



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2017]G355-X2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拟发行的“招金矿业股份有限公司2017年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证券评估信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。



招金矿业股份有限公司 2017年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券等级	AAA
主体等级	AAA
评级展望	稳定
发行主体	招金矿业股份有限公司
发行规模	本期债券基础发行规模为人民币5亿元，可超额配售不超过21亿元（含21亿元）
债券期限	本期债券为5年期，附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由发行人和簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。本期债券票面利率在存续期内前3年固定不变，在存续期的第3年末，发行人可选择调整票面利率，存续期后2年票面利率为本期债券存续前3年票面利率加发行人上调的基点（或减发行人下调的基点），在存续期后2年固定不变
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

招金矿业	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	96.81	135.86	140.66	145.39
总资产（亿元）	261.48	309.16	328.61	331.95
总债务（亿元）	134.35	135.00	141.81	140.55
营业总收入（亿元）	57.79	60.38	68.96	15.21
营业毛利率（%）	39.61	38.73	41.83	38.02
EBITDA（亿元）	18.91	18.27	21.11	-
所有者权益收益率（%）	5.30	3.00	3.02	4.21*
资产负债率（%）	62.98	56.05	57.20	56.20
总债务/EBITDA(X)	7.11	7.39	6.72	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.01	2.81	3.52	-

注：1、带“*”指标经过年化处理；
 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；
 3、公司2014~2015年财务数据采用为2016年公司提供的专项报告数据。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“招金矿业股份有限公司2017年公开发行公司债券（第一期）”的信用级别为AAA。该级别反映了本期债券信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”或“公司”）主体信用级别为AAA，评级展望稳定。该级别反映了招金矿业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。中诚信证评肯定了公司丰富的黄金资源储备、很强的盈利能力和较突出的技术实力等优势。但同时，中诚信证评也关注到黄金价格波动、黄金资源竞争激烈以及短期偿债压力增大等因素对公司信用水平可能产生的影响。

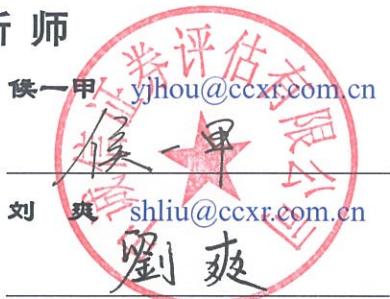
正面

- 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，黄金资源储备维持较高水平，截至2016年末公司黄金资源量为1,235.52吨，可采储量为548.82吨，整体资源储备丰富，为公司长期的良性发展奠定较好基础。
- 技术优势较突出。公司拥有国家级技术中心，技术实力较强，人才配备充足，对公司的业务发展及竞争优势提供了有力的保障。2016年公司完成2项国家级科研项目，并成功申报各类奖项29项，为公司创新发展创造了良好的条件。
- 盈利能力很强。尽管近年来黄金价格波动明显，但公司金精矿主要来源于自有矿山，外购比例较低，公司的营业毛利率仍较同业领先，显示出很强的盈利和获现能力。2014~2016年，公司营业毛利率分别为39.61%、38.73%和41.83%；EBITDA分别为18.91亿元、18.27亿元和21.11亿元。

关注

- 黄金价格波动风险。近年来，黄金价格波动较大，而黄金生产企业应对价格冲击的手段较单

分析师



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年10月20日

一，因而金价的波动将对公司盈利的稳定性产生一定影响。

- 资源竞争激烈，收购资金压力加大。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，这给公司资源整合带来了一定的资金压力。
- 短期偿债压力增大。近年来公司在对外投资及基建技改等方面的资金投入较大，短期债务增加较多，2014~2016年，公司短期债务分别为86.06亿元、96.26亿元和121.49亿元，占总债务的比重分别为64.06%、71.31%和85.67%，公司短期偿债压力加大。
- 期货交易具有较高的市场风险和操作风险。公司对黄金产成品进行套期保值，期货的交易特点使该业务面临一定市场及操作风险，对公司套期保值业务的风险控制情况应保持关注。

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、除因本期评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，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。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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

概 况

发债主体概况

招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”或“公司”）成立于2004年4月，是经山东省经济体制改革办公室以鲁体改函字[2004]10号文批准，由山东招金集团有限公司（以下简称“招金集团”）作为主发起人，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，并于同年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2016年末，公司总股本为296,583万股，其中招金集团持有约36.63%的股份，为公司控股股东。公司的最终出资人为招远市人民政府。

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。公司是上海黄金交易所认可的标准金锭生产企业。2016年公司黄金产量约为36.09吨，为中国最大的黄金生产企业之一。

截至2016年末，公司总资产328.61亿元，所有者权益140.66亿元，资产负债率57.20%；2016年公司实现营业总收入68.96亿元，净利润4.24亿元，经营活动净现金流18.63亿元。

截至2017年3月末，公司总资产331.95亿元，所有者权益145.39亿元，资产负债率56.20%；2017年1~3月，公司实现营业总收入15.21亿元，净利润1.53亿元，经营活动净现金流4.90亿元。

本期债券概况

表1：本期公司债券概况

债券概况	
债券品种	招金矿业股份有限公司2017年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券基础发行规模为人民币5亿元，可超额配售不超过21亿元（含21亿元）
债券期限	本期债券为5年期，附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由公司和簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。本期债券票面利率在存续期内前3年固定不变，在存续期的第3年末，发行人可选择调整票面利率，存续期后2年票面利率为本期债券存续前3年票面利率加发行人上调的基点（或减发行人下调的基点），在存续期后2年固定不变
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期债券发行总规模不超过人民币26亿元（含26亿元），募集资金扣除发行费用后，25亿元拟用于偿还公司有息债务，其余用于补充营运资金

资料来源：公司提供

行业分析

黄金行业概况

二战之后，随着工业生产的介入，全世界的黄金开采量大幅增加。但近年来，随着开采成本上升和缺乏重大矿区发现等原因，全球矿产黄金年产量趋于稳定，维持在3,000吨左右。考虑到黄金的不可再生性和开采难度加大等影响因素，未来黄金产量或逐步下滑。

截至2016年12月末，全球官方黄金储备共计33,181.3公吨。其中欧元区（包括欧洲央行）共计10,786.0公吨，占总比重的56.20%；央行售金协议（CBGA）签约国共计11,951.7公吨，占总比重的31.70%。全球主要黄金生产国为中国、澳大利亚、俄罗斯、美国和秘鲁等国家；主要黄金储备国有美国、德国、意大利、法国和中国。

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。

黄金供需

受经济和政治因素影响，2016年全球黄金消费需求为4,308.7吨，同比增长2%，为2013年以来的最高水平。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。2016年，黄金饰品需求约占47.38%，私营部门投资需求约占36.23%，央行储备黄金需求约占8.90%，工业及其他用金约占7.49%。

金饰制造需求方面，中国和印度为全球最大的金饰消费国，二者约占全球近一半的市场份额。受黄金价格波动、经济前景不明以及消费者品味改变等因素影响，近年来中国和印度两国的金饰需求出现不同程度的下滑，全球金饰需求亦呈逐年下降趋势。2014年全球金饰需求约为2,153.0吨，同比下降10.0%；2015年全球金饰需求约为2,397.5吨，同比下降3.10%；2016年全球黄金饰品需求进一步降至2,041.6吨，同比下跌14.84%，为七年来最低点。

投资需求方面，2016年全球黄金投资需求总量1,561.1吨，较2015年大幅上涨69.92%，黄金投资需求增至四年最高点，其中全球金币与金条投资需求同比下降2%至1,029.2吨。持续的全球经济和政治不确定性，尤其是“英国脱欧”、“美国大选”等加剧了市场的不确定性，加上意大利银行业摇摇欲坠，有力地推动了黄金的投资。中东地区的地缘政治持续动荡，更是进一步巩固了黄金投资。大范围实施的负利率政策、市场对于美国利率稳定回升的高预期以及地缘政治风险带来的不确定性等因素刺激资金大幅流入ETF，2016年全年黄金ETF增持规模为532.0吨，年度流入量仅次于2009年的646.0吨，达到有史以来的第二高水平。

央行购金方面，各国央行将黄金视为一种储备资产。据世界黄金协会统计，2015年全球央行需求为588.0吨，同比2014年的584.0吨小幅增长0.68%，原油价格的下跌和对全球经济信心减弱坚定了央行进一步多元化储备的决心。央行需求在2015年第四季度保持强劲，较2014年同期上涨24.63%至167.0吨。随着外汇储备压力的不断增加等因素影响，2016年全球央行净买入额为383.6吨，较2015年下降

34.76%。尽管如此，2016年各大央行仍连续第7年净购入黄金。

表2：截至2016年12月末世界黄金协会（WGC）

黄金储备前十名国家（组织）

排名	国家	黄金储备（吨）	黄金占外汇储备比重（%）
1	美国	8,133.5	75.4
2	德国	3,377.9	68.8
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	68.5
5	法国	2,435.8	64.0
6	中国	1,842.6	2.4
7	俄罗斯	1,655.4	16.8
8	瑞士	1,040.0	6.0
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	64.9

资料来源：World Gold Council（世界黄金协会），中诚信证评整理

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，而发展中国家目前每年工业用金很少，随着工业化进程的不断推进，预计未来工业对黄金的需求将有所提升。

中国是全球第一大实物黄金需求国，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。2016年，全国黄金消费量975.38吨，连续4年为世界第一黄金消费国，与2015年同比下降6.74%。其中黄金首饰用金611.17吨，同比下降18.91%，金条用金257.64吨，同比增长28.19%，金币用金31.19吨，同比增长36.80%，工业及其他用金75.38吨，同比增长10.14%。

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。此外，2016年4月，上海黄金交易所发布了全球首个以人民币计价的黄金基准价格，首笔“上海金”基准价定格于256.92元/克。随着“上海金”的推出，我国有望在国际黄金市场上享有一定的定价权。

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，其中矿产金是比较稳定的市场供给来源。2015年全球黄金总供应量较2014年下跌155吨至4,258.3吨，跌幅约4%，其中矿产金3,182.6吨，同比增长1%，创下2008年以来的最低增长率。产量增速的下滑主要是由于2014年第四季度国际金价逼近1,000美元/盎司这一众多大型矿山的生产成本线，导致一些矿区减产甚至关闭。世界80多个黄金生产国中，美洲约占三分之一，亚太地区以及非洲占比均接近30%，其中主要产金大国包括南非、美国、澳大利亚、加拿大、中国等。随着南非的黄金地下开采深度不断提高，开采难度明显增加，近年来黄金产量不断下降；而随着黄金勘探、开采技术的提高，近年来中国的黄金产量不断增加。2016年，中国原产黄金产量达到453.49吨，较2015年同期增长0.76%，已连续十年居世界第一，其中，黄金矿产金完成394.88吨，有色副产金完成58.60吨。此外，2016年进口原料产金81.96吨，同比上升24.51%。2016年，全国合计生产黄金535.45吨，同比增长3.79%。

近年来，我国黄金行业产业集中度在不断提升，黄金生产企业从2002年的1,200多家减少至700多家，龙头企业有中国黄金集团公司（以下简称“中国黄金集团”）、山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金”）、紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）和招金集团等4家大型黄金生产企业，亦为全球黄金产量前20名企业。2016年，中国黄金集团、紫金矿业、山东黄金和招金集团等大型黄金企业集团黄金成品金总产量和矿产金总产量分别占全国的49.85%和40.05%。

图1：2010-2016年中国黄金产量及同比增长情况



资料来源：中国黄金协会，中诚信证评整理

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。

价格走势

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。

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年黄金价格仍旧延续低迷态势，震荡下行。截至2014年6月底，COMEX黄金期货价格为1,326.24美元/盎司，截至12月底进一步跌至1,183.20美元/盎司。2015年以来，国际金价受到美联储加息预期升温影响持续走低。截至2015年6月底，COMEX黄金期货价格为1,172.10美元/盎司。2015年下半年，在看空的大背景下，黄金价格持续下跌。其中，7月20日金价经历了日内大降50美元/盎司的暴跌，刷新1,087.80美元/盎司的逾5年低位。8月金价强势反弹，一度回到1,080美元/盎司之上，随后随着空头力量的爆发，黄金价格再度下跌，11月一举突破2010年初的低点。12月17日，美联储宣布加息，金价没有出现大涨或大跌，截至2015年底，COMEX黄金价格为1,060.50美元/盎司。

2016年初，受美联储加息节奏放缓及英国脱欧预期增强等因素影响，国际金价开始触底反弹；下

半年随着英国脱欧成功，风险逐渐释放，以及在美联储年底加息预期背景下，国际金价于7月初达到年内高点1,367.40美元/盎司后开始回落，但全年仍呈上升趋势。截至2016年底，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,152美元/盎司，同比上涨8.63%，全年均价为1,250.34美元/盎司，同比上升7.91%。2017年1~3月，在美国退出TPP合作战略、欧洲大选及朝鲜发射导弹等诸多政治事件影响下，全球经济秩序的不确定性再次升温，带动黄金价格上涨。截至2017年3月底，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,240.80美元/盎司，较年初上涨了7.02%，一季度均价为1,220.42美元/盎司，同比上升2.97%。

图2：2014~2017年4月COMEX黄金期货价格走势图



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

中诚信证评认为，随着新兴市场经济增长和金融稳定的不确定性增强和美国财政政策效应存在的不确定性等因素影响，黄金的投资及避险需求有所上升，未来黄金价格走势存在一定的不确定性。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。

行业政策

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3：2010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
2010/7/22	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
2012/11/26	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
2015/4/1	中国银行业监督管理委员会、国家外汇管理局《黄金及黄金制品进出口管理办法》	除银行等金融机构外，生产企业等也可以申请黄金进出口资格
2016/2/3	国务院《国务院关于取消13项国务院部门行政许可事项的决定》	明确取消了开采黄金矿产资质认定
2016/5/9	财政部、国家税务总局发布《关于全面推进资源税改革的通知》	将矿产资源补偿费等收费基金适当并入资源税，在煤炭、原油、天然气、稀土、钨、钼等已实施从价计征改革基础上，对其他21种矿产资源全面实施改革，自2016年7月1日起实施。其中，金矿资源税征税对象为金锭，税率幅度1%~4%

2016/5/11	<p>央行、海关总署发布《中国人民银行黄金及黄金制品进出口许可证》“非一批一证”管理试点工作</p> <p>适用于北京、上海、广州、南京、青岛、深圳海关。允许企业在指定海关不超过规定数量和批次的报关，避免了原来每一批进口货物都需要办理一次《准许证》。这一政策极大提高了黄金进出口企业的通关效率，有助于黄金贸易企业实施对自身较为有利的价格策略</p>
2017/1/11	<p>工业和信息化部《关于推进黄金行业转型升级的指导意见》</p> <p>“十三五”期间，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业。黄金产量年均增长3%左右，到2020年末，黄金产量达到500吨(力争达到550吨)，新增黄金产能125吨，淘汰落后产能40吨，黄金年生产能力达到600吨(含进口料生产能力100吨)。黄金开采企业数量从600多家减少到450家左右。扣除黄金生产消耗4,000吨，全国新增黄金查明资源储量3,000吨，到2020年查明黄金资源储量为13,000~14,000吨</p>
2017/2/7	<p>中国黄金协会《黄金行业“十三五”发展规划》</p> <p>“十三五”期间，黄金行业结构调整和产业转型升级取得明显进展，传统矿山采选业向中高端迈进，产业布局得到进一步优化，生产逐步向大基地、大集团集中，绿色矿山、数字化矿山建设取得新进展，矿区生态环境得到大幅改善，企业“走出去”取得明显成效</p>

资料来源：公开信息，中诚信证评整理

黄金资源储量对矿业公司的运营尤其重要，近年来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。

2015年，《黄金及黄金制品进出口管理办法》的出台，使得除银行等金融机构外，生产企业等也可以申请黄金进出口资格。2015年9月25日，紫金矿业获中国人民银行批复允许从事黄金进口业

务，成为国内获得黄金进口业务资质的首家黄金企业。

2017年1月，《工业和信息化部办公厅关于推进黄金行业转型升级的指导意见》正式发布；随后2月，《黄金行业“十三五”发展规划》(以下简称“规划”)亦正式发布，为制定相关政策和改善行业管理提供依据。规划要求：“以建设黄金强国、满足国内市场需求为目标，以资源勘探开发、技术创新、绿色发展、两化融合、国际合作等为重点，以全球化视野进一步优化产业布局，以调结构、促转型、深化企业改革为主线，推进供给侧结构性改革，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业，到2020年底迈入世界黄金工业强国行列。”在国家政策的支持下，黄金行业发展前景良好。

行业关注

近年来黄金等有色金属价格低位震荡，产品价格的不确定性使得黄金生产企业面临较大得经营压力。

2014年国际金价跌势出现放缓迹象，跌幅大大缩减。但是随着美国经济复苏步伐加快、美元汇率持续走强、国际金融市场和大宗商品价格波动加大等因素，2015年国际金价及铜等有色金属继续在低位震荡运行。产品价格走低将压缩黄金生产厂商的利润空间，品位低、生产成本高的黄金矿山将面临较大经营压力。2016年，“英国脱欧”、特朗普当选等黑天鹅事件的发生，引发国际金融动荡，资金开始由虚拟市场向实体市场回归，黄金价格更是呈现上半年快速上涨，下半年快速回落的宽幅震荡走势。黄金产品价格的不确定性使得黄金生产企业面临较大得经营压力。黄金行业的生产企业需继续加强对国际金融市场和黄金、铜产品价格走势的研究，通过科技转型，精细化管理，调整销售策略、完善流程和制度，不断健全风险防控机制。

黄金作为资源型行业，其矿产资源供给的不确定性将影响黄金生产企业的核心竞争力以及给其发展空间带来限制。

作为资源型行业，黄金矿产资源保有量在很大程度上决定了黄金企业的核心竞争力和发展空间。黄金生产企业可能面临矿产资源供给的不确定性

而带来的风险。此外，矿山的持续开采造成矿藏量逐渐减少，矿石品位日趋下降，同时个别矿山还存在资源接续紧张和生产瓶颈等问题。若不能持续获得充足的黄金矿产资源，黄金生产企业未来的可持续发展将受到限制。国务院等部门发布了《中华人民共和国矿产资源法》、《矿产资源开采登记管理办法》等法律法规，以此规范全国矿产资源的开发利用，实现资源优化配置，保障可持续发展。

黄金矿产开采主要位于山区，存在发生多种自然灾害的可能性，如若发生事故，将对黄金产量、企业收入甚至企业形象造成影响，因此国家颁布了相关法律法规规范了黄金生产企业安全生产的流程。

黄金矿产开采时若发生安全事故，将直接影响黄金生产厂商的黄金产量，进而影响收入、利润以及企业形象等。黄金的开采主要在山区，开采过程中受断层、顶板、涌水量、滑坡等地质条件的影响，存在发生水淹、塌方、溃坝等多种自然灾害的可能性，若防护措施不到位，可能造成人员伤亡或财产损失。此外，使用爆破物品、氰化物等时如有操作不规范，也有可能造成人员和财产损失。国务院、国家安全生产监督管理总局等部门发布了《中华人民共和国矿山安全法》、《金属与非金属矿产资源地质勘探安全生产监督管理暂行规定》等法律法规，规范安全生产，减少矿产资源开发时对人身、财产造成的伤害。

黄金开采、生产过程中会产生对环境造成污染的废弃物，若自然灾害或操作不当会发生环境污染，这对企业的清洁生产等提出了较高的要求。

在黄金的开采、生产过程中会产生废石、尾矿以及废气、废水和废渣等废弃物，如果环保措施出现问题，废弃物中的有害物质将会对矿区及周边的土地、空气及水资源等造成污染。一直以来，国家对矿山开采行业的环保设施建设要求较高，黄金生产企业需要根据国家要求建立完善的废水净化系统与环境测评系统，使整个生产过程都处于受控状态，尽可能降低发生环境污染的可能性，但若自然灾害或操作不当等意外状况的出现，将导致发生环境污染的可能，从而影响企业生产经营的正常进行。国务院等部门发布了《中华人民共和国环境保

护法》、《中华人民共和国水污染防治法》等法律法规，在黄金勘探、开采、生产等环节推行清洁生产、绿色矿山建设，减少对环境和生态的影响。

竞争优势

丰富的黄金资源储备

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 2016 年底，公司拥有探矿权 44 个，探矿权面积 681.48 平方公里；拥有采矿权 40 个，采矿权面积 162.11 平方公里，具备明显的资源优势。按照澳大利亚联合矿石储量委员会（JORC）的标准，截至 2016 年底，公司黄金矿产资源量 1,235.52 吨，同比增加 0.61%，黄金可采储量 548.82 吨，同比增加 0.86%。

表 4：2014~2016 年公司黄金资源量变动情况

项目	2014	2015	2016
探矿权（个）	43	41	44
探矿权面积（平方公里）	1,072.55	745.60	681.48
采矿权（个）	38	36	40
采矿权面积（平方公里）	139.98	137.33	162.11
黄金矿产资源量（吨）	811.12	1,228.01	1,235.52
黄金可采储量（吨）	372.48	544.13	548.82

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

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。对外收购矿山方面，2014~2016 年，公司对外收购投资额分别 2.90 亿元、27.23 亿元和 0.20 亿元；同期深部探矿投资额分别为 1.90 亿元、1.34 亿元和 1.39 亿元。2015 年以来金价持续低迷，公司利用黄金矿业权市场价值处于低谷的有利时机，重点跟踪和推进优质矿业权项目，2015 年 5 月 30 日，公司投资 27.23 亿元收购瑞海矿业 53% 的股权并控制莱州市三山岛北部海域金矿探矿权，其黄金资源储量约为 470.47 吨，为中国最大的单体金矿之一，收购完成后公司资源储量大幅增长，且未来具有很好的增储前景；此外，2015 年公司共完成地质探矿投资约 1.34 亿元，完成坑探工程 4.18 万米，钻探工程 20.42 万米，新增金金属量 69.20 吨，当年新增资源储量 539.67 吨。2016 年公司共完成地质探矿投资

1.39亿元，完成坑探工程3.91万米，钻探工程18.95万米，新增金金属量61.45吨，年新增黄金储量规模较大。

表5：截至2016年末公司主要矿山情况

招远境内				
矿山	权益比例(%)	资源量(吨)	可采储量(吨)	平均品位(克/吨)
夏甸金矿 ^a	100	123.10	77.48	2.62
河东金矿 ^a	100	18.70	7.02	3.99
大尹格庄金矿 ^a	100	238.35	138.68	2.43
金翅岭金矿 ^a	100	6.63	1.96	5.62
金亭岭矿业	100	27.62	6.58	3.28
蚕庄金矿 ^a	100	32.30	8.28	2.92
大秦家金矿 ^a	90	2.00	1.12	3.78
纪山金矿 ^a	95	1.25	0.66	3.51
瑞海矿业	53	508.74	212.21	4.42
招金正元	80	3.18	0.34	5.24
招远境外				
矿山	权益比例(%)	资源量(吨)	可采储量(吨)	平均品位(克/吨)
招金北疆	100	17.55	7.26	4.04
岷县天昊	74	13.61	9.48	2.12
招金昆仑	100	1.35	0.62	4.47
富蕴招金	100	7.75	0.43	2.62
丰宁金龙	52	15.17	5.50	3.19
早子沟金矿 ^a	52	53.49	25.02	4.11
鑫合矿业	100	0.54	0.07	2.84
两当招金	70	20.71	2.59	2.31
招金白云	55	48.79	2.99	2.84
青河矿业	95	27.15	18.36	4.71
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 ^a	51	8.74	5.25	4.62
肃北金鹰	51	11.07	0.91	4.56
圆通矿业	70	7.22	2.45	7.43
三峰山金矿 ^a	50	2.18	-	-

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都为JORC口径。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司黄金资源储备丰富，为其业务的稳步发展奠定良好基础。与此同时，随着公司对外收购及现有矿区深部探矿的深入，未来公司的黄金资源储备有望稳步提升。但我们也关注到，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资源储备造成

一定冲击，给公司资源整合带来一定的压力。

较强的技术实力

公司历来重视技术实力的提升，建有国家级的招金矿业技术中心，为其研究开发与技术提升提供了良好的硬件条件。2014~2016年公司研发投入分别达到5,373万元、5,237万元和8,330万元。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。公司2014年获得授权发明专利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；2015年开展技术创新25项，申请专利46项，申报成果奖项37项，获得发明专利5项，实用新型专利11项。2016年公司黄金资源综合利用示范基地、金矿短流程磨浮工艺研究两大国家级科研项目完工，并顺利通过了国家验收，同时公司产学研合作取得新进展，中国工程院“招金矿业院士工作站”顺利签约；全年公司共申请专利89项，成功申报各类成果奖项29项，争取科技创新补助资金1,147万元。

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。2014~2016年，公司营业收入分别为57.79亿元、60.38亿元和68.96亿元，近年来虽然黄金价格波动明显，但得益于公司丰富的资源储量、技改项目陆续完工，公司生产规模的不断扩大，黄金产量稳定增加，收入规模呈稳定增长趋势。从收入构成来看，黄金是公司的主营产品，同时也是公司营业收入的主要来源。近三年，公司黄金销售收入分别为45.16亿元、52.40亿元和58.28亿元，占营业收入的比重分别为78.14%、86.78%和84.51%。

除黄金销售外，公司白银和铜的销售收入对公司营业收入亦形成一定补充。2014~2016年，公司白银和铜的销售收入合计分别为8.30亿元、5.19亿

元和 7.65 亿元，分别占营业收入的 14.36%、8.60% 和 11.09%。

表 6：2014~2016 年公司营业收入构成情况

产品	2014		2015		2016		单位：亿元、%
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	
黄金	45.16	78.14	52.40	86.78	58.28	84.51	
白银	1.42	2.45	0.47	0.78	2.79	4.05	
铜	6.88	11.90	4.72	7.82	4.86	7.05	
其他	4.33	7.51	2.79	4.62	3.03	4.39	
合计	57.79	100.00	60.38	100.00	68.96	100.00	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

矿产金生产

公司的矿产金主要是下属矿山自行开采的金矿石冶炼形成的标准金，包括自产金、外购金及副产金。2014~2016 年，公司矿产金产量分别为 20.09 吨、20.27 吨和 20.38 吨，整体规模保持在稳定水平。

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及深部找矿力度两种方式增加黄金储备，以保证矿产金生产的原料供应。2014~2016 年，通过对外收购和自身挖潜，公司新增黄金矿产资源量分别为 19.77 吨、416.89 吨和 7.51 吨；截至 2016 年底，公司黄金矿产资源量 1,235.52 吨，黄金可采储量 548.82 吨，为矿产金业务持续发展提供了保障。矿石采选方面，2016 年公司实施建设项目 30 项，完成投资 8.16 亿元，完成井巷工程量 120.27 万立方米，建筑面积 12.62 万平方米；截至 2016 年末，公司矿山采矿能力达到 2.34 万吨/日，选矿能力达到 2.91 万吨/日。

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加。2014~2016 年，公司自产金产量分别为 16.84 吨、18.14 吨和 18.67 吨，三年复合增长率为 5.29%。受益于自产金供应能力的提升，为提高毛利率水平，公司逐步缩减外购金规模，外购金及副产金规模逐年下降。2014~2016 年，公司外购金及副产金产量分别为 3.26 吨、2.14 吨和 1.71 吨。

表 7：2014~2016 年公司矿产金产量情况

项目	单位：吨		
	2014	2015	2016
自产金	16.84	18.14	18.67
外购金及副产金	3.26	2.14	1.71
矿产金	20.10	20.27	20.38

注：因数据四舍五入存在误差

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产成本方面，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，原材料价格上涨及用工成本上升，近年来公司生产成本相应地有所提高，对盈利水平产生一定影响。2014~2016 年，公司克金综合成本分别为 133.40 元、134.92 元及 138.35 元，2016 年，由于埠外矿山产量增加且原矿品味较差的影响，克金综合成本同比上涨 2.54%，但仍处于较低水平，具备较强的成本优势。

表 8：2014~2016 年公司克金综合成本及增长率

项目	单位：元、%		
	2014	2015	2016
克金综合成本	133.40	134.92	138.35
同比增减	1.21	1.14	2.54

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

安全环保方面，公司坚持“安全第一、预防为主、综合治理”的安全生产方针和“先要绿水青山，再要金山银山”的环保理念。以安全环保基础提升和强化现场安全管理为重点，近年来公司深入开展了安全责任落实、安全文化建设、全员安全培训、安全专项整治等一系列活动，层层落实安全环保责任。自 2013 年以来，公司未发生人身伤亡、火灾、爆炸、中毒和环境污染等重大安全环保事故，安全环保措施的有效实施为公司业务稳定发展提供了

良好的保障。

加工金生产

加工金业务是公司为消化剩余产能对外承接的来料精加工业务，主要集中于公司下属的金翅岭金矿和甘肃招金贵金属冶炼有限公司，截至 2016 年末，公司拥有超过 2,000 吨/日的金精矿冶炼能力。近年来，公司增加外购金精矿规模，以消化过剩的金精矿冶炼能力，使得加工金产量逐年增长，2014~2016 年，加工金产量分别为 12.81 吨、13.68 吨和 15.71 吨，年均复合增长率为 10.74%，呈较快增长态势。

表 9：2014~2016 年公司加工金产量情况

单位：吨

项目	2014	2015	2016
加工金	12.81	13.68	15.71

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司生产加工金的主要原材料为合质金，上游客户以散户为主，为规避价格风险，公司采取由客户点价销售的模式，确定原材料的收购价。客户来料后，由客户报价，通过公司的交易平台在上海黄金交易所报价，成交后依据合同确定的加工费，按成交价扣取加工费后的价格作为采购结算价，为公司有效地规避了价格风险。结算方面，为控制采购的市场风险，公司要求所有客户原料到厂后，经化验室检测后方可付款，并以当天的均价和化验室提供的数量，按总价的 90% 支付货款，要求客户必须在公司正常的生产周期内点价销售。

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，按照目前中国的法规规定，标准金锭的销售必须全部在上海黄金交易所进行销售。上海黄金交易所在公司所在地招远市设有标准金锭交割仓库，因此公司生产的标准金锭销售便利，无销售压力，销售款项在黄金入库次日及时到帐。由于公司不具备精炼能力，因此其生产的合质金委托关联企业山东招金金银精炼有限公司进行精炼加工，公司支付加工费。根据相关协议，加工费由公司提供的原料金重量及含金量计算，含金量大于等于 99% 的，加工费为每克 0.35 元，小于 99% 的，按双方协

商价格执行，交易价格公允。

价格方面，公司设置专职黄金销售人员，在公司制定的销售制度和销售策略制约下，根据黄金市场价格的长期走势和即时变化，进行黄金销售，实现销售价格最优。2014~2015 年，黄金价格持续下跌，公司黄金销售均价也有所下降，得益于 2015 年公司黄金产量提升，当年公司收入规模有所上升；2016 年金价整体回暖，黄金销售均价明显回升，收入亦明显增加。2014~2016 年，公司黄金平均售价分别为 251.17 元/克、239.68 元/克和 261.61 元/克。2016 年黄金价格呈现先跌后涨的格局，公司黄金平均售价同比增长 9.15%。2017 年一季度，公司黄金平均售价 274.00 元/吨，较 2016 年增长 4.74%。

表 10：2014~2017.Q1 公司黄金销售均价及增长率

单位：元/克、%

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
平均售价	251.17	239.68	261.61	274.00
同比增减	-6.31	-4.57	9.15	4.74

注：2017.Q1 比较基数为 2016 年数据

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

非黄金业务

公司产品除黄金外，还包括白银和铜等副产品。通常情况下，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。2014~2016 年，公司白银产量分别为 81.34 吨、38.99 吨和 35.16 吨，分别实现销售收入为 1.42 亿元、0.47 亿元和 2.79 亿元。铜产品方面，2014~2016 年，公司铜产量分别为 18,245.98 吨、15,633.70 吨和 11,742.40 吨，产量呈逐年下滑的趋势，同期铜销售收入分别为 6.88 亿元、4.72 亿元和 4.86 亿元。

表 11：2014~2016 年公司白银和铜产量情况

单位：吨

项目	2014	2015	2016
白银	81.34	38.99	35.16
铜	18,245.98	15,633.70	11,742.40

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

黄金租赁和套期保值

自 2013 年起，公司开展黄金租赁业务，具体模式为公司从银行租入黄金，通过上海黄金交易所卖出所租黄金融得资金，于到期日通过上海黄金交

易所买入相同数量和规格的黄金偿还银行并支付约定租金，租赁期为180天至一年不等。与此同时，公司在上海黄金交易所或上海期货交易所签订与之相同数量、规格及约定期限的黄金远期合约来规避黄金租赁业务所产生的黄金价格波动风险。2015年，在与银行签订的黄金租赁业务到期归还黄金后，公司改变了与银行签订的结算方式，对新签订的黄金租赁合同，约定于到期日，以规定价格偿还同等数量的黄金给银行。相应的，黄金租赁期间的黄金价格波动风险由公司转移至银行。2014年，公司黄金租赁之公允价值变动收益为1.72亿元，黄金远期合约之公允价值变动损失为1.06亿元，黄金远期合约之公允价值变动收益为0.57亿元。2015年，公司未发生黄金租赁之公允价值变动及黄金远期合约公允价值变动。2016年公司黄金租赁之公允价值变动收益53.33万元，黄金远期合约之公允价值变动收益为65.84万元。

套期保值方面，公司利用商品期货合约对公司承担的商品价格风险进行套期保值，公司的商品期货合约主要包括上海期货交易所的黄金远期合约及上海黄金交易所的Au(T+D)合约。期货的交易特点使该业务面临一定市场及操作风险，对公司套期保值业务的风险控制情况应保持关注。

发展规划

在未来，公司将加速由传统采矿公司向矿业投资公司转型，公司将以“改革创新、守正进化”为工作主基调，以质量效益为中心，加快公司转型升级。

从公司具体运营管理展望来看，公司将把市场化理念引入内部经营，按照所有权与经营权分离原则，将企业部分经营权在一定期限内交给承包者，设置承包基数，承包者自主经营，自负盈亏。进一步优化人力资源配置，开展“瘦身行动”。推行大部室制、综合车间、综合部室制；推行经营层副职兼职制度。同时，落实选矿厂及后勤辅助生产车间减员计划，并推进埠外企业用工属地化。公司将推进简政放权管理体制改革，实行并联审批、限时审批和网上审批制度，推行移动办公系统，提高管理效率水平。为了确保改革平稳落地实施，公司再生产组织上将倍加关注经营质量，做强优质资产，加大

地质探矿及提高资源保障力。同时，在运营管控上更加关注监督监管，把规矩制度摆在前面，开展财务、审计、法务、纪检监察行动。

为转型升级释放新潜能，公司将实施创新驱动战略，建立完善决策严密、信息高效、风险可控的投资新模型，设立专业化投资委员会。创新产融结合，公司将利用国家金融市场改革、降息降准、利率市场化放开等机遇，强化股权融资、负债融资和财务公司建设等工作，进一步优化资本结构，降低融资成本，加快公司发展。同时，创新投资管理，狠抓市场营销风控，建立统放结合的销售体制，强化套期保值业务指导。

项目建设方面，2017年公司拟投资7亿元，实施基建技改项目31项，重点启动瑞海矿业、五彩龙井巷工程建设项目，加快夏甸金矿、大尹格庄金矿、蚕庄金矿、早子沟金矿等深部开拓工程建设，提高生产接续能力。科研项目方面，公司拟投入7,312万元，实施重点科研项目70项，以技术变革带动生产能力。探矿找矿方面，公司计划投入探矿资金8,230万元，完成探矿新增黄金资源储量45吨，铜资源储量2,500吨以上，升级黄金资源储量23吨。

公司将继续坚持“务正业”的价值导向，坚持纯黄金发展战略，强化矿业主业投资，扩大骨干企业房展。同时，把工作精力专注到降成本、提质量、提效率，管理创新、技术创新、人才培养、探矿增储、安全生产等核心工作，提高公司优质高效发展的核心竞争力。公司将继续坚持“走正道”价值导向，加强工程项目施工、招投标、物资采购、税费缴纳等重要节点管控，严格议事规则和决策程序，确保依法合规运行。

管 理

治理结构

作为香港联交所上市公司，招金矿业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。

内部管理

公司建立了健全的内部控制制度，其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，为实现对境外矿山生产运营及财务活动的监管，境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，公司有效化解了境外矿山的管控风险。

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。2016 年，公司共计提安全环保费用约 1.21 亿元，新增绿化面积 30 余公顷，公司全年未发生重大安全环保事故，并顺利通过国家安全、环保两大督查。截至 2016 年底，公司旗下共有包括大尹格庄金矿、招金白云、河东金矿等十余家矿山企业获得“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

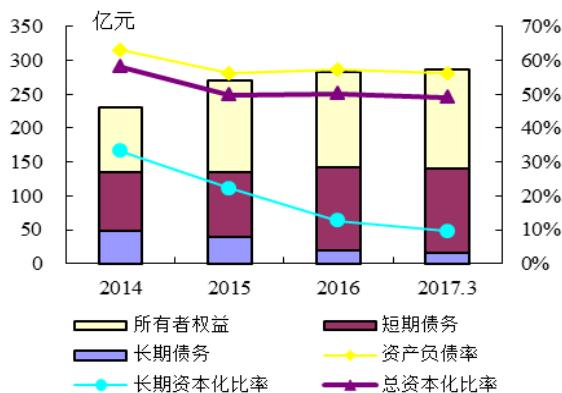
以下财务分析基于公司提供的经安永华明会

计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的 2014~2016 年度审计报告，以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。中诚信证评在相关指标计算时将“其他流动负债”中的有息债券计入“短期债务”。

资本结构

近年来，随着对外扩张力度的加大以及基建技改工程的推进，公司资产规模逐年增长。2014~2016 年，公司总资产分别为 261.48 亿元、309.16 亿元和 328.61 亿元，年均复合增长率为 12.10%。2014~2016 年，公司所有者权益分别为 96.81 亿元、135.86 亿元和 140.66 亿元，其中，2015 年增长较快主要系当年 21 亿元永续中票成功发行所致。截至 2017 年 3 月末，公司总资产为 331.95 亿元，所有者权益 145.39 亿元。

图 3：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主。随着公司业务规模的持续扩张，公司非流动资产规模不断增长，2014~2016 年公司非流动资产分别为 202.57 亿元、243.83 亿元和 252.51 亿元，占总资产的比重分别为 77.47%、78.87% 和 76.84%。公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程构成，截至 2016 年末上述三项分别为 104.46 亿元、85.34 亿元和 25.37 亿元，占非流动资产的比重分别为 41.37%、33.80% 和 7.72%，其中固定资产主要包括房屋及建筑物、机器设备及运输工具，公司矿山产能建设、技术改造投入以及在建工程的转固，使得公司固定资产逐年增加，截至 2016 年末公司受限固定资产 0.17 亿元，占固定资产的比重为

0.16%，主要用于公司抵押借款；无形资产主要系矿权及土地使用权，随着公司黄金资源储备的增加，无形资产稳定增长，其中，2015年招金矿业通过收购山东瑞银 63.86%的股权间接控制莱州市三山岛北部海域金矿探矿权，其无形资产为 41.37 亿元，使得当年无形资产增加 95.29%；截至 2016 年末受限无形资产 0.26 亿元，占无形资产的比重为 0.30%，主要为借款抵押；在建工程主要系在建房屋建筑物及机器设备，公司自 2014 年开始对下属老选矿厂进行技改，随着技改项目及新建项目陆续投产使用，公司在建工程规模逐年下降。截至 2017 年 3 月末，公司非流动资产 259.16 亿元，占总资产的比重为 78.07%，其中固定资产、无形资产和在建工程分别为 104.82 亿元、90.57 亿元和 25.84 亿元，占非流动资产的比重分别为 40.45%、34.95% 和 9.97%。

流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金及存货构成，其中 2016 年末货币资金 17.58 亿元，主要为银行存款；受限货币资金合计 3.20 亿元，其中 1.21 亿元为环境治理保证金，0.77 亿元为短期借款质押，0.09 亿元为应付票据保证金，1.14 亿元为存放于中央银行准备金；同期存货 36.31 亿元，主要包括在产品 34.31 亿元，原材料 1.21 亿元及产成品 0.90 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司流动资产 72.78 亿元，占资产总额的比重为 21.93%，其中货币资金 17.62 亿元，存货 33.71 亿元，占流动资产的比重分别为 24.21% 和 46.31%。

负债方面，随着公司业务规模和技改项目的实施，公司负债逐年攀升，2014~2016 年公司总负债分别为 164.67 亿元、173.29 亿元和 187.95 亿元，主要由有息债务、其他应付款及其他流动负债构成，截至 2016 年末其他应付款为 15.19 亿元，主要为往来借款以及公司基建技改工程质量保证金等，同期其他流动负债（不含调整至短期债务的短期融资券）为 10.20 亿元，主要为公司子公司存放于下属财务公司的存款。截至 2017 年 3 月末，公司总负债 186.56 亿元。

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

求有所增长，债务规模也呈现总体上升趋势。2014~2016 年，公司总债务分别为 134.35 亿元、135.00 亿元和 141.81 亿元。截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 57.20% 和 50.20%。相较黄金行业主要上市公司同期负债水平来看，公司目前的杠杆比率处于合理水平。截至 2017 年 3 月末，公司总债务为 140.55 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 56.20% 和 49.15%。

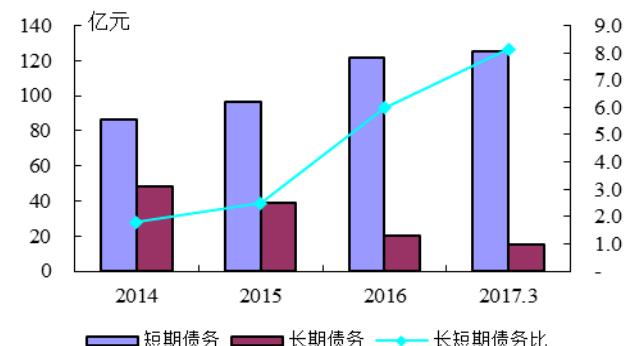
表 12：2016 年末黄金行业公司资本结构比较

公司	单位：亿元、%		
	总资产	总负债	资产负债率
山东黄金	283.57	120.12	42.36
招金矿业	328.61	187.95	57.20
中金黄金	387.66	234.83	60.58
紫金矿业	892.18	581.01	65.12

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，2014~2016 年，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.78、2.49 和 5.98。其中，2015 年，由于 2009 年发行的公司债券（09 招金债）和 2013 年发行的非公开定向债务融资工具（13 招金 PPN001）转入一年内到期的其他流动负债，使得短期债务规模扩大，长期债务规模缩减，推动长短期债务比上升。2016 年以来，受短期银行贷款大幅增长影响，长短期债务比升至 5.98。截至 2017 年 3 月末，公司长短期债务比为 8.13。

图 4：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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存在一定的短期偿债压力。若此次公司债券得以成功发行，通过长短期债务置

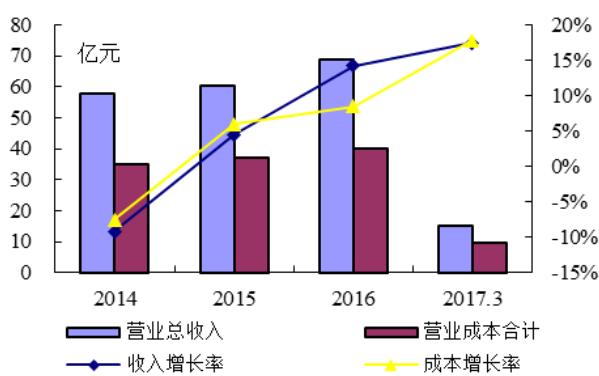
换将有效提升公司长期债务占比，增强公司资金的稳定性，优化其债务结构。

总体而言，公司资产规模稳步增长，资本结构较为稳健。但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，其资本支出水平将有所提高，债务规模或将因此进一步扩大。

盈利能力

近年来，伴随矿山的增多，以及采选及氰冶能力的提升，公司黄金产量逐年增加。2014~2015年，黄金价格持续下跌，但得益于2015年公司黄金产量提升，当年公司收入规模有所上升；2016年金价整体回暖，公司收入亦明显增加。2014~2016年，公司营业收入分别为57.79亿元、60.38亿元和68.96亿元。从营业毛利率看，公司毛利率水平与金价呈现较高正相关性，得益于毛利空间较高的自产金占比提升，公司将毛利率控制在较高的水平，相对同行业公司而言，公司具有很强的初始获利能力。2014~2016年公司营业毛利率分别为39.61%、38.73%、41.83%。2017年1~3月，公司营业收入为15.21亿元，营业毛利率为38.02%。

图5：2014~2017.Q1公司收入成本分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来，金价走势较为疲软，为保证一定的盈利水平，公司加强费用管控，销售费用和管理费用均未出现大幅上涨，2016年公司因预付瑞海矿业股权转让款、财务公司放款及委贷收到利息收入合计1.38亿元，带动当期财务费用明显下降。2014~2016年，公司期间费用分别为15.18亿元、15.48亿元和13.91亿元。同期，三费收入占比分别为26.26%、25.64%和20.18%。2017年1~3

月，公司发生期间费用3.98亿元，三费收入占比为26.19%。

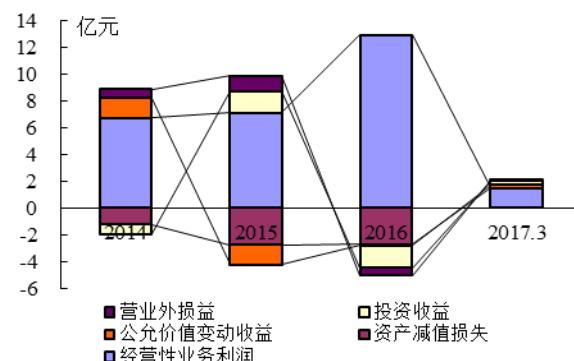
表13：2014~2017.Q1公司期间费用变化

	单位：亿元、%			
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	1.20	0.98	0.72	0.10
管理费用	9.00	9.43	9.90	2.51
财务费用	4.98	5.06	3.30	1.37
三费合计	15.18	15.48	13.91	3.98
三费收入占比	26.26	25.64	20.18	26.19

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额看，2014~2016年，公司利润总额分别为6.94亿元、5.68亿元和7.90亿元，主要由经营性业务利润、资产减值损失、公允价值变动收益和投资收益构成。经营性业务利润是公司最主要的利润来源，2014~2016年，公司经营性业务利润分别为6.78亿元、7.13亿元和12.97亿元，呈上升趋势。同期，资产减持损失分别为1.21亿元、2.75亿元和2.72亿元，系公司对采矿权和下属矿山企业的固定资产计提减值损失所致。2014~2016年，公司公允价值变动收益分别为1.45亿元、-1.49亿元和-0.08亿元，主要由黄金租赁业务公允价值变动收益和商品期货合约公允价值变动等收益组成；投资收益分别为-0.74亿元、1.63亿元和-1.69亿元，主要由黄金租赁业务投资收益和商品期货合约平仓收益构成，2016年公司期货合约平仓损失1.62亿元，导致当期投资损失大幅增加。2017年1~3月，公司利润总额为2.08亿元，经营性业务利润为1.48亿元。

图6：2014~2017.Q1公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

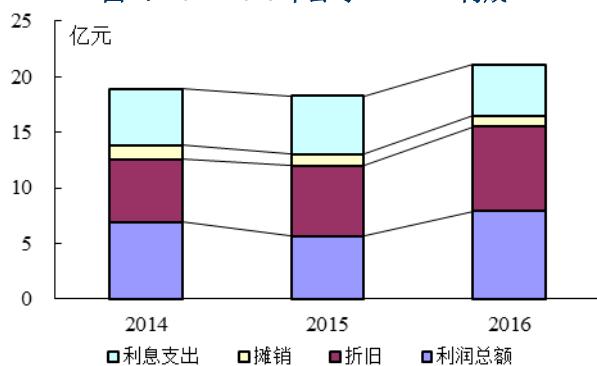
总体来看，公司较高的矿产金自给率和稳步提升的黄金产量平抑了金价下跌对盈利能力产生的

负面影响，并在金价回暖后迅速增厚了业绩。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重要因素，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，公司利润总额为公司EBITDA的主要构成，其波动对EBITDA亦造成一定影响，但整体保持较为稳定的水平。2014~2016年公司EBITDA分别为18.91亿元、18.27亿元和21.11亿元。

图7：2014~2016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，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。2014~2016年，公司收现比分别为1.10、1.08和1.00，同期经营性净现金流则分别为10.85亿元、15.66亿元和18.63亿元。2017年1~3月公司经营性净现金流为4.90亿元。投资性现金流方面，由于近年来公司对外收购矿山，加之探矿工程、基建技改工程及安全环保建设的推进，公司投资活动现金净流出规模较大。2014~2016年及2017年1~3月，公司投资活动现金分别净流出22.81亿元、26.44亿元、24.55亿元和2.17亿元。筹资活动方面，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，一定程度上缓解了公司的资本支出压力。2014~2016年及2017年1~3月，公司筹资活动净现金流为14.15亿元、18.42亿元、-0.19亿元和-2.69亿元，其中2016年及2017年一季度筹资活动净现金流为负，主要系公司09招金债、13招金PPN001及银行借款集中到期所致。

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和现金流能够为债务本息偿付提供良好保障。2014~2016年，公司EBITDA利息保障倍数分别为3.01倍、2.81倍和3.52倍；经营净现金流/利息支出分别为1.73倍、2.41倍和3.10倍。

表14：2014~2017.Q1公司偿债能力分析

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务(亿元)	134.35	135.00	141.81	140.55
经营净现金流(亿元)	10.85	15.66	18.63	4.90
总债务/EBITDA(X)	7.11	7.39	6.72	-
经营净现金流/总债务(X)	0.08	0.12	0.13	0.14*
EBITDA利息保障系数(X)	3.01	2.81	3.52	-
经营净现金流/利息支出(X)	1.73	2.41	3.10	-

注：带“*”指标经过年化处理。

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至2017年3月31日，公司无对外担保。未决诉讼方面，截至2017年3月末，公司子公司正在进行中重大诉讼两起，其一为山东省第一地质勘查院（以下简称“勘查院”）诉瑞海矿业合同纠纷案，山东省高级人民法院于2016年5月27日判决瑞海矿业赔偿勘查院5,982.38万元，瑞海矿业后向最高人民法院提起上诉，目前本案正在审理中；其二为公司子公司拜城县滴水铜矿开发有限责任公司（以下简称“滴水铜矿”）与新疆石河子农村银行（以下简称“石河子银行”）的贷款借款保证合同纠纷，石河子银行请求判令合同有效并要求滴水铜矿承担3,000万元债务本金及其利息和相关费用，目前该案件尚处于未决状态。上述涉案合同均签订于公司收购相应子公司之前，其中原瑞海矿业控股股东莱州瑞海投资有限公司向公司承诺，瑞海矿业的一切纠纷（包括但不限于瑞海矿业与勘查院之间的纠纷）由莱州瑞海投资有限公司处理并承担因纠纷产生的费用和赔偿；根据公司与滴水铜矿出让方签署的股权协议，股权转让日之前形成的未经双方认可的债权债务由出让方承担。

银行授信方面，截至2017年3月31日，公司获得主要授信额度243.10亿元，其中，尚未使用授信余额138.38亿元，备用流动性充足。

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，整体偿债能力极强。未来随着黄金产量的不断扩大，公司整体偿债能力将进一步得到巩固。但中诚信证评也将持续关注黄金价格波动对公司盈利能力，以及对外收购及基建技改等工程的资本支出压力对公司运营产生的影响。

结 论

综上，中诚信证评定招金矿业主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；评定“招金矿业股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

关于招金矿业股份有限公司 2017年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级安排

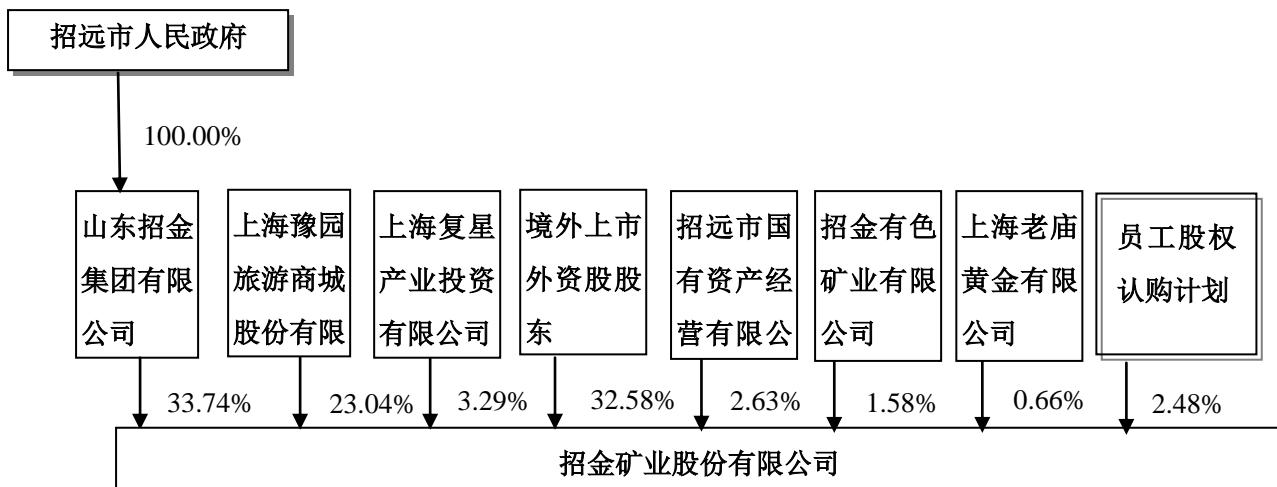
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日起（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

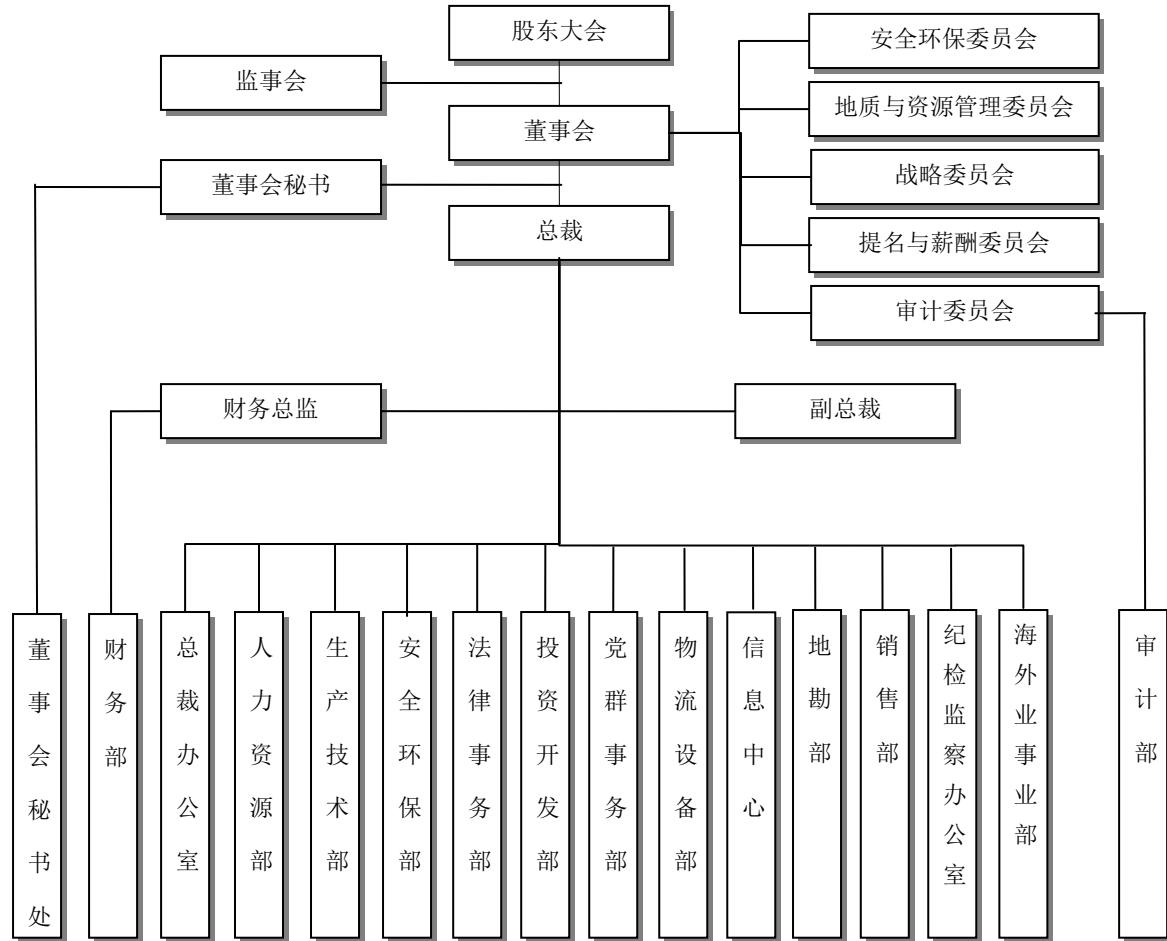
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：招金矿业股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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)	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	168,174.22	216,677.55	175,830.23	176,224.01
应收账款净额	4,085.11	5,110.56	27,016.71	29,273.37
存货净额	317,228.08	343,918.31	363,059.88	337,114.32
流动资产	589,065.10	653,282.67	761,037.81	727,835.71
长期投资	44,959.13	42,251.66	43,561.29	43,361.29
固定资产合计	1,115,348.88	1,282,783.93	1,298,258.18	1,306,996.28
总资产	2,614,794.16	3,091,573.52	3,286,126.79	3,319,485.35
短期债务	860,569.31	962,609.56	1,214,867.52	1,251,441.40
长期债务	482,883.68	387,346.67	203,280.68	154,023.25
总债务 (短期债务+长期债务)	1,343,452.99	1,349,956.23	1,418,148.19	1,405,464.66
总负债	1,646,674.74	1,732,945.17	1,879,547.57	1,865,561.70
所有者权益 (含少数股东权益)	968,119.43	1,358,628.34	1,406,579.22	1,453,923.65
营业总收入	577,867.18	603,768.08	689,639.85	152,058.98
三费前利润	219,514.78	226,148.12	268,818.13	54,676.85
投资收益	-7,381.14	16,347.20	-16,871.89	2,903.29
净利润	51,280.15	40,822.55	42,422.18	15,291.49
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	189,076.14	182,687.45	211,096.94	-
经营活动产生现金净流量	108,526.71	156,550.48	186,334.71	49,022.21
投资活动产生现金净流量	-228,124.12	-264,419.04	-245,541.28	-21,718.76
筹资活动产生现金净流量	141,494.76	184,214.48	-1,971.13	-26,909.66
现金及现金等价物净增加额	21,909.13	77,828.72	-59,525.24	393.78
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率 (%)	39.61	38.73	41.83	38.02
所有者权益收益率 (%)	5.30	3.01	3.02	4.21*
EBITDA/营业总收入 (%)	32.72	30.26	30.61	-
速动比率 (X)	0.25	0.25	0.25	0.24
经营活动净现金/总债务 (X)	0.08	0.12	0.13	0.14*
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.13	0.16	0.15	0.16*
经营活动净现金/利息支出 (X)	1.73	2.41	3.10	3.37
EBITDA 利息倍数 (X)	3.01	2.81	3.52	-
总债务/EBITDA (X)	7.11	7.39	6.72	-
资产负债率 (%)	62.98	56.05	57.20	56.20
总资本化比率 (%)	58.12	49.85	50.20	49.15
长期资本化比率 (%)	33.28	22.19	12.63	9.58

注：1、带“*”指标经过年化处理；

2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

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

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

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。