



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪458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其
贵公司已发行的“招金矿业股份有限公司2012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，上调贵公司本次跟踪的主体信用等级至AAA，
评级展望稳定；维持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
二零一六年七月八日

招金矿业股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2016）

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 12 亿元		
债券期限	5 年		
存续期	2012 年 11 月 16 日~2017 年 11 月 16 日		
上次评级时间	2015 年 5 月 18 日		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

概况数据

招金矿业	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	92.46	96.81	135.81
总资产（亿元）	224.87	262.24	309.52
总债务（亿元）	107.17	134.46	135.00
营业总收入（亿元）	63.61	57.79	60.38
营业毛利率（%）	40.69	39.61	38.73
EBITDA（亿元）	20.94	18.91	18.27
所有者权益收益率（%）	8.24	5.30	3.01
资产负债率（%）	58.88	63.08	56.12
总债务/EBITDA（X）	5.12	7.11	7.39
EBITDA 利息倍数（X）	5.73	3.01	2.81
招金集团	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	104.43	116.41	158.56
总资产（亿元）	331.90	368.14	438.22
总债务（亿元）	172.47	199.70	185.01
营业总收入（亿元）	376.42	366.78	398.45
营业毛利率（%）	8.90	8.78	7.64
EBITDA（亿元）	23.89	23.58	25.15
所有者权益收益率（%）	5.51	3.26	2.07
资产负债率（%）	68.54	68.38	63.82
总债务/EBITDA（X）	7.22	8.47	7.36
EBITDA 利息倍数（X）	3.81	3.09	3.10

注：1、招金矿业 2014 年财务数据为重述数；

2、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

2015 年，国际黄金价格下跌，但招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”或“公司”）整体经营状况良好，营业收入规模保持增长态势，且毛利率保持较高水平。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，2015 年公司通过收购山东瑞银矿业发展有限公司 63.86% 的股权，增加黄金资源储量 470.47 吨，大大增强了公司的持续发展能力，同时，受益于较高的矿产金自给率，公司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，公司整体偿债能力极强。但同时，我们也关注到黄金价格波动较大、面临一定的短期偿债压力等因素对公司业务发展的影响。

综上，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）上调招金矿业主体信用等级至 **AAA**，评级展望稳定；维持“招金矿业股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 **AAA**。本债项级别同时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。2015 年，公司通过收购山东瑞银矿业发展有限公司 63.86% 的股权，从而间接持有莱州市瑞海矿业有限公司 53% 的股权并控制莱州市三山岛北部海域金矿探矿权，该矿区拥有黄金资源储量 470.47 吨，截至 2015 年 12 月 31 日，公司拥有黄金资源量为 1,228.01 吨，较上年增长 51.40%，可采储量为 544.13 吨，较上年增长 46.08%。
- 营业毛利率保持较高水平。尽管 2015 年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。2015 年，公司营业毛利率为 38.73%，显示出很强的初始获利空间。

分析师



2016年7月8日

- 备用流动性充足。截至 2015 年 12 月 31 日，公司合计获得 209 亿元的银行授信额度，其中未使用授信余额 126 亿元，备用流动性充足，具有较好的财务弹性。

关注

- 黄金价格波动较大。黄金作为硬通货和首饰品原料，价格受国际政治、经济等因素影响较大。国际黄金均价由 2013 年的 1,204.5 美元/盎司下行至 2015 年的 1,060.0 美元/盎司，降幅达 12.00%，2016 年一季度又上升至 1,182.6 美元/盎司，黄金价格的波动直接影响着黄金生产企业的生产经营活动及盈利水平。
- 面临一定的短期偿债压力。2015 年末，公司短期债务为 96.26 亿元，长期债务 38.73 亿元，长短期债务比为 2.49。公司短期债务规模较大，面临着一定的短期偿债压力。

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 and 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

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，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2015 年上半年，黄金需求较为疲软，下半年随着各国央行加大黄金储备和消费者需求保持强劲，黄金市场表现与上半年截然相反，全年需求量与 2014 年基本持平

从全球黄金需求情况看，按照 WGC 的统计口径，2015 年全球黄金需求总量为 4,212.2 公吨，同比略降 14.2 公吨。具体来看，2015 年上半年黄金市场需求疲软，印度金饰需求受极度恶劣天气的强烈冲击，中国黄金需求受经济衰退和金融市场动荡的双重打击；同时，黄金投资因大规模金价反弹和 risk 偏好加强而受阻。此外，土耳其因国内政治动荡导致货币暴跌，中东地区油价下跌和地区冲突也严重影响了黄金需求。2015 年下半年黄金市场需求表现较为强劲，下半年黄金总需求量达到 2,226.6 公吨，较 2014 年同期上涨 6%。七月，全球股市的下跌导致黄金 ETFs 的减持，同时刺激了黄金的消费需求。此外，节假日金饰的购买需求和各国央行大幅提高储备金量均在一定程度上刺激了黄金需求的回暖。

表 1：2014-2015 年全球黄金需求情况

	2014	2015
金饰	2,480.8	2,414.9
科技	346.4	330.7
电子产品	277.5	263.3
其他行业	49.0	48.6
牙科领域	19.9	18.9
投资	815.4	878.3
金条和金币	1,000.5	1,011.7
实物金条	725.2	731.6
官方金币	203.0	212.6
奖牌/仿制金币	72.2	67.4
黄金 ETFs 及类似产品	-185.1	-133.4
各国央行和其他机构	583.9	588.4
黄金需求量	4,226.4	4,212.2

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。2015 年，矿产金和再生金供应量均出现下滑，导致全球黄金总供给小幅下降。当

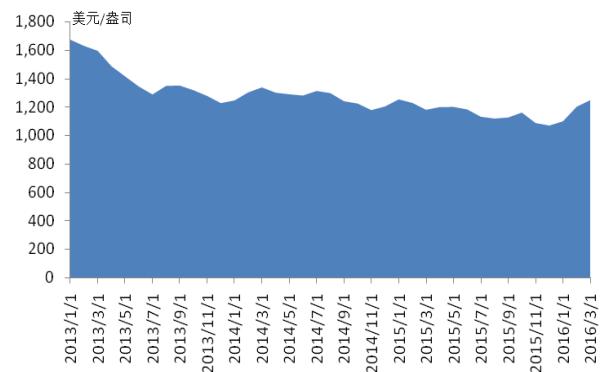
年全球黄金的总供给量为 4,258.3 公吨，同比下降 3.53%，其中矿产金为 3,165.4 公吨，同比下降 2.43%；再生金为 1,092.8 公吨，同比下降 6.57%。

表 2：2014-2015 年全球黄金供给情况

	2014	2015
矿产金	3,244.1	3,165.4
再生金	1,169.7	1,092.8
黄金总供给量	4,413.9	4,258.3

数据来源：WGC，中诚信证评整理

图 1：2013~2016.Q1 黄金价格走势



资料来源：WGC，中诚信证评整理

价格方面，2015 年，随着美国经济复苏、美元走强以及中国黄金需求下降，黄金市场不断承压，黄金价格仍旧延续低迷态势，震荡下行，全年最低价格为 1,049.4 美元/盎司，均价为 1,212.3 美元/盎司，收于 1,060.0 美元/盎司，均低于 2014 年水平。2016 年以来，随着市场对未来经济增长的担忧，黄金价格逐步回升。截至 2016 年一季度末，黄金最高价格为 1,277.5 美元/盎司，均价 1,181.9 美元/盎司，较 2015 年均价上涨 1.88%；收于每盎司 1,237.0 美元，较 2015 年末上涨 16.70%。

从未来走势来看，由于影响黄金价格的因素众多，且世界经济、政治格局仍存在较大不确定性，黄金价格走势仍不明朗。

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 2015

年 12 月 31 日，公司拥有探矿权 41 个，探矿权面积约为 745.60 平方公里；拥有采矿权 36 个，采矿权面积 137.33 平方公里。公司黄金矿产资源量为 1,228.01 吨，同比增长 51.40%，可采储量为 544.13 吨，同比增长 46.08%。

表 3：2013~2015 年公司黄金资源量变动情况

项目	2013	2014	2015
探矿权（个）	50	43	41
探矿权面积（平方公里）	1,489.16	1,072.55	745.60
采矿权（个）	37	38	36
采矿权面积（平方公里）	125.33	139.982	137.33
黄金矿产资源量（吨）	791.35	811.12	1,228.01
黄金可采储量（吨）	382.20	372.48	544.13

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 2015 年共完成地质探矿投资约为人民币 1.34 亿元，完成坑探工程 4.18 万米，钻探工程 20.42 万米，新增金属量 69.20 吨。对外矿山收购方面，2015 年 5 月 30 日，公司投资 27.225 亿元收购莱州瑞海投资有限公司持有的山东瑞银矿业发展有限公司（以下简称“山东瑞银”）63.86% 的股权，山东瑞银持有莱州市瑞海矿业有限公司（以下简称“瑞海矿业”）83% 的股权，从而公司间接持有瑞海矿业 53% 的股权并控制莱州市三山岛北部海域金矿探矿权，该矿区面积为 17.91 平方公里，金平均品位 4.30 克/吨，黄金资源储量约为 470.47 吨。2015 年 6 月 10 日，公司以 1,013.70 万元受让北京东方燕京矿山工程设计有限责任公司 60% 股权，并于 6 月 15 日订立产权交易合同。

表 4：截至 2015 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）	平均品位（克/吨）
夏甸金矿	100	133.14	93.72	2.68
河东金矿	100	19.80	9.38	3.87
大尹格庄金矿	100	238.19	145.64	2.46
金翅岭金矿	100	6.04	1.50	4.19
金亨岭矿业	100	27.96	6.44	3.06
蚕庄金矿	100	33.44	8.78	2.96
大秦家金矿	90	4.18	2.32	3.71
纪山金矿	95	1.51	1.18	3.45
瑞海矿业	53	487.70	187.76	4.63
招金正元	80	2.74	0.34	5.24

矿山	招远埠外			
	权益比例（%）	资源量（吨）	可采储量（吨）	平均品位（克/吨）
招金北疆	100	17.63	6.71	4.25
岷县天昊	74	13.19	9.30	2.01
招金昆合	100	1.35	0.62	4.49
富蕴招金	100	7.75	0.43	2.62
丰宁金龙	52	14.82	5.91	3.04
早子沟金矿	52	51.37	20.16	3.91
鑫合矿业	100	1.07	0.67	3.15
两当招金	70	20.71	2.58	2.31
招金白云	55	51.22	1.95	2.47
青河矿业	95	27.15	18.36	4.72
龙鑫矿业	100	12.29	5.79	4.80
和政鑫源	95	5.21	1.18	5.33
鑫瑞矿业	51	20.80	6.62	2.28
梨园金矿	51	8.36	3.86	5.40
肃北金鹰	51	11.44	0.91	4.72
圆通矿业	70	6.74	2.02	5.81
三峰山金矿	50	2.18	-	-

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，自给率很高。受益于此，虽然 2015 年金价继续下降，但公司仍具有很强的初始获利能力

矿石选冶方面，2015 年公司实施建设项目 31 项，完成投资 8.02 亿元，完成井巷工程量 41.56 万立方米，建筑面积 10.08 万平方米，其中星塔矿业氯化挥发改造项目于 8 月完成，系统挥发率达到 80% 以上，综合回收率达到 77%，项目每年可增加经济效益 4,000 余万元；大尹格庄金矿 5,000 吨/日选厂改造工程在 10 月开始联动试车，目前生产能力和选矿指标均达到设计要求；招金金合富集选硫项目于 9 月带料试车，处理量达到 1,500 吨/日，选矿回收率为 92.6%，硫精矿品位 47%，达到设计生产指标；金翅岭精矿 600 吨/日氰化厂建设项目的浓密洗涤区、磨矿区、浸出区、置换区、压滤区在 12 月相继试车，并完成进度计划；夏甸金矿盲混合井井筒掘砌完成 330 米（根据生产实际情况压缩井筒

80 米), 盲箕斗井年底已投入试运行。2015 年上述重点项目的快速推进, 为公司扩产增能奠定了坚实基础。

产能方面, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司矿山采矿生产能力达到 2.12 万吨/日, 选矿能力达到 2.61 万吨/日。产量方面, 2015 年公司实现黄金总产量 33.96 吨, 同比增长 3.20%, 白银产量和铜产量分别为 38.99 吨和 14,154.85 吨, 分别同比下降 52.07% 和 22.42%。黄金总产量中, 矿产金为 20.28 吨, 基本与上年持平, 矿产金自给率(矿产金/黄金总产量)达 59.72%, 与国内其他上市黄金生产企业相比, 自给率很高。

表 5: 公司 2013~2015 年主要产品总产量情况

单位: 吨

项目	2013	2014	2015
矿产金	20.11	20.10	20.28
其中: 自产金	15.13	16.84	18.14
外购金及副产金	4.98	3.26	2.14
加工金	8.74	12.81	13.68
黄金产量合计	28.85	32.91	33.96
白银产量	99.66	81.34	38.99
铜产量	18,945.06	18,245.98	14,154.85

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 6: 2015 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	184.76	27.03	14.63
紫金矿业	247.37	37.16	15.02
山东黄金	-	31.25	-
招金矿业	33.96	20.27	59.71

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, 2015 年公司在上海黄金交易所销售黄金的平均价格为 234.16 元/克, 同比下降 6.77%。虽然金价在 2015 年持续下跌, 但得益于产量的提升, 公司实现主营业务收入 60.38 亿元, 同比增长 4.48%。2015 年公司营业毛利率同比下降 0.88 个百分点至 38.73%。

表 7: 公司 2013~2015 年黄金销售均价及增长率

项目	2013	2014	2015
平均售价(克/元)	268.09	251.17	234.16
同比增长(%)	-22.18	-6.31	-6.77

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 8: 2013~2015 年同行业公司营业收入和毛利率情况

单位: 亿元、%

公司	2013		2014		2015	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
招金矿业	63.61	40.69	57.79	39.61	60.38	38.73
中金黄金	304.91	9.61	335.51	8.65	370.64	6.86
紫金矿业	497.72	17.93	587.61	13.41	743.04	8.47
山东黄金	461.68	7.73	457.94	7.20	385.73	7.73

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, 自给率很高。这也决定了公司毛利率一直高于行业水平, 显示出很强的初始获利能力。

总体来看, 2015 年公司重点项目快速推进, 黄金总产量继续增长, 虽然当年金价继续下降, 但公司凭借较高的矿产金自给率, 仍具有很强的初始获利能力。

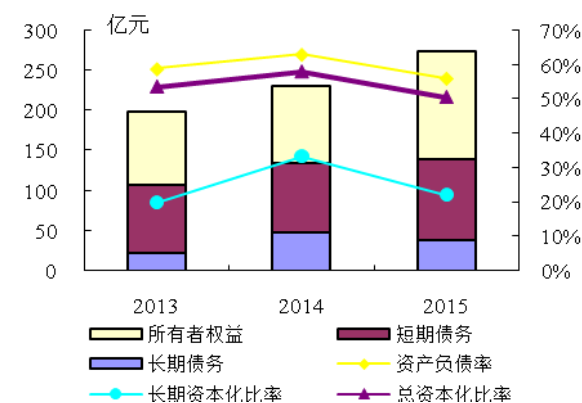
财务分析

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)审计并出具的标准无保留意见 2013 年审计报告和安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具的标准无保留意见的 2015 年审计报告, 2014 年财务数据为重述数。

资本结构

随着业务的发展, 基建技改工程和矿山资源收购的推进, 2015 年公司固定资产和无形资产增长较快, 推动资产规模扩大。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司总资产为 309.52 亿元, 同比增长 18.03%。2015 年 3 月 18 日和 2015 年 7 月 7 日, 公司在中国银行间债券市场向中国境内机构投资者发行永续中票, 合计面值 21 亿元, 使得自有资本实力继续增强。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司所有者权益合计为 135.81 亿元, 同比增长 40.28%。

图 2：公司 2013~2015 年资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年公司债务规模有所减小，截至 2015 年 12 月 31 日，公司总债务为 135.00 亿元，同比增长 0.40%。受永续债发行的影响，公司负债水平有所降低，同期资产负债率和总资本化比率分别为 56.12% 和 49.85%，较 2014 年分别下降 6.96 和 8.29 个百分点。相较黄金行业主要上市公司同期负债水平，公司资产负债率较低。

表 9：2015 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	226.78	123.91	54.64
招金矿业	309.52	173.71	56.12
中金黄金	367.90	248.89	67.65
紫金矿业	839.14	519.86	61.95

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模及期限结构看，2015 年公司短期债务为 96.26 亿元，较上年增长 11.71%；长期债务方面，应付债券转入一年内到期的流动负债，促使长期债务减少；2015 年公司长期债务为 38.73 亿元，同比下降 19.78%；长短期债务比（短期债务/长期债务）为 2.49，较上年上升 0.71。2015 年短期债务规模继续增长，公司面临着一定的短期偿债压力。

总体而言，公司资产规模保持增长，自有资本实力增强，资本结构相对稳健，但其短期债务规模较大，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，债务规模或将继续增加。

盈利能力

2015 年，得益于黄金产量的提升，公司营业总

收入上升，实现主营业务收入 60.38 亿元，同比增长 4.48%。2015 年公司营业毛利率为 38.73%，较上年下降 0.88 个百分点，相对同行业企业而言，公司具有很强的初始获利能力。

期间费用方面，2015 年，公司期间费用合计为 15.55 亿元，同比上升 2.14%，占营业收入的比重为 25.76%，同比下降 1.74 个百分点。具体来看，由于公司埠内矿山增多、埠外矿山减少，使得其运输费用较 2014 年有所减少，带动销售费用下降至 0.98 亿元；受工资支出增长影响，公司管理费用增加至 9.43 亿元；利息支出上升导致财务费用增长至 5.13 亿元。

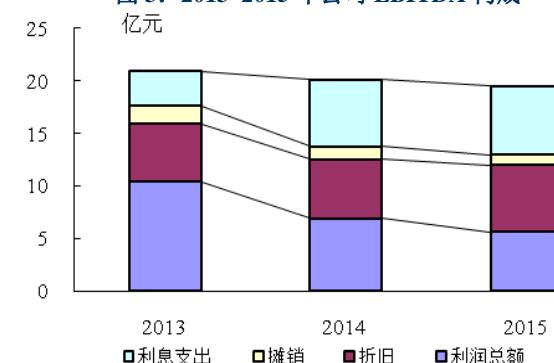
从利润总额看，在黄金价格继续下跌的背景下，虽然公司营业收入有所上升，毛利率仅小幅下降，但因黄金租赁业务亏损以及金价下跌计提的存货跌价损失，2015 年公司利润总额为 5.68 亿元，同比减少 18.14%。

总体来看，凭借较高的矿产金自给率，公司初始获利空间仍很强，但黄金价格的继续下跌导致公司利润水平有所降低。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

从获现能力来看，公司 EBITDA 主要由折旧、利润总额和利息支出组成。2015 年公司利息支出同比增长 2.60% 至 5.23 亿元，折旧同比增加 12.23% 至 6.33 亿元，利润总额下降 18.14% 至 5.68 亿元，公司 EBITDA 为 18.27 亿元，同比下滑 3.38%。

图 3：2013~2015 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，2015 年公司经营活动净现金流增

长 44.25%，为 15.66 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。2015 年，公司投资活动现金流净流出 26.44 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。2015 年公司筹资性现金净流入 18.42 亿元。

从偿债指标看，2015 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出形成一定保障。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 2.81 倍和 2.41 倍。

表 10：公司 2013~2015 年偿债能力分析

财务指标	2013	2014	2015
短期债务（亿元）	84.07	86.17	96.26
总债务（亿元）	107.17	134.46	135.00
EBITDA（亿元）	20.94	18.91	18.27
经营净现金流（亿元）	5.78	10.85	15.66
总债务/EBITDA（X）	5.12	7.11	7.39
总债务/经营净现金流（X）	18.55	12.39	8.62
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.73	3.01	2.81
经营活动净现金/利息支出（X）	1.58	1.73	2.41

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2015 年 12 月 31 日，公司为伽师县铜辉矿业有限公司和辽宁招金白云黄金矿业有限公司分别提供 2.00 亿元和 0.17 亿元借款担保，合计对外担保余额 2.17 亿元，占净资产的比例为 2.03%，公司或有负债风险很小。截至 2015 年 12 月 31 日，公司已获得 209 亿元的银行授信额度，其中，尚未使用授信余额 126 亿元，备用流动性充足。

总体来看，得益于矿产金自给率较高，公司仍具有很强的初始获利能力。在黄金价格继续下跌的背景下，公司 2015 年收入规模虽有所上升但利润水平出现下滑，且存在一定的短期偿债压力，不过公司黄金资源储量丰富，规模优势明显，综合竞争实力极强，且备用流动性充足，其整体偿债能力极强。

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、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。2015 年集团共产黄金产品 192.47 吨，同比增长 15.68%，其中自产金、冶炼金和精炼金的产量分别为 21.05 吨、47.28 吨和 124.14 吨，同比分别增长 1.20%、9.32% 和 21.31%。

表 11：招金集团 2013~2015 年黄金产品产量

项目	2013	2014	2015
矿产金（吨）	20.76	20.80	21.05
冶炼金（吨）	38.42	43.25	47.28
精炼金（吨）	93.42	102.33	124.14
合计	152.60	166.38	192.47

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从收入来看，2015 年招金集团实现营业收入 398.45 亿元，同比增长 8.64%。其中，黄金业务收入 323.88 亿元，同比增长 11.78%。从收入占比看，目前黄金业务仍是集团主要的收入来源，2015 年集团黄金业务收入占主营业务收入的比重约为 81.28%。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。

表 12：2015 年招金集团营业收入情况

业务类型	收入（亿元）	占比（%）
成品金	79.41	19.93
白银	5.02	1.26
非金银产品	8.33	2.09
金精加工	233.50	58.60
金银饰品	10.97	2.75
商品购销	54.51	13.68
工程结算成本	1.94	0.49
其他	4.77	1.20
合计	398.45	100.00

注：黄金业务包括成品金、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，集团总资产规模保持增长态势。截至 2015 年 12 月 31 日，集团总资产为 438.22 亿元，同比增长 19.04%。同时，应付账款和其他应付款的增加，其负债总额达到 279.67 亿元，同比增长 11.10%。截至 2015 年 12 月 31 日，集团资产负债率和总资本化比率分别为 63.82% 和 53.85%，同比均有所下降。集团短期债务有所减少，为 145.67 亿元，同期长短期债务比为 3.70，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。2015 年，招金集团营业毛利率为 7.64%，较 2014 年下滑 1.14 个百分点。期间费用方面，利息支出增加导致财务费用有所增长，2015 年财务费用增长至 8.09 亿元，但销售费用和管理费用分别下降至 2.31 亿元和 13.51 亿元。公司当年期间费用为 23.91 亿元，同比下降 1.68%，三费收入占比由 2014 年的 6.63% 下降至 6.00%。从利润总额来看，在营业毛利率下降及财务费用增长等因素的影响下，2015 年集团利润总额为 5.40 亿元，同比下降 10.65%。

从偿债指标看，虽然利润总额有所降低，但由于摊销及财务利息支出的增长，招金集团 EBITDA 较上年略有增长，2015 年集团 EBITDA 为 25.15 亿元。同期，集团经营性净现金流为 8.46 亿元，较 2014 年减少 9.93%。2015 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 3.10 和 1.04 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 13：2013~2015 年招金集团主要财务指标

指标	2013	2014	2015
短期债务（亿元）	141.27	151.40	145.67
总债务（亿元）	172.47	199.70	185.01
经营活动净现金（亿元）	5.23	9.40	8.46
经营净现金/总债务（X）	0.03	0.05	0.05
经营净现金/利息支出（X）	0.83	1.23	1.04
EBITDA（亿元）	23.89	23.58	25.15
总债务/EBITDA（X）	7.22	8.47	7.36
EBITDA 利息倍数（X）	3.81	3.09	3.10

数据来源：招金集团提供，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2015 年末，集团共计获得银行授信额度 366.98 亿元，尚未使用授信额度 123.18 亿元，备用流动性充足。

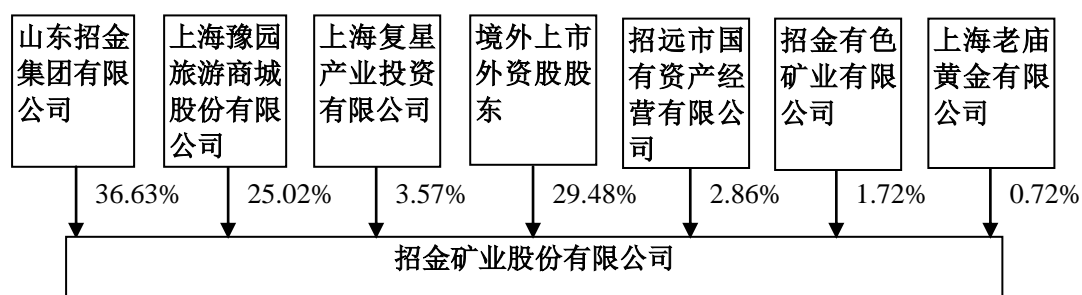
或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，招金集团分别为招远市国有资产经营有限公司和山东招金电子股份有限公司提供 9.64 亿元和 0.40 亿元担保，合计担保余额为 10.04 亿元，占净资产的 6.33%。目前招金集团对外担保单位均运营正常，中诚信证评将对集团的或有负债风险保持关注。

总体来看，虽然 2015 年招金集团面临一定的短期偿债压力，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，综合实力极强，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

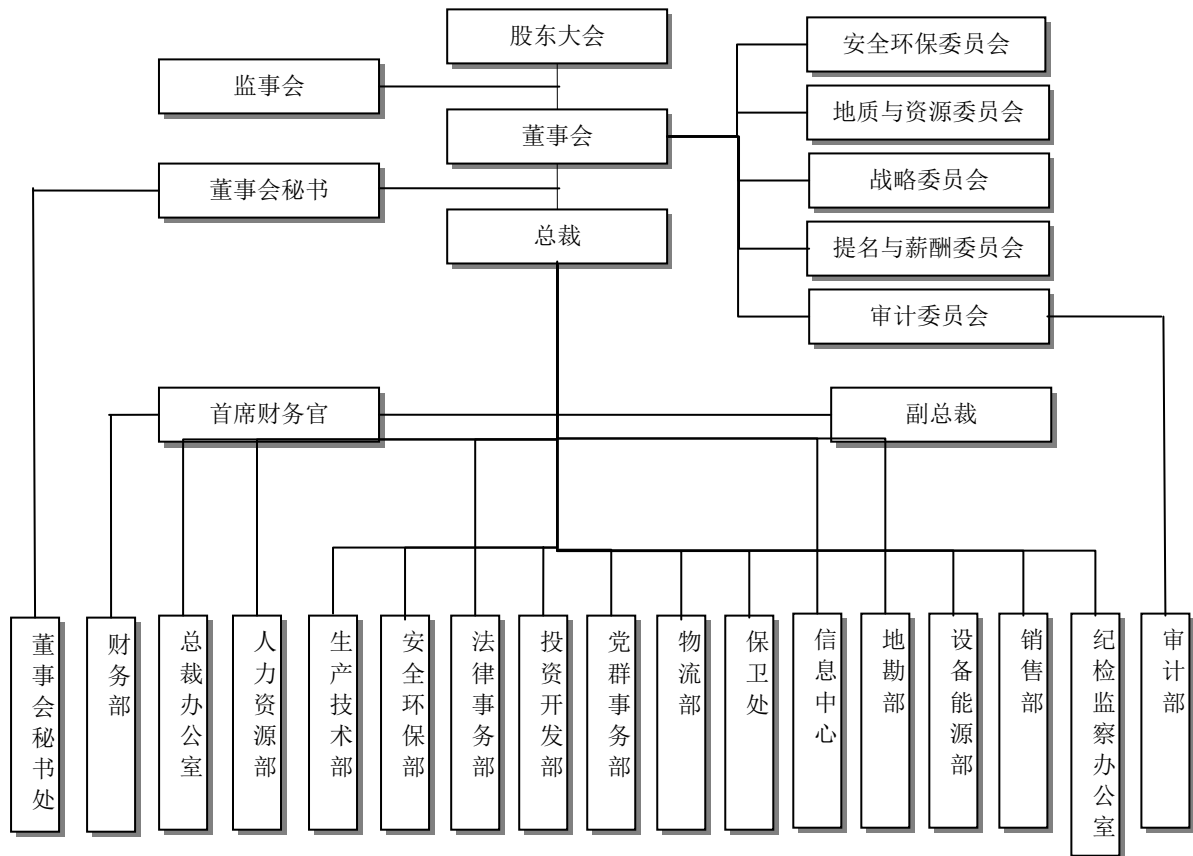
综上，中诚信证评上调招金矿业主体信用等级至 **AAA**，评级展望稳定；维持“招金矿业股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级为 **AAA**。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



子公司全称	持股比例 (%) 直接	间接	子公司全称	持股比例 (%) 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	-	甘肃招金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	-
招远市金亨岭矿业有限公司	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 2015 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)	2013	2014	2015
货币资金	121,899.84	168,174.22	216,677.55
应收账款净额	12,449.09	5,702.66	5,110.56
存货净额	265,618.86	317,228.08	343,918.31
流动资产	703,882.63	590,209.61	653,282.67
长期投资	44,563.47	44,959.13	42,251.66
固定资产合计	740,395.17	804,638.79	986,745.50
总资产	2,248,664.46	2,622,416.86	3,095,193.49
短期债务	840,737.48	861,713.82	962,609.56
长期债务	230,955.27	482,883.68	387,346.67
总债务（短期债务+长期债务）	1,071,692.75	1,344,597.50	1,349,956.23
总负债	1,324,036.84	1,654,297.43	1,737,094.85
所有者权益（含少数股东权益）	924,627.62	968,119.43	1,358,098.64
营业总收入	636,061.24	577,867.18	603,768.08
三费前利润	250,158.63	219,514.78	226,148.12
投资收益	4,635.92	-6,823.61	16,852.63
净利润	76,227.54	51,280.15	40,822.55
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	209,373.36	189,076.14	182,687.45
经营活动产生现金净流量	57,780.21	108,526.71	156,550.48
投资活动产生现金净流量	-491,039.60	-228,124.12	-264,419.04
筹资活动产生现金净流量	400,247.70	141,494.76	184,214.48
现金及现金等价物净增加额	-33,056.45	21,909.13	77,828.72
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	40.69	39.61	38.73
所有者权益收益率（%）	8.24	5.30	3.01
EBITDA/营业总收入（%）	32.92	32.72	30.26
速动比率（X）	0.43	0.25	0.25
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.08	0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	0.13	0.16
经营活动净现金/利息支出（X）	1.58	1.73	2.41
EBITDA 利息倍数（X）	5.73	3.01	2.81
总债务/EBITDA（X）	5.12	7.11	7.39
资产负债率（%）	58.88	63.08	56.12
总资本化比率（%）	53.68	58.14	49.85
长期资本化比率（%）	19.99	33.28	22.19

注：1、2014年财务数据为重述数；

2、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)	2013	2014	2015
货币资金	322,051.92	368,437.73	336,940.24
应收账款净额	34,809.10	29,235.02	25,889.21
存货净额	530,027.93	682,798.78	754,066.85
流动资产	1,491,676.09	1,348,940.14	1,545,226.68
长期投资	98,582.85	104,035.69	108,328.97
固定资产合计	1,159,409.73	1,348,586.97	1,496,149.22
总资产	3,318,983.94	3,681,378.40	4,382,246.56
短期债务	1,412,720.27	1,514,016.59	1,456,721.11
长期债务	311,983.50	482,961.73	393,346.67
总债务（短期债务+长期债务）	1,724,703.77	1,996,978.32	1,850,067.78
总负债	2,274,706.83	2,517,297.54	2,796,695.44
所有者权益（含少数股东权益）	1,044,277.11	1,164,080.85	1,585,551.12
营业总收入	3,764,215.37	3,667,769.62	3,984,522.45
三费前利润	319,337.29	305,508.16	292,138.98
投资收益	15,274.81	17,228.26	26,463.80
净利润	57,490.27	37,951.40	32,877.99
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	238,880.96	235,824.03	251,457.39
经营活动产生现金净流量	52,320.02	93,982.82	84,646.31
投资活动产生现金净流量	-513,960.43	-254,352.92	-327,825.78
筹资活动产生现金净流量	446,321.65	181,690.19	240,084.41
现金及现金等价物净增加额	-15,946.06	19,562.52	-2,489.81
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	8.89	8.78	7.64
所有者权益收益率（%）	5.51	3.26	2.07
EBITDA/营业总收入（%）	6.35	6.43	6.31
速动比率（X）	0.51	0.34	0.34
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	0.05	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.04	0.06	0.06
经营活动净现金/利息支出（X）	0.83	1.23	1.04
EBITDA 利息倍数（X）	3.81	3.81	3.10
总债务/EBITDA（X）	7.22	8.47	7.36
资产负债率（%）	68.54	68.38	63.82
总资本化比率（%）	62.29	63.17	53.85
长期资本化比率（%）	23.00	29.32	19.88

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

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