180.11	92.80	265.57	94.40
无形资产	54,703.36	55,240.71	57,028.22	53,337.89
商誉	6,141.85	6,141.85	6,141.85	6,141.85
长期待摊费用	85,341.66	84,712.71	65,276.47	46,779.84
递延所得税资产	10,831.53	11,380.11	8,810.72	7,172.56
非流动资产合计	426,586.21	425,678.48	391,683.27	336,941.52
资产总计	578,468.49	574,955.91	579,875.33	521,163.47
短期借款	68,380.00	63,948.85	73,026.59	53,620.17
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	25,466.16	19,360.29	15,292.90	0.00
应付账款	12,329.48	15,134.58	17,628.31	14,103.04
预收款项	5,189.10	3,521.52	4,725.67	1,025.33
应付职工薪酬	18,342.02	24,486.83	22,831.65	19,648.25
应交税费	1,757.03	1,717.62	2,380.50	3,464.45
应付利息	2,432.18	1,286.30	564.38	615.84
应付股利	24.47	24.47	24.47	24.47
其他应付款	10,765.92	10,615.92	34,726.78	11,996.21
一年内到期的非流动负债	3,094.93	3,573.98	3,737.06	4,819.12
流动负债合计	147,781.29	143,670.36	174,938.31	109,316.88
应付债券	79,715.65	79,692.10	49,768.22	49,726.84
长期应付款	3,712.67	3,712.67	7,444.77	9,277.68

递延所得税负债	19.13	19.13	2.08	8.76
递延收益	5,117.42	4,973.43	6,650.21	2,983.79
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	88,564.86	88,397.32	63,865.28	61,997.08
负债合计	236,346.16	232,067.68	238,803.59	171,313.97
股本	113,186.40	113,186.40	99,626.80	99,626.80
资本公积	56,817.14	56,817.14	70,376.75	91,279.21
专项储备	1,705.00	1,578.78	1,571.09	702.50
盈余公积	26,278.10	26,278.10	25,479.49	23,248.62
未分配利润	140,356.64	141,017.93	138,951.49	128,680.92
归属于母公司所有者权益合计	338,343.29	338,878.36	336,005.62	343,538.05
少数股东权益	3,779.04	4,009.87	5,066.12	6,311.46
所有者权益合计	342,122.33	342,888.23	341,071.74	349,849.51
负债和所有者权益总计	578,468.49	574,955.91	579,875.33	521,163.47

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2013 年财务报表、2016 年第一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	135,551.57	579,242.34	609,673.46	552,427.46
营业收入	135,551.57	579,242.34	609,673.46	552,427.46
二、营业总成本	135,694.27	578,789.44	590,497.02	523,849.00
营业成本	118,426.83	501,789.73	505,285.30	441,380.34
营业税金及附加	418.60	1,934.95	2,593.53	2,674.37
销售费用	711.79	3,769.45	3,398.89	2,946.09
管理费用	14,759.77	63,338.66	70,594.73	68,256.86
财务费用	1,449.95	5,839.23	6,512.61	5,570.43
资产减值损失	-72.67	2,117.41	2,111.95	3,020.90
加：公允价值变动收益	83.32	171.54	-30.92	58.43
投资收益	-1,822.50	-299.97	-375.49	686.18
三、营业利润	-1,881.89	324.48	18,770.03	29,323.07
加：营业外收入	163.22	3,122.20	1,649.17	4,331.05
减：营业外支出	17.97	1,423.23	430.05	3,425.42
四、利润总额	-1,736.64	2,023.45	19,989.15	30,228.70
减：所得税费用	-844.52	158.23	3,676.57	5,800.13
五、净利润	-892.12	1,865.22	16,312.58	24,428.58
减：少数股东损益	-230.83	-999.82	-1,170.21	-1,522.50
归属于母公司所有者的净利润	-661.29	2,865.04	17,482.79	25,951.08

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2013 年财务报表、2016 年第一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	138,373.83	639,885.61	669,340.48	611,904.56
收到其他与经营活动有关的现金	9,107.00	2,613.79	8,956.57	5,253.84
经营活动现金流入小计	147,480.83	642,499.39	678,297.05	617,158.40
购买商品、接受劳务支付的现金	109,675.15	452,387.79	476,526.14	405,232.70
支付给职工以及为职工支付的现金	20,919.04	60,833.57	60,497.41	52,167.91
支付的各项税费	4,025.31	16,458.69	22,402.91	35,448.09
支付其他与经营活动有关的现金	18,313.83	52,497.07	47,067.61	46,195.65
经营活动现金流出小计	152,933.34	582,177.12	606,494.06	539,044.36
经营活动产生的现金流量净额	-5,452.51	60,322.28	71,802.99	78,114.04
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	6,386.04
取得投资收益收到的现金	0.00	3.00	3.00	3.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	25.73	93.49	106.59	286.74
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	444.40	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	1.79	0.00	0.90	0.00
投资活动现金流入小计	27.52	96.49	554.89	6,675.79
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,075.08	60,212.52	81,614.43	72,866.37
投资支付的现金	0.00	1,412.73	368.91	3,028.49
投资活动现金流出小计	4,075.08	61,625.25	81,983.33	75,894.86
投资活动产生的现金流量净额	-4,047.57	-61,528.76	-81,428.45	-69,219.07
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	1,120.30	15,236.77
取得借款收到的现金	35,835.78	225,349.97	208,998.60	126,780.71
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	75,115.68	14,729.86	749.10
筹资活动现金流入小计	35,835.78	300,465.65	224,848.75	142,766.58
偿还债务支付的现金	25,013.85	234,427.71	189,591.55	153,137.36
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	369.35	5,537.09	11,857.48	22,005.54
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	63,440.44	3,849.90	1,140.62
筹资活动现金流出小计	25,383.20	303,405.25	205,298.93	176,283.52
筹资活动产生的现金流量净额	10,452.58	-2,939.60	19,549.83	-33,516.94
汇率变动对现金的影响	0.00	212.45	0.09	-20.98
现金及现金等价物净增加额	952.50	-3,933.63	9,924.46	-24,642.95

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2013 年财务报表、2016 年第一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年
净利润	1,865.22	16,312.58
加：资产减值准备	2,117.41	2,111.95
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	17,203.03	17,088.68
无形资产摊销	2,284.62	2,301.50
长期待摊费用摊销	4,149.92	6,290.25
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-9.88	44.08
固定资产报废损失	397.82	0.00
公允价值变动损失	-171.54	30.92
财务费用	6,270.46	6,676.27
投资损失	299.97	375.49
递延所得税资产减少	-2,569.39	-1,633.83
递延所得税负债增加	17.05	-6.68
存货的减少	3,496.87	8,548.74
经营性应收项目的减少	30,427.13	-5,252.98
经营性应付项目的增加	-5,456.42	18,916.04
经营活动产生的现金流量净额	60,322.28	71,802.99

资料来源：公司 2015 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
综合毛利率	12.63%	13.37%	17.12%	20.10%
期间费用率	12.48%	12.59%	13.20%	13.90%
总资产回报率	-	1.44%	4.84%	-
非付现费用	-	25,754.98	27,792.37	-
非经营损益	-	4,234.49	5,486.25	-
FFO	-	31,854.69	49,591.20	-
负债与所有者权益比率	69.08%	67.68%	70.02%	48.97%
资产负债率	40.86%	40.36%	41.18%	32.87%
流动比率	1.03	1.04	1.08	1.69
速动比率	0.75	0.73	0.79	1.15
EBITDA (万元)	-	31,931.48	52,345.85	-
EBITDA 利息保障倍数	-	4.12	6.98	-

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2013 年财务报表、2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至2015年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资	累计投资	尚需投资	资金来源
安化渣滓溪环境改造工程	10,000.00	9,146.04	853.96	自筹
辰州矿业环境治理工程	10,000.00	6,540.17	3,459.83	自筹
安化渣滓溪石板冲尾矿库工程	10,000.00	8,482.61	1,517.39	自筹
安化渣滓溪开拓及附属工程	6,500.00	6,255.60	244.40	自筹
辰州矿业陶金坪勘察项目开拓工程	9,000.00	5,057.95	3,942.05	自筹
沃溪坑口技改竖井项目工程	20,611.33	7,700.39	12,910.94	自筹
新龙矿业羊皮河尾矿库工程	3,300.00	2,159.19	1,140.81	自筹
湘安钨业大溶矿区井下附属工程	1,500.00	1,185.45	314.55	自筹
新龙矿业横山冲尾矿库工程	5,000.00	1,060.29	3,939.71	自筹
安化渣滓溪冶炼工程	1,500.00	1,144.95	355.05	自筹
新龙矿业古庙冲尾矿库闭库工程	1,200.00	1,040.04	159.96	自筹
隆回金杏井下新副斜井系统工程	800.00	735.88	64.12	自筹
辰州矿业冶炼厂改造工程	1,000.00	983.20	16.80	自筹
安化渣滓溪供水工程	2,500.00	1,681.25	818.75	自筹
大万矿业采选1400t/d提质扩能工程	11,536.35	568.74	10,967.61	自筹
合计	94,447.68	53,741.76	40,705.92	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数(天)	$360 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} - \text{期初预收款项余额} - \text{期末预收款项余额}) / 2 / \text{营业收入}$
	存货周转天数(天)	$360 \times (\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额}) / 2 / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数(天)	$360 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} - \text{期初预付款项余额} - \text{期末预付款项余额}) / 2 / \text{营业成本}$
	净营业周期(天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	流动资产周转天数(天)	$360 \times (\text{期初流动资产总额} + \text{期末流动资产总额}) / 2 / \text{营业收入}$
	固定资产周转天数(天)	$360 \times (\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2 / \text{营业收入}$
	总资产周转天数(天)	$360 \times (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2 / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
现金流	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+固定资产报废损失+公允价值变动损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	营运资本变化	存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加
资本结构及财务安全性	负债与所有者权益比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
	资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+1年内到期的长期有息债务
有息债务	长期有息债务+短期有息债务	

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。