



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪096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“2009年招金矿业股份有限公司公司债券”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，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。



2009 年招金矿业股份有限公司公司债券跟踪评级报告（2015）

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	2014 年 5 月 15 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	

概况数据

招金矿业	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	91.94	92.46	96.68
总资产（亿元）	175.08	224.87	258.56
总债务（亿元）	59.08	107.17	133.82
营业总收入（亿元）	76.99	63.61	57.91
营业毛利率（%）	50.21	40.69	41.64
EBITDA（亿元）	33.97	20.94	20.70
所有者权益收益率（%）	22.19	8.24	5.25
资产负债率（%）	47.48	58.88	62.61
总债务/ EBITDA（X）	1.74	5.12	6.46
EBITDA 利息倍数（X）	12.30	5.19	3.61
招金集团	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	95.84	104.43	116.41
总资产（亿元）	304.07	331.90	368.14
总债务（亿元）	123.65	172.47	199.70
营业总收入（亿元）	367.40	376.42	366.78
营业毛利率（%）	11.90	8.90	8.78
EBITDA（亿元）	39.77	23.89	23.58
所有者权益收益率（%）	22.10	5.51	3.26
资产负债率（%）	68.48	68.54	68.38
总债务/ EBITDA（X）	3.11	7.22	8.47
EBITDA 利息倍数（X）	7.64	3.81	3.09

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

2014 年，受国际黄金价格下跌影响，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继续下滑。但作为国内大型的黄金生产企业之一，公司黄金资源储量丰富，且受益于较高的矿产金自给率，在行业中仍显示出很强的盈利能力和综合竞争实力，加之备用流动性充足，财务弹性较好，公司整体偿债能力很强。

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”）所提供全额不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 黄金储量丰富。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。截至 2014 年 12 月 31 日，公司拥有探矿权 43 个，探矿权面积约为 1,072.55 平方公里；拥有采矿权 38 个，采矿权面积 139.98 平方公里；黄金资源量为 811.12 吨，可采储量为 372.48 吨。
- 盈利能力很强。尽管国际金价呈下跌态势，但得益于较高的矿产金自给率，公司营业毛利率处于很高水平。2014 年，公司营业毛利率为 41.64%，位于同行业之首，显示出很强的盈利能力。
- 备用流动性充足。截至 2014 年 12 月 31 日，公司已获得 129.80 亿元的银行授信额度，其中未使用授信余额 41.50 亿元，备用流动性充足，具有较好的财务弹性。

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。
- 面临一定的短期偿债压力。2014年末，公司短期债务为85.53亿元，长期债务48.29亿元，长短期债务比为1.77。公司短期债务规模较大，面临着一定的短期偿债压力，债务结构有待优化。

分析师

刘刚 gangliu@ccxr.com.cn
蔡汤冬 tdcai@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2015年5月18日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

- 1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。
- 2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。
- 3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。
- 4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。
- 5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。
- 6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

行业关注

2014年以来，随着美国退出QE步伐稳步推进、经济复苏、美元走强以及中国黄金需求下降，黄金价格继续呈震荡下降态势

从全球黄金需求情况看，按照WGC的统计口径，2014年全球黄金需求总量为3,923.7公吨，同比下降4.01%。具体来看，虽然美国、印度金饰需求较为强劲，但受东亚金饰需求下降影响（其中中国同比下降33%），金饰需求同比下降9.72%。受市场经济低迷以及黄金替代品的影响，工业需求同比下降4.70%。受美元走强、美国经济持续回温影响，黄金ETF的年流出量从2013年的880.0公吨下降至159.0公吨，从而导致投资需求小幅增长2.17%。此外，全球央行购买黄金量继续增长，2014年央行净购买量为477.2公吨，较2013年增长16.59%。

表1：2013~2014年全球黄金需求情况

	单位：公吨		
	2013年	2014年	同比\
金饰需求	2,384.60	2,152.90	-9.72%
工业需求	408.2	389	-4.70%
电子工业	279.1	267.3	-4.23%
其他工业领域	92.8	87.5	-5.71%
牙科领域	36.3	34.2	-5.79%
投资需求	885.4	904.6	2.17%
金条	1,385.00	807.8	-41.68%
官方金币	276.6	178.5	-35.47%
奖章	103.8	77.4	-25.43%
ETF及类产品	-880	-159.1	81.92%
央行净购买量	409.3	477.2	16.59%
黄金需求总量	4,087.60	3,923.70	-4.01%

资料来源：WGC，中诚信证评整理

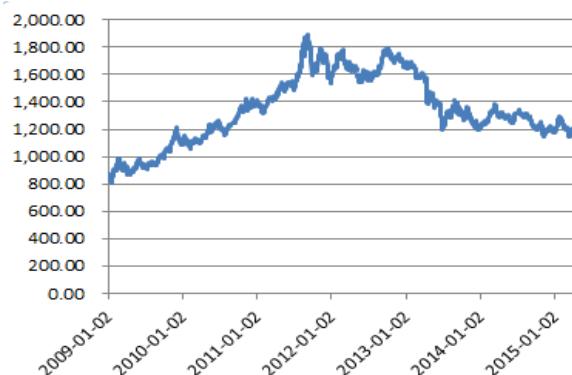
从供给来看，按照WGC的统计口径，黄金的供给主要来自于矿产金和再生金，其中矿产金是比较稳定的供给主体。2014年，虽然矿产金年产量创下新高，但由于再生金下降较快，导致全球黄金总供给小幅增长。当年全球黄金的总供给量为4,278.20公吨，同比增长0.11%，其中矿产金为3,156.50公吨，同比增长4.82%；再生金为1,121.70公吨，同比下降11.12%。

表2：2013~2014年全球黄金供给情况

供给	2013年	2014年	同比
矿产金	3,011.40	3,156.50	4.82%
再生金	1,262.00	1,121.70	-11.12%
黄金总供给量	4,273.40	4,278.20	0.11%

数据来源：WGC，中诚信证评整理

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

价格方面，2014年以来，随着美国退出QE步伐稳步推进、经济复苏、美元走强以及中国黄金需求下降，黄金市场不断承压，虽然来自乌克兰和中东局势的动荡对金价形成短期支撑，但2014年上半年黄金价格仍旧延续低迷态势，震荡下行；11月初伦敦黄金现货价格降至1,142.00美元/盎司低点。2014年11月中旬至12月末，受美元指数下滑、印度放宽进口限制的支持等因素影响，黄金现货价格出现了小幅上涨，至12月底稳定至1,200美元/盎司左右。

中诚信证评认为，随着美国经济的复苏，美元强劲走强，黄金的投资避险需求明显回落，未来黄金价格或将维持中低位区间宽幅震荡向下格局。不过，世界多数大型黄金矿业公司黄金价格成本线在1,000~1,200美元/盎司左右，黄金生产成本将对其市场价格形成一定支撑。

业务运营

公司系国内大型黄金生产企业之一，目前黄金资源储量丰富，业务持续稳定发展基础良好

公司系国内大型黄金生产企业之一，黄金资源储量丰富，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。截至2014

年 12 月 31 日，公司拥有探矿权 43 个，探矿权面积约为 1,072.55 平方公里；拥有采矿权 38 个，采矿权面积 139.98 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 811.12 吨，同比增长 2.50%，可采储量为 372.48 吨，同比下降 2.54%。

表 3：2012~2014 年公司黄金资源量变动情况

项目	2012	2013	2014
探矿权(个)	46	50	43
探矿权面积(平方公里)	1,474.98	1,489.16	1,072.55
采矿权(个)	38	37	38
采矿权面积(平方公里)	111.28	125.33	139.982
黄金矿产资源量(吨)	690.18	791.35	811.12
黄金可采储量(吨)	355.78	382.20	372.48

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 2014 年共完成地质探矿投资约为人民币 1.90 亿元，完成坑探工程 4.95 万米，钻探工程 29.84 万米，新增金金属量 69.65 吨。对外矿山收购方面，公司坚持审慎地推进对外开发，2014 年投资 2.90 亿元收购甘肃夏河县冰华矿业 51% 股权，收购采矿权面积 6.82 平方公里，收购金金属量 40 吨；投资 156 万元收购黑龙江富强金钼矿，新增探矿权面积 24.14 万平方米。值得一提的是，截至 2015 年 3 月 20 日，公司据调查情况判断，甘肃夏河县冰华矿业资源储量将超过 100 吨，达到特大型金矿床规模，且金矿深部和两翼矿体未封闭，具有很大的成矿潜力。

表 4：截至 2014 年 12 月 31 日公司主要黄金矿山概况

招远境内			
矿山	权益比例(%)	资源量(吨)	可采储量(吨)
夏甸金矿	100	150.29	100.61
河东金矿	100	21.33	11.1
大尹格庄金矿	100	246.38	144.6
金翅岭金矿	100	5.38	1.08
金亭岭矿业	100	28	7.37
蚕庄金矿	100	32.9	9.91
大秦家金矿	90	5.36	3.43
纪山金矿	95	1.51	1.18
招远境外			
矿山	权益比例(%)	资源量(吨)	可采储量(吨)
北疆	100	17.77	6.87
岷县天昊	74	14.95	10.5

招金昆仑	100	1.81	0.88
新疆金瀚尊矿业	100	7.75	0.43
丰宁金龙	52	20.83	6.71
早子沟金矿	52	68.33	24.61
鑫合矿业	100	1.42	0.95
两当招金	70	20.86	2.68
招金白云	55	49.9	1.59
青河矿业	95	31.97	18.29
龙鑫矿业	100	12.29	5.79
和政鑫源	95	5.21	1.18
鑫瑞矿业	51	27.38	6.62
招金正元	80	2.74	0.34
梨园金矿	51	9.49	3.85
鹰咀山金矿	51	11.38	1.23
圆通矿业	70	13.7	0.69
三峰山金矿	50	2.18	0.00
总计	-	811.12	372.48

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司黄金资源储量丰富，为业务持续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，预计公司未来黄金资源储备将稳步提升。

公司矿产金规模较大，自给率位居同行业首位。受益于此，虽然 2014 年金价继续下降，但凭借很高的毛利率，公司仍显示出很强的盈利能力

矿石选治方面，2014 年公司实施建设项目 34 项，完成投资 8.48 亿元，完成井巷工程量 48.7 万立方米，建筑面积 3.25 万平方米，其中夏甸金矿 4,000 吨/日选厂优化改造项目，实现一次性带料试车成功；甘肃冶炼厂多元素综合回收项目焙烧点炉一次性成功。2014 年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。

产量方面，2014 年公司实现黄金总产量 32.91 吨，同比增长 14.06%，白银产量和铜产量分别为 81.34 吨和 18,245.98 吨，分别同比下降 18.38% 和 3.69%。黄金总产量中，矿产金为 20.10 吨，基本与上年持平，矿产金自给率（矿产金/黄金总产量）达 61.08%，位居国内黄金生产企业之首。

表 5：公司 2012~2014 年主要产品总产量情况

项目	单位：吨		
	2012	2013	2014
矿产金	18.09	20.11	20.10
其中：自产金	13.49	15.13	16.84
外购金及副产金	4.59	4.98	3.26
加工金	9.59	8.74	12.81
黄金产量合计	27.68	28.85	32.91
白银产量	75.08	99.66	81.34
铜产量	16,381.41	18,945.06	18,245.98

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2014 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	214.6	26.30	12.26
紫金矿业	158.92	33.73	21.22
山东黄金	-	29.6	-
招金矿业	32.91	20.10	61.08

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，2014 年公司在上海黄金交易所销售黄金的平均价格为 253.65 元/克，同比下降 5.39%。受金价下跌影响，公司实现主营业务收入 57.91 亿元，同比降低 8.96%。但得益于领先的技术和较大的成本控制力度，公司营业毛利率为 41.64%，较上年增长 0.95 个百分点。

表 7：公司 2012~2014 年黄金销售均价及增长率

项目	2012	2013	2014
平均售价（克/元）	344.48	268.09	253.65
同比增长	3.52%	-22.18%	-5.39%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 8：2014 年同行业公司营业收入和毛利率情况

公司	2013		2014	
	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	63.61	40.69	57.91	41.64
中金黄金	304.91	9.61	335.51	8.65
紫金矿业	497.72	17.93	587.61	13.41
山东黄金	461.68	7.73	457.94	7.20

资料来源：各公司定期报告、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，自给率位于同行业之首。这也决定了公司毛利率一直高于行业水平，显示出很强的盈利能力。

总的来看，2014 年虽然金价继续下降，但公司

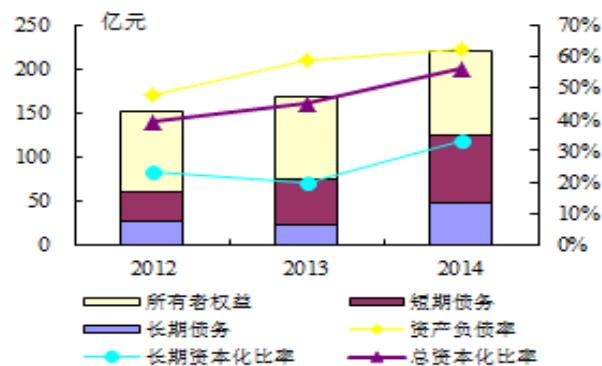
凭借较高的矿产金自给率，公司仍显示出很强的盈利能力。

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）审计并分别出具了标准无保留意见 2012~2014 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，2014 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 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 258.56 亿元，同比增长 14.98%。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 2014 年 12 月 31 日，公司所有者权益（含少数股东权益）为 96.68 亿元，同比增长 4.56%。

图 2：公司 2012~2014 年资本结构分析


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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，公司主要通过银行借款、开展黄金租赁业务，以及发行债券和非公开定向债券融资工具筹集资金，交易性金融负债及应付债券等金额因此增幅较大，债务规模也相应上升。截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务为 133.82 亿元，同比增长 24.87%。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 62.61% 和 58.06%，较 2013 年分别上升 3.73 和 4.37 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 9：2014 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	225.99	127.23	56.30
招金矿业	258.56	161.88	62.61
中金黄金	276.41	155.95	56.42
紫金矿业	751.60	414.91	55.20

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，2014 年公司短期债务为 85.53 亿元，较上年增长 1.73%。长期债务方面，由于应付债券大幅增长，导致长期债务增幅较大。2014 年公司长期债务为 48.29 亿元，同比增长 109.11%；长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.77，较上年下降 1.87。虽然公司债务结构有所优化，但短期债务规模仍较大，面临着一定的短期偿债压力。

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，债务结构有所优化，但其短期债务规模仍较大，面临着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，其资本支出规模仍较大，债务规模或将进一步增加。

盈利能力

2014 年，受黄金价格继续下跌影响，公司营业总收入继续下滑，当年实现主营业务收入 57.91 亿元，同比降低 8.96%。但得益于较高的金精矿自给率和较大的成本控制力度，公司营业毛利率为 41.64%，较上年增长 0.95 个百分点，相对同行业企业而言，公司具有较强的初始获利能力。

期间费用方面，2014 年，公司期间费用合计为 15.92 亿元，同比增长 12.57%，占营业收入的比重为 27.49%，同比上升 5.26 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 2013 年有所增加，带动销售费用增加至 1.10 亿元；受工资支出及无形资产摊销下降影响，公司管理费用减少至 9.75 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 5.07 亿元，同比增长 58.28%。

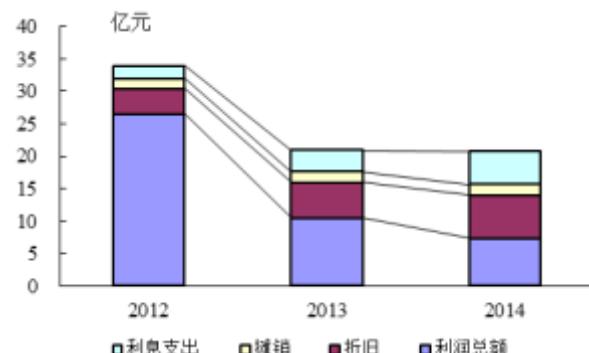
从利润总额看，尽管毛利率小幅上升，但在黄金价格继续下跌的背景下，公司营业收入呈现下降趋势，加之期间费用的走高和因金价下跌计提的存

货跌价损失，2014 年公司利润总额为 7.35 亿元，同比减少 29.69%。

总体来看，黄金价格的继续下跌导致公司盈利能力有所弱化。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，2014 年公司 EBITDA 主要由折旧、利润总额和利息支出组成。尽管随着固定资产规模的扩大及利息支出的增加，2014 年公司折旧同比增长 20.31% 至 6.61 亿元，利息支出同比增长 54.14% 至 5.08 亿元。但同期，受利润总额下降影响，公司 EBITDA 为 20.70 亿元，同比下滑 1.12%。

图 3：2012~2014 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，2014 年受业务规模下降影响，经营活动净现金流减少 20.93%，为 4.57 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。2014 年，公司投资活动现金流净流出 22.28 亿元。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。2014 年公司筹资性现金净流入 19.67 亿元。

从偿债指标看，尽管公司 2014 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。2014 年公司的 EBITDA 利息保障倍数和经营活动净现金/利息支出分别为 3.61 和 0.80 倍。

表 10：公司 2012~2014 年偿债能力分析

财务指标	2012	2013	2014
短期债务（亿元）	31.67	84.07	85.53
总债务（亿元）	59.08	107.17	133.82
EBITDA（亿元）	33.97	20.94	20.70
经营净现金流（亿元）	16.37	5.78	4.57
总债务/ EBITDA (X)	1.74	5.12	6.46
总债务/经营净现金流 (X)	3.61	18.55	29.29
EBITDA 利息保障倍数 (X)	12.30	5.19	3.61
经营活动净现金/利息支出 (X)	5.93	1.43	0.80

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2014 年 12 月 31 日，公司无对外担保及其他或有负债。截至 2014 年 12 月 31 日，公司已获得 129.80 亿元的银行授信额度，其中，尚未使用授信余额 41.50 亿元，备用流动性充足。

总体来看，在黄金价格继续下跌的背景下，公司 2014 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，公司黄金资源储量丰富，规模优势明显，综合实力很强，且备用流动性充足，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。2014年集团共产黄金产品166.38吨，同比增长9.03%，其中自产金、冶炼金和精炼金的产量分别为20.80吨、43.25吨和102.33吨，同比分别增长0.16%、12.57%和9.54%。

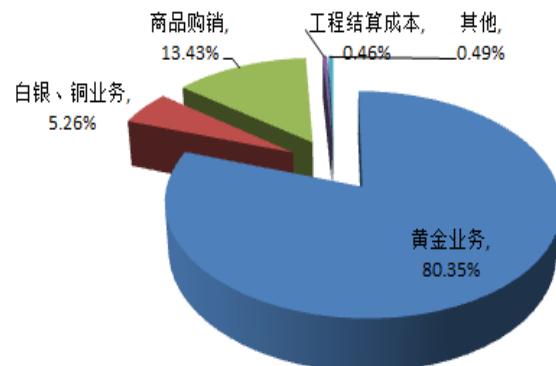
表 11：招金集团 2012~2014 年黄金产品产量

项目	2012	2013	2014
矿产金（吨）	18.59	20.76	20.80
冶炼金（吨）	35.94	38.42	43.25
精炼金（吨）	84.33	93.42	102.33
合计	138.86	152.60	166.38

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从收入来看，2014年招金集团实现主营业务收入360.62亿元，同比小幅减少3.67%。其中受黄金价格下跌影响，集团黄金业务收入289.75亿元，同比下滑3.61%。从收入占比看，目前黄金业务仍是集团主要的收入来源，2014年集团黄金业务收入占主营业务收入的比重约为80.35%。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 4：2014 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2014年12月31日，集团总资产为368.14亿元，同比增长10.92%。与此同时，由于集团银行借款的增加，其负债总额达到251.73亿元，同比增长了10.66%。截至2014年12月31日，集团资产负债率和总资本化比率分别为68.38%和63.17%，负债水平偏高。同时，集团短期债务增幅较大，达到151.40亿元，同期长短期债务比为3.13，集团存在一定的短期偿债压力，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，且受黄金价格继续下降影响，集团毛利率继续有所下降。2014年，招金集团营业毛利率为

8.78%，较2013年下滑0.22个百分点。期间费用方面，由于公司债务规模扩大导致财务费用增长较快，2014年财务费用增长2.85亿元。受此影响，公司当年期间费用占比由2013年的5.79%上升至6.63%。从利润总额来看，在营业毛利率下降及财务费用增长的影响下，2014年集团利润总额为6.04亿元，同比下降34.33%。

从偿债指标看，虽然利润总额大幅降低，但由于折旧及财务利息支出的增长，招金集团EBITDA基本与上年持平，2014年集团EBITDA为23.58亿元。同期，集团由于经营性应付账款等应付项目的减少导致经营性净现金流减少较快，2014年为9.40亿元，较2013年减少79.03%。2014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3.09和1.23倍，EBITDA和经营活动净现金流能够对利息支出形成一定保障。

表 12：2012~2014 年招金集团主要财务指标

指标	2012	2013	2014
短期债务（亿元）	87.37	141.27	151.40
总债务（亿元）	123.65	172.47	199.70
经营活动净现金（亿元）	23.41	5.23	9.40
经营净现金/总债务（X）	0.19	0.03	0.05
经营净现金/利息支出（X）	4.50	0.83	1.23
EBITDA（亿元）	39.77	23.89	23.58
总债务/EBITDA（X）	3.11	7.22	8.47
EBITDA 利息倍数（X）	7.64	3.81	3.09

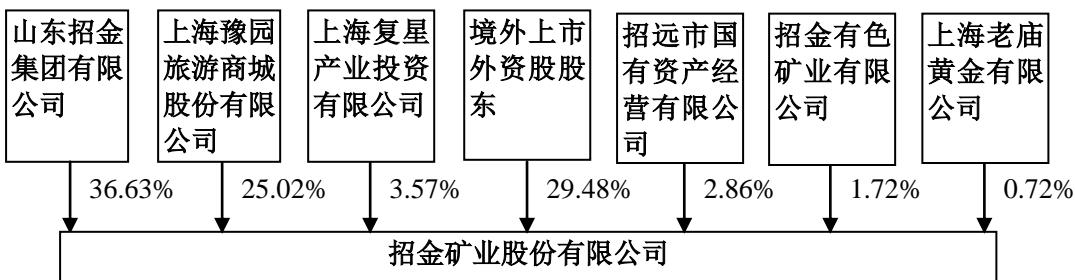
数据来源：招金集团提供，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，招金集团为其他单位提供的担保余额 12.47 亿元，其外担保总额与所有者权益的比重为 12.90%。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 2014 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。

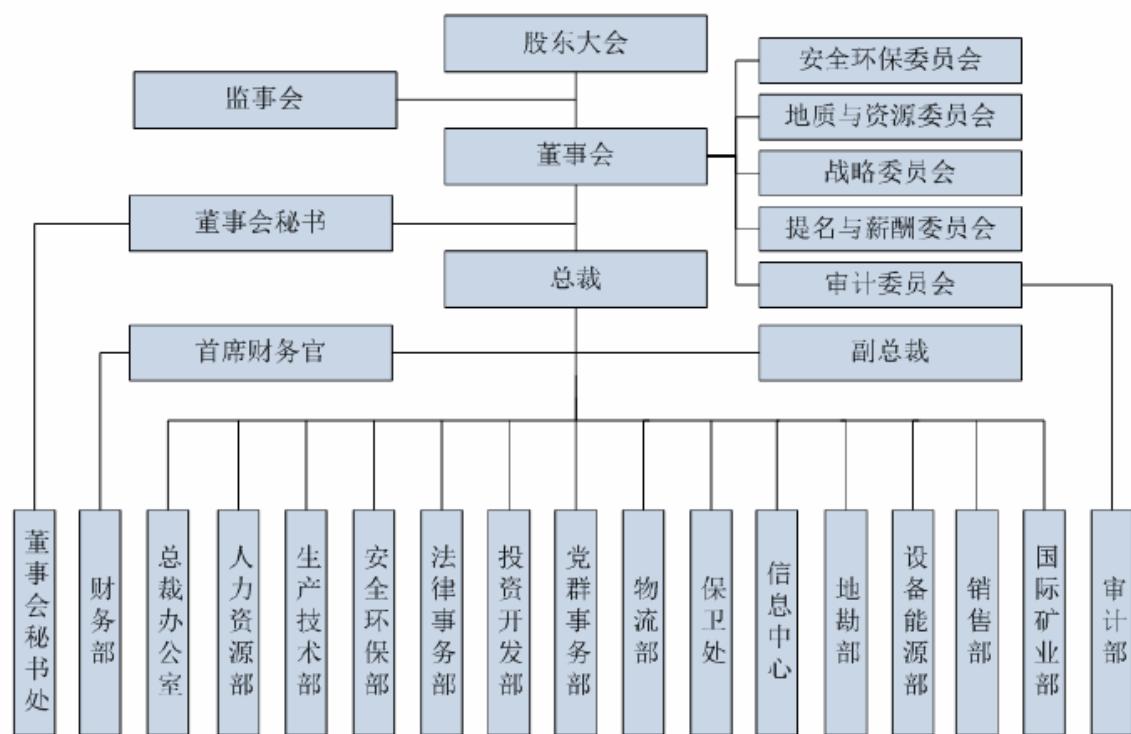
结 论

综上，中诚信证评维持招金矿业主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定；维持“2009 年招金矿业股份有限公司公司债券”的信用等级为 AAA。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）


子公司全称	持股比例 (%)		子公司全称	持股比例 (%)	
	直接	间接		直接	间接
岷县天昊黄金有限责任公司	100		甘肃省合作早子沟金矿有限责任公司	52	
斯派柯国际贸易有限公司	100		辽宁招金白云黄金矿业有限公司	55	
领兴有限公司	100		广西贵港市龙鑫矿业开发有限公司	100	
金脉国际有限公司	100		新疆招金矿业开发有限公司	100	
星河创建有限公司	100		山东招金正元矿业有限公司	80	
甘肃招金矿业有限公司	100		凤城市鑫丰源矿业有限公司	100	
两当县招金矿业有限公司	70		和政鑫源矿业有限公司	95	
托里县招金北疆矿业有限公司	100		青河县金都矿业开发有限公司	95	
托里县招金鑫合矿业有限公司	100		招远市招金大秦家矿业有限公司	90	
新疆星塔矿业有限公司	100		烟台金时矿业投资有限公司	100	
丰宁金龙黄金工业有限公司	52		招远市招金纪山矿业有限公司	95	
阿勒泰市招金昆仑矿业有限公司	100		拜城县滴水铜矿开发有限责任公司	79	
华北招金矿业投资有限公司	100		甘肃招贵金属冶炼有限公司	55	
北京中色鸿鑫矿业科技有限公司	80		富蕴招金矿业有限公司	100	
曲沃县招金矿业有限公司	70		山东招金舜和国际饭店有限公司	100	
招远市金亭岭矿业有限公司	100		肃北县金鹰黄金有限责任公司	51	
伽师县铜辉矿业有限责任公司	92		额济纳旗圆通矿业有限责任公司	70	
克州招金矿业有限责任公司	92		灵丘县梨园金矿有限责任公司	51	
新疆鑫慧铜业有限公司	92		新疆金瀚尊矿业投资有限公司	100	
招远市招金贵合科技有限公司	100		甘肃鑫瑞矿业有限公司	51	
招远市招金金合科技有限公司	100		新疆招金冶炼有限公司	92	

附二：招金矿业股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：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)	2012	2013	2014
货币资金	136,553.96	121,899.84	166,222.64
应收账款净额	13,412.22	12,449.09	6,258.25
存货净额	209,721.26	265,618.86	347,167.48
流动资产	575,948.47	703,882.63	607,205.43
长期投资	19,133.74	44,563.47	46,749.08
固定资产合计	751,527.65	987,112.49	1,156,407.27
总资产	1,750,799.52	2,248,664.46	2,585,575.58
短期债务	316,693.71	840,737.48	855,270.80
长期债务	274,077.83	230,955.27	482,955.50
总债务(短期债务+长期债务)	590,771.54	1,071,692.75	1,338,226.29
总负债	831,350.49	1,324,036.84	1,618,761.49
所有者权益(含少数股东权益)	919,449.02	924,627.62	966,814.09
营业总收入	769,866.22	636,061.24	579,094.97
三费前利润	381,939.31	250,158.63	232,070.30
投资收益	1,485.01	4,635.92	8,741.94
净利润	204,012.83	76,227.54	50,780.06
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	339,707.08	209,373.36	207,026.01
经营活动产生现金净流量	163,743.08	57,780.21	45,684.44
投资活动产生现金净流量	-373,878.12	-491,039.60	-222,759.57
筹资活动产生现金净流量	228,885.62	400,247.70	196,712.14
现金及现金等价物净增加额	18,750.57	-33,056.45	19,660.76
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率 (%)	50.21	40.69	41.64
所有者权益收益率 (%)	22.19	8.24	5.25
EBITDA/营业总收入 (%)	44.13	32.92	35.75
速动比率 (X)	0.74	0.43	0.25
经营活动净现金/总债务 (X)	0.28	0.05	0.03
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.52	0.07	0.05
经营活动净现金/利息支出 (X)	5.93	1.43	0.80
EBITDA 利息倍数 (X)	12.30	5.19	3.61
总债务/EBITDA (X)	1.74	5.12	6.46
资产负债率 (%)	47.48	58.88	62.61
总资本化比率 (%)	39.12	53.68	58.06
长期资本化比率 (%)	22.96	19.99	33.31

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：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)	2012	2013	2014
货币资金	326,960.51	322,051.92	368,437.73
应收账款净额	34,631.25	34,809.10	29,235.02
存货净额	622,099.88	530,027.93	682,798.78
流动资产	1,646,530.29	1,491,676.09	1,348,940.14
长期投资	70,409.48	98,582.85	104,035.69
固定资产合计	885,266.57	1,159,409.73	1,348,586.97
总资产	3,040,688.72	3,318,983.94	3,681,378.40
短期债务	873,730.78	1,412,720.27	1,514,016.59
长期债务	362,815.06	311,983.50	482,961.73
总债务(短期债务+长期债务)	1,236,545.84	1,724,703.77	1,996,978.32
总负债	2,082,238.85	2,274,706.83	2,517,297.54
所有者权益(含少数股东权益)	958,449.87	1,044,277.11	1,164,080.85
营业总收入	3,674,013.20	3,764,215.37	3,667,769.62
三费前利润	429,436.68	319,337.29	305,508.16
投资收益	18,714.14	15,274.81	17,228.26
净利润	211,813.31	57,490.27	37,951.40
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	397,713.82	238,880.96	235,824.03
经营活动产生现金净流量	234,145.95	52,320.02	93,982.82
投资活动产生现金净流量	-449,427.90	-513,960.43	-254,352.92
筹资活动产生现金净流量	300,363.43	446,321.65	181,690.19
现金及现金等价物净增加额	85,092.08	-15,946.06	19,562.52
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率 (%)	11.90	8.89	8.78
所有者权益收益率 (%)	22.10	5.51	3.26
EBITDA/营业收入 (%)	10.83	6.35	6.43
速动比率 (X)	0.62	0.51	0.34
经营活动净现金/总债务 (X)	0.19	0.03	0.05
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.27	0.04	0.06
经营活动净现金/利息支出 (X)	4.50	0.83	1.23
EBITDA 利息倍数 (X)	7.64	3.81	3.81
总债务/EBITDA (X)	3.11	7.22	8.47
资产负债率 (%)	68.48	68.54	68.38
总资本化比率 (%)	56.33	62.29	63.17
长期资本化比率 (%)	27.46	23.00	29.32

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。

附五：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=(营业收入-营业成本)/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业收入

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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)

附六：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