



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2014] 跟踪098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。

证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一四年五月十五日

招金矿业股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告（2014）

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	2013 年 6 月 21 日		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA⁺	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA⁺	评级展望	稳定

基本观点

2013 年，受美国经济持续回暖、美联储量化宽松政策退出预期逐渐增强影响，国际黄金价格大幅下跌，受此影响，招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”或“公司”）收入规模和盈利能力均有所下滑，且存在一定的短期偿债压力。但作为国内大型的黄金生产企业之一，公司黄金资源储量进一步扩大，且受益于较高的矿产金自给率，公司在行业中仍显示出很强的盈利能力，加之经营活动净现金流和 EBITDA 对利息支出具有一定的保障作用，因而公司整体偿债能力依然很强。

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。随着现有矿山探矿工程及矿山资源收购工作的推进，公司黄金资源储量持续增长。截至 2013 年 12 月 31 日，公司黄金资源量和可采储量分别为 791.35 吨和 382.2 吨，分别同比增长 14.66% 和 7.43%。
- 盈利能力很强。尽管受国际金价下跌影响，公司盈利能力有所下滑，但得益于较高的矿产金自给率，因此其在行业中仍显示出很强的盈利能力。2013 年，公司营业毛利水平达到 40.69%，位于同行业之首。
- 经营活动净现金流和 EBITDA 对利息支出具有一定的保障作用。尽管公司 2013 年 EBITDA 和经营活动净现金流均有所减少，但仍对利息支出形成一定保障。2013 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 5.73 和 1.58 倍。

概况数据

招金矿业	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	68.69	91.94	92.46
总资产（亿元）	128.91	175.08	224.87
总债务（亿元）	31.77	59.08	107.17
营业总收入（亿元）	58.03	76.99	63.61
营业毛利率（%）	56.38	50.21	40.69
EBITDA（亿元）	28.67	33.97	20.94
所有者权益收益率（%）	25.44	22.19	8.24
资产负债率（%）	46.72	47.48	58.88
总债务/ EBITDA（X）	1.11	1.74	5.12
EBITDA 利息倍数（X）	22.66	14.56	5.73
招金集团	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	73.92	95.84	104.43
总资产（亿元）	206.79	304.07	331.90
总债务（亿元）	78.24	123.65	172.47
营业总收入（亿元）	212.52	367.40	376.42
营业毛利率（%）	17.18	11.90	8.89
EBITDA（亿元）	30.19	39.77	23.89
所有者权益收益率（%）	22.34	22.10	5.51
资产负债率（%）	64.26	68.48	68.54
总债务/ EBITDA（X）	2.59	3.11	7.22
EBITDA 利息倍数（X）	9.59	7.64	3.81

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。

分析师

蔡汤冬 tdcai@ccxr.com.cn
邵涛 jishao@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn
2014年5月15日



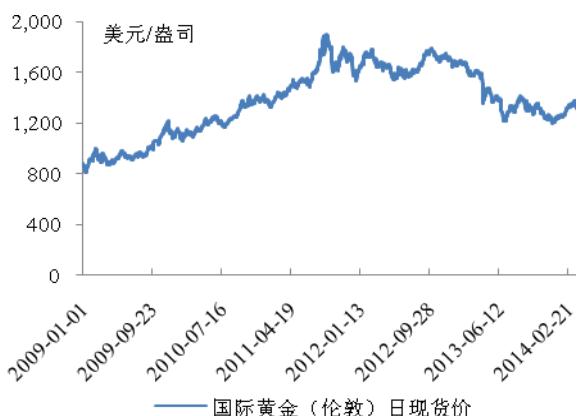
关注

- 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。
- 存在一定的短期偿债压力。受短期借款、交易性金融负债和其他流动负债大幅增长影响，公司2013年短期债务规模同比增长165.47%，达到84.07亿元，同期长短期债务比为3.64，公司存在一定的短期偿债压力，且债务结构有待优化。

行业关注

受美国经济持续回暖、美联储量化宽松政策退出预期逐渐增强影响，黄金 ETF 持仓大幅下降，导致 2013 年国际金价价格跌幅较大。2014 年 1 季度，受乌克兰地缘危机及部分美国经济数据不达预期影响，黄金价格小幅反弹，但随着美国量化宽松政策退出计划的逐步执行，国际金价延续弱势的可能性仍较大。

图 1：2009 年以来国际黄金（伦敦）日现货价



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2013 年，美国经济持续回暖，多个经济部门的数据有了明显改善，尤其是就业方面，失业率稳步下降，非农就业人口月均增速在 10 万人以上。与此同时，市场对美联储缩减量化宽松政策规模的预期逐步升温，削弱了黄金价格上行的基础。2013 年国际金价下降约 28%，为近三十年来最大年度跌幅。2014 年 1 季度，受乌克兰地缘危机影响，加之极端气候使美国经济数据不达预期，黄金价格小幅反弹。未来随着美国量化宽松政策退出计划的逐步执行，国际金价对美联储退出量化宽松政策的敏感性将有所上升，这意味着美联储执行回收美元流动性的政策仍是国际金价面临的最大利空，国际金价延续弱势的可能性仍较大。

从全球黄金需求情况看，2013 年全球黄金需求总量为 3,756.1 吨，同比下降 14.94%。具体来看，在美国经济持续回暖、美联储量化宽松政策退出预期逐渐增强的背景下，2013 年黄金 ETF 持仓大幅下降。据世界黄金协会（WGC）数据显示，2013 年黄金 ETF 的投资者全年售出 880 吨黄金，成为黄

金需求量下降的最主要原因。此外，2013 年全球央行购买黄金的速度也有所减缓，全年央行净购买量为 368.6 吨，较 2012 年减少了 32.26%。

表 1：2012~2013 年全球黄金需求情况

	2012 年(吨)	2013 年(吨)	同比(%)
珠宝制造需求	1,896.1	2,209.5	16.53
工业领域需求	407.5	404.8	-0.66
电子工业	284.5	282.4	-0.74
其他工业领域	84.4	85.0	0.71
牙科领域	38.6	37.3	-3.37
黄金投资需求	1,568.1	773.3	-50.69
金条(币)	1,289.0	1,654.1	28.32
金条	962.7	1,266.9	31.60
官方金币	213.0	283.4	33.05
奖章	113.4	103.8	-8.47
ETF 类产品	279.1	-880.8	-415.59
央行净购买量	544.1	368.6	-32.26
黄金需求总量	4,415.8	3,756.1	-14.94

资料来源：WGC，中诚信证评整理

供给方面，按照 WGC 的统计口径，黄金的供给主要来自于矿产金和再生金，其中矿产金是比较稳定的供给主体。2013 年，全球黄金的总供给量为 4,339.9 吨，较 2012 年小幅下降 1.71%，其中矿产金为 2,968.5 吨，同比增长 5.10%。

表 2：2012~2013 年全球黄金供给情况

供给	单位：万吨、%		
	2012 年	2013 年	同比
矿产金	2,824.4	2,968.5	5.10
再生金	1,590.8	1,371.4	-13.79
黄金总供给量	4,415.2	4,339.9	-1.71

数据来源：WGC，中诚信证评整理

中诚信证评认为，在美国经济回暖，以及美联储执行回收美元流动性政策的影响下，黄金 ETF 持仓量或将进一步降低，国际金价很可能延续 2013 年的弱势。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，因此黄金价格仍存在一定的波动风险。

业务运营

随着地质探矿和对外矿山收购工作的稳步推进，公司黄金资源储量逐年增加

公司主要通过提高现有矿山探矿能力和对外

矿山收购两种方式增加黄金资源储量。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 2013 年 12 月 31 日，公司拥有探矿权 50 个，探矿权面积约为 1,489.16 平方公里；拥有采矿权 37 个，采矿权面积 125.33 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 791.35 吨，较 2012 年增长 14.66%，可采储量为 382.2 吨，同比增长 7.43%。

表 3：2011~2013 年公司黄金资源量变动情况

项目	2011	2012	2013
探矿权 (个)	37	46	50
探矿权面积 (平方公里)	1,315.43	1,474.98	1,489.16
采矿权 (个)	35	38	37
采矿权面积 (平方公里)	74.58	111.28	125.33
黄金矿产资源量 (吨)	558.01	690.18	791.35
黄金可采储量 (吨)	297.06	355.78	382.20

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都为 JORC 口径

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

地质探矿方面，公司 2013 年共完成地质探矿投资约为人民币 2.15 亿元，完成坑探工程 51,799 米，钻探工程 325,873 米，新增金金属量 116.17 吨。对外矿山收购方面，公司坚持审慎地推进对外开发，2013 年投资 1.79 亿元，并购内蒙古圆通矿业，收购采矿权面积 2.78 平方公里，收购黄金资源储量 14.67 吨。

表 4：截至 2013 年 12 月 31 日公司主要黄金矿山概况

矿山	招远境内		
	权益比例 (%)	资源量 (吨)	可采储量 (吨)
夏甸金矿	100	150.01	103.32
河东金矿	100	22.39	12.08
大尹格庄金矿	100	230.76	147.35
金翅岭金矿	100	4.91	0.99
金亭岭矿业	100	24.12	8.23
蚕庄金矿	100	30.38	9.67
大秦家金矿	90	4.72	3.32
纪山金矿	95	1.43	1.12
矿山	招远境外		
	权益比例 (%)	资源量 (吨)	可采储量 (吨)
招金北疆	100	16.36	6.83
岷县天昊	74	11.57	8.87
招金昆仑	100	1.90	0.81
金瀚尊矿业	100	10.51	1.01
丰宁金龙	52	9.84	2.08

早子沟金矿	52	33.70	12.75
鑫合矿业	100	2.80	1.48
两当招金	70	16.58	3.32
招金白云	55	26.61	0.63
青河矿业	95	35.62	14.94
龙鑫矿业	100	12.29	5.79
和政鑫源	95	4.95	1.12
鑫瑞矿业	51	13.96	3.37
招金正元	80	2.20	0.27
梨园金矿	51	4.45	2.50
鹰咀山金矿	51	4.25	2.34
圆通矿业	70	10.27	0.00
三峰山金矿	50	1.08	0.00
总计	-	687.67	354.22

注：圆通矿业的资源量和可采储量报告尚未正式出具。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2014 年，公司计划在埠内以招平断裂带和灵北地区为重点，进一步加大夏甸金矿、金亭岭矿业和大秦家金矿的找矿力度；在埠外以西秦岭成矿区为重点，加大岷县天昊和两当招金的找矿力度，并大力推进老矿山找矿项目。全年计划总投资人民币 1.50 亿元，新增黄金资源储量 50 吨。

与此同时，公司将审慎推进项目并购，在国内重点关注新疆、甘肃、陕西、内蒙古等区域，海外将关注资源丰富、政局稳定，与中国关系友好的国家和地区。2014 年公司计划总投资人民币 5.0 亿元，收购采矿权面积 2 平方公里，探矿权面积 30 平方公里，收购黄金资源储量 10 吨以上。

总体看，2013 年公司地质探矿和对外矿山收购工作稳步推进，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，随着对现有矿区的深入勘探和对外资源收购，预计未来公司的黄金资源储备将稳步提升。

2013 年受黄金价格大幅下跌影响，公司收入规模和毛利水平均有所下降；但与同行业公司相比，公司盈利能力仍处于较高水平

矿石选治方面，2013 年公司累计完成基建技改投资 13.12 亿元，实施基建技改项目 38 项，顺利完成进度计划。其中新疆冶炼、蚕庄金矿、梨园金矿、丰宁金龙、金鹰公司等多个选治项目提前完成目标；蚕庄金矿主竖井建设、夏甸金矿斜坡道建设、铜辉矿业西风井改造提前完成建设目标；甘肃治

炼、滴水铜矿 2,000 吨采选改造项目具备了单机试车条件。随着部分重点项目的快速推进,为公司扩产增能奠定了坚实基础。截至 2013 年 12 月 31 日,公司矿山采矿生产能力达到 2.12 万吨/日,选矿能力到达 2.61 万吨/日。公司 2014 年计划投资项目建设资金 9.85 亿元,实施项目 34 项,将以生产接续、采选配套工程为主线,重点加快夏甸金矿深部高温高压环境下安全高效开采利用示范工程、铜辉矿业生产系统优化改造工程以及早子沟金矿和招金白云采、选 2,000 吨/日建设工程等重点项目的推进速度,进一步提升公司整体矿石选治能力。

产量方面,2013 年公司主要产品产量均实现了增长,全年实现黄金总产量 28.85 吨、白银产量 99.66 吨、铜产量 18,945.06 吨,分别同比增长 4.23%、32.73% 和 15.65%。黄金总产量中,矿产金为 20.11 吨,同比增加 11.19%,矿产金自给率(矿产金/黄金总产量)达 69.71%,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 5: 公司 2011~2013 年主要产品总产量情况

单位: 吨

项目	2011	2012	2013
矿产金	15.94	18.09	20.11
其中: 自产金	11.83	13.49	15.13
外购金及副产金	4.11	4.59	4.98
加工金	7.64	9.59	8.74
黄金产量合计	23.58	27.68	28.85
白银产量	62.43	75.08	99.66
铜产量	11,382	16,381.41	18,945.06

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 6: 2013 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	122.59	25.59	20.87
紫金矿业	108.54	31.69	29.20
山东黄金	-	26.82	-
招金矿业	28.85	20.11	69.71

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,2013 年公司在上海黄金交易所销售黄金的平均价格为 268.09 元/克,同比下降 22.18%。受金价下跌影响,公司实现主营业务收入 61.47 亿

元,同比降低 17.91%;主营业务毛利率 41.60%,较 2012 年下降 9.23 个百分点。

表 7: 公司 2011~2013 年黄金销售均价及增长率

项目	2011	2012	2013
平均售价(克/元)	332.75	344.48	268.09
同比增长	20.18%	3.52%	-22.18%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 8: 公司 2012~2013 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(%)	
	2012	2013	2012	2013
黄金	63.37	50.50	49.74	43.33
白银	2.80	2.11	84.62	13.39
铜	7.35	7.99	61.86	54.70

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,尽管公司毛利水平下降 9.52 个百分点,但相对于同行业而言,仍显示出很强的盈利能力。

表 9: 2013 年同行业公司营业收入和毛利率情况

公司	2012		2013	
	营业收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	营业毛利率 (%)
招金矿业	76.99	50.21	63.61	40.69
中金黄金	360.52	13.14	304.91	9.61
紫金矿业	484.15	24.87	497.72	17.93
山东黄金	502.28	9.96	461.68	7.73

资料来源: 各公司定期报告、中诚信证评整理

综合来看,2013 年受金价下滑影响,公司业务收入及毛利水平有所下降,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(特殊普通合伙)¹审计并分别出具了标准无保留意见 2011~2013 年财务报告。

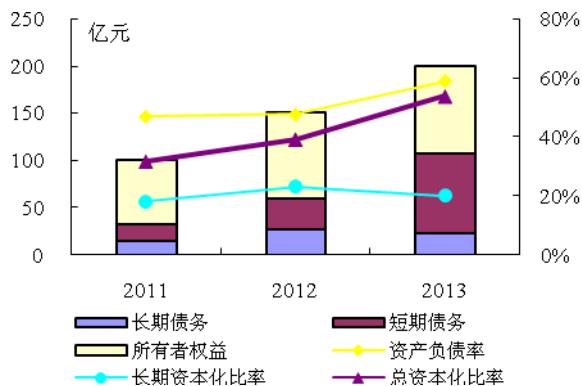
资本结构

随着业务的发展,以及基建技改工程和矿山资源收购的推进,2013 年公司存货、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 2013 年 12 月 31 日,公司总资产为 224.87

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)

亿元，同比增长 28.44%。与此同时，公司利润逐年累积，使得自有资本实力小幅增强。截至 2013 年 12 月 31 日，公司所有者权益（含少数股东权益）为 92.46 亿元，同比增长 0.56%。

图 2：公司 2011~2013 年资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2013 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、开展黄金租赁业务，以及发行债券和非公开定向债务融资工具筹集资金，短期借款、交易性金融负债及其他流动负债等金额因此增幅较大，债务规模也相应上升。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务为 107.17 亿元，同比大幅增长 81.41%。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 58.88% 和 53.68%，较 2012 年分别上升 11.4 和 14.57 个百分点。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略显偏高，但总体仍处于合理水平。

表 10：2013 年黄金行业公司资本结构比较

公司	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)
山东黄金	218.92	126.43	57.75
招金矿业	224.87	132.40	58.88
中金黄金	234.23	116.52	49.74
紫金矿业	668.98	338.13	50.54

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

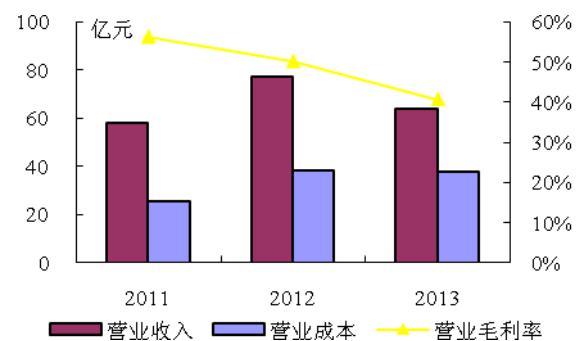
从债务结构看，公司 2013 年短期借款、交易性金融负债和其他流动负债大幅增长，导致其短期债务规模增幅较大。截至 2013 年 12 月 31 日，公司短期债务 84.07 亿元，同比增长 165.47%，同期长短期债务比（短期债务/长期债务）为 3.64，公司存在一定的短期偿债压力，且债务结构有待优化。

总体而言，公司资产规模稳步增长，自有资本实力小幅增强，资本结构相对稳健，但短期债务规模增幅较大，存在一定的短期偿债压力。未来随着公司矿山资源收购的推进，以及探矿工程、基建技改工程及安全环保建设的深入，其资本支出水平将有所提高，债务规模或将进一步增加。

盈利能力

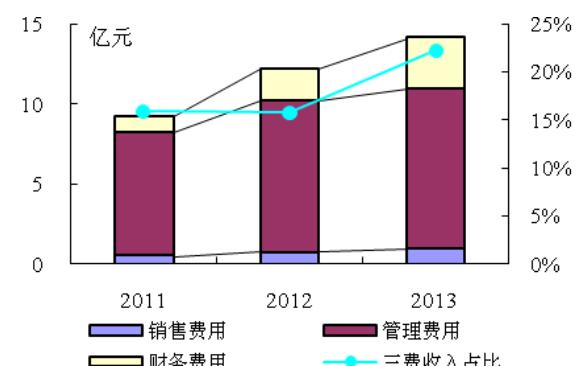
2013 年，受黄金价格大幅下跌影响，公司营业总收入和营业毛利率均有所下滑。2013 年公司实现营业总收入 63.61 亿元，同比下降 17.38%；营业毛利率 40.69%，较 2012 年降低 9.52 个百分点。但得益于较高的金精矿自给率，相对同行业企业而言，公司仍具有较强的初始获利能力。

图 3：公司 2011~2013 年盈利能力分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 4：公司 2011~2013 年期间费用变化



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2013 年，公司期间费用合计为 14.14 亿元，同比增长 16.18%，占营业收入的比重为 22.23%，同比上升 6.42 个百分点。具体来看，由于公司埠外矿山增多，使得其运输费用较 2012 年有所增加，带动销售费用增加至 0.97 亿元；受劳动保险费、折旧费及资产摊销增长影响，公司管理费用同比增长 5.65% 至 9.97 亿元；而公司债务规模的增加使其利息支出上升，并导致其财务费用达到

3.20亿元，同比增长60.25%。

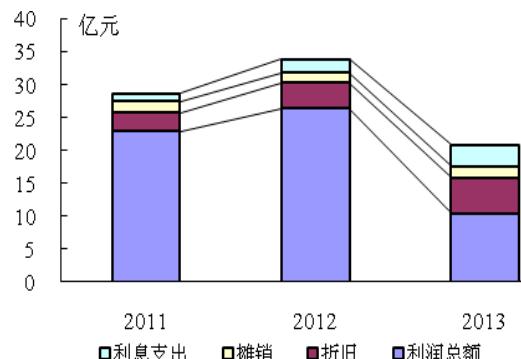
从利润总额看，在黄金价格大幅下跌的背景下，公司营业收入与营业毛利率均呈现下降趋势，加之期间费用的走高和因金价下跌计提的存货跌价损失，2013年公司利润总额为10.45亿元，同比减少60.58%。

总体来看，黄金价格的大幅下跌导致公司盈利能力有所下降。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。考虑到黄金价格的波动是影响黄金生产企业盈利稳定性关键因素，因此中诚信证评将持续关注黄金价格波动对公司盈利水平的影响。

偿债能力

从获现能力来看，2013年公司EBITDA主要由折旧和利润总额组成。尽管随着资产规模的扩大，公司2013年折旧同比增长40.59%，为5.51亿元。但同期，受利润总额下降影响，公司EBITDA为20.94亿元，同比下滑38.37%。

图5：2011~2013年公司EBITDA构成



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

现金流方面，2013年受业务规模下降影响，公司经营活动净现金流减少64.71%，为5.78亿元。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。2013年，公司投资活动现金流净流出49.10亿元，同比上升31.34%。为满足资金需求，公司通过银行借款、发行债券、开展黄金租赁业务等方式融资，有效缓解了公司的资本支出压力。

从偿债指标看，尽管公司2013年EBITDA和经营活动净现金流均有所减少，但仍对利息支出形成一定保障。2013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5.73和1.58倍。

表11：公司2011~2013年偿债能力分析

财务指标	2011	2012	2013
短期债务(亿元)	16.74	31.67	84.07
总债务(亿元)	31.77	59.08	107.17
经营净现金流(亿元)	14.80	16.37	5.78
总债务/EBITDA(X)	1.11	1.74	5.12
总债务/经营净现金流(X)	2.15	3.61	18.55
EBITDA利息保障倍数(X)	22.66	14.56	5.73
经营净现金流利息保障倍数(X)	11.70	7.02	1.58

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至2013年12月31日，公司无对外担保及其他或有负债。截至2013年12月31日，公司已获得96亿元的银行授信额度，其中，尚未使用授信余额39亿元，具备一定的备用流动性。

总体来看，在黄金价格大幅下跌的背景下，公司2013年业务规模和盈利能力有所下滑，且存在一定的短期偿债压力，但公司矿产金自给率较高，在行业中仍具有很强的盈利能力。同时，公司经营活动净现金流和EBITDA对利息支出具有一定的保障作用，整体偿债能力很强。

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。

招金集团成立于1974年，为招远市市属国有独资企业。作为中国黄金行业规模最大的企业集团之一，目前招金集团是一家集聚“黄金矿业、非金矿业、黄金交易及深加工业、高新技术产业、房地产业和金融业”六大产业的大型综合性集团公司。集团在黄金产业上拥有采选、冶炼、精炼、金银首饰等完整的产业链。集团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。2013年集团共产黄金产品152.60吨，同比增长9.89%，其中自产金、冶炼金和精炼金的产量分别为20.76吨、38.42吨和93.42吨，同比分别增长11.67%、6.90%和10.78%。

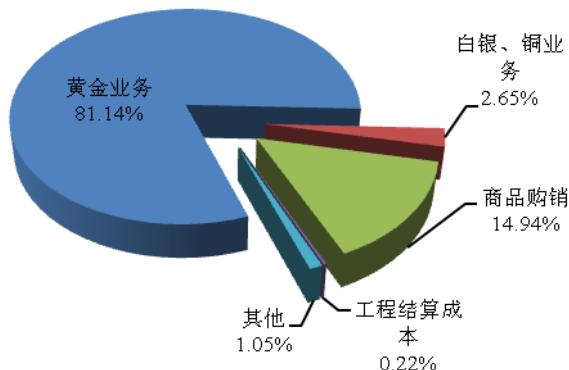
表 12: 招金集团 2011~2013 黄金产品产量

项目	2011	2012	2013
矿产金 (吨)	15.94	18.59	20.76
冶炼金 (吨)	31.07	35.94	38.42
精炼金 (吨)	66.12	84.33	93.42
合计	113.13	138.86	152.60

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从收入来看, 2013年招金集团实现主营业务收入370.47亿元, 同比小幅增长2.35%。其中受黄金价格下跌影响, 集团黄金业务收入300.59亿元, 同比下滑8.74%。但同期, 集团商品购销业务大幅增长113.20%, 达到55.35亿元, 推动了集团主营业务收入的增长。从收入占比看, 目前黄金业务仍是集团主要的收入来源, 2013年集团黄金业务收入占主营业务收入的比重约为81.14%。此外, 集团还拥有净水材料、黄金软件开发、磁光开关等高新产业, 但目前规模仍较小。

图 6: 2013 年招金集团主营业务收入情况



注: 黄金业务包括成品金、金精矿、金精加工和金银饰品业务
数据来源: 集团定期报告, 中诚信证评整理

从财务表现来看, 资本结构方面, 随着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逐年扩大。受此影响, 集团总资产规模增幅较大, 截至2013年12月31日, 集团总资产为331.90亿元, 同比增长9.15%。与此同时, 由于集团银行借款的增加, 其负债总额达到227.47亿元, 同比增长了9.24%。受此影响, 集团资产负债率和总资本化比率较2012年分别提高0.06和5.95个百分点, 为68.54%和62.29%。此外, 集团2013年短期债务增幅较大, 达到141.27亿元, 同期长短期债务比为4.53, 集团存在一定的短期偿债压力, 且债务结构有待优化。

盈利方面, 由于冶炼金和精炼金业务的整体毛

利率较低, 且受黄金价格大幅下降影响, 集团毛利率有所下降。2013年, 招金集团毛利率为8.89%, 较2012年下滑3.01个百分点。从利润总额来看, 在毛利率下降的影响下, 2013年集团利润总额为9.20亿元, 同比下降67.55%。

从偿债指标看, 招金集团利润总额的降低导致EBITDA有所降低, 2013年集团EBITDA为23.89亿元, 同比下降39.94%。同期集团经营性净现金流也有所下降, 为5.23亿元, 较2012年减少77.65%。2013年集团EBITDA利息保障倍数和经营活动净现金流/利息支出分别为3.81和0.83, 经营活动净现金流对利息支出保障程度略显偏弱, 但EBITDA仍能够对利息支出形成一定保障, 集团仍具有很强的偿债能力。

表 13: 2011~2013 年招金集团主要财务指标

指标	2011	2012	2013
短期债务 (亿元)	51.42	87.37	141.27
总债务 (亿元)	78.24	123.65	172.47
经营活动净现金 (亿元)	9.03	23.41	5.23
经营净现金/总债务 (X)	0.12	0.19	0.03
经营净现金/利息支出 (X)	2.87	4.50	0.83
EBITDA (亿元)	30.19	39.77	23.89
总债务/EBITDA (X)	2.59	3.11	7.22
EBITDA 利息倍数 (X)	9.59	7.64	3.81

数据来源: 招金集团提供, 中诚信证评整理

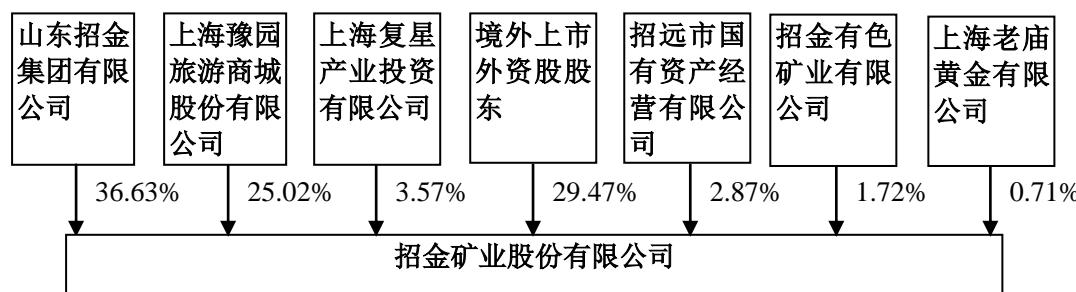
或有负债方面, 截至2013年12月31日, 招金集团为其他单位提供的担保余额14.75亿元, 对外担保总额同期净资产(不含少数股东权益)的比重为37.70%。尽管目前招金集团对外担保单位均运营正常, 但仍需对集团的或有负债风险保持关注。

总体来看, 虽然2013年招金集团短期债务增幅较大, 且盈利能力有所降低, 但作为中国大型黄金生产企业集团之一, 招金集团资源储量丰富, 业务运营正常, 规模优势明显, 综合实力很强, 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2009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（2013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	大秦家金矿矿业有限公司	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%
30	肃北县金鹰黄金有限责任公司	51%
31	额济纳旗圆通矿业有限责任公司	70%
32	山东招金舜和国际饭店有限公司	100%

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)	2011	2012	2013
货币资金	117,628.05	136,553.96	121,899.84
应收账款净额	1,657.15	13,412.22	12,449.09
存货净额	226,354.74	209,721.26	265,618.86
流动资产	493,291.57	575,948.47	703,882.63
长期投资	18,348.63	19,133.74	44,563.47
固定资产合计	515,262.87	751,527.65	987,112.49
总资产	1,289,126.08	1,750,799.52	2,248,664.46
短期债务	167,406.28	316,693.71	840,737.48
长期债务	150,321.76	274,077.83	230,955.27
总债务(短期债务+长期债务)	317,728.04	590,771.54	1,071,692.75
总负债	602,254.90	831,350.49	1,324,036.84
所有者权益(含少数股东权益)	686,871.17	919,449.02	924,627.62
营业总收入	580,291.45	769,866.22	636,061.24
三费前利润	322,497.75	381,939.31	250,158.63
投资收益	-2,665.77	1,485.01	4,635.92
净利润	174,718.44	204,012.83	76,227.54
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	286,700.92	339,707.08	209,373.36
经营活动产生现金净流量	147,960.08	163,743.08	57,780.21
投资活动产生现金净流量	-171,633.35	-373,878.12	-491,039.60
筹资活动产生现金净流量	63,212.27	228,885.62	400,247.70
现金及现金等价物净增加额	39,539.01	18,750.57	-33,056.45
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	56.38	50.21	40.69
所有者权益收益率(%)	25.44	22.19	8.24
EBITDA/营业总收入(%)	49.41	44.13	32.92
速动比率(X)	0.65	0.74	0.43
经营活动净现金/总债务(X)	0.47	0.28	0.05
经营活动净现金/短期债务(X)	0.88	0.52	0.07
经营活动净现金/利息支出(X)	11.70	7.02	1.58
EBITDA 利息倍数(X)	22.66	14.56	5.73
总债务/EBITDA(X)	1.11	1.74	5.12
资产负债率(%)	46.72	47.48	58.88
总资本化比率(%)	31.63	39.12	53.68
长期资本化比率(%)	17.96	22.96	19.99

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)	2011	2012	2013
货币资金	227,231.14	326,960.51	322,051.92
应收账款净额	71,606.04	34,631.25	34,809.10
存货净额	469,780.88	622,099.88	530,027.93
流动资产	1,151,831.16	1,646,530.29	1,491,676.09
长期投资	84,446.45	70,409.48	98,582.85
固定资产合计	561,410.95	885,266.57	1,159,409.73
总资产	2,067,870.69	3,040,688.72	3,318,983.94
短期债务	514,203.50	873,730.78	1,412,720.27
长期债务	268,221.76	362,815.06	311,983.50
总债务(短期债务+长期债务)	782,425.26	1,236,545.84	1,724,703.77
总负债	1,328,711.61	2,082,238.85	2,274,706.83
所有者权益(含少数股东权益)	739,159.08	958,449.87	1,044,277.11
营业总收入	2,125,196.28	3,674,013.20	3,764,215.37
三费前利润	358,689.49	429,436.68	319,337.29
投资收益	15,121.72	18,714.14	15,274.81
净利润	165,151.76	211,813.31	57,490.27
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	301,949.60	397,713.82	238,880.96
经营活动产生现金净流量	90,272.79	234,145.95	52,320.02
投资活动产生现金净流量	-226,316.14	-449,427.90	-513,960.43
筹资活动产生现金净流量	181,689.81	300,363.43	446,321.65
现金及现金等价物净增加额	45,225.95	85,092.08	-15,946.06
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	17.18	11.90	8.89
所有者权益收益率(%)	22.34	22.10	5.51
EBITDA/营业总收入(%)	14.21	10.83	6.35
速动比率(X)	0.67	0.62	0.51
经营活动净现金/总债务(X)	0.12	0.19	0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	0.18	0.27	0.04
经营活动净现金/利息支出(X)	2.87	4.50	0.83
EBITDA 利息倍数(X)	9.59	7.64	3.81
总债务/EBITDA(X)	2.59	3.11	7.22
资产负债率(%)	64.26	68.48	68.54
总资本化比率(%)	51.42	56.33	62.29
长期资本化比率(%)	26.63	27.46	23.00

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