



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪125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2009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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一三年六月二十一日

招金矿业股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告（2013）

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 15 亿元		
债券期限	7 年		
存续期	2009 年 12 月 23 日~2016 年 12 月 22 日		
上次评级时间	2012 年 6 月 30 日		
上次评级结果	债项级别	AAA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AAA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

招金矿业	2010	2011	2012
所有者权益（亿元）	56.16	68.69	91.94
总资产（亿元）	89.86	128.91	175.08
总债务（亿元）	19.26	24.34	59.08
营业总收入（亿元）	41.56	58.03	76.99
营业毛利率（%）	60.28	56.38	50.21
EBITDA（亿元）	21.84	28.67	33.97
所有者权益收益率（%）	22.67	25.44	22.19
资产负债率（%）	37.50	46.72	47.48
总债务/EBITDA（X）	0.88	0.85	1.74
EBITDA 利息倍数（X）	26.74	22.66	14.56
招金集团	2010	2011	2012
所有者权益（亿元）	62.79	73.92	95.84
总资产（亿元）	151.31	206.79	304.07
总债务（亿元）	61.26	77.75	123.65
营业总收入（亿元）	169.92	212.52	367.40
营业毛利率（%）	16.53	17.18	11.90
EBITDA（亿元）	26.81	30.19	39.77
所有者权益收益率（%）	24.66	22.34	22.10
资产负债率（%）	58.50	64.26	68.48
总债务/EBITDA（X）	2.28	2.57	3.11
EBITDA 利息倍数（X）	10.62	9.59	7.64

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2012 年，招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”或“公司”）黄金资源储量进一步扩大；在国际黄金价格高位震荡的背景下，公司黄金产销量稳步增长，收入规模持续提升，具备很强的盈利能力；此外，顺畅的融资渠道也为公司债务的还本付息提供了较强支撑。但同时我们也关注到黄金价格波动风险、黄金资源竞争激烈、收购成本不断提高等因素对公司信用水平可能产生的影响。

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）维持本次公司债券信用等级为 **AAA**，维持公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定。本级别考虑了山东招金集团有限公司（以下简称“招金集团”）对本次债券提供全额不可撤销的连带责任保证担保对该次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 资源储备持续增加。随着矿山资源收购工作及现有矿山探矿工程的推进，公司黄金资源储量持续增长。截至 2012 年 12 月 31 日，公司黄金资源量和可采储量分别为 690.18 吨和 355.78 吨，分别同比增长 23.69% 和 19.77%。
- 营收规模稳步增长。2012 年，公司的黄金产销量逐步增长，带动营收规模稳步提升，当期实现营业总收入 76.99 亿元，同比增长 32.67%。未来随着矿产采选能力及黄金产销量的提高，公司营收规模有望进一步扩大。
- 盈利能力很强。公司金精矿主要产自自有矿山，矿产金的自给率较高，因此其营业毛利率较高，显示出很强的盈利能力。2012 年，公司营业毛利水平达到 50.21%，位于同行业之首。
- 经营性现金流充裕。黄金产品销售的特殊性和较强的变现能力决定了公司具有较强的获现能力，经营性现金流充裕。2012 年，公司经营活动净现金流同比提高 10.67%，达到 16.37 亿元，为其偿债能力提供了有力支撑。

分 析 师

蔡汤冬 tdcai@ccxr.com.cn邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 6 月 21 日

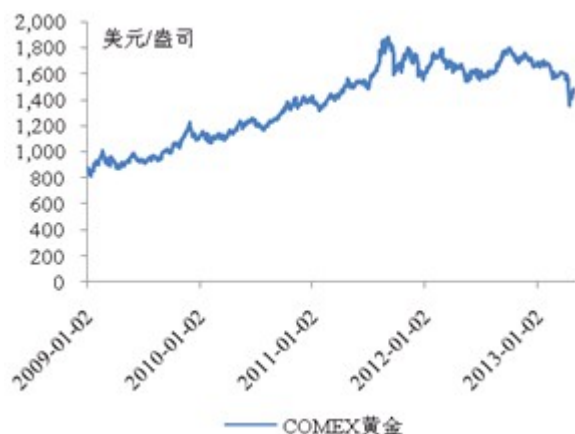
关 注

- 黄金价格波动风险较大。由于黄金生产企业只能被动接受黄金交易价格，缺乏议价能力，因而黄金价格的波动将对公司盈利的稳定性产生重要影响，黄金价格波动风险较大。
- 资源竞争激烈，收购成本不断提高。近年来，国内主要黄金生产企业加大了对黄金资源的收购力度，矿产资源竞争日趋激烈，获取成本相应上升，这给公司资源整合带来了一定的资金压力。

行业关注

受欧债危机、美国财政悬崖问题及全球主要经济体经济增速放缓等因素综合影响，2012 年黄金价格高位震荡，随着主要经济体释放货币流动性，黄金价格或将以宽幅震荡为主

图 1：2009 年以来 COMEX 黄金期货价格



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2012 年，受欧债危机、美国财政悬崖问题及全球主要经济体经济增速放缓等因素影响，黄金作为一种避险资产，其价格呈现高位震荡态势，分别于 2 月底和 10 月初上探 1,800 美元/盎司的高位，最终于 2012 年底收于 1653.7 美元/盎司。2013 年初，受美国经济数据走好，失业率降低因素影响，黄金价格呈现下跌趋势。2013 年 4 月份以来，在 ETF 大幅减持、塞浦路斯央行抛售黄金及美联储提前推出 QE 预期等因素的影响下，COMEX 黄金期货价格大幅下跌，在 4 月 12 日下跌约 5% 的基础上，4 月 15 日的跌幅达到约 9%，收于 1,351.4 美元/盎司，而 9% 的跌幅也是近 30 年来的最高单日跌幅。随后受益于亚洲黄金实物需求的大幅增长，黄金价格有所企稳，目前位于 1,450 美元/盎司附近震荡。

根据国际货币基金组织发布的《世界经济展望》报告，2013 年全球经济预计增长 3.3%，比其之前做出的预测下降了 0.2 个百分点，全球经济复苏依然缓慢。2013 年以来，为推动实体经济发展，美联储屡次重申继续持续量化宽松政策，日本也推出量化宽松政策，而欧洲央行、印度央行、澳大利亚央行以及韩国央行等降息释放流动性。在此背景下，黄金作为避险资产不会丧失国际地位，预计未

来黄金价格以宽幅震荡为主。由于影响黄金价格的因素较为复杂，因而黄金生产企业只能被动接受黄金交易价格，缺乏议价能力，黄金价格的波动也是影响黄金生产企业盈利稳定性的关键因素。

受印度、中国的珠宝需求下降，及美国和欧洲的金币及金条投资走低影响，2012 年全球黄金需求同比减少；同期，虽然全球官方黄金储备明显增加，黄金供给相应下降，但供给仍略大于需求

表 1：2011~2012 年全球黄金需求情况

	2011 年(吨)	2012 年(吨)	同比 (%)
珠宝制造需求	1,972.1	1,908.1	-3.25
工业领域需求	452.9	428.2	-5.45
电子工业	319.9	302.7	-5.38
其他工业领域	89.6	85.7	-4.35
牙科领域	43.4	39.9	-8.06
黄金投资需求	1,700.4	1,534.6	-9.75
金条(币)	1,515.4	1,255.6	-17.14
金条	1,182.4	941.1	-20.41
官方金币	245.2	201.1	-17.99
奖章	87.8	113.4	29.16
ETF 类产品	185.1	279.0	50.73
黄金需求总量	4,125.4	3,870.9	-6.17

资料来源：WGC，中诚信证评整理

全球黄金需求主要来自首饰加工、工业需求和投资需求三个方面。2012 年全年珠宝制造领域的黄金需求量为 1,908.1 吨，同比下降 3.25%；工业生产领域黄金需求量为 428.2 吨，同比下降 5.45%；黄金投资需求量为 1,534.6 吨，同比降低 9.75%，受此影响，2012 年全球黄金需求量为 3,870.9 吨，较 2011 年减少 6.17%。

从珠宝制造需求来看，中国和印度对全球黄金珠宝需求具有重大影响力，2012 年印度珠宝黄金需求的降低导致全球黄金需求的减少。虽然随着 2012 年 10 月份后节假日的到来，印度黄金需求有所上升，其中第四季度黄金需求大幅增长 41%，但受经济增速下滑、关税上升、珠宝业罢工及金价高企影响，2012 年上半年印度黄金需求较为疲软，并带动全年需求较 2011 年下降了 12%。中国方面，2012 年中国黄金珠宝需求较为平稳，全年需求量为 510.6 吨，较 2011 年微幅下降 1%。

黄金投资需求方面，2012 年市场关于欧债危机的担忧有所缓和，同时美国就业和房地产市场也显示出回暖迹象，使得投资者对黄金投资需求量的下降。2012 年美国对金条及金币投资显著下滑，美国投资量减少了近三成，约为 53.4 吨；欧洲投资量则降至 273.6 吨，同比降幅达 29%，这直接导致 2012 年全球黄金投资需求下降 9.75%，至 1,534.6 吨。

供给方面，按照世界黄金协会（WGC）的统计口径，黄金的供给主要来自于矿产金、官方售金和再生金，其中矿产金是比较稳定的供给主体。2012 年，全球黄金的总供给量为 3,918.7 吨，较 2011 年下降 3.45%，其中矿产金为 2,827.7 吨，同比微幅减少 0.67%。

表 2：2011~2012 年全球黄金供给情况

单位：万吨、%			
供给	2011 年	2012 年	同比
矿产金	2,846.9	2,827.7	-0.67
官方售金	-456.8	-534.6	17.03
再生金	1,668.5	1,625.6	-2.57
黄金总供给量	4,058.6	3,918.7	-3.45

数据来源：WGC，中诚信证评整理

受全球金融危机、欧债危机及美国主权信用评级影响，各国寻求外汇储备的多元化，加大了对黄金的购买储备量，官方售金表现为净买入。2012 年官方净买入黄金 534.6 吨，较 2011 年增长 17.03%，成为世界黄金需求增加的一个重要因素。

表 3：截至 2013 年 1 月末各国（地区）央行
前十名黄金储备

国家	官方黄金储备（吨）	黄金储备占外汇 储备总额之比（%）
美国	8,133.5	76.3
德国	3,391.3	73.5
IMF	2,814.0	-
意大利	2,451.8	72.8
法国	2,435.4	71.2
中国	1,054.1	1.7
瑞士	1,040.1	11.0
俄罗斯	937.8	9.9
日本	765.2	3.3
荷兰	612.5	60.6

资料来源：WGC，中诚信证评整理

从中国的情况来看，据中国黄金协会的统计数据显示，2012 年中国黄金产量达到 403.05 吨，比上年提高 11.66%，在创历史新高的同时，连续六年位居世界第一。

中诚信证评认为，长期来看，较低的实际利率仍为支撑全球黄金需求增长的主要因素，尤其是在近期全球主要经济体降息释放流动性的背景下。此外，各国央行外汇储备多样化的需求，以及外汇储备保值、维护金融市场稳定等因素的存在，使得各国央行黄金净购入量有望继续增长，将对黄金价格起到支撑作用。考虑到国际金价走势除受供需因素影响外，还受到大宗商品价格、美元指数和消费者可支配收入增长等多重因素的影响，因此长期看黄金价格仍存在一定的波动风险。

随着对黄金矿产资源的长期开采，资源有所枯竭，同时新建矿山开采难度大，黄金生产成本呈上升趋势；此外，黄金矿产资源竞争日趋激烈，购并成本相应上升

作为资源类行业，黄金矿产资源保有量在很大程度上决定了黄金生产企业的发展空间和核心竞争力。经过长期的开采，大部分黄金矿山矿石品位下降，部分矿山出现资源枯竭，资源接替困难。而目前新建矿山普遍存在开采难度大的问题，矿产开发对企业科技及装备水平的依赖性日益增强，随着能源及人工成本的上升，行业整体生产成本呈上升趋势。此外，近年来金价震荡上行，各大黄金生产企业加大了对黄金资源储量收购力度，矿权占有成本迅速上升，行业竞争风险相应加大。

自 2011 年 11 月 1 日起施行的《中华人民共和国资源税暂行条例》增加了从价定率的资源税计征办法，规定原油、天然气税率均为 5%至 10%。同时将焦煤和稀土矿分别在煤炭资源和有色金属原矿资源中单列，以提高这两种重要稀缺资源的税额标准。作为一种稀缺有色金属，黄金目前仍然从量征收资源税，这在现阶段的黄金价格下，对相关企业的生产成本影响有限。若未来实行从价征收资源税，相关企业的税负水平将有所加重。

业务运营

公司对外矿山收购和地质探矿工作稳步推进，黄金资源储量逐年增加

公司主要通过对外矿山收购和提高现有矿山探矿能力两种方式增加黄金资源储量。近年来，公司对外矿山收购和地质探矿工作稳步推进，黄金资源储量逐年增加。截至 2012 年 12 月 31 日，公司拥有探矿权 46 个，探矿权面积约为 1,474.98 平方公里；拥有采矿权 38 个，采矿权面积 111.28 平方公里。依据澳大利亚联合矿石储量委员会（JORC）准则，公司黄金资源量为 690.18 吨，较 2011 年增长 23.69%，可采储量为 355.78 吨，同比增长 19.77%。

表 4：2010~2012 年公司黄金资源量变动情况

项目	2010	2011	2012
探矿权（个）	66	37	46
探矿权面积（平方公里）	1,270.02	1,315.43	1,474.98
采矿权（个）	30	35	38
采矿权面积（平方公里）	69.92	74.58	111.28
黄金矿产资源量（吨）	495.82	558.01	690.18
黄金可采储量（吨）	251.89	297.06	355.78

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

对外矿山收购方面，2012 年，公司以内资股定向增发的方式收购后仓探矿权及大沙沟探矿权，以现金方式收购甘肃簸箕沟金矿、鹰咀山金矿、山西梨园金矿、新疆奥凯公司、甘肃鑫瑞矿业及山东栖霞五彩龙公司等多个项目，累计新增探矿权面积 159.55 平方公里、采矿权面积约 36.70 平方公里，签署股权转让协议 7 份，收购黄金资源量 83.9 吨，收购铜资源量 26.8 万吨，资源储量得到了进一步的提升。

表 5：截至 2012 年 12 月 31 日公司主要黄金矿山概况

矿山	招远埠内		
	权益比例（%）	资源量（吨）	可采储量（吨）
夏甸金矿	100	132.65	94.77
河东金矿	100	21.54	11.97
大尹格庄金矿	100	186.22	142.83
金翅岭金矿	100	4.39	0.85
金亭岭矿业	100	20.20	10.65
蚕庄金矿	100	28.20	10.10
大秦家金矿	90	4.75	3.34
纪山金矿	95	1.51	1.18
矿山	招远埠外		
	权益比例（%）	资源量（吨）	可采储量（吨）
东方招金	95	1.57	0.12
招金北疆	100	14.90	5.80
岷县天昊	100	19.23	4.31
招金昆仑	100	1.80	0.51
丰宁金龙	52	15.84	1.58
早子沟金矿	52	58.67	22.87
招金鑫合	100	2.51	1.26
两当招金	70	21.10	4.70
招金白云	55	43.80	1.22
清河矿业	95	38.93	16.79
龙鑫矿业	100	12.29	5.79
和政鑫源	95	5.21	1.18
招金正元	80	2.74	0.34
金瀚尊矿业	100	10.51	1.01
鑫瑞矿业	51	27.38	6.62
梨园金矿	51	6.68	1.70
鹰咀山金矿	51	7.56	4.32
总计	-	690.18	355.78

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

地质探矿方面，公司 2012 年共完成地质探矿投资约为人民币 2.07 亿元，完成坑探工程 67,636 米，钻探工程 303,050 米，探矿新增黄金资源储量 91.5 吨。在埠内形成了夏甸金矿、大尹格庄金矿两个过百吨、埠外形成了早子沟金矿、招金白云及清河矿业三个过 30 吨的大型资源储备基地。

2013 年，公司将进一步优化并购方式，计划投资 10 亿元，实现对外开发新突破。具体来看，公司将通过紧盯大资源、大项目，坚持高层次合作，从而实施集团化并购；其次，公司将充分发挥新疆、甘肃产业基地的辐射带动作用，加大产业集群外围的资源整合力度，实施区域化并购；第三，公司将

跟踪推进重点项目，加强国际矿业投资和管理团队，加快建设招金的海外矿业基地，进而推动实施国际化并购。通过上述并购方式的实施，公司对外资源收购工作有望取得进一步的发展。

与此同时，公司 2013 年将围绕“十二五”末资源储量过千吨的战略目标，以科研探矿为指导，突出重点区域，加大探矿投入。全年计划投资地质探矿资金人民币 2.5 亿元，埠内以招平断裂带为重点，在夏甸金矿、大尹格庄金矿、蚕庄金矿开展地质探矿工作；埠外以早子沟金矿、两当招金、招金北疆、铜辉矿业、招金白云等企业为突破口，构建新的资源储备基地，确保 2013 年新增黄金资源储量 80 吨。

总体看，2012 年公司对外矿山收购和地质探矿工作稳步推进，黄金资源储量有所增加，为其未来的长远发展奠定了良好的基础。同时，随着对外资源收购和对现有矿区的深入勘探，预计未来公司的黄金资源储备将稳步提升。但我们也关注到，近年来，国内黄金资源竞争日益激烈，收购成本不断提高，这将给公司资源整合带来一定的资金压力。

2012 年公司黄金产销量稳步增长，收入规模有所提升；同期受成本上涨影响，公司盈利能力有所波动，但仍处于行业最高水平

矿石采选方面，2012 年公司基建技改项目稳步推进，全年累计完成投资 11.39 亿元，完成井巷工程量 46.55 万立方米，建筑面积 10.91 万平方米，订购设备 661 台套，安装设备 979 台套；早子沟金矿、招金白云、鑫慧铜业等 25 个建设项目全面完成进度计划，埠外的新疆、甘肃等生产基地生产能力进一步提升。2013 年，公司将全力推进各项项目建设，全年计划投资 15.01 亿元，实施建设项目 41 项。其中，埠内继续以山东省黄金资源综合回收利用示范基地建设为主线，埠外重点推进早子沟金矿、丰宁金龙、招金白云三大采矿扩建工程，从而使得公司整体采选矿能力持续提升。

产量方面，2012 年公司主要产品产量均实现了增长，全年实现黄金总产量 27.68 吨、白银产量 75.08 吨、铜产量 16,381.41 吨，分别同比增长 17.38%、20.27%和 43.92%。黄金总产量中，矿产金为 18.09

吨，同比增加 13.46%，矿产金自给率（矿产金/黄金总产量）达 65.35%，位居国内黄金生产企业之首。从矿产金结构看，公司矿产金主要由自有矿山的金精粉冶炼而成，决定了公司的毛利率高于同行业水平。

表 6：公司 2010~2012 年主要产品总产量情况

单位：吨			
项目	2010	2011	2012
矿产金	13.79	15.94	18.09
其中：自产金	10.69	11.83	13.49
外购金及副产金	3.09	4.11	4.59
加工金	7.14	7.64	9.59
黄金产量合计	20.93	23.58	27.68
白银产量	61.95	62.43	75.08
铜产量	6,013	11,382	16,381.41

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：2012 年国内主要黄金生产企业自给率比较

公司	黄金总产量 (吨)	其中：矿产金 (吨)	自给率 (%)
中金黄金	109.84	24.47	22.28
紫金矿业	90.33	32.08	35.51
山东黄金	-	26.00	-
招金矿业	27.68	18.09	65.35

注：山东黄金未披露黄金总产量数据。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

销售方面，2012 年，公司黄金产品量价齐升，带动营收规模进一步增长。全年销售黄金 18.79 吨、白银 51.59 吨、铜 13,783.18 吨，同期公司在上海黄金交易所销售黄金的平均价格为 344.48 元/克，同比小幅增长 3.52%，较上海黄金交易所平均金价高出 4.67 元/克，为全年盈利增长奠定了良好基础。受益于销量及价格的增长，公司共实现主营业务收入 74.88 亿元，同比增长 35.11%。从毛利率来看，由于受人工费增加、材料价格增加等因素影响，公司主营业务毛利率也因此下滑 5.95 个百分点，至 50.83%。

表 8：公司 2010~2012 年黄金销售均价及增长率

项目	2010	2011	2012
平均售价（克/元）	276.87	332.75	344.48
同比增长	24.96%	20.18%	3.52%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 9：公司 2011~2012 年主营业务收入和毛利率情况

产品	主营业务收入（亿元）		主营业务毛利率（%）	
	2011	2012	2011	2012
黄金	47.73	63.37	57.93	49.74
白银	1.05	2.80	53.91	84.62
加工费	0.31	1.36	-171.82	-27.87
铜	6.33	7.35	59.81	61.86
合计	55.42	74.88	56.78	50.83

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从同行业上市公司对比来看，由于公司金精矿主要来源于自有矿山，外购比例较低，且自给率位于同行业之首。因此，公司的营业毛利率相对同行业而言较高，显示出很强的盈利能力。

表 10：2012 年同行业公司黄金产量和盈利情况

公司	2011		2012	
	营业总收入（亿元）	营业毛利率（%）	营业总收入（亿元）	营业毛利率（%）
招金矿业	58.03	56.38	76.99	50.21
中金黄金	331.44	14.39	360.52	13.14
紫金矿业	397.64	30.75	484.15	24.87
山东黄金	394.15	11.21	502.28	9.96
灵宝黄金	57.46	15.58	63.93	12.57

资料来源：各公司定期报告、中诚信证评整理

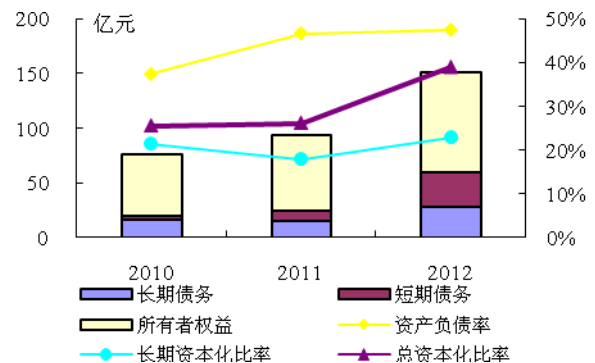
综合来看，2012 年公司黄金产销稳步增长，加之黄金售价小幅提高，带动业务收入实现较大幅度上升。同期尽管受成本上升影响，公司毛利水平出现一定下滑，但凭借较高的矿产金自给率，公司仍显示出很强的盈利能力。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所有限公司¹审计并分别出具了标准无保留意见 2010~2012 年财务报告。

资本结构

图 2：公司 2010~2012 年资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012 年，随着矿山资源的收购以及基建技改工程的推进，公司固定资产、在建工程以及无形资产金额均有所增长，资产规模大幅扩大。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产为 175.08 亿元，同比增长 35.81%。与此同时，公司利润逐年累积，使得自有资本实力得到进一步夯实。截至 2012 年 12 月 31 日，公司所有者权益（含少数股东权益）为 91.94 亿元，同比增长 33.86%。

2012 年，为满足矿山资源收购工作、探矿工程及基建技改工程等对资金的需求，公司通过银行借款及发行债券筹集资金，短期借款及应付债券金额因此增幅较大，债务规模也相应上升。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总债务为 59.08 亿元，同比大幅增长 142.73%。受债务规模增长的影响，公司负债水平有所提高，同期资产负债率和总资本化比率分别为 47.48% 和 39.12%，较 2011 年分别上升 0.77 和 12.95 个百分点。但相较黄金行业上市公司同期负债水平来看，公司目前的资产负债率和总资本化比率仍处于合理水平，资本结构仍较为稳健。

表 11：2012 年黄金行业公司资本结构比较

公司	总资产（亿元）	资产负债率（%）	总资本化比率（%）
招金矿业	175.08	47.48	39.12
中金黄金	214.95	43.97	27.80
山东黄金	174.60	50.09	41.67
紫金矿业	673.54	50.14	45.44

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构看，公司 2012 年短期借款达到 31.67 亿元，同比大幅增长 257.22%，导致其短期债务规模增幅较大。截至 2012 年 12 月 31 日，公司

¹ 2012 年，立信会计师事务所有限公司更名为立信会计师事务所（特殊普通合伙）

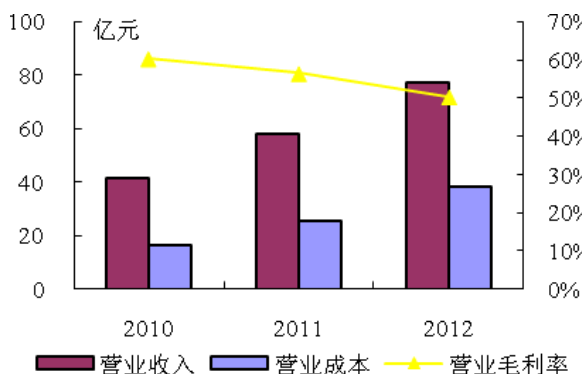
长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.16，较 2011 年提高了 0.54，债务结构有待优化。

总体而言，公司资产规模稳步增长，自有资本实力不断增强，资本结构较为稳健。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，其资本支出水平将有所提高，债务规模或将进一步扩大。

盈利能力

2012 年，伴随黄金产销量的增加以及黄金价格的小幅上升，公司的营业总收入实现了较快的增长。2012 年公司实现营业总收入 76.99 亿元，同比增长 32.67%。从营业毛利率看，受成本上升影响，公司营业毛利水平较 2011 年下滑 6.17 个百分点，为 50.21%。但得益于较高的金精矿自给率，相对同行业公司而言，公司仍具有较强的初始获利能力。

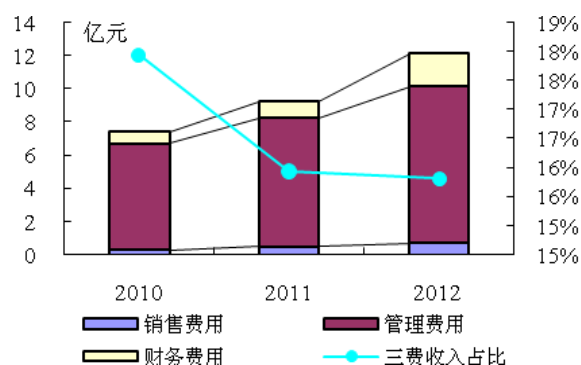
图 3：公司 2010~2012 年盈利能力分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2012 年，公司期间费用合计为 12.17 亿元，同比增长 31.60%，占营业收入的比重为 15.81%，同比微幅下降 0.13 个百分点。具体来看，由于公司埠外矿山逐年增多，使得其运输费用较 2011 年增加较多，带动公司销售费用增加至 0.74 亿元，同比增长 48.13%；受员工工资、业务招待费及差旅费用增长影响，公司管理费用同比增长 21.58%至 9.43 亿元；而公司债务规模的增加使其债券利息和借款利息支出上升，并导致其财务费用达到 2.00 亿元，同比增长 101.69%。

图 4：公司 2010~2012 年期间费用变化



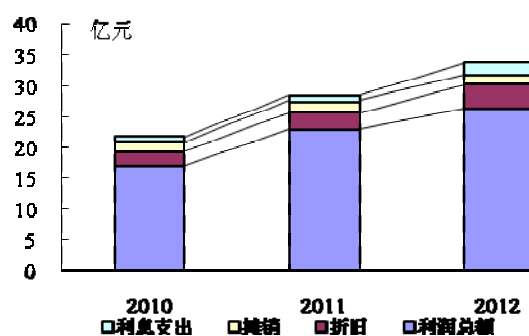
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额看，得益于较高的毛利水平，2012 年公司利润总额达到 26.52 亿元，同比增长 15.45%，其中经营性业务利润为 26.02 亿元，为利润总额主要来源。同期公司净利润为 20.40 亿元，同比增长 16.77%。

总体来看，黄金价格的小幅上扬以及金精粉主要来自于自有矿山，保证了公司很强的盈利能力。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

图 5：2010~2012 年公司 EBITDA 构成



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从获现能力来看，利润总额为公司 EBITDA 的主要构成。凭借稳步增长的业务规模和很强的盈利能力，公司 2012 年 EBITDA 同比增长 18.49%至 33.97 亿元。预计未来随着业务规模的进一步扩张，公司 EBITDA 将保持稳定增长态势。

现金流方面，由于公司的标准金锭均在黄金交易所进行现货交易，货款结算稳定且及时，因而现金回笼状况良好。2012 年，公司业务规模的扩大带动经营活动净现金流提高 10.67%，达到 16.37 亿元。投资性现金流方面，由于公司近年来对外收购矿山

资源，加之探矿工程、基建技改工程及安全环保建设的推进，公司投资活动现金流净流出规模较大。2012年，公司投资活动现金流净流出37.39亿元，同比上升117.84%。为满足资金需求，公司通过银行借款以及发行债券等资本市场工具融资，有效缓解了公司的资本支出压力。

从偿债指标看，由于公司黄金主业具有较强的收现和盈利能力，因而其EBITDA和现金流对利息支出的覆盖能力很强。2012年公司的EBITDA利息保障倍数和经营净现金流利息保障倍数分别为14.56和7.02倍。

表 12：公司 2010~2012 年偿债能力分析

财务指标	2010	2011	2012
总债务（亿元）	19.26	24.34	59.08
经营净现金流（亿元）	9.61	14.80	16.37
总债务/EBITDA（X）	0.88	0.85	1.74
总债务/经营净现金流（X）	2.00	1.64	3.61
EBITDA 利息保障倍数（X）	26.74	22.66	14.56
经营净现金流利息保障倍数（X）	11.78	11.70	7.02

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至2012年12月31日，公司无对外担保及其他或有负债。截至2013年3月31日，公司已获得110亿元的银行授信额度，其中，尚未使用授信余额81.43亿元，具备一定的备用流动性。

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，整体偿债能力很强。未来随着黄金产量的不断扩大，公司业绩有望保持持续增长，整体偿债能力也将得到进一步巩固。

担保实力

本期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。

山东招金集团有限公司成立于1974年，为招远市市属国有独资企业。招金集团是一家集“黄金矿业、非金矿业、黄金交易及深加工、高新技术产业及房地产业”五大产业的大型综合性集团公司，为中国黄金行业规模最大的企业集团之一，综合实力很强。

目前招金集团仍以黄金产业为主要产业，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。集团是上海黄金交易所首批综合类会员单位和首批可提供标准金锭的合格精炼企业。2012年集团共产黄金产品141.13吨，其中自产金、冶炼金和精炼金的产量分别为18.70吨、38.10吨和84.33吨，同比分别增长17.31%、22.63%和27.54%。

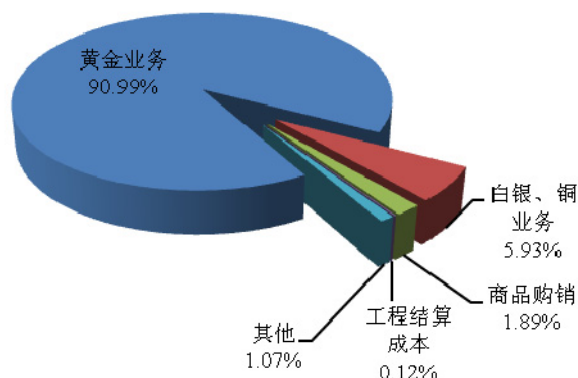
表 13：招金集团 2010~2012 黄金产品产量

项目	2010	2011	2012
矿产金（吨）	13.79	15.94	18.70
冶炼金（吨）	29.48	31.07	38.10
精炼金（吨）	63.15	66.12	84.33
合计	106.42	113.13	141.13

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从收入来看，受益于冶炼金和精炼金规模的扩大，2012年招金集团实现黄金业务收入约329.37亿元，同比大幅增长82.89%。从收入占比看，招金集团黄金业务收入占主营业务收入的比重约为90.99%，为集团最重要的收入来源。除黄金业务外，集团拥有的净水材料、黄金软件开发、磁光开关等高新产业规模目前仍较小。长期来看，未来随着集团在高新产业和非黄金矿山等方面投入的不断增长，新业务有望成为集团新的收入增长点。

图 6：2012 年招金集团主营业务收入情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从财务表现来看，资本结构方面，随着业务规模的扩大，集团货币资金、存货和预付款项等的规模有所增长，加之招金矿业对外资源收购以及基建技改工程的推进，集团在建工程、固定资产与无形资产规模也逐年扩大。受此影响，集团总资产规模增幅较大，截至2012年12月31日，集团总资产为304.07亿元，同比增长47.04%。与此同时，由于集团银行借款、应付账款的增加，以及招金矿业公司债券和招金集团中期票据的发行，其负债总额达到

208.22亿元，同比增长了56.71%。受此影响，集团资产负债率和总资本化比率较2011年分别提高4.22和5.07个百分点，为68.48%和56.33%，资本结构稳健性有待改善。

盈利方面，受益于黄金业务的稳步发展，2012年招金集团实现营业收入367.40亿元，同比大幅增加72.88%。毛利率方面，由于冶炼金和精炼金业务的整体毛利率较低，因而冶炼金和精炼金业务规模的扩大使得同期毛利率有所下降。2012年，招金集团毛利率为11.90%，较2011年下滑5.28个百分点。从利润总额来看，尽管集团毛利率有所降低，但受益于业务规模的扩大，2012年集团利润总额达到28.34亿元，较2011年扩大28.52%。

从偿债指标看，招金集团利润总额的扩大带动EBITDA有所增长，2012年集团EBITDA为39.77亿元，同比上升31.72%。同期集团经营性现金流表现较好，达到23.41亿元，同比年大幅增长159.38%。得益于EBITDA和经营性现金流的良好表现，2012年集团EBITDA利息保障倍数和经营活动净现金/利息支出分别为7.64和4.50，EBITDA和经营活动净现金流对利息支出形成较高保障，集团整体偿债能力很强。

表 14：2010~2012 年招金集团主要财务指标

指标	2010	2011	2012
总资产（亿元）	151.31	206.79	304.07
所有者权益（亿元）	62.79	73.92	95.84
短期债务（亿元）	33.99	50.92	87.37
总债务（亿元）	61.26	77.75	123.65
经营活动净现金（亿元）	4.34	9.03	23.41
经营净现金/总债务（X）	0.07	0.12	0.19
经营净现金/利息支出（X）	1.72	2.87	4.50
EBITDA（亿元）	26.81	30.19	39.77
总债务/EBITDA（X）	2.28	2.57	3.11
EBITDA 利息倍数（X）	10.62	9.59	7.64

数据来源：招金集团提供，中诚信证评整理

截至 2012 年 12 月 31 日，招金集团共取得各银行综合授信额度 70.8 亿元，其中尚未使用的授信余额为 48.18 亿元，集团备用流动性较为充裕。

或有负债方面，截至 2012 年 12 月 31 日，招金集团为其他单位提供的担保余额 7.23 亿元，对外担保总额同期净资产（不含少数股东权益）的比重

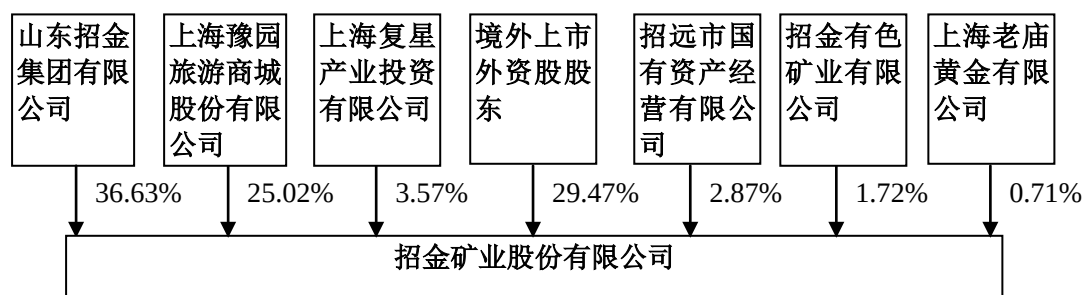
为 22.87%。目前招金集团对外担保单位均运营正常，其或有负债风险较低。

总体来看，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，业务稳步发展，规模优势明显，综合实力很强，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期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 2012 年公司债券的信用等级为 **AAA**，维持公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（2012 年 12 月 31 日）



序号	公司名称	持股比例
1	华北招金矿业投资有限公司	100%
2	烟台金时矿业投资有限公司	100%
3	招远市招金贵合科技有限公司	100%
4	山东招金正元矿业有限公司	80%
5	甘肃招金矿业有限公司	100%
6	海南东方招金矿业有限公司	95%
7	新疆招金矿业开发有限公司	100%
8	斯派柯国际贸易有限公司	100%
9	招远市招金纪山矿业有限公司	95%
10	甘肃招金贵金属冶炼有限公司	55%
11	富蕴招金矿业有限公司	100%
12	灵丘县梨园金矿有限责任公司	51%
13	新疆金瀚尊矿业投资有限公司	100%
14	阿勒泰市招金昆仑矿业有限公司	100%
15	招远市金亭岭矿业有限公司	100%
16	招远市招金大秦家矿业有限公司	90%
17	甘肃省合作早子沟金矿有限责任公司	52%
18	岷县天昊黄金有限责任公司	100%
19	青河县金都矿业开发有限公司	95%
20	和政鑫源矿业有限公司	95%
21	广西贵港市龙鑫矿业开发有限公司	100%
22	新疆星塔矿业有限公司	100%
23	托里县招金北疆矿业有限公司	100%
24	新疆鑫慧铜业有限公司	92%
25	伽师县铜辉矿业有限责任公司	92%
26	丰宁金龙黄金工业有限公司	52%
27	凤城市鑫丰源矿业有限公司	100%
28	拜城县滴水铜矿开发有限责任公司	79%
29	辽宁招金白云黄金矿业有限公司	55%

注：表中仅列示公司合并范围内的子公司。

附二：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)	2010	2011	2012
货币资金	77,475.25	117,628.05	136,553.96
应收账款净额	17,130.06	1,657.15	13,412.22
存货净额	91,001.36	226,354.74	209,721.26
流动资产	250,631.66	493,291.57	575,948.47
长期投资	4,073.54	18,348.63	19,133.74
固定资产合计	382,010.04	515,262.87	751,527.65
总资产	898,577.00	1,289,126.08	1,750,799.52
短期债务	38,000.00	93,065.00	316,693.71
长期债务	154,568.69	150,321.76	274,077.83
总债务（短期债务+长期债务）	192,568.69	243,386.76	590,771.54
总负债	336,961.92	602,254.90	831,350.49
所有者权益（含少数股东权益）	561,615.08	686,871.17	919,449.02
营业总收入	415,558.81	580,291.45	769,866.22
三费前利润	247,257.83	322,497.75	381,939.31
投资收益	-2,728.02	-2,665.77	1,485.01
净利润	127,301.91	174,718.44	204,012.83
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	218,368.33	286,700.92	339,707.08
经营活动产生现金净流量	96,145.50	147,960.08	163,743.08
投资活动产生现金净流量	-104,906.78	-171,633.35	-373,878.12
筹资活动产生现金净流量	-69,418.78	63,212.27	228,885.62
现金及现金等价物净增加额	-78,180.06	39,539.01	18,750.57
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	60.28	56.38	50.21
所有者权益收益率（%）	22.67	25.44	22.19
EBITDA/营业总收入（%）	52.55	49.41	44.13
速动比率（X）	1.03	0.65	0.74
经营活动净现金/总债务（X）	0.50	0.61	0.28
经营活动净现金/短期债务（X）	2.53	1.59	0.52
经营活动净现金/利息支出（X）	11.78	11.70	7.02
EBITDA 利息倍数（X）	26.74	22.66	14.56
总债务/EBITDA（X）	0.88	0.85	1.74
资产负债率（%）	37.50	46.72	47.48
总资本化比率（%）	25.53	26.16	39.12
长期资本化比率（%）	21.58	17.96	22.96

注：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。

附三：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)	2010	2011	2012
货币资金	181,391.38	227,231.14	326,960.51
应收账款净额	48,581.05	71,606.04	34,631.25
存货净额	287,865.95	469,780.88	622,099.88
流动资产	785,629.67	1,151,831.16	1,646,530.29
长期投资	49,444.32	84,446.45	70,409.48
固定资产合计	420,900.48	561,410.95	885,266.57
总资产	1,513,054.35	2,067,870.69	3,040,688.72
短期债务	339,854.44	509,249.69	873,730.78
长期债务	272,736.44	268,221.76	362,815.06
总债务（短期债务+长期债务）	612,590.88	777,471.45	1,236,545.84
总负债	885,198.14	1,328,711.61	2,082,238.85
所有者权益（含少数股东权益）	627,856.21	739,159.08	958,449.87
营业总收入	1,699,207.88	2,125,196.28	3,674,013.20
三费前利润	276,303.07	358,689.49	429,436.68
投资收益	20,158.29	15,121.72	18,714.14
净利润	154,828.62	165,151.76	211,813.31
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	268,121.09	301,949.60	397,713.82
经营活动产生现金净流量	43,419.79	90,272.79	234,145.95
投资活动产生现金净流量	-127,820.72	-226,316.14	-449,427.90
筹资活动产生现金净流量	-109,134.16	181,689.81	300,363.43
现金及现金等价物净增加额	-193,871.06	45,225.95	85,092.08
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	16.53	17.18	11.90
所有者权益收益率（%）	24.66	22.34	22.10
EBITDA/营业总收入（%）	15.78	14.21	10.83
速动比率（X）	0.85	0.67	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	0.07	0.12	0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	0.13	0.18	0.27
经营活动净现金/利息支出（X）	1.72	2.87	4.50
EBITDA 利息倍数（X）	10.62	9.59	7.64
总债务/EBITDA（X）	2.28	2.57	3.11
资产负债率（%）	58.50	64.26	68.48
总资本化比率（%）	49.38	51.26	56.33
长期资本化比率（%）	30.28	26.63	27.46

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、2009、2010年数据分别为2010和2011年审计报告的期初数。

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））/营业总收入

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/所有者权益合计

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

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。

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