

赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司

公开发行 2017 年公司债券

2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。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证券信用
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第
【538】号 01

增信方式: 黄金采矿权
抵押担保

债券剩余规模: 7 亿元

债券到期日期: 2022 年
02 月 27 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 到期一次还本,
附撰山子金矿采矿权有
效期到期日所在的计息
年度末有条件的投资者
回售选择权、债券存续
期第 3 年末一般投资者
回售选择权

分析师

姓名:
罗力 王贞姬

电话:
010-66216006

邮箱:
luol@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

赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司 公开发行 2017 年公司债券 2017 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	2017 年 6 月 23 日	2017 年 01 月 09 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司(以下简称“赤峰黄金”或“公司”)及其 2017 年 2 月 27 日公开发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2017 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公司黄金资源储量丰富, 未来黄金开采业务发展较有保障, 跟踪期内公司营业收入及利润水平均有所提升以及黄金采矿权抵押有效提升了本期债券信用水平。同时我们也关注到有色金属价格波动对公司盈利水平有较大影响, 公司面临一定客户集中风险、资产流动性一般, 可能存在存货跌价风险, 以及公司有息负债规模进一步攀升, 面临一定短期偿债压力等风险因素。

正面:

- 公司黄金资源储量丰富。截至 2016 年末, 公司 8 个采矿区备案的黄金地质储量合计 605.31 万吨, 剩余可采储量 550.42 万吨, 未来可为公司黄金开采业务发展提供较好保障。
- 跟踪期内公司营业收入及利润水平均有所提升。受黄金价格上涨和有色金属资源回收业务产销量增加影响, 2016 年公司实现营业收入 21.12 亿元, 同比增长 32.74%; 随着营业收入的增加及期间费用率的降低, 2016 年公司实现营业利润 4.23 亿元, 加之政府对公司的补贴款项, 跟踪期内公司实现利润总额 4.32 亿元, 同比增长 36.52%。
- 黄金采矿权抵押有效提升了本期债券信用水平。公司以其合法拥有的 4 宗黄金采矿权为本期债券提供抵押担保, 以 2016 年 9 月 30 日为评估基准日, 该 4 宗黄金

采矿权评估价值合计为 12.05 亿元，抵押资产的抵押倍率为 1.72，有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司主要金属产品市场价格波动对公司盈利水平有较大影响。**2016 年金、银、铅和钯市场价格波动较大，金属价格直接影响公司资源回收成本和销售收入，未来需持续关注公司主要金属产品价格波动对公司盈利水平的影响。
- **公司面临一定客户集中风险。**公司矿产黄金客户仍主要为洛阳紫金银辉黄金冶炼有限公司（以下简称“紫金银辉”），有色金属资源回收利用业务前五名客户销售占比 51.83%，集中度较高。
- **公司资产流动性一般，同时需要关注存货跌价风险。**2016 年公司资产规模有所增加，但仍以存货及厂房、井建设施等资产为主，且 2016 年末账面价值 2.73 亿元的资产使用受限，整体资产流动性一般；此外，考虑到公司产品价格波动较大，需关注存货跌价风险。
- **有息负债规模进一步攀升，公司面临一定短期偿债压力。**截至 2017 年 3 月末，公司有息负债规模为 18.03 亿元，占负债总额的 92.27%，考虑到近两年公司短期偿债能力指标表现较弱，公司未来面临一定短期偿债压力。根据公司 2017 年 6 月 14 日发布的《赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司当年累计新增借款超过上年末净资产的百分之二十公告》，公司 2017 年 5 月末较 2016 年末累计新增借款占上年末净资产的比例为 33.97%，鹏元将密切关注该事项对公司后续经营和财务状况的影响。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	450,725.06	384,460.34	342,981.33	149,188.74
归属于母公司所有者权益（万元）	248,219.07	247,340.46	213,582.15	82,287.98
资产负债率	43.36%	33.88%	36.18%	44.80%
有息债务（万元）	180,333.39	109,826.78	98,301.52	47,905.84
流动比率	1.98	1.32	1.30	0.65
速动比率	1.03	0.56	0.66	0.40
营业收入（万元）	37,186.61	211,210.46	159,115.85	85,158.19
营业利润（万元）	832.49	42,295.48	29,723.82	32,839.20
利润总额（万元）	879.72	43,248.86	31,679.02	32,823.39
综合毛利率	21.49%	34.78%	33.51%	58.16%
总资产回报率	-	12.75%	14.44%	23.86%

EBITDA（万元）	-	62,187.02	50,979.04	44,470.09
EBITDA 利息保障倍数	-	12.54	11.56	18.73
经营活动现金流净额（万元）	-27,508.52	6,758.63	16,872.04	7,312.31

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕2396号文批准，公司于2017年2月27日公开发行7亿元公司债券，票面利率为5.50%，本期债券募集资金全部用于补充流动资金。截至2017年3月31日，本期债券募集资金已使用21,370.10万元，余额48,150.67万元（含利息）。

二、发行主体概况

2016年公司名称、注册资本以及主营业务均未发生变化，法定代表人变更为吕晓兆。2016年3月至4月，公司实际控制人赵美光的一致行动人赵桂香、赵桂媛通过上海证券交易所大宗交易系统减持所持公司股份3,565.96万股，截至2017年4月末，赵美光及其一致行动人赵桂香和赵桂媛合计持有公司21,801.26万股，持股比例为30.57%，赵美光仍为公司实际控制人。

图1 截至2017年4月28日公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司2016年年报

2016年公司纳入合并报表范围的一级子公司及持股比例均未变化，具体情况如下表所示。

表1 截至2016年12月31日公司纳入合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

企业名称	本文简称	注册资本	持股比例	主营业务
赤峰吉隆矿业有限责任公司	吉隆矿业	7,500.00	100%	黄金采选
郴州雄风环保科技有限公司	雄风环保	32,289.00	100%	有色金属资源综合回收利用
安徽广源科技发展有限公司	广源科技	4,477.60	55%	废旧电器电子产品拆解

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司总资产为38.45亿元，归属于母公司的所有者权益为24.73亿元，资产负债率为33.88%。2016年度，公司实现营业收入21.12亿元，利润总额4.32亿元，经营活动产生的现金流量净额0.68亿元。

截至2017年3月31日，公司总资产为45.07亿元，归属于母公司的所有者权益为24.82亿元，资产负债率为43.36%。2017年1-3月，公司实现营业收入3.72亿元，利润总额879.72万

元，经营活动产生的现金流量净额-2.75 亿元。

三、运营环境

2016年投资需求大幅增加刺激黄金总需求量有所提升，国际黄金价格整体呈震荡回升态势，一定程度上提高了黄金生产企业的盈利能力

黄金因其特殊性质，本身具备商品和货币双重属性。2016年我国黄金市场供、需情况较上年分别略有增、减。供给方面，2016年国内累计生产黄金453.49吨，同比增长0.76%，其中，黄金矿产金完成394.88吨，有色副产金完成58.60吨。此外，2016年我国进口原料产金81.96吨，同比增长24.51%，该年全国合计生产黄金535.45吨，同比增长3.79%。整体而言，矿产金仍然是黄金供应的主体。

从供给结构来看，近几年黄金供给主要来源于矿产金及再生金，其中矿产金是比较稳定的供应主体。受国际经济形势低迷影响，各国央行和机构停止出售黄金，且大部分国家购入黄金以实现外部储备多元化，2016年各国央行和机构净买入383.6公吨，连续7年保持净买入，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，2016年占总供应量比重达70.80%。得益于印度尼西亚高品位矿石的开采、苏里南共和国梅里安矿投入生产，2016年世界矿产金产量增长较多。根据世界黄金协会发布数据显示，2016年全球黄金总供应量同比增长5%达到4,570.8公吨，其中矿产金3,236.0公吨、再生金1,308.5公吨、生产商净对冲额26.3公吨，分别同比增长0.09%、17%、95%。

表2 2015-2016年世界黄金供应量及同比变化情况（单位：公吨）

项目	2016年	2015年	同比变动	2016年占比
总供应量	4,570.8	4,363.1	5%	100.00%
其中：矿产金	3,236.0	3,233.0	0.09%	70.80%
再生金	1,308.5	1,116.5	17%	28.63%
生产商净对冲额	26.3	13.5	95%	0.58%

资料来源：世界黄金协会官方网站发布，鹏元整理

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。《中国黄金年鉴2016》显示，截至2015年末全球黄金可供开采的储量为10万吨，其中储量排名前五名的国家分别为南非（31,000吨）、中国（11,563.46吨）、澳大利亚（9,900吨）、俄罗斯（7,000吨）和印度尼西亚（6,000吨）。目前中国已连续十年位居世界最大产金国，根据中国黄金协会统计数据，2016年中国黄金产量453.49吨，同比增长0.76%，其中黄金矿产金完成394.88吨，有色副产金完成58.60吨。

从需求结构来看，近几年黄金需求主要来自珠宝首饰、投资、工业用金及各国央行和机构

需求。根据世界黄金协会发布报告显示，从近5年平均数据来看，珠宝首饰、投资、工业用金及各国央行和机构需求分别占总需求的49%、32%、10%、9%。2016年全球黄金需求达4,308.7公吨，同比增长2%。其中珠宝首饰需求量2,041.6公吨、投资需求量1,561.1公吨、工业用金需求量322.5公吨、各国央行和其他机构需求量383.6公吨，分别同比增长-15%、70%、-3%及-33%。

2016年珠宝首饰需求同比下降15%，主要是由于印度的监管和财政困难、中国疲软的经济状况使得印度及中国这两个最大金饰消费国分别同比下降22%、17%。2016年投资需求同比大幅增长70%，主要得益于中国金条和金币需求量同比增长25%及黄金ETFs的大幅增持。2016年各国央行和其他机构需求同比下降33%，主要系外汇储备压力不断增加所致。

表3 2015-2016年世界黄金需求量及同比变化情况（单位：公吨）

项目	2016年	2015年	同比变动	2016年占比
总需求量	4,308.7	4,215.8	2%	100.00%
其中：珠宝首饰	2,041.6	2,388.6	-15%	47.38%
投资	1,561.1	918.7	70%	36.23%
工业用金	322.5	332.0	-3%	7.48%
各国央行和其他机构	383.6	576.5	-33%	8.90%

资料来源：世界黄金协会官方网站发布，鹏元整理

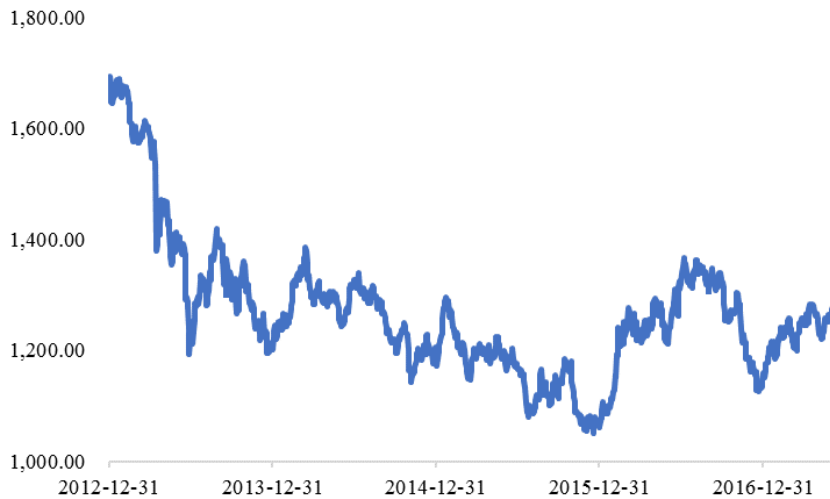
从黄金需求的地区分布来看，中国、印度、美国是全球前三大黄金消费国。2016年，上述三国的黄金需求量占全球比重近50%，其政治、经济及货币走势等将对全球黄金消费产生较重大影响。2016年，中国黄金消费量975.38吨，连续4年成为世界第一黄金消费国，较2015年同比下降6.74%。其中：黄金首饰用金611.17吨，同比下降18.91%；金条用金257.64吨，同比增长28.19%；金币用金31.19吨，同比增长36.80%；工业及其他用金75.38吨，同比增长10.14%。虽然黄金首饰消费因整体消费市场疲弱而出现大幅下滑，但实金投资表现抢眼，金条和金币消费大幅增加，合计增长近30%。

价格走势方面，在独特的货币属性之下，黄金价格的变化走势是市场众多影响因素共同作用、综合博弈的结果。结合2016年主要影响事件，影响黄金价格走势的主要因素有：（1）美元走势，2016年美元持续走强使黄金承压。（2）避险投资，2016年英国脱欧、特朗普当选、意大利公投、朝鲜半岛核问题及地缘政治摩擦加大等不确定性增强为黄金价格提供支撑，同时国际金融市场动荡加剧，经济不确定性增加，凸显出黄金的避险功能，推升黄金价格上涨。（3）通货膨胀，尤其是发达国家通胀率，2016年美国通胀率抬头，利好黄金。（4）经济状况影响供需，2016年全球经济持续低迷，影响黄金需求增长，黄金总供应量略高于总需求量。

总体来说，2016年黄金价格在各方因素综合作用下宽幅震荡。2016年，国际金价以1,062.47美元/盎司开盘，收盘价格为1,152.09美元/盎司，全年均价1,246.14美元/盎司，同比上涨7.78%；

国内上海黄金交易所现货金Au9999年初以222.86元/克开盘，收盘价格为263.90元/克，全年均价266.18元/克，同比上涨13.19%。国际黄金价格整体上涨态势，一定程度提升了黄金企业的盈利能力。

图 2 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，国家不断推进黄金市场国际化进程。2016年，上海黄金交易所全部黄金品种累计成交量共4.87万吨，同比增长42.88%，是全球最大的场内实金交易市场；上海期货交易所黄金期货合约累计成交量共6.95万吨，同比增长37.30%，交易量位居全球前三。2016年4月，上海黄金交易所推出“上海金”定价交易，为全球投资者提供了一个以人民币报价的黄金交易新品种以及黄金投资者避险新工具，进一步完善了人民币黄金市场的价格形成机制，加快推进了中国黄金市场国际化进程。

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，黄金行业的集中度较高。根据中国黄金协会统计数据，2016年，我国大型黄金企业集团黄金成品金产量和矿产金产量分别占全国的49.85%和40.05%，十大黄金集团公司成品金产量、利润已经分别达到全国黄金行业总量约50%和75%左右。

2016年我国资源回收量较2015年有所增加，有色金属价格仍受供求、经济形势等因素影响持续波动

目前我国处于城镇迅速发展时期，但国内矿产资源供给难以满足经济发展需要，而废旧机电设备、电线电缆、汽车、家电和电子产品等废弃物品中，存在大量废弃资源可供再利用，因

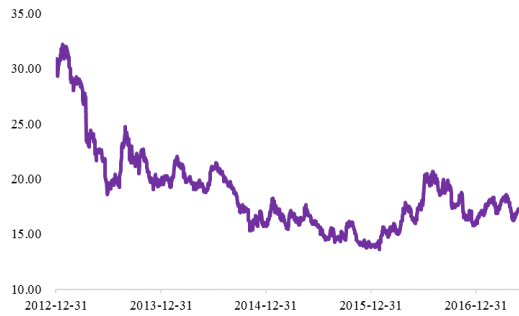
此资源回收利用行业应运而生。废弃资源的利用可以代替部分原生资源，资源回收符合国家减轻环境污染、坚持可持续发展的政策方向，因此资源回收行业有较好的行业前景。

从回收情况看，2016年我国废钢铁、废有色金属、废塑料、废轮胎、废纸、废弃电器电子产品、报废汽车、废旧纺织品、废玻璃、废电池十大类别的再生资源回收总量约为2.56亿吨，同比增长3.7%；其中废电池同比增幅最大，为20%。2016年国内主要废弃有色金属回收量约为937万吨，同比增长6.96%，其中废铜回收量约为179万吨，较2015年减少11万吨；废铝回收量约为443万吨，较2015年增加43万吨；废铅回收量约为165万吨，较2015年增加15万吨；废锌回收量约为150万吨，较2015年增加14万吨。2016年中国进口含铜、含铝、含锌废料共计527.53万吨，同比下降8.53%，进口金额84.21亿美元，其中，进口含铜废料334.79万吨，同比下降8.5%；进口含铝废料191.8万吨，同比下降8.1%；进口含锌废料0.988万吨，同比下降54.5%。整体而言，我国国内回收情况有所增长，进口废弃物回收量有所降低。

从价格上看，近年金属市场价格波动性依旧较强，以银、铅、铋和锡为例，2016年上半年白银现货价格持续增加，白银价格增加主要受英国脱欧和工业用银需求增加影响，下半年美联储释放加息消息后，投资者认为联邦资金利率上升将对美元形成利好，从而使得包含白银在内的系列贵金属价格走低。2016年铅价格波动上涨，主要系2016年1-10月全球铅矿砂产量为371.3万吨，同比下降约7.8%，铅供给紧张带动铅价格上涨所致，2016年末铅价上涨过热趋势被抑制，现货铅价格迅速由11月28日的2,466美元/吨跌落至12月30日的1,985美元/吨。2016年铋价格有小幅波动，但整体趋于稳定。据不完全统计，2016年全球精炼锡产量约为31.95万吨，而精炼锡消费量达到35.04万吨，供需不平衡导致锡价格持续增加；中国精炼锡产量约为15.35万吨，消费量为17.88万吨，也存在供给不满足需求的情况。

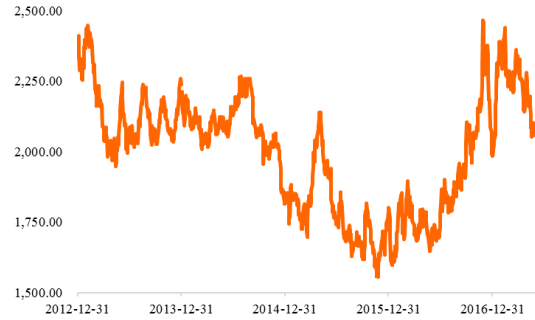
整体来看，2016年我国资源回收量较2015年有小幅增加，有色金属价格仍受供求、经济形势等因素影响持续波动。

图3 近年伦敦现货白银价格走势
(单位: 美元/盎司)



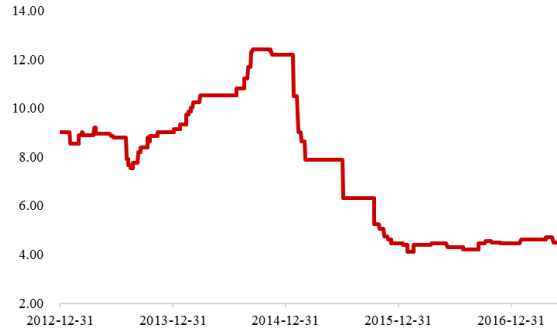
资料来源: wind资讯, 鹏元整理

图4 近年伦敦现货铅价格走势
(单位: 美元/吨)



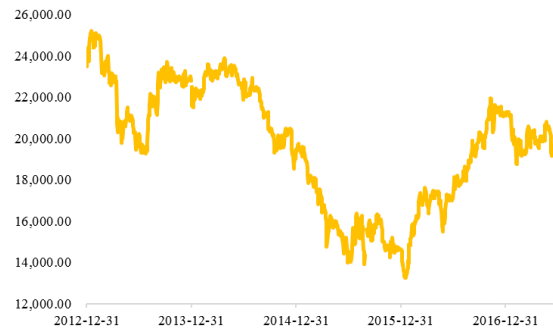
资料来源: wind资讯, 鹏元整理

图5 近年伦敦战略金属市场 99.99%铋价格走势
(单位: 美元/磅)



资料来源: wind资讯, 鹏元整理

图6 近年伦敦现货锡价格走势
(单位: 美元/盎司)



资料来源: wind资讯, 鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内, 公司主营业务仍为黄金采选与销售及资源综合回收利用。2016 年公司主营业务收入水平有所提升, 主要系雄风环保“6 万吨低品位复杂物料稀贵金属清洁高效回收项目”逐渐建成投产, 雄风环保生产规模扩大所致。2016 年公司实现营业收入 21.12 亿元, 同比增长 32.74%, 其中资源综合回收利用收入 12.58 亿元, 同比增长 44.23%; 采矿业收入 7.91 亿元, 同比增长 10.13%。得益于资源综合回收利用业务原材料成本降低及黄金均价提高, 2016 年公司资源综合回收利用业务毛利率和采矿业务毛利率较上年分别提高 3.20 和 6.35 个百分点, 推动公司综合毛利率增长 1.27 个百分点。公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
资源综合回收利用	125,758.76	20.80%	87,191.89	17.60%
采矿业	79,093.08	59.15%	71,821.00	52.80%
主营业务合计	204,851.84	35.60%	159,012.89	33.50%
其他业务	6,358.63	8.31%	102.96	43.65%
合计	211,210.46	34.78%	159,115.85	33.51%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司黄金资源储量丰富，跟踪期内公司金原矿开采能力有所提升，但黄金产量有所下降；得益于黄金价格回升及产出比提高，公司矿产黄金收入及其盈利能力均有所提高，考虑到黄金价格变动直接影响公司黄金销售收入，未来需关注黄金价格波动风险

跟踪期内公司黄金采选业务仍主要由吉隆矿业、华泰矿业和五龙黄金三家子公司负责运营，截至2016年末，公司拥有8宗采矿权和8宗¹探矿权，已提交国土资源管理部门评审备案的黄金资源储量约55.75吨。截至2016年末，公司8个采矿区备案的地质储量合计达到605.31万吨，剩余可采储量合计达到550.42万吨，公司矿产资源储量较丰富，具体明细如下表所示。

表5 截至2016年末公司主要黄金矿产资源情况（单位：年、万吨/年）

项目	矿区名称	所属子公司	平均品位（克/吨）	地质储量（万吨）	剩余可采储量（万吨）	可采年限	核定生产能力
采矿权	撰山子矿区	吉隆矿业	14.71	60.90	35.96	3.00	12.00
采矿权	五龙黄金采矿权	五龙黄金	6.85	218.25 ²	218.25	21.83	10.00
采矿权	红花沟一采区	华泰矿业	7.27	128.33	114.27	29.38	3.89
采矿权	莲花山五采区	华泰矿业	9.49	37.75	21.86	7.29	3.00
采矿权	莲花山 3、7 号脉	华泰矿业	11.46	41.76	41.76	13.92	3.00
采矿权	红花沟 86 号脉	华泰矿业	5.28	40.14	40.14	13.38	3.00
采矿权	莲花山 26 号脉	华泰矿业	9.11	34.82	34.82	11.61	3.00
采矿权	彭家沟矿区	华泰矿业	5.79	43.36	43.36	14.45	3.00
探矿权	撰山子金矿外围勘探	吉隆矿业	12.63	45.36	45.36	-	-
探矿权	里滚子金矿详查	五龙黄金	5.77	22.16	22.16	-	-

资料来源：公司提供

得益于华泰矿业产能提升6万吨/年，2016年公司金原矿开采产能为40.89万吨/年，较2015年有所增加。华泰矿业产能增加主要系2016年华泰矿业新取得红花沟86号脉和彭家沟矿区两项采

¹ 华泰矿业于 2016 年初取得 6 宗采矿权，目前均处于普查阶段，未编制地质储量报告进行评审备案。

² 2017 年 5 月，辽宁省国土资源厅对《辽宁省丹东市五龙金矿资源储量核实报告》评审意见书予以备案，出具了评审备案证明。截至 2016 年末，五龙黄金保有资源储量 2,182.548kt，金属量 14,947.90kg，平均品位 6.85g/t。

矿权³，生产规模均为3万吨/年。吉隆矿业和五龙黄金的产能均无变化，分别为12万吨/年和10万吨/年。

2016年公司金原矿总产量49.68万吨，同比下降2.80%，其中华泰矿业产量下降33.11%，主要系2016年华泰矿业重点加强一类掘进工程，而矿体掘进工程中的危岩及附产矿石比重较大，导致出矿量及出矿品位降低所致。吉隆矿业和五龙黄金产量较2015年分别有所增、减，主要系公司每年根据黄金价格、子公司矿品位情况，制定、调整生产计划，故每年产出矿量有所波动。

因跟踪期内华泰矿业产能增加但产量减少，故其产能利用率为27.17%，相对较低。吉隆矿业和五龙黄金⁴产能利用率保持在100%以上的水平。

表6 公司金原矿开采情况（单位：吨/年、吨）

矿区名称	2016年		2015年	
	产能	产量	产能	产量
吉隆矿业	120,000.00	178,796.00	120,000.00	157,358.00
华泰矿业	188,900.00	51,331.34	128,900.00	76,736.00
五龙黄金	100,000.00	266,673.81	100,000.00	277,027.00
合计	408,900.00	496,801.15	348,900.00	511,121.00

资料来源：公司提供

2016年公司金原矿选冶能力较2015年没有变化，但受金原矿开采产量下滑影响，2016年公司金原矿入选量和黄金产量分别为47.20万吨和2,867.62千克，同比分别下降9.22%和7.37%。除金原矿产量外，公司黄金产出量还取决于当年所开采矿石的品位。2016年拥有较高矿石品位的吉隆矿业金原矿产量增加，推动公司整体黄金产出比小幅增长，当年公司黄金产出比为6.08克/吨，较上年增加0.13克/吨。

表7 公司金原矿选冶情况

项目	2016年	2015年
选冶能力（吨/年）	495,000.00	495,000.00
入选量（吨）	472,013.60	519,935.89
黄金产量（克）	2,867,617.84	3,095,803.89
产出比（克/吨）	6.08	5.95

资料来源：公司提供

销售方面，公司矿产黄金主要销售客户仍为上海黄金交易所会员紫金银辉。跟踪期内，公司黄金销售模式没有变化，紫金银辉将公司生产的黄金产品运抵其仓库，对非标准金锭或金精矿粉进行称重、取样、化验，确定品位后，将其加工为标准黄金，再全部通过交易所网上交易

³ 两项采矿权的发证日期为2015年11月17日，公司于2016年获得实际采矿权。

⁴ 根据采矿许可证，五龙黄金生产规模为10万吨/年，但随着近年开拓工程的实施，五龙黄金产能超过25万吨/年。公司已向国土资源部门申请变更采矿证的生产规模，截至本报告出具日，相关事宜仍在办理过程中。

平台进行交易，以交易所当天所报市价进行销售，具体销售价格和销售时间，由公司销售部门根据行情和价格预判自行确定。

公司矿产黄金产销率保持在100%，得益于黄金市场价格回升，2016年公司黄金平均售价为272.95元/克，同比增长19.03%。虽然公司黄金产量有所下降，但黄金平均售价的提升推动公司矿产黄金收入仍有所增加。2016年公司矿产黄金销售收入7.83亿元，同比增长10.25%；毛利率为59.41%，较上年增加6.61个百分点，毛利率提高主要系黄金价格上涨及产出比提高所致。考虑到黄金价格变动直接影响公司黄金销售收入，未来需关注黄金价格波动风险。

表8 公司矿产黄金产销情况

项目	2016年	2015年
产量（克）	2,867,617.84	3,095,803.89
销量（克）	2,867,617.84	3,095,803.89
产销率	100%	100%
平均售价（元/克）	272.95	229.32
收入（万元）	78,270.55	70,992.97
毛利率	59.41%	52.80%

资料来源：公司提供

资源回收业务规模扩大推动该业务收入增长，得益于主要金属产品价格提升，公司资源回收业务盈利能力有所提升，未来需关注有色金属价格波动对公司收益的影响

公司资源综合回收利用业务分为有色金属资源综合回收利用与废弃电器电子产品处理，其中子公司雄风环保从事有色金属资源综合回收利用，子公司广源科技从事废弃电器电子产品拆解。随着业务规模扩张，2016年公司实现资源综合回收利用收入12.58亿元，同比增长44.23%，其中雄风环保实现营业收入12.14亿元。雄风环保收入及毛利率情况如下表所示。

表9 2015-2016年雄风环保业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
银	67,410.78	19.31%	38,655.84	15.79%
铋	6,926.72	19.99%	9,714.31	11.59%
钨	4,087.93	18.50%	9,590.99	14.03%
铅	12,182.63	18.04%	6,688.56	16.07%
冶炼金	5,761.27	23.07%	5,081.97	16.81%
海绵铜	3,242.40	33.16%	4,940.02	2.16%
铜（含铜96%以上）	0.00	-	2,055.54	46.88%
铟	453.04	23.30%	1,734.78	3.91%
铟	4,267.11	13.37%	1,733.55	17.17%
锡	4,802.57	34.45%	474.46	22.38%

氯化钼	6.84	-8.86%	175.38	14.08%
氧化铋	0.51	-102.01%	4.92	-26.36%
粗铅	5,970.79	12.53%	177.31	7.71%
玻璃	0.00	-	308.88	20.63%
其他贵金属	6,321.71	8.37%	-	-
其他	-	-	1,398.30	100.00%
合计	121,434.30	19.24%	82,734.81	16.37%

资料来源：公司提供

随着雄风环保“6万吨低品位复杂物料稀贵金属清洁高效回收项目”逐渐建成投产，雄风环保生产规模有所扩大，2016年金属银和铅的产能同比分别增加52.48%和150%，随着产能释放，银和铅的产量同比分别增长49.60%和110.86%。随着金属锡大规模投产，2016年公司锡产量大幅提升，产能利用率增至93.79%，较2015年增加64.8个百分点。

表10 2015-2016年公司有色金属资源综合回收利用业务主要产品生产情况

产品	项目	2016年	2015年
银	产能（千克/年）	215,000.00	141,000.00
	产量（千克）	209,923.08	140,323.00
	产能利用率	97.63%	99.52%
铅	产能（吨/年）	17,000.00	6,800.00
	产量（吨）	14,239.71	6,753.00
	产能利用率	83.76%	99.31%
铋	产能（吨/年）	1,600.00	1,600.00
	产量（吨）	1,396.57	1,551.00
	产能利用率	87.28%	96.93%
锡	产能（吨）	1,200.00	1,200.00
	产量（吨/年）	1,125.50	347.90
	产能利用率	93.79%	28.99%

资料来源：公司提供

产品销售方面，雄风环保主要产品是各类金属锭，为标准化产品，具有公开市场报价。其产品销售价格一般参考上海有色金属网公布的当日金属现货价格，如产品金属含量低于上海有色金属网公布的标准产品金属含量，则产品价格当日标准产品的价格基础上下浮一定比例，最终与客户协商确定。公司主要有色金属销量随产量增减而变动，2016年公司主要金属产品中，除金属铋产量减少导致销量减少外，其余金属如银、铅和锡，销量均有所提升。

表11 2015-2016年公司有色金属资源综合回收利用业务主要产品销售情况

产品	项目	2016年	2015年
银	销量（公斤）	213,394.03	133,478.20
	销售均价（元/公斤）	3,158.98	2,945.80

	产销率	100%	95.12%
铅	销量(吨)	10,576.18	6,753.04
	销售均价(元/吨)	11,518.94	11,677.71
	产销率	74.27%	86.27%
铋	销量(吨)	1,346.29	1,420.37
	销售均价(元/吨)	51,450.09	69,569.33
	产销率	96.41%	91.58%
锡	销量(吨)	1,152.92	118.42
	销售均价(元/吨)	41,655.57	40,065.63
	产销率	100%	34.04%

资料来源：公司提供

销售结算方面，对于大多数客户，雄风环保采取全额预收、先款后货的结算方式，对于极少数信用程度较好的长期客户，雄风环保允许客户预付一定比例的货款，客户待收货后再支付尾款。雄风环保大部分客户为各类有色金属贸易公司及有色金属加工企业，其生产的各类金属锭经进一步提纯或加工处理后应用于终端消费市场。2016年雄风环保前五大客户销售收入占其营业收入的比重为51.83%，较2015年降低16.56个百分点，客户集中度虽有所下降，但仍处于较高水平。

表12 2015-2016年公司有色金属资源综合利用业务前五名客户情况（单位：万元）

时间	客户名称	销售收入	销售占比
2016年	永兴县富兴贵金属有限责任公司	24,059.73	19.81%
	永兴县瑞琦金属材料有限公司	15,098.50	12.43%
	永兴县红树叶金属矿产贸易有限公司	9,485.44	7.81%
	湖南金旺铋业股份有限公司	9,004.29	7.41%
	郴州铭华金属矿产工贸有限公司	5,291.71	4.36%
	合计	62,939.67	51.83%
2015年	永兴县瑞琦金属材料有限公司	19,170.43	23.17%
	永兴县红树叶金属矿产贸易有限公司	10,324.34	12.48%
	永兴县鹏洋银铅有限责任公司	9,967.60	12.05%
	永兴县富兴贵金属有限责任公司	9,710.57	11.74%
	广东银海有色金属渣业集团有限公司	7,412.68	8.96%
	合计	56,585.62	68.39%

资料来源：公司提供

原材料采购方面，雄风环保生产所需的主要原材料为含有铋、银、金、钯、铅等有色金属成分的有色金属冶炼废渣，具体包括阳极泥、银渣料、铋物料、铜物料和含钯废淬渣等；生产辅料包括煤油、烧碱、焦炭、盐酸、铁粉等。雄风环保采购计划主要根据生产计划制定，生产部门判断原料的可回收性及回收价值，业务部根据成本及金属现货报价，与供应商开展商务谈

判，确定原料价格。

受原材料中有价金属含量及终端产品价格影响，2016年有色金属采购单价较2015年有较大变动，其中原材料阳极泥采购单价为14,376.05元/吨，同比减少59.37%；银渣料采购单价25,372.77元/吨，同比增加47.77%。此外，为满足生产需要，2016年公司新增对烟灰、湿法泥、铅渣和粗银等原料的采购，资源回收总成本也随之增加，2016年主要原料采购金额合计10.26亿元，同比增长80.37%。此外，2016年公司实现其他业务收入0.64亿元，主要为雄风环保原材料销售收入，因雄风环保考虑其购买的阳极泥、矿渣等部分原材料加工周期较长，且存在资金占用利息及一定金属价格波动风险，故选择将此类原材料直接对外销售。

表13 2015-2016年公司有色金属资源综合回收利用业务主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨、万元）

原材料名称	2016年			2015年		
	采购量	采购单价	采购金额	采购量	采购单价	采购金额
阳极泥	23,630.46	14,376.05	33,971.27	8,110.00	35,384.29	28,696.66
银渣料	7,325.84	25,372.77	18,587.69	5,079.00	17,170.68	8,720.99
铜物料	55.56	65,744.62	365.28	1,045.00	70,289.15	7,345.22
含钯废淬渣	-	-	-	211.00	401,595.79	8,473.67
铋物料	776.11	25,560.68	1,983.79	1,108.00	33,096.10	3,667.05
烟灰	2,387.46	12,258.41	2,926.65	-	-	-
湿法泥	2,978.00	5,555.56	1,654.44	-	-	-
铅渣	8,535.43	14,975.90	12,782.57	-	-	-
粗银	91.14	3,331.86	30,367.14	-	-	-
合计	-	-	102,638.83	-	-	56,903.58

资料来源：公司提供，鹏元整理

从公司原料主要供应商来看，2016年雄风环保前五大供应商有所变化，主要系随着雄风环保生产能力增加，为保证原材料供应，公司增加与省外供应商的合作，使得原有供应商结构有所调整。2016年公司对前五大供应商原料采购占比为42.33%，较2015年降低22.04个百分点，供应商集中度有所下降。

表14 2015-2016年公司有色金属资源综合回收利用业务前五名供应商情况（单位：万元）

时间	供应商名称	采购金额	采购占比
2016年	永兴银都实业有限公司	24,677.07	18.50%
	永兴县荣善金属贸易有限公司	8,896.65	6.67%
	陕西东岭冶炼有限公司	8,852.52	6.64%
	海城诚信有色金属有限公司	7,247.30	5.43%
	永兴县驰明金属材料贸易有限公司	6,800.92	5.09%
	合计	56,474.46	42.33%

2015年	永兴银都实业有限公司	19,059.48	23.68%
	永兴县荣善金属贸易有限公司	12,016.62	14.93%
	永兴县驰明金属材料贸易有限公司	11,453.40	14.23%
	郴州钊涛化工有限公司	5,765.71	7.16%
	永兴县富兴贵金属有限责任公司	3,512.85	4.36%
	合计	51,808.04	64.37%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年公司主要有色金属销售收入受销量影响有所增减，但整体毛利率均有所提高，如银、铅和铋产品毛利率较2015年分别提高3.52、1.97和8.40个百分点，其中银毛利率增加主要系2016年银售价提高，从而扩大了利润空间；铋因材料成本和人工成本下降使得整体成本降幅超过售价降幅，从而实现盈利能力提高。2016年银、铅和铋市场价格波动较大，有色金属价格直接影响公司资源回收成本和再生金属销售价格，未来需持续关注有色金属价格波动对公司盈利水平的影响。

此外，子公司广源科技从事废弃电器电子产品处理业务，目前处理产品类别主要为电视机、微型计算机、空调、洗衣机及电冰箱等，年处理能力110万台。2016年度，广源科技处理各类废弃电器电子产品106.52万台，实现营业收入1.06亿元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告及未经审计的2017年1季度财务报表，其中2015年数据为2016年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。截至2016年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司仍为3家。

资产结构与质量

公司资产有所增长，但仍以非流动资产为主，且部分资产用于抵押，资产流动性一般；同时仍需关注存货跌价风险

随着利润累积及融资扩大，截至2016年末公司资产总额38.45亿元，同比增长12.09%，其中非流动资产占比62.01%。因本期债券成功发行，2017年3月末，公司资产总额增加至45.07亿元。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元、%）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	59,437.46	13.19	25,467.31	6.62	43,038.24	12.55
预付款项	4,806.36	1.07	7,036.98	1.83	6,819.38	1.99
其他应收款	24,918.64	5.53	14,780.10	3.84	7,256.21	2.12
存货	100,085.88	22.21	84,518.25	21.98	66,459.26	19.38
其他流动资产	4,774.37	1.06	11,171.65	2.91	6,641.75	1.94
流动资产合计	207,998.96	46.15	146,048.73	37.99	134,568.78	39.24
固定资产	106,420.71	23.61	107,554.42	27.98	83,094.99	24.23
在建工程	26,552.36	5.89	25,211.07	6.56	14,679.52	4.28
无形资产	34,156.40	7.58	33,477.79	8.71	41,092.73	11.98
商誉	48,338.51	10.72	48,338.51	12.57	48,338.51	14.09
长期待摊费用	12,152.97	2.70	12,161.65	3.16	12,262.42	3.58
非流动资产合计	242,726.10	53.85	238,411.61	62.01	208,412.55	60.76
资产总计	450,725.06	100.00	384,460.34	100.00	342,981.33	100.00

资料来源：公司 2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2016 年末，公司货币资金为 2.55 亿元，同比降低 40.83%，货币资金主要用于购建固定资产和对外投资，其中 0.11 亿元作为承兑汇票保证金使用受限。2017 年 3 月末，公司货币资金增加至 5.94 亿元，主要系收到本期债券募集资金所致。公司预付款项主要为预付原材料采购款，2017 年 3 月末，公司预付款项合计 0.48 亿元。

公司其他应收款主要为应收中华人民共和国环境保护部的环保补贴款和国元期货有限公司的黄金套期保值保证金，2016 年末公司其他应收款账面价值 1.48 亿元，同比增长 103.69%，主要系应收环保补贴增加所致；其中应收中华人民共和国环境保护部环保补贴 1.09 亿元，占期末其他应收款的 73.89%。考虑到应收对象为国家政府部门，未来公司其他应收款回收风险不大，但回款时间尚不确定。随着黄金套期保值保证金及应收环保补贴款增加，2017 年 3 月末公司其他应收款账面价值进一步增加至 2.49 亿元。

随着业务规模扩大，公司存货中原材料和在产品增加，2016 年末公司存货账面价值 8.45 亿元，同比增长 27.17%，其中原材料账面价值 4.78 亿元、在产品账面价值 1.59 亿元。2017 年 3 月末公司存货账面价值 10.01 亿元，主要系雄风环保为防控原材料价格上涨而增加存货储备所致。考虑到公司产品价格波动较大，未来需关注存货跌价风险。公司其他流动资产主要系衍生工具（套保合约）和理财产品，2016 年末公司其他流动资产账面价值较期初增加 0.45 亿元，主要系套保合约增加所致。随着广源科技理财产品到期收回，2017 年 3 月末公司其他流动资产减少至 0.48 亿元。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产、商誉和长期待摊费用构成。因雄风环保在建工程及矿山子公司井巷工程转入固定资产，2016年公司固定资产10.76亿元，同比增长29.44%。随着低品位项目一期、新选厂和27号脉一类掘进等新工程的开工及前期工程项目的推进，2016年公司在建工程账面价值增加至2.52亿元。2016年末公司无形资产账面价值3.35亿元，主要包括采矿权和土地使用权，其中账面价值183.80万元的华泰矿业采矿权及0.32亿元的土地使用权用于抵押。2016年末公司商誉仍为4.83亿元；长期待摊费用为1.22亿元，主要为勘探费。

整体来看，跟踪期内公司资产规模有所增加，但仍以存货及厂房、井建设施等资产为主，且2016年末账面价值2.73亿元的资产使用受限，整体资产流动性一般；此外，考虑到公司产品价格波动较大，需关注存货跌价风险。

资产运营效率

公司资金周转压力加大，资产运营效率有所下降

2016年公司应收账款周转天数略有增加。生产规模的扩大使得公司原材料和在产品有所增加，2016年公司存货周转效率下降，存货周转天数较2015年增加60.86天。2016年公司对上游客户资金占用减少，应付账款周转天数较2015年减少2.13天。整体来看，公司存货周转效率的降低导致净营业周期延长，2016年公司净营业周期198.15天，较2015年增加64.39天，资金周转压力加大。同时公司资产周转效率也出现一定下降，2016年公司流动资产、固定资产及总资产周转天数同比分别增加47.19天、4.05天和63.18天。

表 16 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	6.33	4.93
存货周转天数	197.29	136.43
应付账款周转天数	5.47	7.60
净营业周期	198.15	133.76
流动资产周转天数	239.15	191.96
固定资产周转天数	162.48	158.43
总资产周转天数	619.95	556.77

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

黄金价格上涨和有色金属资源回收业务产销量增加使得公司营业收入有所增长，主要金属产品价格的提升推动了公司毛利率的增加，未来需关注公司产品价格波动对其收入及盈利能力

产生的影响

受黄金价格上涨和有色金属资源回收业务产销量增加影响，2016年公司实现营业收入21.12亿元，同比增长32.74%，其中资源综合回收利用和采矿业务营业收入同比分别增长44.23%和10.13%。得益于主要金属产品价格提高，公司资源综合回收利用业务毛利率和采矿业务毛利率分别为20.80%和59.15%，较上年分别提高3.20和6.35个百分点，盈利能力有一定提升。2016年公司收入规模和资产规模均有所增加，因收入增长较多，2016年公司综合毛利率为34.78%，较2015年提高1.27个百分点。

随着业务扩张，公司销售费用和管理费用均有所增加，但因营业收入增幅较高，加之财务费用有所下降，2016年公司期间费用率较2015年降低4.28个百分点至12.48%。

2016年公司公允价值变动收益和投资收益分别为-1.11亿元和0.82亿元，其中公允价值变动收益较2015年减少1.48亿元，降幅为408.75%，主要系黄金租赁公允价值变动所致；而公司投资收益主要来源于出售租赁黄金确认的投资收益。

随着营业收入增加、毛利率提升以及期间费用率的降低，2016年公司实现营业利润4.23亿元，实现利润总额4.32亿元，利润总额较营业利润增加部分主要系公司获得的政府补助0.17亿元。因公司总资产规模增长较快，2016年公司总资产回报率略有下降，为12.75%。

整体来看，黄金价格上涨和有色金属资源回收业务产销量增加使得公司营业收入有所增长，而主要金属产品价格提升推动公司毛利率的增加，但因总资产规模增长较快，2016年公司总资产回报率略有下降，考虑到公司收入及盈利能力与其产品价格有较高的正相关性，故未来需关注金属产品价格波动对公司收入及盈利能力产生的影响。

表17 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入	37,186.61	211,210.46	159,115.85
公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)	-2,759.06	-11,143.75	3,609.36
投资收益	1,502.86	8,164.42	-807.23
营业利润	832.49	42,295.48	29,723.82
利润总额	879.72	43,248.86	31,679.02
净利润	955.52	33,712.14	23,674.03
综合毛利率	21.49%	34.78%	33.51%
期间费用率	13.34%	12.48%	16.76%
总资产回报率	-	12.75%	14.44%

资料来源：公司2016年审计报告和未经审计的2017年1季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营现金流有所弱化，投资净支出规模较大，后续扩产能将继续加大公司投资支出

2016 年公司实现净利润 3.37 亿元，同比增长 42.40%，非付现费用及非经营损益亦有所增加，剔除其影响后，2016 年公司 FFO 为 5.37 亿元，同比增长 33.75%，主营业务获现能力提升；但存货及经营性应收项目增加、经营性应付项目减少等加大了对营运资本的占用；受此影响，公司经营现金流有所弱化，2016 年公司经营活动现金净流入 0.68 亿元，同比下降 59.94%。

投资活动方面，2016 年公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出主要用于雄风环保新厂区在建项目、黄金矿山企业新建及技改工程，2016 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金共 3.28 亿元，考虑到雄风环保低品位回收项目设计产能计划由 6 万吨增加至 13 万吨，预计后续投资支出仍会增加。此外，公司投资分宜长信汇智资产管理合伙企业（有限合伙）支付现金 0.50 亿元，2016 年公司投资活动现金净流出 3.77 亿元。

筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入主要系借款收到的现金 0.95 亿元以及黄金租赁融资收到的现金 9.33 亿元；筹资活动现金流出主要系偿付债务本息支付 3.00 亿元，以及融资性黄金租赁的租赁费和黄金租赁到期，公司买入黄金归还银行支付的现金 5.92 亿元；综合来看，2016 年公司筹资活动现金净流入 1.37 亿元。

表18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	33,712.14	23,674.03
非付现费用	15,878.02	14,465.29
非经营损益	4,109.08	2,008.66
FFO	53,699.24	40,147.98
营运资本变化	-46,940.61	-23,275.94
其中：存货减少（减：增加）	-18,058.98	-52,728.50
经营性应收项目的减少（减：增加）	-12,694.05	31,319.63
经营性应付项目增加（减：减少）	-16,187.58	-1,867.07
经营活动现金流量净额	6,758.63	16,872.04
投资活动的现金流量净额	-37,653.20	-22,436.48
筹资活动产生的现金流量净额	13,724.64	31,268.83
现金及现金等价物净增加额	-17,169.93	25,704.39

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模有所增长，未来刚性债务压力增加

随着借款规模增加，2016 年公司负债总额为 13.02 亿元，同比增长 4.94%，其中流动负债 11.03 亿元，占比 84.73%。得益于利润积累，2016 年公司所有者权益同比增长 16.15%，受此影

响，2016 年末公司产权比率为 51.23%，较 2015 年降低 5.47 个百分点。因本期债券成功发行，2017 年 3 月末公司负债增长至 19.54 亿元，导致产权比率较年初提高 25.32 个百分点至 76.55%。

表 19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
负债总额	195,435.77	130,236.05	124,101.67
其中：流动负债	105,248.82	110,346.39	103,681.06
非流动负债	90,186.95	19,889.66	20,420.61
所有者权益	255,289.29	254,224.29	218,879.66
产权比率	76.55%	51.23%	56.70%

资料来源：公司 2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、应付票据、应交税费和其他应付款。随着部分借款到期偿还，2016 年末公司短期借款 0.57 亿元，同比减少 66.57%，全部为保证借款。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债全部为黄金租赁，2016 年末公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债为 8.11 亿元，同比增长 40.10%，主要系黄金租赁增加所致。截至 2016 年末，公司从平安银行股份有限公司、恒丰银行股份有限公司等银行租入黄金 3,075 千克，租赁年利率为 4.00% 和 4.35% 不等。公司应付票据为银行承兑汇票，2016 年期末余额为 0.36 亿元。2016 年末公司应交税费 1.01 亿元，同比增长 51.00%，主要系个人所得税、企业所得税和增值税增加所致。2017 年初公司支付 2016 年应交企业所得税及其他税款，故 2017 年 3 月末公司应交税费为 595.58 万元，较 2016 年末显著减少。公司其他应付款主要包括工程款和押金保证金，因退还工程保证金，2016 年末公司其他应付款总额显著下降，为 0.36 亿元。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5,706.23	2.92%	5,706.23	4.38%	17,068.50	13.75%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	81,648.36	41.78%	81,149.25	62.31%	57,921.31	46.67%
应付票据	3,600.00	1.84%	3,600.00	2.76%	4,800.00	3.87%
应交税费	595.58	0.30%	10,111.66	7.76%	6,696.45	5.40%
其他应付款	4,681.54	2.40%	3,621.17	2.78%	9,602.86	7.74%
流动负债合计	105,248.82	53.85%	110,346.39	84.73%	103,681.06	83.55%
长期借款	9,500.00	4.86%	9,500.00	7.29%	8,668.00	6.98%
应付债券	79,878.80	40.87%	9,871.30	7.58%	9,843.71	7.93%
非流动负债合计	90,186.95	46.15%	19,889.66	15.27%	20,420.61	16.45%

负债合计	195,435.77	100.00%	130,236.05	100.00%	124,101.67	100.00%
有息债务	180,333.39	92.27%	109,826.78	84.33%	98,301.52	79.21%

资料来源：公司 2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券。2016年末公司长期借款0.95亿元，同比有所增加，长期借款全部为通过土地使用权抵押取得的借款。公司应付债券为雄风环保2015年1月发行的1亿元集合债券，2016年末账面价值为0.99亿元。2017年初公司成功发行本期债券，截至2017年3月末，公司应付债券账面余额为7.99亿元，占负债总额的40.87%。

截至2016年末，公司有息负债规模10.98亿元，同比增长11.72%，占负债总额的84.33%，公司未来面临较大刚性债务压力。2017年3月末，公司应付债券的增加使得有息债务规模增加至18.03亿元，占当期负债总额的92.27%。

表21 截至2017年3月末公司有息负债偿债计划（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年及以后
偿还金额	90,954.59	0.00	0.00	89,378.80

资料来源：公司提供

根据公司2017年6月14日发布的《赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司当年累计新增借款超过上年末净资产的百分之二十公告》，2017年5月末公司借款余额19.58亿元，较2016年末累计新增借款金额8.63亿元，该新增金额占2016年末净资产的比例为33.97%。公司借款增长主要系本期债券于2017年2月成功发行，鹏元将密切关注该事件对公司后续经营和财务状况可能产生的影响。

从公司偿债能力指标看，2016年公司所有者权益增长较快使得资产负债率下降至33.88%，随着本期债券成功发行，2017年3月末公司资产负债率提高至43.36%。2016年公司流动比率与速动比率分别为1.32和0.56，短期偿债能力指标表现仍较弱。得益于利润总额增加，2016年公司EBITDA为6.22亿元，同比增长21.99%，得益于此，EBITDA对有息债务本息的保障能力亦有所提高，2016年公司EBITDA利息保障倍数和有息债务与EBITDA的比值分别为12.54和1.77。

整体来看，公司有息负债规模持续增加，且短期偿债能力较弱，未来面临一定短期偿债压力。

表22 公司主要偿债能力指标

项目	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	43.36%	33.88%	36.18%
流动比率	1.98	1.32	1.30
速动比率	1.03	0.56	0.66
EBITDA（万元）	-	62,187.02	50,979.04
EBITDA 利息保障倍数	-	12.54	11.56
有息债务/EBITDA	-	1.77	1.93

资料来源：公司 2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

黄金采矿权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平

公司以其合法拥有的4宗黄金采矿权为本期债券提供抵押担保。担保范围包括但不限于本期债券应偿付的本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他公司需支付的费用。担保期限为自抵押物登记备案完成之日起至本期债券足额还本付息后终止⁵。根据公司2016年7月8日提供的《承诺函》，公司用于本期债券抵押的4宗黄金采矿权不存在重复抵押的情况。

根据《赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司公开发行2017年公司债券募集说明书（面向合格投资者）》，“抵押期间，发行人应聘请经受托管理人认可的并具备相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行评估。年度评估报告的基准日期应为抵押期间每年的9月30日，出具时间应不迟于抵押期间每年的12月31日，发行人在评估报告出具后的10个工作日内，向受托管理人提供其认可的有资质的资产评估机构出具的资产评估报告。”

按照约定，2016年公司聘请北京中锋资产评估有限责任公司对黄金采矿权做了最新一期评估。根据公司提供的经北京中锋资产评估有限责任公司出具的4宗黄金采矿权的采矿权评估报告，该4宗黄金采矿权以2016年9月30日为评估基准日，评估价值合计为12.05亿元，按发行额度7亿元计算，抵押资产的抵押倍率为1.72，有效提升了本期债券的信用水平。

考虑到矿产资源将随着开采而减少，且黄金价格波动性较强，未来抵押资产评估价值尚存不确定性。

表23 本期债券抵押资产情况（单位：万元）

抵押资产名称	评估价值	评估基准日	评估报告文号	备案通知书
莲花山金矿区 26 号脉岩金矿采矿权	20,312.85	2016.9.30	中锋矿报字【2016】第 011 号	内国土资采抵备字【2016】037 号
莲花山金矿区 3、7 号脉采矿权	33,169.61	2016.9.30	中锋矿报字【2016】第 010 号	内国土资采抵备字【2016】039 号
红花沟矿区一采区采矿权	23,207.06	2016.9.30	中锋矿报字【2016】第 009 号	内国土资采抵备字【2016】049 号
撰山子金矿采矿权	43,805.06	2016.9.30	中锋矿报字【2016】第 012 号	内国土资采抵备字【2016】036 号
合计	120,494.58	-		

资料来源：公司提供，鹏元整理

七、评级结论

⁵ 撰山子金矿采矿权有效期至 2017 年 11 月 3 日，到期后公司需在该计息年度付息日前 20 个工作日完成续展手续的办理或办理置换资产的抵押备案手续。

公司黄金资源储量丰富，未来黄金开采业务发展较有保障，得益于主要金属产品价格提高，跟踪期内公司营业收入及利润水平均有所提升。此外，黄金采矿权抵押有效提升了本期债券信用水平。同时我们也关注到有色金属价格波动对公司盈利水平有较大影响，因公司矿产黄金客户主要为紫金银辉，故公司面临一定客户集中风险。公司资产以存货及厂房、井建设施等资产为主，整体资产流动性一般，且存货可能存在跌价风险。跟踪期内公司有息负债规模进一步攀升，面临一定短期偿债压力等风险因素。

基于以上情况，鹏元维持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。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	59,437.46	25,467.31	43,038.24	19,552.85
应收账款	13,976.26	3,074.44	4,353.94	0.00
预付款项	4,806.36	7,036.98	6,819.38	1,020.38
其他应收款	24,918.64	14,780.10	7,256.21	811.45
存货	100,085.88	84,518.25	66,459.26	13,730.77
其他流动资产	4,774.37	11,171.65	6,641.75	0.00
流动资产合计	207,998.96	146,048.73	134,568.78	35,115.45
可供出售金融资产	5,230.41	5,230.41	230.41	0.00
固定资产	106,420.71	107,554.42	83,094.99	56,951.01
在建工程	26,552.36	25,211.07	14,679.52	2,775.81
固定资产清理	1.78	0.00	0.00	0.00
无形资产	34,156.40	33,477.79	41,092.73	41,262.15
开发支出	413.34	399.93	316.65	0.00
商誉	48,338.51	48,338.51	48,338.51	0.00
长期待摊费用	12,152.97	12,161.65	12,262.42	12,238.18
递延所得税资产	3,374.65	2,677.83	839.03	846.14
其他非流动资产	6,084.97	3,360.01	7,558.31	0.00
非流动资产合计	242,726.10	238,411.61	208,412.55	114,073.29
资产总计	450,725.06	384,460.34	342,981.33	149,188.74
短期借款	5,706.23	5,706.23	17,068.50	16,139.82
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	81,648.36	81,149.25	57,921.31	18,766.02
应付票据	3,600.00	3,600.00	4,800.00	0.00
应付账款	3,699.01	1,004.21	3,179.16	1,287.96
预收款项	2,504.62	995.44	127.84	0.00
应付职工薪酬	2,130.46	3,260.77	3,312.79	4,531.44
应交税费	595.58	10,111.66	6,696.45	7,930.52
应付利息	683.01	897.66	972.14	98.25
其他应付款	4,681.54	3,621.17	9,602.86	5,076.11
流动负债合计	105,248.82	110,346.39	103,681.06	53,830.13
长期借款	9,500.00	9,500.00	8,668.00	13,000.00
应付债券	79,878.80	9,871.30	9,843.71	0.00
长期应付款	0.00	0.00	300.00	0.00
递延收益	475.00	500.00	600.00	0.00
递延所得税负债	333.15	18.36	1,008.90	0.00

非流动负债合计	90,186.95	19,889.66	20,420.61	13,070.63
负债合计	195,435.77	130,236.05	124,101.67	66,900.76
实收资本	71,319.07	71,319.07	71,319.07	56,660.46
资本公积	94,361.82	94,361.82	93,213.38	0.00
专项储备	1,443.17	1,333.69	849.65	16.13
未分配利润	81,094.99	80,325.87	48,200.05	25,611.39
归属于母公司所有者权益合计	248,219.07	247,340.46	213,582.15	82,287.98
少数股东权益	7,070.22	6,883.83	5,297.51	0.00
所有者权益合计	255,289.29	254,224.29	218,879.66	82,287.98
负债和所有者权益总计	450,725.06	384,460.34	342,981.33	149,188.74

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	37,186.61	211,210.46	159,115.85	85,158.19
其中：营业收入	37,186.61	211,210.46	159,115.85	85,158.19
二、营业总成本	35,097.92	165,935.66	132,194.16	52,318.78
其中：营业成本	29,196.12	137,745.07	105,799.22	35,634.11
营业税金及附加	412.04	1,765.22	691.71	411.68
销售费用	47.51	135.59	117.42	6.66
管理费用	3,269.78	22,948.32	22,109.24	15,796.02
财务费用	1,644.01	3,281.09	4,445.89	2,480.18
资产减值损失	528.46	60.37	-969.33	-2,009.88
加：公允价值变动净收益	-2,759.06	-11,143.75	3,609.36	1,072.39
投资收益	1,502.86	8,164.42	-807.23	-1,072.59
三、营业利润	832.49	42,295.48	29,723.82	32,839.20
加：营业外收入	47.23	1,793.49	1,971.40	60.65
减：营业外支出	0.00	840.12	16.20	76.46
四、利润总额	879.72	43,248.86	31,679.02	32,823.39
减：所得税费用	-75.80	9,536.71	8,004.99	9,936.17
五、净利润	955.52	33,712.14	23,674.03	22,887.22
归属于母公司所有者的净利润	769.12	32,125.82	23,124.53	22,887.22
少数股东损益	186.40	1,586.32	549.51	0.00

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	19,527.94	218,754.79	168,225.94	81,628.02
收到其他与经营活动有关的现金	2,490.49	29,245.20	23,675.49	28,822.43
经营活动现金流入小计	22,018.43	248,000.00	191,901.43	110,450.46
购买商品、接受劳务支付的现金	32,536.58	177,545.31	122,066.97	18,957.43
支付给职工以及为职工支付的现金	3,384.02	14,754.90	16,369.77	13,373.90
支付的各项税费	10,409.92	20,995.70	16,237.42	15,216.84
支付其他与经营活动有关的现金	3,196.42	27,945.47	20,355.23	55,589.97
经营活动现金流出小计	49,526.95	241,241.37	175,029.40	103,138.15
经营活动产生的现金流量净额	-27,508.52	6,758.63	16,872.04	7,312.31
二、投资活动产生的现金流量：				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	183.24	0.00	0.77
投资活动现金流入小计	0.00	183.24	0.00	0.77
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6,005.57	32,836.44	21,911.98	7,666.81
投资支付的现金	0.00	5,000.00	0.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	524.50	0.00
投资活动现金流出小计	6,005.57	37,836.44	22,436.48	7,666.81
投资活动产生的现金流量净额	-6,005.57	-37,653.20	-22,436.48	-7,666.04
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	27,000.00	0.00
取得借款收到的现金	0.00	9,500.00	31,867.54	29,258.06
发行债券收到的现金	69,510.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	24,603.88	93,333.35	16,032.28	26,036.46
筹资活动现金流入小计	94,113.88	102,833.35	74,899.82	55,294.52
偿还债务支付的现金	0.00	25,736.50	29,695.17	41,601.49
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,712.35	4,217.86	3,549.96	2,203.24
支付其他与筹资活动有关的现金	28,617.29	59,154.34	10,385.86	441.34
筹资活动现金流出小计	30,329.64	89,108.71	43,630.99	44,246.07
筹资活动产生的现金流量净额	63,784.24	13,724.64	31,268.83	11,048.46
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	30,270.15	-17,169.93	25,704.39	10,694.73

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	33,712.14	23,674.03	22,887.22
加：资产减值准备	60.37	-969.33	-2,009.88
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,143.90	5,853.15	3,452.22
无形资产摊销	8,557.90	9,363.37	5,602.98
长期待摊费用摊销	115.85	218.10	217.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	582.81	-	-0.39
公允价值变动损失	11,143.75	-3,609.36	-1,072.39
财务费用	3,376.29	3,865.40	2,374.49
投资损失	-8,164.42	807.23	1,072.59
递延所得税资产减少	-1,838.80	7.11	695.23
递延所得税负债增加	-990.54	938.28	70.63
存货的减少	-18,058.98	-52,728.50	7,176.10
经营性应收项目的减少	-12,694.05	31,319.63	-15,747.04
经营性应付项目的增加	-16,187.58	-1,867.07	-17,406.47
经营活动产生的现金流量净额	6,758.63	16,872.04	7,312.31

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

指标名称	2017年3月	2016年	2015年	2014年
应收账款周转天数(天)	-	6.33	4.93	-
存货周转天数(天)	-	197.29	136.43	174.97
应付账款周转天数(天)	-	5.47	7.60	12.98
净营业周期(天)	-	198.15	133.76	161.99
流动资产周转天数(天)	-	239.15	191.96	154.35
固定资产周转天数(天)	-	162.48	158.43	207.49
总资产周转天数(天)	-	619.95	556.77	623.56
综合毛利率	21.49%	34.78%	33.51%	58.16%
期间费用率	13.34%	12.48%	16.76%	21.47%
总资产回报率	-	12.75%	14.44%	23.86%
FFO(万元)	-	53,699.24	40,147.98	33,289.72
营运资本变化(万元)	-	-46,940.61	-23,275.94	-25,977.41
产权比率	76.55%	51.23%	56.70%	81.21%
有息债务(万元)	180,333.39	109,826.78	98,301.52	47,905.84
资产负债率	43.36%	33.88%	36.18%	44.84%
流动比率	1.98	1.32	1.30	0.65
速动比率	1.03	0.56	0.66	0.40
EBITDA(万元)	-	62,187.02	50,979.04	44,470.09
EBITDA 利息保障倍数	-	12.54	11.56	18.73
有息债务/EBITDA	-	1.77	1.93	1.08

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
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 + 长期借款 + 应付债券

附录六 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。