



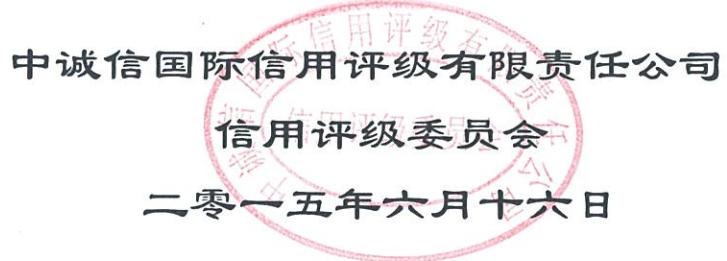
信用等级通知书

信评委函字[2015]0504D号

招金矿业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“招金矿业股份有限公司2015年度第二期中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期中期票据的信用等级为AAA。

特此通告



招金矿业股份有限公司 2015 年度第二期中期票据信用评级报告

发行主体	招金矿业股份有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债项信用等级	AAA
注册额度	21 亿元
本期规模	16 亿元
发行期限	于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续, 并在公司依据发行条款的约定赎回时到期
发行目的	补充营运资金

概况数据

招金矿业	2012	2013	2014	2015.3
总资产(亿元)	175.08	224.87	258.56	266.62
所有者权益(亿元)	91.94	92.46	96.68	102.79
总负债(亿元)	83.14	132.40	161.88	163.83
总债务(亿元)	59.08	107.17	133.82	137.92
营业总收入(亿元)	76.99	63.61	57.91	10.47
EBIT(亿元)	28.54	13.75	12.43	--
EBITDA(亿元)	33.97	20.94	20.70	--
经营活动净现金流(亿元)	16.37	5.78	4.57	2.09
营业毛利率(%)	50.21	40.69	41.64	49.31
EBITDA/营业总收入(%)	44.13	32.92	35.75	--
总资产收益率(%)	18.78	6.87	5.14	--
资产负债率(%)	47.48	58.88	62.61	61.45
总资本化比率(%)	39.12	53.68	58.06	57.30
总债务/EBITDA(X)	1.74	5.12	6.46	--
EBITDA 利息倍数(X)	14.56	5.73	3.61	--

注: 所有财务报表均按新会计准则编制; 公司 2015 年一季报未经审计; 未获得公司 2015 年一季度利息支出数据; 公司将短期融资券和超短期融资券计入“其他流动负债”、2013 年公司将具有回售条款的“09 招金债”余额由“应付债券”转入“其他流动负债”并于 2014 年转回“应付债券”, 中诚信国际分析时将上述计入“其他流动负债”的有息债券调整至“短期借款”。

分析师

项目负责人: 韩 晟 shhan@ccxi.com.cn
项目组成员: 刘翌晨 ychliu@ccxi.com.cn
王 鹏 pwang@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877
传真: (010)66426100

2015 年 6 月 16 日

基本观点

中诚信国际评定招金矿业股份有限公司(以下简称“招金矿业”或“公司”)主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“招金矿业股份有限公司 2015 年度第二期中期票据”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际肯定了公司丰富的黄金资源储备、规模较大的矿产金产量、畅通的融资渠道及很强的盈利能力等优势。同时中诚信国际也关注到近年来黄金价格剧烈波动对公司盈利能力的影响、资源竞争激烈以及期间费用较高等因素对公司整体信用状况的影响。

优 势

- **黄金资源储备丰富。**近年来, 公司通过外部收购及推进探矿等方式, 每年新增黄金资源储备维持较高水平, 整体资源储备丰富, 为公司长期的良性发展奠定较好基础。截至 2014 年底, 公司黄金矿产资源量 811.12 吨, 黄金可采储量 372.48 吨。2015 年 5 月, 公司收购莱州市三山岛北部海域金矿探矿权, 该矿拥有黄金资源储量 470.47 吨, 公司资源储量将得到大幅增长。
- **突出的盈利能力。**尽管近期黄金价格有所波动, 但公司金精矿主要来源于自有矿山, 外购比例较低, 此外公司克金综合成本低, 因此公司的营业毛利率仍较同业领先, 2014 年及 2015 年 1~3 月分别为 41.64% 和 49.31%, 显示出很强的盈利能力。
- **融资渠道畅通, 未来 A 股回归有助于提高公司资本实力。**作为香港上市公司, 公司直接融资渠道畅通。此外, 截至 2015 年 5 月底, 公司获得各银行授信总额 147.70 亿元, 其中未使用授信余额 64.22 亿元, 具有较好的财务弹性。此外, 公司计划 2015 年完成 A 股 IPO, 若股票发行成功, 公司资本实力将增强。

关 注

- **2014 年以来黄金价格维持低迷态势, 公司盈利有所下滑。**2014 年黄金价格持续低迷, 当期公司实现营业总收入 57.91 亿元, 实现利润总额 7.35 亿元, 均有所下滑。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 10.47 亿元, 利润总额 1.54 亿元。金价的波动将对公司盈利的稳定性产生一定影响, 公司面临一定产品价格波动风险。
- **2014 年以来公司债务规模不断攀升, 偿债指标有所弱化。**2014 年末, 公司总债务同比上升 24.87% 至 133.82 亿元, 2015 年 3 月末进一步增长至 137.92 亿元, 公司 EBITDA 和现金流对债务本息的覆盖能力均有所弱化。
- **期间费用较高。**2014 年公司期间费用合计 15.92 亿元, 占营业总收入比重达 27.49%, 其中管理费用为 9.75 亿元; 2015 年 1~3 月公司三费收入占比为 33.52%, 一定程度上侵蚀了利润空间, 公司费用控制能力有待加强。

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本债务融资工具发行之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

发行主体

招金矿业股份有限公司成立于 2004 年 4 月，是由山东招金集团有限公司(以下简称“招金集团”)作为发起人，联合上海复星产业投资有限公司、上海豫园旅游商城股份有限公司、深圳广信投资有限公司和上海老庙黄金有限公司共同发起设立的股份有限公司。2006 年，经中国证券监督管理委员会证监国合字[2006]23 号文批准，公司获准首次公开发行境外上市的外资股(“H”股)17,280 万股，于 2006 年 12 月 8 日起在香港联交所主板上市。后经多次增资扩股，截至 2015 年 3 月底，公司总股本为 296,583 万股，招金集团持有公司 36.63% 股份，为公司控股股东，招远市人民政府为公司实际控制人。截至 2015 年 3 月底，公司拥有 38 家境内全资、控股子公司，4 家境外子公司。

公司主要从事黄金的勘探、开采、选矿、冶炼和销售业务，主要产品为黄金，副产品有白银和铜。公司是上海黄金交易所认可的标准金锭生产企业，2014 年黄金产量为 32.90 吨。

截至 2014 年底，公司总资产 258.56 亿元，所有者权益 96.68 亿元，资产负债率 62.61%；2014 年，公司实现营业总收入 57.91 亿元，净利润 5.08 亿元，经营活动净现金流 4.57 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司总资产 266.62 亿元，所有者权益 102.79 亿元，资产负债率 61.45%；2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 10.47 亿元，净利润 1.15 亿元，经营活动净现金流 2.09 亿元。

本期票据概况

招金矿业股份有限公司拟发行的“招金矿业股份有限公司 2015 年度第二期中期票据”的发行规模为 16 亿元。

期限方面，本期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依照发行条款的约定赎回时到期。

赎回权方面，于本期中期票据第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息(包括所有

递延支付的利息)赎回本期中期票据。

利率方面，本期中期票据采用固定利率计息。本期中期票据前 5 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 5 个计息年度内保持不变。自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。如果公司不行使赎回权，则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变。

本期票据具有递延支付利息条款。条款规定除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件方面，付息日前 12 个月，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：(1) 向普通股股东分红；(2) 减少注册资本。

利息递延下的限制事项方面，公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：(1) 向普通股股东分红；(2) 减少注册资本。

偿付程序方面，本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

本期票据采用实名制记账，由上海清算所统一托管。

募集资金用途

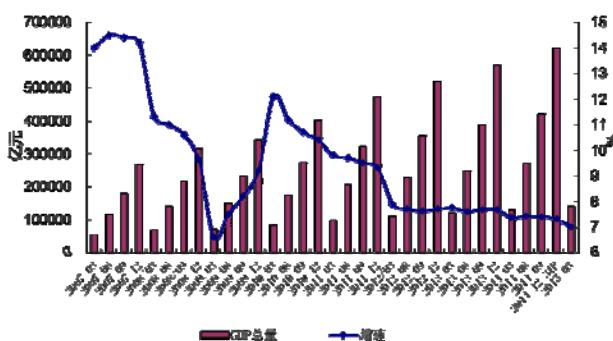
公司本期中期票据计划募集资金 16 亿元，并计划将全部募集资金用于补充营运资金。

宏观经济与政策环境

2015 年，受世界经济复苏疲弱、我国增长周期

调整、房地产市场降温、产能过剩依然严重等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势，一季度GDP增长7%，增速较上年同期和去年平均水平分别低0.4个百分点和0.3个百分点，是2009年以来的同期最低水平。未来，随着“一带一路”战略推进、一系列稳增长、促改革措施持续发力，二季度经济下行压力或将得到一定程度的缓解，考虑到基数原因，中诚信预测二季度GDP有望实现7.1%。

图1：中国GDP及其增长



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求角度来看，需求结构呈现投资增长大幅放缓、消费相对稳定，出口改善的特点，基建投资是稳定增长的关键力量。最终消费需求对经济增长的贡献较上年同期有所上升。受房地产调整、制造业需求疲弱等影响，房地产投资、制造业投资增速下降带动整体投资增速递减，基础设施投资增速回升，并保持20%以上的高速持续增长；汽车相关的消费增长不及预期，与住房相关的消费以及网络购物、电子商务等新兴消费业态带动消费平稳增长；随着美国、东盟等主要贸易伙伴经济有所改善，出口有所恢复，而受国内需求不足影响，进口贸易状况低于预期，进出口贸易顺差增速进一步改善。从产业来看，受到需求放缓、价格下跌和产能过剩等因素的影响，工业生产总体呈回落态势。从先行指标来看，PMI指数由年初的低于50%，逐步企稳于荣枯线，说明制造业虽然持续低迷，但总体略有回升。服务业持续保持高于第二产业的速度发展，产业结构持续优化；物价水平持续走低，通缩压力依然存在。消费者价格指数涨幅降中趋稳，生产领域价格持续低迷，但年内降幅有所收窄。

货币政策方面，一季度央行坚持稳中求进的总基调，继续实施稳健的货币政策，创新调控思路和方式，更加注重松紧适度，适时适度预调微调，为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境。除了常规的公开市场操作，出台了不对称降准、降息以及MLF续作等政策，引导实体经济融资成本下行，适时调整流动性。2015年一季度，全社会融资总额4.6万亿元，比上年同期下降1万亿左右。其中，新增人民币贷款受消费贷下降影响同比减少、非金融企业境内股票融资占比同比有所提升。预计二季度货币政策延续稳中趋松，调控工具将以总量工具为主，综合考虑中国目前的通胀水平以及经济增长情况，除了已经实施的降准外，预计将有1次降息等。此外，资本市场或将小幅调整，而随着利率市场化进程推进，人民币汇率双向波动机制将进一步健全。

财政政策方面，受经济增长趋缓、结构性减税、房地产调整等因素综合影响，我国财政收入增长有所减慢，增速由年初的5%回落至一季度的3.9%。与此同时，受收入增长约束，财政支出增长保持有所下降，一季度中央财政支出增长7.8%，虽然增速有所放慢，但持续高于财政收入增长，财政收支压力不减。2015年二季度，预计财政政策将更加积极，加大稳增长力度。一方面，严格执行全年预算额度，通过加大转移支付、增加发债额度、债务置换、盘活存量等加大财政支出，提升财政资金使用效率；另一方面，加快推出PPP项目，鼓励社会资本参与基础设施建设，通过城镇化基金模式，拓展新的融资渠道。与此同时，加大结构性减税的力度。

未来，房地产市场调整、财政金融风险、地方政府债务累积以及产能过剩等仍然会对宏观经济、金融稳定带来一定的压力。中诚信国际认为，在“低增长、低通胀”背景下，基于“稳增长”的需要，社会经济仍然面临较大的调整和再平衡的压力。改革的不断深入有利于实现社会资源的合理配置，协调稳增长与调结构之间的关系，使得社会经济进入新的平衡期。

中央管理层的经济治理在保持经济增长底线的同时，更看重增长质量，以去杠杆化、结构性改革为调控核心。中诚信国际认为，围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革，土地征地制度改革、财税金融体制改革、“国退民进”、国有企业改革、政府职能转变、资本市场等重点领域的改革工作都将不断推动。阻碍市场发挥作用的壁垒将进一步打破，垄断行业、特许经营、对外投资等领域的改革将加快推进，市场机制将会进一步发挥作用。全面深化改革将释放新的动力和活力，更大限度地激发发展的内生动力，为实现新常态下经济社会科学发展提供动力。中诚信国际认为，宏观调控和改革将对我国经济面临的下行压力起到缓解作用，总体上 2015 年中国经济将进一步趋缓。

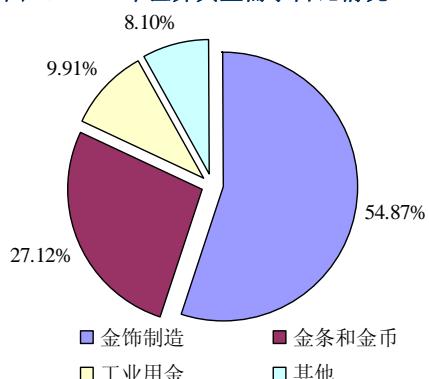
行业及区域经济环境

20 世纪 90 年代以来，随着金融业的逐步发展，作为重要的避险和投资工具，黄金对于保证国家经济安全和规避金融风险的作用日渐凸显。同时，黄金价格除了受自身的供需影响之外，还广泛受到全球政治、经济、国际货币等因素的综合影响。

2014 年以来，美元走强、金价持续震荡下行，全球黄金需求进一步下滑

全球黄金需求主要来自五个方面：金饰制造、工业需求、金条金币需求、ETF需求及官方部门购买。

图 2：2014 年世界黄金需求占比情况



资料来源：世界黄金协会（WGC），中诚信国际整理

根据世界黄金协会（WGC）公布数据，2013 年黄金价格出现大跌，全球金饰需求总量恢复到金

融危机前的水平，对小金条和金币的投资也创历史新高。然而，旺盛的消费需求仍不足以抵消黄金交易所交易基金（ETF）减持以及央行购买量减少所带来的影响，导致 2013 年黄金需求总量与创纪录的 2012 年相比下降了 15%。2014 年世界黄金实物需求为 3,924 吨，同比下降 4.09%。其中，珠宝首饰行业、工业用金、金条金币投资、黄金 ETF 投资等黄金需求全面下降，而世界众多国家央行纷纷购买黄金，成为 2014 年黄金需求市场唯一的亮点。

金饰制造需求方面，2013 年黄金价格大幅下滑推动黄金首饰需求上涨，全球金饰总需求达 2,209 吨。中国和印度是世界最大两个黄金消费国，2014 年中国市场金饰需求从 2012 年的 519 吨增至 669 吨，增幅达 29%；印度市场从 2012 年的 552 吨增至 613 吨，增幅为 11%。2014 年，全球金饰需求为 2,153 吨，同比有所下滑，主要由于 2013 年金价下跌推动金饰需求激增。其中，作为全球两大黄金市场之一，印度金饰需求进一步增长，中国则有所下滑。未来随着印度和中国经济的持续发展，在首饰方面的黄金需求量有望增加。

工业需求方面，黄金是少有的化学、物理、电子性能优异的金属，应用领域非常广泛，在电子、通讯、航空航天、化工和医疗等领域有着广泛的应用。近年来黄金的工业需求量较为稳定，在黄金总需求中占的比例较小，一般不超过 10%。经济发达国家工业用金比重较高，而中国目前每年工业用金很少，但随着中国工业化进程的不断推进，预计未来工业对黄金的需求将逐步提升。

投资需求方面，2013 年，黄金价格大幅波动，投资者持续调整投资组合以应对市场变化，全年投资者从 ETF 中赎回黄金共计 880 吨，相当于全球最大的黄金生产企业巴里克黄金产量的 4 倍，尽管金条与金币购买量剧增，但 2013 年全年黄金投资需求仍然下降。2014 年，世界黄金协会表示，投资需求作为另一个全球黄金市场的重要推动力，2014 年同比增长 2% 至 905 吨。由于 2013 年的大幅买入后，投资者暂缓了进一步的购金行为，金条与金币投资需求总量下降了四成。这一下降被 ETF 减持的大幅放缓

所抵消, ETF减持从2013年的880吨降低至2014年的159公吨。

央行购金方面, 各国央行在2014年继续将黄金视为一种储备资产。据世界黄金协会统计, 2014年全球央行需求上涨17%至477吨。央行旺盛的需求在2014年第四季度尤为突出, 同比上涨40%至119吨。这也是各国央行连续第16个季度以及连续第五年成为黄金净买家。

表1: 2015年1月世界黄金协会(WGC)黄金储备排名

排名	国家	黄金储备(吨)	黄金占外汇储备比重(%)
1	美国	8,133.50	72
2	德国	3,384.20	66
3	国际货币基金组织	2,814.00	--
4	意大利	2,451.80	66
5	法国	2,435.40	65
6	俄罗斯	1,187.50	11
7	中国	1,054.10	1
8	瑞士	1,040.10	8
9	日本	765.20	2
10	荷兰	612.50	54

资料来源: World Gold Council (世界黄金协会), 中诚信国际整理

中国是全球第二大实物黄金需求国, 黄金需求主要集中在金饰消费领域和投资领域。近年来, 受经济发展、生活水平提高等因素影响, 金饰消费用金量稳定增长。2013年, 受黄金价格回落及人民币升值刺激消费影响, 中国金饰、金条、金币需求均创纪录, 其中金饰需求为669吨, 同比增长29%, 金条、金币需求为151吨, 增幅达到38%, 带动中国市场总体黄金需求达到1,066吨, 同比增长32%。2014年, 由于美元走强, 金价持续在较低位震荡, 中国黄金消费量约为886吨, 同比明显下滑, 落后于印度居世界第二。

全球矿产金产量保持稳定, 为黄金供给的主要来源, 但由于金价下跌导致再生金回收同比有所下降, 全球黄金供给小幅下降

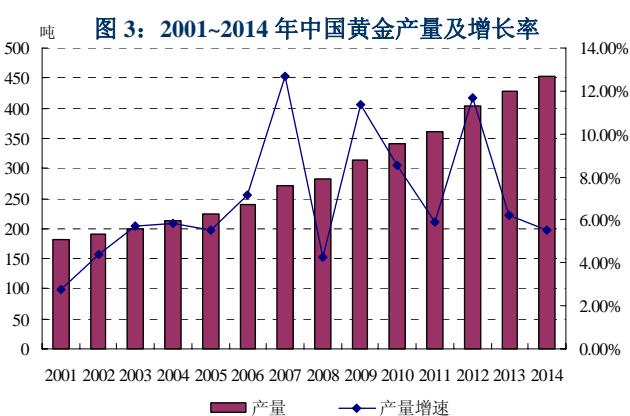
黄金的供给主要来自于矿产金、各国央行抛售储备金及再生金, 其中矿产金是世界黄金供应的最主要部分。2010年以来新兴市场国家大量购入黄金, 以实现外部储备多元化, 同时, 欧洲各国中央

银行在金融危机和欧洲主权债务危机出现后, 基本上已停止出售黄金。2010年各国中央银行黄金政策发生结构性转变, 各国中央银行2010~2013年连续四年为黄金净买入状态, 从而使市场失去了一个重要的供应来源。

2013年, 全球黄金总供应量有所回落, 为4,313吨, 其中矿产金2,968吨, 同比增长3.6%; 再生金产量1,392吨, 同比下降12.5%。2014年, 世界黄金供应总量达4,237吨, 同比下降1.76%; 其中矿产金产量约为3,115, 同比增长2.09%; 再生金产量1,122吨, 同比下降11.12%。其中, 中国、澳大利亚、俄罗斯、美国和南非黄金产量位居世界前5位。

近年来随着黄金勘探、开采技术的提高, 中国黄金产量不断增加。2013年, 我国黄金产量达到428.16吨。2014年, 中国黄金产量为451.80吨, 同比增长5.52%, 连续八年蝉联世界第一黄金生产国。

近年来, 我国黄金行业产业集中度在不断提升。2014年, 排名前十位的黄金生产企业成品金产量和矿产金产量分别占全国总产量的55.92%和44.96%; 中国黄金生产企业从2002年的1,200多家减少至700多家, 行业集中度正在逐步提升; 形成了中国黄金集团公司、山东黄金集团公司、紫金矿业股份有限公司和山东招金集团公司4家大型黄金生产企业。



资料来源: 中国黄金协会, 中诚信国际整理

整体看, 在投资避险因素的主导下, 新兴市场经济国家将会继续维持对黄金储备的需求, 发达国家也将维持惜售状态, 预计未来一段时期, 矿产金仍是黄金供应的主要来源。

2013年黄金遭遇恐慌性抛售，价格大幅下跌； 2014年以来全球宏观经济形势进一步分化， 黄金价格呈宽幅震荡下行趋势

从影响黄金价格的因素来看，传统的生产与消费因素影响很小，以投资和避险需求为代表的金融属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。

2013年以来，随着全球经济温和复苏以及美国释放量化宽松政策提前退出的信号，黄金避险需求下降导致其价格不断下行。受塞浦路斯危机影响，3月国际金价一度重回1,600美元/盎司，但在国际投行集体唱空、塞浦路斯央行可能抛售黄金储备等因素影响下，4月12日和4月15日国际金价经历了悬崖式跳水，两个交易日跌幅超过13%，其中4月15日黄金遭遇恐慌性抛售，其9.07%的跌幅创30年来最大跌幅纪录，COMEX黄金期货价格最低下探至1,321.50美元/盎司。2013年6月美联储宣布退出QE时间表和路线图，黄金价格出现暴跌，一度跌破1,200美元/盎司大关。截至2013年底，COMEX黄金期货价格为1,216.10美元/盎司。2014年以来，全球宏观经济形势进一步分化，随着美国退出QE、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年黄金价格仍旧延续低迷态势，震荡下行。截至2014年底，COMEX黄金期货价格跌至1,183.20美元/盎司。

图4：2009~2014年12月COMEX黄金期货价格走势图



资料来源：中诚信资信，中诚信国际整理

中诚信国际认为，随着美国经济进一步复苏，美元走强，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。

国家推行黄金保护性开采政策，有助于产业集中度的提升

鉴于黄金对国民经济发展具有重要意义，中国对黄金实行了保护性开采的政策。近年来，国家陆续出台多项政策，在税金征收、地质勘查等方面给予黄金企业政策支持，对促进中国黄金行业产业集中度的提升和黄金企业的发展起到了良好的助推作用。

表2：2010年以来我国已出台的黄金行业相关政策

时间	政策名称	主要内容
2010/07/22	人民银行、发改委等六部委联合出台《关于促进黄金市场发展的若干意见》	明确了黄金市场未来发展的总体思路和主要任务，对符合黄金行业规划和产业政策要求的大型企业，要求商业银行要按照信贷原则扩大授信额度。要重点支持大型黄金集团的发展和实施“走出去”战略，支持大型企业集团发行企业债券、公司债券、中期票据和短期融资券，拓宽企业融资渠道，降低企业融资成本
2012/11/19	工业和信息化部《关于促进黄金行业持续健康发展的指导意见》	“十二五”期间，黄金工业结构调整和产业转型升级取得明显进展，工业增加值年均增长12%以上，产业发展规模和质量进一步提高；提高行业准入规模；通过加大兼并重组力度，企业数量减少到600家左右，形成1个50吨级、2个40吨级、1个30吨级、1个20吨级、2个10吨级的黄金企业集团公司；到2015年，十大黄金集团公司产量达到260吨，比2010年增加100吨，大中型黄金企业的黄金产量占全国的70%以上
2013/2/22	国土资源部《关于金矿资源合理开发利用“三率”指标要求（试行）的公告》	明确了黄金开采回采率、选矿回收率、综合利用率的指标要求，现有生产矿山在指标要求发布之日起两年内必须达到指标规定要求。达不到指标要求的，省级国土资源主管部门应组织督促其限期整改，整改后仍未达标的矿山企业，不予通过矿产资源开发利用年度检查

资料来源：中诚信国际整理

矿产资源竞争激烈，获取成本上升

根据中国黄金协会统计，目前中国黄金探明保

有储量约 6,328 吨，排名世界第三位。黄金资源储量对矿业公司的运营尤其重要，在全球黄金需求增加和黄金价格高企的背景下，黄金生产企业纷纷加大了对上游资源的开发和并购力度，竞争日趋激烈，黄金资源的获取成本不断上升。黄金资源获取成本上升的原因主要有：一是采矿权竞争更加激烈，二是开采难度加大，三是黄金资源税提高，四是黄金开采风险加大。

从 2003 年 8 月 1 日开始，根据国土资源部颁布的《探矿权采矿权招标拍卖挂牌管理办法》，新增矿权需要实行招拍挂牌管理，改变了过去交易双方通过协议转让矿山资源的交易方式，黄金矿山资源的买卖更加透明化，竞争也日趋激烈。

此外，经过三十多年的开采，现有黄金矿山的浅表层资源日益枯竭，矿山开采的难度普遍加大，企业的开采成本将会进一步提高。

目前，我国已启动《黄金行业“十三五”发展规划》前期研究，为制定相关政策和改善行业管理提供依据。

另外，作为我国黄金和基金市场的一项重要创新，黄金 ETF 于 2013 年推出，有助于进一步提升我国在世界黄金定价中的影响力。我国目前虽然是世界上第一大产金国，也是世界上最大的黄金消费国之一，却没有对黄金的定价权。我国黄金 ETF 的创新发展，将加快推动国内现货黄金市场和期货黄金市场的共同发展，提升我国在世界黄金定价中的影响力。黄金 ETF 的推出，不仅丰富了投资者的投资渠道，有利于增加我国黄金储备，更有利于提升中国在世界黄金定价中的影响力以及加快中国金融开放的步伐。

竞争及抗风险能力

丰富的黄金资源储备

公司为国内大型黄金生产企业之一，黄金资源储备丰富。截至 2014 年底，公司拥有探矿权 43 个，探矿权面积 1,072.55 平方公里；拥有采矿权 37 个，采矿权面积 125.33 平方公里。按照澳大利亚联合矿石储量委员会 (JORC) 的标准，公司黄金矿产资

源量 811.12 吨，黄金可采储量 372.48 吨，具备明显的资源优势。公司主要通过对外收购矿山和提高对现有矿山周边及深部找矿力度两种方式增加黄金资源储备。2012~2014 年公司新增资源储量分别达到 175.40 吨、130.80 吨和 109.65 吨，年新增黄金储量保持较高水平。

表 3：截至 2014 年底国内主要黄金企业资源储量比较

公司	资源储量 (吨)
中国黄金集团	1,839
山东黄金集团	1,470
紫金矿业	1,341.50
招金矿业	811.12
灵宝黄金	182.43
湖南黄金	113.30

注：山东黄金集团、湖南黄金为 2013 年数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

山东作为中国黄金生产第一大省，黄金资源储量丰富，地质条件和资源禀赋好。2015 年 5 月，公司收购莱州市三山岛北部海域金矿探矿权，新增黄金资源储量 470.47 吨，公司黄金资源总储量可达到 1,281.59 吨，资源优势进一步凸显。

总体看，公司黄金资源储备丰富，为公司业务持续稳步发展奠定了良好基础。与此同时，随着公司对外收购及现有矿区深部探矿的推进，预计未来公司黄金资源储备将稳步提升。

较大的矿产金规模

作为国内最大的黄金生产企业之一，公司主要从事黄金产业链中的采选和冶炼业务。2014 年公司自产金产量 16.84 吨，由于公司金精矿主要来源于自有矿山，外购比例较低，矿产金自给率（矿产金占黄金总产量的比例）较高，因而相对于其余几家可比的黄金生产企业，尽管其收入规模不具优势，但其营业毛利率明显高于国内其他大型黄金生产企业，2012~2014 年公司营业毛利率分别达到 50.21%、40.69% 和 41.64%，显示出突出的盈利能力。

表 4：2014 年国内黄金生产企业比较

公司	黄金总产量 (吨)	矿产金 (吨)
中国黄金集团	182.80	40.16

山东黄金集团	214.20	35.31
紫金矿业	158.92	33.73
招金矿业	32.90	16.84
湖南黄金	11.83	4.08
灵宝黄金	19.57	3.42
西部黄金	--	3.58

注：上述矿产金产量数据为各公司自产黄金量；山东黄金集团、湖南黄金为2013年数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

总体看，公司矿产金产量较大，资源自给率很高，具有很强的盈利能力。

较强的技术实力

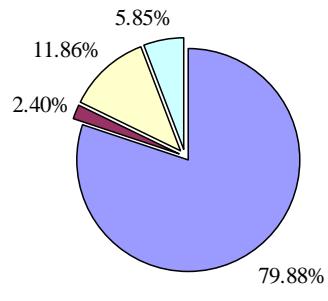
公司历来重视技术实力的提升，建有招金矿业技术中心，为其研究开发与技术提升提供了良好的硬件条件。目前，公司技术中心已晋升为国家级技术中心，2012~2014年公司研发投入分别达到9,604万元、7,374万元和5,373万元。2014年公司获得授权发明专利1项，实用新型专利18项；新申请发明专利15项，实用新型专利8项。依托于持续的研发投入和良好的硬件设施，公司形成了较强的研发实力和技术优势，并有多项技术获国家级、省级奖项。

总体而言，公司研发实力较强，技术优势较为明显，能够为其探矿、冶炼及安全环保等方面提供技术支撑，在有效提升公司市场竞争力的同时，也能为其快速发展形成较强的技术保障。

业务运营

公司主要从事黄金的勘探、开采、选矿、冶炼和销售业务，主要产品是黄金，副产品有白银和铜产品。2012~2014年，公司营业总收入分别为76.99亿元、63.61亿元和57.91亿元，2013年以来受金价下跌影响，公司收入规模有所下滑；2015年1~3月，公司实现营业总收入10.47亿元。

图5：2014年公司营业总收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

黄金是公司收入的主要来源，2012~2014年公司黄金销售收入分别为63.37亿元、50.50亿元和46.26亿元，占营业总收入比重分别为82.31%、79.39%和79.88%。

黄金资源储备

作为全国最大的黄金生产企业之一，公司黄金资源储备丰富。截至2014年底，公司拥有探矿权43个，探矿权面积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。按照澳大利亚联合矿石储量委员会（JORC）的标准，公司黄金矿产资源量811.12吨，黄金可采储量372.48吨。

表5：2012~2014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	139.98
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，中诚信国际整理

资源获取方面，公司主要通过对外收购矿山和提高现有矿山周边和深部找矿力度两种方式增加黄金资源储备。2012~2014年，公司对外收购投资额分别为7.48亿元、1.79亿元和2.90亿元；同期深部探矿投资额分别为2.07亿元、2.15亿元和1.90亿元。2013年，黄金市场景气度大幅下滑，公司进行外部收购较为审慎，对已有矿山的勘探投入则保持了稳定的规模。2014年，公司加大探矿力度，积极推进探矿工程进度，完成坑探工程量4.95万米、钻探工程量29.84万米，通过自身挖潜，新增金金

属量 69.65 吨、铜 2.55 万吨，资源储量持续增长。2014 年以来金价持续低迷，对外投资方面来看，黄金矿业权市场价值处于低谷的有利时机，公司重点跟踪和推进优质矿业权项目，通过收购新增金金属量 40 吨。

表 6：2012~2014 年公司黄金资源获取情况

项目	2012	2013	2014
收购探矿权面积（平方公里）	159.55	--	--
收购采矿权面积（平方公里）	36.70	2.78	6.82
收购黄金资源储量（吨）	83.90	14.67	40
探矿新增黄金资源储量（吨）	91.50	116.17	69.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2015 年 5 月 31 日，公司发布公告称，将通过子公司收购山东瑞银 63.86% 股权，交易价款 27.23 亿元。山东瑞银持有瑞海矿业 83% 股权，后者拥有莱州市三山岛北部海域金矿探矿权，黄金资源储量达 470.47 吨，为目前中国最大的单体金矿之一，平均品位约 4.3 克/吨。收购完成后，公司将拥有该矿权 53% 的控制权，公司资源储量将大幅增长，且未来具有很好的增储前景。短期内，公司将主要通过发行债券方式进行融资，但公司计划于 2015 年完成 A 股 IPO，若股票发行成功，公司资本实力将得到有效增强。

未来，公司将继续以新疆、甘肃、内蒙古和陕西地区为重点择优进行矿山收购，并选取资源丰富、政局稳定、与中国关系友好的国家或地区作为海外矿业开发方向；与此同时，公司将进一步重点实施攻深找盲探矿和空白区地质科研探矿，加大探矿资金投入，预计未来资源储量将进一步增长。

总体看，公司黄金资源储备丰富，资源量逐年增长，为业务持续稳步发展奠定了良好基础。与此同时，随着公司对外收购及现有矿区深部探矿的推进，预计未来公司黄金资源储备将稳步提升。同时，中诚信国际关注到，近年来国内黄金企业纷纷加大了对黄金资源的收购，资源竞争日益激烈，而黄金价格波动亦对公司盈利能力及获现能力造成影响，给公司资源整合带来一定的压力，公司对外融资需求有所增加。

黄金生产

公司黄金生产主要涵盖勘探、采选和冶炼三个阶段。

矿石采选方面，近年来随着矿山数量的增加及基建技改工作的推进，公司采选矿能力有所增强。2013 年，公司实施基建技改项目 38 项，累计投资 13.12 亿元；2014 年，公司实施基建技改项目 34 项，完成投资 8.48 亿元。其中新疆冶炼、蚕庄金矿、梨园金矿、丰宁金龙、金鹰公司等多个选冶项目提前完成年度技改目标；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年度建设目标；甘肃冶炼、滴水铜矿 2,000 吨采选改造项目具备了单机试车条件。上述重点项目的及时推进，为公司扩产增能奠定了较好基础。未来，随着对外收购以及基建技改工程的不断推进，公司矿山采选能力有望持续提高，从而进一步提升公司资源自给率。

产量方面，2012~2014 年，公司黄金产量分别为 27.68 吨、28.85 吨和 32.90 吨，增长较为稳健。具体来看，随着资源储量的增加以及采选能力的提高，公司自产金产量稳步增长。2012~2014 年，公司自产金产量分别为 13.49 吨、15.13 吨和 16.84 吨，三年复合增长率达到 11.73%。加工金业务方面，由于公司仅从中收取加工费，因而其收入和利润占比均相对较低。

表 7：公司 2012~2014 年黄金产品产量情况（吨）

项目	2012	2013	2014
自产金	13.49	15.13	16.84
外购金及副产金	4.60	4.98	3.25
加工金	9.59	8.74	12.81
黄金产量合计	27.68	28.85	32.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从黄金生产区域来看，公司以招远埠内为主要生产基地，埠内所产黄金为公司黄金产量的主要来源。与此同时，随着对外金矿资源收购战略的实行，公司在招远埠外的矿山资源逐年增多，埠外黄金产量有较大提升。2014 年，埠内矿山实现自产金产量 9.21 吨，同比增长 0.12%；埠外实现自产金产量 7.62 吨，同比增长 28.71%，埠外产量占比明显增长，公

司埠内一半、埠外一半的自产金格局基本形成。未来，公司对外扩张的稳步推进以及对已并购埠外矿山整合和技改的陆续完成，埠外企业黄金产量仍有上升空间。

从生产成本看，由于公司埠外矿山品位相对较低，开采难度相对较大，随着埠外矿山的增多，加之原材料价格上涨及用工成本上升，近年来公司生产成本也相应有所提高，对盈利水平产生一定影响。2012~2014年，公司克金综合成本分别为117.31元/克、139.10元/克和133.77元/克。2014年，在黄金价格市场持续低迷的背景下，公司通过强化内部管理升级，加大成本控制力度，克金综合成本较2013年有所下降。中诚信国际关注到，公司克金生产成本低于行业平均水平，相较国内其他大型黄金生产企业，公司克金综合成本较低，有较强的成本优势。

表8：公司2012~2014年克金综合成本及增长率

项目	2012	2013	2014
克金综合成本(克/元)	117.31	139.10	133.77
同比增长(%)	2.27	18.57	-4.12

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，近年来公司重视创新投入的力度和质量，2012~2014年分别完成科研投入9,604万元、7,374万元和5,373万元，通过实施科研技术创新项目，提高生产工艺水平以及矿山综合回收率，降低公司生产成本。

黄金销售

公司冶炼完成的黄金为粗金，经过精炼制成标准金锭后，在上海黄金交易所进行销售。公司生产的粗金均需委托关联公司山东招集团金银精炼有限公司进行加工，公司支付加工费。目前，国内各黄金生产企业在黄金销售方面均不具有自主定价权，但企业可根据经验和对金价走势的判断，采取灵活的销售策略以维持稳定的盈利能力。公司设有专职销售人员，以公司制定的销售制度和销售策略为基础，根据黄金价格的长期走势和即时变化调整销售量，从而实现销售价格最优。

2011年和2012年，随着黄金市场价格的不断

上涨，公司黄金销售均价也逐年增长，对公司收入规模和盈利水平的提升形成了有力支撑。2013年，国际金价大幅下跌，公司全年黄金销售价格跌至268.09元/克，同比下跌22.18%；2014年，公司黄金平均售价进一步跌至253.65元/克，低迷的黄金价格对公司盈利能力和获现能力造成一定影响。

表9：公司2012~2014年黄金销售均价及增长率

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

非黄金业务

公司产品除黄金外，还包括白银和铜等。由于金精矿中存在一定比例伴生银，因而公司也进行银产品的冶炼，并将银经过加工成标准银锭后进行销售。2013年公司实现银销售收入2.11亿元，占公司营业收入的3.32%；2014年，银产品销售收入为1.39亿元，占同期营业总收入的2.40%。

铜产品方面，公司铜产品主要以在黄金冶炼过程中产生的伴生铜为主，近年来随着铜伴生矿的比例增大，公司铜产品增量也逐年增长。近年来伴随产量的增加，公司铜产品销售收入也有所扩大，2013年公司实现铜产品销售收入达到7.99亿元，占当期公司营业收入的12.55%；2014年，公司实现铜产品销售收入6.87亿元，占同期营业总收入比重为11.86%。

战略规划

公司未来将继续坚持对外开发、资源收购，积极参与境内外矿业资源的开发，同时加强对收购企业的技术改造及基础设施建设工程，进一步提升公司核心竞争力。

具体来看，在对外开发方面，公司将加大对外开发力度，在国内以新疆、甘肃两大地区作为重点进行开发，同时辐射辽宁和内蒙古；在国外将对资源前景好、政策稳定、投资前景优良的国家进行合理布局。2015年公司计划投入资金25亿元，重点推进矿业并购项目9个，收购探矿权面积60平方

公里，并购黄金资源金属量 10 吨、铅锌资源金属量 65 万吨，并在非矿项目的资本运作上争取实现新突破。在探矿增储方面，公司重点围绕主要成矿带，强化探矿增储工作。2015 年公司计划投入探矿资金 1 亿元，全年计划探矿新增金金属量 50 吨、铜金属量 6,000 吨。在科技创新方面，公司将充分利用技术中心的平台作用，采取联合攻关、自主研发和引进消化新技术相结合的方法实现科技创新，2015 年公司计划投资 9,136 万元，计划实施科研技术创新项目 36 项。项目建设方面，2015 年公司计划投资 8.02 亿元，实施基建技改项目 35 个，加快推进重点项目的建设进度。

表 10：截至 2014 年底公司主要在建项目情况（万元、%）

工程项目名称	截至 2014 年底已投资金额	进度	资金来源
白云金矿选厂改造	1,783.59	90	自筹
甘肃贵金属选厂改造	31,297.12	90	自筹
黄金示范基地建设项目	20,901.74	80	自筹
井巷工程	38,411.44	70	自筹
开拓工程	37,749.98	60	自筹
两当招金选厂建设	7,191.67	50	自筹
岷县天昊选厂改造	1,114.28	50	自筹
青河金都选厂改造	4,194.50	90	自筹
竖井工程	46,620.28	70	自筹
肃北金鹰选厂改造	804.42	40	自筹
探矿工程	14,616.27	80	自筹
托里县招金北疆选厂改造	4,350.90	90	自筹
尾矿坝建设	14,093.35	70	自筹
新疆招金冶炼选厂改造	69,375.22	80	自筹
早子沟矿业选厂改造	4,128.48	90	自筹
招金金合科技选厂改造	9,991.96	20	自筹
滴水铜矿选厂改造	460.81	90	自筹
714 培训中心	10,345.95	80	自筹
其他	6,303.05	90	自筹
合计	323,735.01	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体而言，公司战略规划目标较为清晰，但中诚信国际也关注到，未来公司矿山资源收购整合及基建技改工程的资金需求量较大，或将对其负债水平产生一定压力。此外，公司计划于 2015 年完成 A 股 IPO，若股票发行成功，公司资本实力将得到有效增强。

管理

产权结构

招金矿业股份有限公司控股股东为山东招金集团有限公司，截至 2015 年 3 月底持股比例为 36.63%；第二大股东为上海豫园旅游商城股份有限公司，持股比例为 25.03%，公司实际控制人为招远市人民政府。截至 2015 年 3 月底，公司注册资本为 29.66 亿元。截至 2015 年 3 月底，公司拥有 38 家境内全资、控股子公司，4 家境外子公司。

法人治理结构

作为 H 股上市公司，公司按照境内外的有关上市规则和监管要求，规范公司运作。公司制定了股东大会、董事会、监事会议事规则及总经理工作细则，并充分发挥独立董事监督职能。股东大会、董事会及监事会之间权责明确，相互制衡，能够有效保障良好的公司治理水平。此外，根据自身经营特点和管理需要，公司在董事会下设战略、审计、提名与薪酬、安全环保和地质与资源管理 5 个专门委员会，各专门委员会积极行使监督权利，运作协调有效。

公司严格按照法律法规和《公司章程》规定的董事选聘程序选举董事。目前公司现任董事会由 11 名成员组成，其中独立董事 4 名，独立董事能够较独立地履行职责。公司监事会由 3 名成员组成，能够独立行使对公司重大事项、财务状况、董事和高级管理人员履行职责的监督权，维护公司及股东的合法权益。

总体看，公司治理结构较为健全，能够保证其各项运作趋于规范化和科学化，为公司的长远发展打下良好基础。

管理水平

公司建立了健全的内部控制制度，基本涵盖了法人治理结构、生产经营、财务管理、安全环保等方面，有效地防范了内部控制风险，为公司经营管理活动的正常进行提供制度保障。

在财务制度和资金管理方面，针对近几年公司境外矿山逐年增多的实际情况，为实现对境外矿山

生产运营及财务活动的监管，埠外矿山的总经理和财务部经理均由公司任命，且财务部经理对公司总部负责，资金调度则受总公司统一管理。通过这些措施，公司有效化解了埠外矿山的管控风险。

在安全环保方面，公司已通过了职业健康安全和环境管理体系认证，并积极落实安全主体责任制，健全安全检查指标，有力保障了公司的安全生产。同时，公司在三废处理和尾矿库管理绿化方面都制定了严格的制度和监督检查机制，环保水平得到有效提高。2014年，公司共计提安全环保费用约1.5亿元，未发生重大安全环保事故。截至2014年底，公司旗下共有包括大尹格庄金矿、招金白云、河东金矿等11家矿山企业获得“国家级绿色矿山试点单位”的荣誉称号。

总体看，公司具有健全的公司治理结构、严格的资金使用和管理制度和较为完善安全环保制度措施，有效地防范了内控风险，并保证了公司各项业务的合理开展。

财务分析

以下分析基于由立信会计师事务所（特殊普通合伙）¹审计并出具标准无保留意见的2012~2014年度财务报告以及公司提供的未经审计的2015年一季报。公司将短期融资券和超短期融资券计入“其他流动负债”、2013年公司将具有回售条款的“09招金债”余额由“应付债券”转入“其他流动负债”并于2014年转回“应付债券”，中诚信国际分析时将上述计入“其他流动负债”的有息债券调整至“短期借款”。

资本结构

近年来，随着对外扩张力度的加大以及在建项目增加，公司资产规模逐年增长。2012~2014年底，公司总资产分别为175.08亿元、224.87亿元和258.56亿元，三年复合增长率达到21.52%；截至2015年3月底进一步增至266.62亿元。

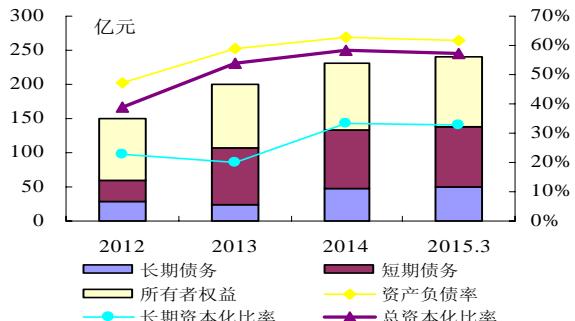
¹2012年上半年之前，立信会计师事务所（特殊普通合伙）称为立信会计师事务所有限公司。

从资产构成来看，作为黄金采选及冶炼企业，公司具有重资产的特点，非流动资产规模较大，2012~2014年底非流动资产占总资产比重分别为67.10%、68.70%和76.52%；截至2015年3月底为74.01%。近年来随着矿山产能建设和技改投入的增加，公司固定资产和在建工程增长迅速，截至2014年底分别为82.50亿元和32.37亿元，同比增长11.43%和32.36%；截至2015年3月底，公司固定资产和在建工程分别为82.48亿元和35.69亿元。无形资产方面，2014年以来公司通过股权收购等方式间接增大了所拥有矿权价值，使得截至2014年末无形资产增加18.78%至39.05亿元。从流动资产来看，公司的存货近年来保持了较大规模，在流动资产中占比较高，2014年和2015年3月底公司存货分别为34.72亿元和35.66亿元。2014年公司库存原材料及主要产品价格持续下跌，公司对所持存货计提了1.10亿元跌价准备。其他应收款方面，2014年底公司其他应收款余额为4.75亿元，同比下降77.34%，主要是由于收回部分职工借款和期货保证金款项；2015年3月末其他应收款为9.32亿元，职工借款和期货保证金有所增加。货币资金方面，近年来，随着业务规模的扩大，公司对资金储备需求持续增加，货币资金一直保持一定规模，截至2014年和2015年3月底分别为16.62亿元和12.69亿元，其中2014年底使用受到限制的货币资金为4.44亿元，主要为履约保证金等。

与此同时，公司收益情况良好，利润逐年积累，带动自有资本实力提升。2012~2014年底公司所有者权益分别为91.94亿元、92.46亿元和96.68亿元；截至2015年3月底进一步增加至102.79亿元。2012年5月，公司以非公开发行内资股的方式收购招金有色矿业有限公司旗下的新疆金瀚尊矿业投资有限公司100%的股权以及山东招远后仓地区探矿权，注册资本因此增至29.66亿元，所有者权益增长5.98亿元。2015年3月，公司发行了一期金额为5亿元的永续中期票据，导致2015年3月末所有者权益进一步增加。此外，2012~2014年公司分别分配现金股利6.12亿元、7.12亿元和2.97亿

元，使得所有者权益增速放缓。

图 6：公司 2012~2015.3 资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信国际整理

近年来，公司持续推进对外收购矿山工作，同时探矿工程、基建技改工程等也稳步推进，资金需求增加，推动债务规模快速上升。2012~2014 年底，公司总债务分别为 59.08 亿元、107.17 亿元和 133.82 亿元，三年复合增长率达 50.51%，明显高于资产增长速度；截至 2015 年 3 月底总债务进一步增至 137.92 亿元。受债务规模增长影响，公司负债水平逐年提高。截至 2014 年底，公司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。2015 年以来，受所有者权益增加的影响，截至 2015 年 3 月底资产负债率和总资本化比率分别降至 61.45% 和 57.30%。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。此外，公司于 2013 年已正式启动回归 A 股计划，目前仍处于前期工作阶段，预计发行成功后资产负债率有望得到进一步控制。

表 11：2014 年黄金行业上市公司资本结构比较

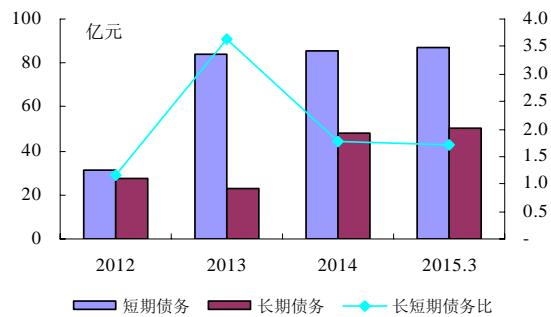
公司	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)
中金黄金	276.41	155.95	56.42
山东黄金	225.99	127.23	56.30
紫金矿业	751.60	414.91	55.20
招金矿业	258.56	161.88	62.61

数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

从债务结构看，2012~2014 年底，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.16、3.64 和 1.77；2015 年 3 月底为 1.72。2012 年，公司发行了 12 亿元的公司债券，同时银行融资大幅增加，期末短期债务和长期债务分别达到 31.67 亿元和 27.41

亿元，长短期债务比相应提升至 1.16。2013 年，公司先后发行两期短期融资券共计 17 亿元，同时由于 2009 年公司发行的 15 亿元公司债因债券持有人有权限在第 5 个计息年度将其持有的全部或部分债券回售给公司，因此公司将其由“应付债券”转入“其他流动负债”，中诚信国际分析时将其调整至“短期借款”，截至 2013 年底公司短期借款快速增至 68.22 亿元，同比增长 115.40%；此外，2013 年公司开展黄金租赁业务，交易性金融负债因此增长 15.55 亿元，致使短期债务规模增至 84.07 亿元，较上年度增长 165.47%，长短期债务比随之升至 3.64。2014 年，公司将上述 15 亿元公司债又转回至应付债券科目，受此影响，2014 年末短期借款余额下降至 47.03 亿元，但由于公司进一步扩大黄金租赁规模，交易性金融负债进一步增加至 37.13 亿元，期末短期债务为 85.53 亿元，同比小幅增加。同时，公司对债务结构进行调整，新增债务主要以长期融资方式为主，截至 2014 年底新增 10.26 亿元长期银行贷款，推动长期债务快速增长至 48.30 亿元，较 2013 年底增长 109.11%，长短期债务比回落至 1.77。2015 年 3 月，长短期债务比小幅下降至 1.72，债务结构有所优化。此外，公司正在筹备发行公司债券，进一步对债务结构进行调整。依据公司业务经营特性，其业务呈现前期投资大，投资回报期相对较长的特点，以短期债务为主的债务结构不利于公司财务结构的稳定，且较高的短期债务规模使得公司面临一定的短期偿债压力。未来公司计划通过发行公司债等方式进一步增加长期债务占比，进而增强其资金稳定性，优化债务结构。

图 7：公司 2012~2015.3 公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信国际整理

总体而言，公司资产规模稳步增长，近年有息债务规模上升较快，短期债务占比有所降低，债务结构得到一定优化，目前公司资本结构尚较为稳健。考虑到公司仍需增加对外收购以扩充自身资源储备，以及探矿工程、基建技改工程及安全环保建设的推进，其资本支出水平仍将保持较大规模，债务规模或将进一步扩大。

盈利能力

2012~2014 年公司营业总收入分别为 76.99 亿元、63.61 亿元和 57.91 亿元。2012 年，伴随矿山的增多以及采选及氰冶能力的提升，公司黄金产量逐步增加，加之 2013 年以前黄金价格维持多年单边上扬趋势，带动公司收入规模快速增长；2013 年金价大幅下跌，公司整体营收情况受到一定影响，收入规模同比下降 17.38%；2014 年受有色金属价格持续下跌影响，公司营业总收入进一步下降 8.96%。从营业毛利率来看，2013 年公司产品价格波动幅度较大，加之近年来受综合生产成本上升的影响，公司毛利水平下滑至 40.69%，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

有很强的盈利能力。2014 年以来，黄金价格持续下跌，但受益于克金综合成本下降，2014 年公司营业毛利率回升至 41.64%。

分板块来看，黄金产品是公司收入的最主要来源，2012~2014 年分别实现收入 63.37 亿元、50.50 亿元和 46.26 亿元，占营业总收入的比重约 80%。2013 年以来，受金价持续下跌影响，公司黄金板块收入规模持续下滑，2013 年和 2014 年分别同比下降 20.31% 和 8.40%，但受益于克金综合成本的下降，2014 年黄金板块毛利率小幅回升至 45.80%。副产品方面，近年来随着伴生白银和铜的产量增加，副产品占公司收入比重随之有所提高，对公司收入形成一定补充。2012~2014 年，公司白银和铜的合计销售收入分别为 10.15 亿元、10.10 亿元和 8.26 亿元，占营业总收入的比重分别为 13.18%、15.88% 和 14.26%。长期来看，公司专注黄金主业的发展，未来黄金销售收入将始终为公司最重要的收入来源。同时，公司的白银和铜产品销售收入仍有望保持一定增长，将对公司营业收入形成有力补充。

表 12：2012~2014 年公司营业总收入及毛利率情况（亿元、%）

产品	2012		2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
黄金	63.37	49.74	50.50	43.33	46.26	45.80
白银	2.80	84.62	2.11	13.39	1.39	15.01
铜	7.35	61.86	7.99	54.70	6.87	42.00
其他	3.47	6.28	3.01	-21.76	3.39	-4.97
合计	76.99	50.21	63.61	40.69	57.91	41.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，随着生产规模的扩大，近年来公司期间费用逐年增加，2012~2014 年分别为 12.17 亿元、14.14 亿元和 15.92 亿元，同期三费收入占比分别为 15.81%、22.23% 和 27.49%；2015 年 1~3 月三费合计和收入占比分别为 3.51 亿元和 33.52%。由于公司对外收购战略的实行，下属企业数量增加，使得其员工工资、劳动保险费、行政规费等支出增长，公司管理费用处于较高水平，占期间费用比重较大，2014 年公司管理费用为 9.75 亿元，占

三费合计比重为 61.24%。同时，随着债务规模的扩大以及黄金租赁业务规模的扩张，公司利息支出和财务费用也快速增加，2012~2014 年财务费用分别为 2.00 亿元、3.20 亿元和 5.07 亿元，三年复合增长率达 59.26%。在管理费用和财务费用增长的带动下，近年来公司期间费用呈现上升态势。总体来看，公司期间费用规模较大，管理费用占比较高，一定程度上侵蚀了公司的利润空间，未来公司费用控制能力有待加强。

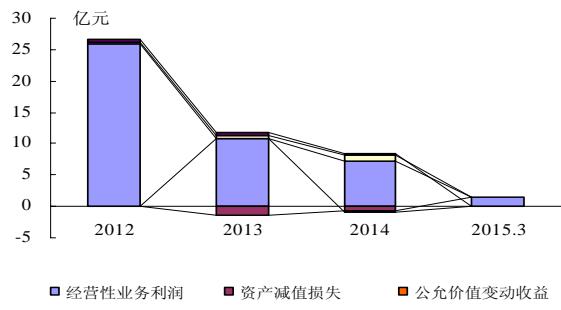
表 13: 2012~2015.3 公司期间费用情况 (亿元、%)

	2012	2013	2014	2015.1~3
销售费用	0.74	0.97	1.10	0.09
管理费用	9.43	9.97	9.75	2.35
财务费用	2.00	3.20	5.07	1.07
三费合计	12.17	14.14	15.92	3.51
三费收入占比	15.81	22.23	27.49	33.52

数据来源: 公司定期报告, 中诚信国际整理

从利润总额看, 受黄金价格持续下跌的影响, 近年来公司利润总额逐年下降。2012~2014 年, 公司分别实现利润总额 26.52 亿元、10.45 亿元和 7.35 亿元, 2015 年 1~3 月为 1.54 亿元。公司专注主业发展, 经营性业务为公司最主要的利润来源, 2012~2014 年公司分别实现经营性业务利润 26.02 亿元、10.87 亿元和 7.29 亿元, 2015 年 1~3 月为 1.52 亿元。2014 年以来, 受黄金、铜等主要产品价格波动、财务费用增长等因素影响, 公司经营性业务盈利能力进一步弱化。

图 8: 2012~2015.3 公司利润总额分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信国际整理

总体来看, 2014 年黄金价格的持续下跌导致公司盈利能力明显下降。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, 中诚信国际将持续关注黄金价格波动对公司盈利水平的影响。

现金流

在经营现金流方面, 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, 收现比指标总体处于较高水平, 2012~2014 年分别为 0.96 倍、0.93 倍和 0.91 倍, 2015 年 1~3 月为 0.95 倍。2012~2014 年公司经营活动

净现金流分别为 16.37 亿元、5.78 亿元和 4.57 亿元; 2015 年 1~3 月为 2.09 亿元。2012 年, 公司矿产金继续保持高产量, 黄金价格持续高位, 公司经营获现能力较强。2013 年, 黄金价格出现大幅下跌, 公司黄金产品平均售价跌幅达 22.18%, 同时克金生产成本同比增长 18.57%, 支付的人工成本增加, 公司经营获现能力大幅弱化, 2013 年经营活动净现金流降至 5.78 亿元, 同比减少 64.69%。2014 年以来, 黄金市场延续低迷态势, 公司利润持续下降, 同时 2014 年底存货较 2013 年增加 8.15 亿元, 占用了一定资金, 经营活动净现金流进一步下降至 4.57 亿元。未来公司获现能力的提升还有待市场景气度回升以及公司资源储备的继续扩张、生产规模的进一步提高。

投资活动现金流方面, 2012~2014 年公司投资活动净现金流分别为 -37.39 亿元、-49.10 亿元和 -22.28 亿元; 2015 年 1~3 月为 -3.62 亿元。2012 年, 随着青河金都选厂、招金北疆选厂、新疆鑫慧选厂等项目建设的推进, 公司投资活动现金流出量增幅较大。2013 年以来, 公司加快推进招金冶炼选厂、白云选厂以及黄金示范基地等主要项目的建设进程, 投资活动现金流出进一步增长。2014 年, 随着公司在建工程不断建成并投入运营, 投资支出规模有所下降。另外, 2015 年 5 月底, 公司公告称将通过全资附属公司烟台金时收购山东瑞银 63.86% 的股权, 交易价款为 27.23 亿元。未来随着在建项目建设的推进以及收购力度的加大, 预计公司投资活动现金流出仍将保持较大规模。

筹资活动现金流方面, 近年公司资金需求逐年增长, 经营活动现金流不足以满足投资需求, 公司通过银行借款以及发行债券等资本市场融资手段, 满足项目资金需求, 2012~2014 年筹资活动净现金流分别为 22.89 亿元、40.02 亿元和 19.67 亿元, 2015 年 1~3 月为 -2.41 亿元。2014 年以来, 受投资活动支出下降以及公司偿还部分债务的影响, 公司筹资活动净现金流同比下降 50.85%。未来, 公司仍将保持较大的资本支出规模, 经营获现不足以满足资本支出, 预计筹资活动净现金流规模将继续增长。

表 14: 2012~2015.3 公司现金流变化情况(亿元)

	2012	2013	2014	2015.1~3
经营活动产生现金流入	79.81	60.32	54.17	10.14
经营活动产生现金流出	63.44	54.54	49.60	8.05
经营活动净现金流	16.37	5.78	4.57	2.09
投资活动产生现金流入	0.76	2.62	3.27	--
投资活动产生现金流出	38.14	51.72	25.55	3.62
投资活动净现金流	-37.39	-49.10	-22.28	-3.62
筹资活动产生现金流入	61.07	109.09	107.47	18.27
其中:吸收投资所收到的现金	--	--	--	--
借款所收到的现金	49.17	66.30	60.95	18.10
筹资活动产生现金流出	38.19	69.06	87.80	20.68
其中:偿还债务所支付的现金	30.27	61.09	65.13	19.95
筹资活动净现金流	22.89	40.02	19.67	-2.41
现金及现金等价物净增加额	1.88	-3.31	1.97	-3.93

资料来源: 公司定期报告, 中诚信国际整理

总体看, 2014 年以来受金价持续下跌影响, 公司获取现金能力明显弱化, 同时由于主要项目仍处于建设期以及收购海域金矿的影响, 公司经营获现不足以满足投资支出规模, 或将面临一定的资金压力。公司计划于 2015 年完成 A 股 IPO, 若增发成功, 公司将获得较为充足的现金流。

偿债能力

近年来, 公司债务规模增长较快, 截至 2014 年底, 公司总债务为 133.82 亿元, 其中长期债务为 48.30 亿元; 截至 2015 年 3 月底, 公司总债务和长期债务分别为 137.92 亿元和 50.66 亿元。

在偿债能力方面, 受近年来债务上升较快及盈利能力弱化的影响, 公司EBITDA对债务本息的覆盖能力逐步弱化。2012~2014年公司EBITDA分别为 33.97 亿元、20.94 亿元和 20.70 亿元; 同期总债务/EBITDA 分别为 1.74 倍、5.12 倍和 6.46 倍; EBITDA 利息保障系数分别为 14.56 倍、5.73 倍和 3.61 倍。现金流偿债指标方面, 近年来公司经营活动净现金流持续下滑, 同时总债务规模不断攀升, 导致现金流对债务本息的覆盖能力也在逐渐弱化。2012~2014 年公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.28 倍、0.05 倍和 0.03 倍; 经营活动净现金流利息保障系数分别为 7.02 倍、1.58 倍和 0.80 倍。2015 年 1~3 月, 公

司经营活动净现金流有所好转, 经年化处理的经营活动净现金流/总债务为 0.06 倍。总体来看, 近年来公司EBITDA和经营活动净现金流对债务覆盖能力持续弱化, 特别2013年以来公司各项偿债指标弱化较快, 但目前公司黄金主业仍具有较强的收现和盈利能力, 因而其EBITDA和现金流能够为债务本息提供良好保障。

表 15: 2012~2015.3 公司偿债能力分析

项目	2012	2013	2014	2015.3
长期债务(亿元)	27.41	23.10	48.30	50.66
总债务(亿元)	59.08	107.17	133.82	137.92
经营活动净现金流(亿元)	16.37	5.78	4.57	2.09
EBITDA(亿元)	33.97	20.94	20.70	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.28	0.05	0.03	0.06*
总债务/EBITDA(X)	1.74	5.12	6.46	--
EBITDA 利息倍数(X)	14.56	5.73	3.61	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.02	1.58	0.80	--

注: 加“*”指标已经年化处理。

数据来源: 公司定期报告, 中诚信国际整理

公司资信状况良好, 与多家商业银行均建立了长期稳定的信贷业务关系。截至 2015 年 5 月底, 公司共获得授信总额 147.70 亿元, 其中尚未使用额度 64.22 亿元, 具有较好的财务弹性。

截至 2015 年 3 月底, 公司无对外担保及其他或有负债。

过往债务履约情况

截至目前, 公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息, 无不良信用记录。

根据公司提供资料, 公司近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。

评级展望

招金矿业股份有限公司作为国内大型黄金生产企业之一, 具有丰富的黄金资源储备、较大的矿产金产量规模、畅通的融资渠道等优势, 此外很强的盈利能力也使公司具有较强的竞争力。2015 年收购莱州海域金矿使得公司黄金资源储量大幅增长, 后备资源丰富。此外, 公司计划 2015 年完成 A 股 IPO, 未来资本实力有望进一步增强。但同时, 中

诚信国际也关注到近年来黄金价格剧烈波动对公司盈利能力的影响、资源竞争激烈以及期间费用较高等因素对公司整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司未来一定时期的信用水平将保持稳定。

结 论

综上所述，中诚信国际评定招金矿业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“招金矿业股份有限公司 2015 年度第二期中期票据”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于招金矿业股份有限公司 2015 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

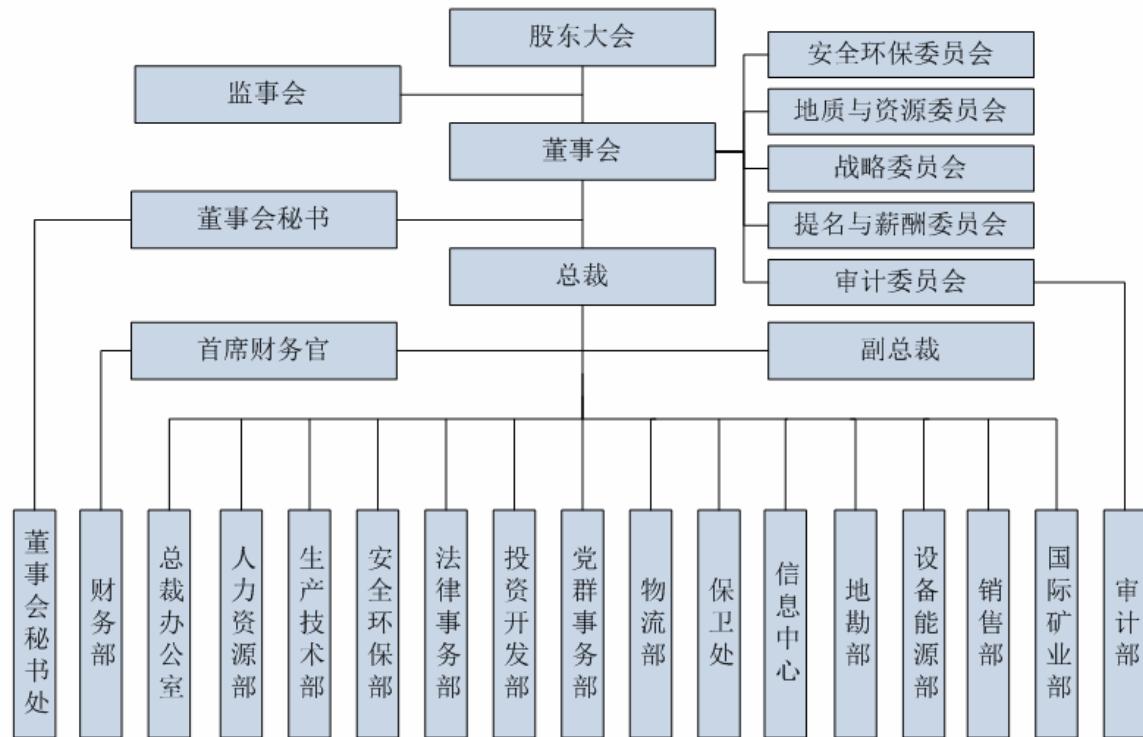
2015 年 6 月 16 日

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月底）

股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）	股份类型
招金集团	108,651.40	36.63	国有法人股
上海豫园旅游商城股份有限公司	74,200.00	25.02	社会法人股
上海复星产业投资有限公司	10,600.00	3.57	社会法人股
招远市国有资产经营有限公司	8,480.00	2.86	国有法人股
上海老庙黄金有限公司	2,120.00	0.72	社会法人股
招金有色矿业有限公司	5,096.72	1.72	国有法人股
境外上市外资股	87,434.60	29.48	外资股
合计	296,582.72	100.00	-

资料来源：公司提供

附二：招金矿业股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附三：招金矿业股份有限公司主要财务数据与财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	136,553.96	121,899.84	166,222.64	126,882.99
交易性金融资产	3,240.69	3,914.94	2,289.16	5,070.18
应收账款净额	13,412.22	12,449.09	6,258.25	39,738.31
存货净额	209,721.26	265,618.86	347,167.48	356,555.74
其他应收款	135,221.49	209,858.88	47,547.17	93,198.94
长期投资	19,133.74	44,563.47	46,749.08	46,749.08
固定资产(合计)	751,527.65	987,112.49	1,156,407.27	1,181,963.54
总资产	1,750,799.52	2,248,664.46	2,585,575.58	2,666,214.37
其他应付款	35,448.42	29,883.54	39,390.80	52,537.70
短期债务	316,693.71	840,737.48	855,270.80	872,594.91
长期债务	274,077.83	230,955.27	482,955.50	506,599.35
总债务	590,771.54	1,071,692.75	1,338,226.29	1,379,194.26
净债务	454,217.58	949,792.91	1,172,003.65	1,252,311.26
总负债	831,350.49	1,324,036.84	1,618,761.49	1,638,273.79
财务性利息支出	20,244.66	32,937.07	50,768.52	--
资本化利息支出	3,081.22	3,584.51	6,556.93	--
所有者权益(含少数股东权益)	919,449.02	924,627.62	966,814.09	1,027,940.58
营业总收入	769,866.22	636,061.24	579,094.97	104,664.37
三费前利润	381,939.31	250,158.63	232,070.30	50,250.79
投资收益	1,485.01	4,635.92	8,741.94	591.77
EBIT	285,417.72	137,471.92	124,267.91	--
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	20,911.02
投资活动产生现金净流量	-373,878.12	-491,039.60	-222,759.57	-36,196.40
筹资活动产生现金净流量	228,885.62	400,247.70	196,712.14	-24,054.28
现金及现金等价物净增加额	18,750.57	-33,056.45	19,660.76	-39,339.65
资本支出	249,904.46	299,465.97	206,534.75	35,067.75
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	50.21	40.69	41.64	49.31
三费收入比(%)	15.81	22.23	27.49	33.52
EBITDA/营业总收入(%)	44.13	32.92	35.75	--
总资产收益率(%)	18.78	6.87	5.14	--
流动比率(X)	1.16	0.69	0.57	0.66
速动比率(X)	0.74	0.43	0.25	0.32
存货周转率(X)	1.76	1.59	1.10	0.60*
应收账款周转率(X)	102.18	49.19	61.91	18.20*
资产负债率(%)	47.48	58.88	62.61	61.45
总资本化比率(%)	39.12	53.68	58.06	57.30
短期债务/总债务(%)	53.61	78.45	63.91	63.27
经营活动净现金/总债务(X)	0.28	0.05	0.03	0.06*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.52	0.07	0.05	0.10*
经营活动净现金/利息支出(X)	7.02	1.58	0.80	--
总债务/EBITDA(X)	1.74	5.12	6.46	--
EBITDA/短期债务(X)	1.07	0.25	0.24	--
EBITDA 利息倍数(X)	14.56	5.73	3.61	--

注：所有财务报表均按新会计准则编制；公司 2015 年一季报未经审计；未获得公司 2015 年一季度利息支出数据；加“*”指标经年化处理；公司将短期融资券和超短期融资券计入“其他流动负债”、2013 年公司将具有回售条款的“09 招金债”余额由“应付债券”转入“其他流动负债”并于 2014 年转回“应付债券”，中诚信国际分析时将上述计入“其他流动负债”的有息债券调整至“短期借款”。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=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（新）=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（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=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(新)=营业收入-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

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比(旧)=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

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（营业成本合计）/存货平均净额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业收入净额）/应收账款平均净额

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））

EBITDA利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。