



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪387号

招金矿业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“招金矿业股份有限公司2017年公开发行公司债券（第一期）”、“招金矿业股份有限公司2017年公开发行公司债券（第二期）”和“招金矿业股份有限公司2018年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证券评估信用评级委员会最后审定，维持贵公司上述债券信用等级AAA，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

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、第二期)、 2018 年公开发行公司债券(第一期) 跟踪评级报告(2018)

债券名称	招金矿业股份有限公司 2017 年公开发行公司债券(第一期)		
发行主体	招金矿业股份有限公司		
发行规模	人民币 5.00 亿元		
存续期限	5 年期: 2017/11/01-2022/11/01 (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)		
债券简称	17 招金 01		
债券代码	143368		
上次评级时间	2017/10/20		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
债券名称	招金矿业股份有限公司 2017 年公开发行公司债券(第二期)		
发行主体	招金矿业股份有限公司		
发行规模	人民币 3.50 亿元		
存续期限	5 年期: 2017/11/14-2022/11/14 (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)		
债券简称	17 招金 02		
债券代码	143394		
上次评级时间	2017/11/06		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
债券名称	招金矿业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券(第一期)		
发行主体	招金矿业股份有限公司		
债券简称	18 招金 01		
债券代码	143503		
发行规模	人民币 17.50 亿元		
债券期限	3 年期: 2018/03/15-2021/03/15		
上次评级时间	2018/03/06		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

基本观点

2017 年,得益于黄金价格的上涨,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,为公司长期的良性发展奠定较好基础,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,我们也关注到公司盈利能力受黄金价格波动影响较大、面临一定的短期偿债压力等因素对公司业务发展及信用水平的影响。

综上,中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)维持招金矿业主体信用等级 AAA,评级展望稳定;维持“招金矿业股份有限公司 2017 年公开发行公司债券(第一期)”信用等级为 AAA,维持“招金矿业股份有限公司 2017 年公开发行公司债券(第二期)”信用等级为 AAA,维持“招金矿业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券(第一期)”信用等级为 AAA。

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 2017 年末公司黄金资源量为 1,251.77 吨,可采储量为 528.14 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。
- 营业收入规模保持稳定增长。公司整体经营状况良好,矿产金产量较为稳定,加之 2017 年金价有所回暖,公司实现营业收入 69.78 亿元,同比增长 1.19%,收入规模持续增长。
- 营业毛利率保持较高水平。尽管国际金价呈明显波动态势,但得益于较高的矿产金自给率,公司营业毛利率保持较高水平。2017 年,公司营业毛利率为 40.87%,显示出很强的初始获利能力。

概况数据

招金矿业	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	135.86	140.66	167.02	167.58
总资产(亿元)	309.16	328.61	337.25	349.05
总债务(亿元)	135.00	141.81	129.15	139.04
营业总收入(亿元)	60.38	68.96	69.78	12.93
营业毛利率(%)	38.73	41.83	40.87	44.68
EBITDA(亿元)	18.27	21.11	22.45	-
所有者权益收益率(%)	3.00	3.02	4.50	4.26
资产负债率(%)	56.05	57.20	50.48	51.99
总债务/EBITDA(X)	7.39	6.72	5.75	-
EBITDA利息倍数(X)	2.81	3.52	4.21	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018年一季度所有者权益收益率指标经过年化处理。

分析师

侯一甲 yjhou@cexr.com.cn
 田 聪 ctian@cexr.com.cn
 Tel: (021) 60330988
 Fax: (021) 60330991
 www.ccxr.com.cn



2018年6月20日

➤ 融资渠道畅通。公司拥有较好的银企关系，截至2018年3月末，公司共获得各银行授信额度229.90亿元，其中未使用授信余额124.22亿元；同时，作为香港上市公司，公司直接融资渠道畅通。此外，公司还在交易所和银行间发行债券，融资渠道多元化。

关注

➤ 公司盈利能力受有黄金价格波动影响较大。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，而黄金生产企业应对价格冲击的手段较单一，因而金价的波动将对公司盈利的稳定性产生一定影响。

➤ 面临较大的短期偿债压力。截至2017年末，公司短期债务为105.00亿元，长期债务24.14亿元，长短期债务比为4.35。公司短期债务规模较大，面临着较大的短期偿债压力。

➤ 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、除因本次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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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。

募集资金专项说明

招金矿业于 2017 年 10 月 10 日获得中国证券监督管理委员会“证监许可【2017】1793 号”文核准公开发行面值不超过人民币 26 亿元的公司债券(以下简称“本次债券”)。

2017 年 11 月 1 日,公司完成“招金矿业股份有限公司 2017 年公开发行公司债券(第一期)”的发行,债券简称“17 招金 01”,债券代码“143368”,发行规模 5.00 亿元,票面利率 5.10%。“17 招金 01”发行期限为 5 年,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;募集资金扣除发行费用后,拟用于偿还公司有息债务。

2017 年 11 月 14 日,公司完成“招金矿业股份有限公司 2017 年公开发行公司债券(第二期)”的发行,债券简称“17 招金 02”,债券代码“143394”,发行规模 3.50 亿元,票面利率 5.10%。“17 招金 02”发行期限为 5 年,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;募集资金扣除发行费用后,拟用于偿还公司有息债务。

2018 年 3 月 15 日,公司完成“招金矿业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券(第一期)”的发行,债券简称“18 招金 01”,债券代码“143503”,发行规模 17.50 亿元,票面利率 5.45%。“18 招金 01”发行期限为 3 年,募集资金扣除发行费用后,不超过 1 亿元拟用于补充营运资金,剩余资金用于偿还公司有息债务。

截至本报告出具之日,本次债券共分三期完成发行,所募集资金均已使用完毕,并与募集说明书中资金用途保持一致。

行业关注

2017 年以来,黄金的投资需求以及官方储备需求的下滑导致全球黄金消费需求整体呈下降趋势;同时,受再生金产量减少影响,全球黄金总供给增速量有所下降

全球黄金需求主要来自四个方面:金饰制造、投资需求、工业需求以及官方部门购买。2017 年,受金价上涨、美联储加息及美股屡创新高等因素影响,投资需求和央行储备黄金需求明显下降,全球

黄金消费需求下降至 2009 年以来的最低水平,2017 年消费需求为 4,071.7 吨,同比下滑 7.00%。

表 1: 截至 2017 年末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	75.0
2	德国	3,373.6	69.1
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	67.5
5	法国	2,435.9	63.5
6	中国	1,842.6	2.4
7	俄罗斯	1,828.6	17.5
8	瑞士	1,040.0	5.4
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	66.6

资料来源:世界黄金协会 (World Gold Council)

金饰制造需求方面,得益于相对稳定的金价和向好的宏观经济态势,在中国和印度买家的推动下,2017 年全球金饰需求为 2,135.5 吨,同比增加 3.99%,为 2013 年以来的首次年度增长。在 2017 年总计 82 吨的全球增量中,印度和中国共同贡献了 75 吨,远远领先于其他市场。

投资需求方面,2017 年全球黄金投资需求总量 1,231.9 吨,同比大幅下降 22.76%。其中,金条和金币需求总量为 1,029.2 吨,同比小幅下滑;黄金 ETF 及类似产品的金融投资需求大跌 62.91% 至 202.8 吨。受地缘政治风险带来的不确定性、实际利率为负或偏低以及以美股为主的全球股市表现良好等因素影响,全球黄金 ETF 持仓量呈现净流入态势,2017 年欧洲黄金 ETF 基金流入 148.9 吨,美国黄金 ETF 基金流入 63.0 吨,亚洲和其他地区一共减持了 9.2 吨,分别占全球黄金 ETF 净增持量的 73.40%、31.10% 和 -4.50%。

工业需求方面,2017 年全球工业用金需求 332.8 吨,同比增加 2.91%,其中电子领域用金 265.3 吨,同比增加 3.79%,牙科领域用金 16.8 吨,同比下滑 6.67%,其他行业用金 50.6 吨,同比增加 1.61%。整体来看,2017 年,受益于智能手机、汽车和笔记本电脑新一代功能的日益普及,电子工业和其他工业用黄金需求量呈现稳步增长趋势。

央行储备方面,自 2010 年世界各国央行成为黄金净买方后,国央行将黄金视为一种储备资产。

2017年,俄罗斯和土耳其为增储主力,俄罗斯及土耳其央行分别增持黄金223.5吨和86.0吨,但2017年其他各国央行官方的黄金储备处于下行趋势,受此影响,全球央行黄金储备净买入量为371.4吨,同比下滑4.72%。

中国是全球第一大实物黄金消费国,黄金需求主要集中在金饰消费领域和投资领域。2017年以来,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。根据中国黄金协会统计,2017年全国黄金消费量为1,089.07吨,同比增长9.41%。其中,首饰用金696.50吨,同比增长10.35%;金条用金276.39吨,同比增长7.28%;金币用金26.00吨,同比下降16.64%;工业及其他用金90.18吨,同比增长19.63%。

另外,作为我国黄金和基金市场的一项重要创新,我国黄金ETF于2013年推出。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。2017年4月,迪拜黄金与商品交易所(DGCX)“上海金”期货合约产品上线,这是“上海金”基准价在国际金融市场的首次应用。2017年11月,“黄金深港通”正式开通,由香港提供交易平台,深圳提供实物资产交割。深圳和香港市场的互联互通互融将使得中国的黄金市场进一步放大,随着“上海金”及“黄金深港通”的推出,我国有望在国际黄金市场上享有一定的定价权。

世界黄金协会统计的数据显示,2017年全球黄金总供应量较2016年下降4.19%至4,398.4吨。矿产金方面,2016年以来黄金价格回升带动新开业金矿数量增加,弥补了其他地方产量损失的空白。受此影响,全球产量相对保持平稳,2017年全球矿产金产量为3,268.7吨,同比小幅上升0.17%。再生金方面,2016年在货币疲软的背景下,印度尼西亚、土耳其和埃及等地区国内较高的金价使得黄金回收活动非常活跃,但2017年以来随着黄金回收活动回归常态,2017年全球再生金产量为1,160.0吨,同比下降10.43%,为全年黄金总供给量下降的主要影响因素。

国内方面,中国黄金协会最新的统计数据显示,2017年全国合计生产成品金517.49吨,同比下降3.35%,其中矿产金及有色副产金产量达426.14吨,同比下降6.03%,进口原料产金91.35吨,同比上升11.45%,我国黄金产量已连续十年位居世界第一。近年来,我国黄金行业产业集中度在不断提升,形成了中国黄金集团公司(以下简称“中国黄金集团”)、紫金矿业集团股份有限公司(以下简称“紫金矿业”)、山东黄金集团有限公司(以下简称“山东黄金”)和招金集团等大型黄金生产企业。2017年,上述黄金生产企业集团成品金产量和矿产金产量分别占全国总产量的52.24%和40.39%。

图1: 2012~2017年中国黄金产量及增长率



资料来源:中国黄金协会,中诚信证评整理

整体看,2017年以来受相对稳定的金价及经济状况好转等因素影响,中国及印度等主要黄金消费国家黄金饰品消费需求有所上升;但在黄金投资机会成本增加的情况下,全球黄金投资需求大幅下降,带动全年黄金总需求呈现下滑态势。矿产金作为黄金供应的最主要来源,近年来在国际金价回升、新开业金矿增加等因素的影响下,产量相对较为稳定;但2017年以来随着黄金回收活动回归常态,再生金产量大幅下降,带动全球黄金总供给量同比有所下降。

受各地政治事件不确定性影响,2017年黄金价格整体呈上行走势,未来在美联储加息缩表背景下,中美贸易战、全球主要经济体面临债务过高及局部地缘政治形势恶化等因素将对价格形成支撑

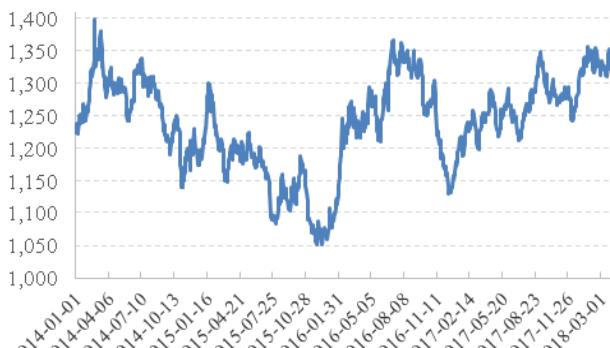
从影响黄金价格的因素来看,传统的生产与消费因素影响很小,以投资和避险需求为代表的金融

属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。

2017 年前三季度，持续的政治不确定性，尤其是特朗普上台后的一系列政策加剧了市场的不确定性，美元指数持续回落；以及美国空袭叙利亚、朝鲜核试验、法国大选等地缘政治事件的发生，阶段性推动着金价的上涨，COMEX 黄金期货合约收盘价格一路震荡上涨至全年高点 1,362.40 美元/盎司。自 2017 年 9 月中旬开始，受美联储对外公布了缩表计划，预期降税将获得成功等影响，美元走强，金价震荡回调。2017 年 12 月，美联储宣布第三次加息，截至 2017 年末，COMEX 黄金当月连续期货合约收盘价格为 1,305.10 美元/盎司，同比上涨 13.29%，全年均价为 1,258.79 美元/盎司，同比上升 13.29%。2018 年 1~3 月，在美国债务上限危机临近、中美贸易战笼罩全球及俄罗斯与西方国家外交战升级等因素的推动下，国际金价维持高位震荡。截至 2018 年 3 月末，COMEX 黄金当月连续期货合约收盘价格为 1,329.60 美元/盎司，较年初上涨了 0.80%，一季度均价为 1,331.01 美元/盎司，同比上升 9.06%。

图 2: 2014.1~2018.3 COMEX 黄金期货价格走势图

单位: 美元/盎司



资料来源: Choice, 中诚信证评整理

近年来世界经济进入周期性弱复苏阶段，珠宝首饰需求、世界各国央行购金及全球黄金金条投资需求都在恢复。未来在美联储加息缩表背景下，中美贸易战、全球主要经济体面临债务过高及局部地缘政治形势恶化等因素将对价格形成支撑。

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。2017 年公司实现营业收入 69.78 亿元，同比增长 1.19%。

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。2017 年公司黄金销售收入 59.53 亿元，同比增长 2.14%，占营业收入的比重为 85.31%。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。2017 年公司白银和铜合计销售收入为 6.67 亿元，占营业收入的比重为 9.55%。

图 3: 公司 2017 年营业收入构成



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司系国内大型黄金生产企业之一，黄金资源储量丰富；2017 年，公司继续推进对现有矿山的勘探工作，黄金矿产资源量小幅增加

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 2017 年底，公司拥有探矿权 42 个，探矿权面积 629.16 平方公里；拥有采矿权 40 个，采矿权面积 162.20 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 2017 年底，公司黄金矿产资源量 1,251.77 吨，同比增加 1.32%，黄金可采储量 528.14 吨，同比减少 3.77%。

表 2: 2015~2017 年公司黄金资源量变动情况

项目	2015	2016	2017
探矿权(个)	41	44	42
探矿权面积(平方公里)	745.60	681.48	629.16
采矿权(个)	36	40	40
采矿权面积(平方公里)	137.33	162.11	162.20
黄金矿产资源量(吨)	1,228.01	1,235.52	1,251.77
黄金可采储量(吨)	544.13	548.82	528.14

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

表 3: 截至 2017 年末公司主要矿山情况

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	100.00	117.32	73.20	2.70
河东金矿	100.00	18.91	7.25	3.78
大尹格庄金矿	100.00	236.46	131.85	2.44
金翅岭金矿	100.00	6.92	2.40	5.12
金亭岭矿业	100.00	27.11	6.24	3.21
蚕庄金矿	100.00	33.74	8.70	3.00
大秦家矿业	90.00	1.87	1.01	3.62
纪山矿业	95.00	1.25	0.66	3.51
埠内合计	-	443.58	231.31	-
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	100.00	16.36	5.33	3.78
岷县天昊	100.00	9.87	7.73	2.36
招金昆仑	100.00	1.35	0.62	4.47
富蕴招金	100.00	7.74	0.43	2.62
丰宁金龙	52.00	14.07	5.92	3.32
早子沟金矿	52.00	55.23	18.97	4.56
鑫源矿业	100.00	0.96	0.36	5.75
两当招金	70.00	20.71	2.59	2.31
招金白云	55.00	46.78	3.03	2.99
青河矿业	95.00	27.15	18.36	4.71
龙鑫矿业	100.00	12.29	5.79	4.80
和政鑫源	28.00	5.21	1.18	5.33
甘肃鑫瑞	51.00	20.81	6.62	2.28
梨园金矿	51.00	9.19	5.22	3.72
肃北金鹰	51.00	11.07	0.87	4.56
圆通矿业	70.00	4.98	1.28	6.16
三峰山金矿	50.00	2.18	-	-
瑞海矿业	63.80	539.05	212.21	4.42
招金正元	80.00	3.19	0.34	5.24
埠外合计	-	808.19	296.83	-

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

地质探矿方面, 2017 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 20.68 万米, 新增金金属量 60.54 吨。

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。2017 年, 公司继续推进对现有矿山的勘探工作, 黄金矿产资源量小幅增加。但中诚信证评也关注到, 随着黄金开采难度的加大, 公司黄金可采储量有所下降。

2017 年受加工金产量有所减少影响, 公司黄金总产量小幅下降; 得益于黄金等产品价格上升, 公司获利能力继续增强

随着黄金开采难度的增加, 公司在基建技改和科技创新方面加大投入力度, 2017 年公司完成基建技改投资 5.25 亿元, 实施建设项目 33 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; 完成科研投资 0.67 亿元, 新获得授权专利 32 项, 其中发明专利 5 项、实用新型 27 项, 在申请专利 46 项。

产量方面, 2017 年公司实现黄金总产量 33.74 吨, 同比减少 6.51%, 白银产量和铜产量(含量铜)分别为 42.00 吨和 18,425.18 吨, 分别同比增长 19.45% 和 46.58%。黄金总产量中, 矿产金为 20.30 吨, 基本与上年持平, 矿产金自给率(矿产金/黄金总产量)达 60.17%, 自给率很高; 加工金为 13.44 吨, 同比减少 14.45%, 主要受市场竞争加剧影响而下降。

表 4: 公司 2015~2017 年主要产品总产量情况

项目	单位: 吨		
	2015	2016	2017
矿产金	20.27	20.38	20.30
其中: 自产金	18.14	18.67	18.52
外购金及副产金	2.14	1.71	1.78
加工金	13.68	15.71	13.44
黄金产量合计	33.96	36.09	33.74
白银产量	38.99	35.16	42.00
铜产量	15,633.70	11,742.40	18,425.18

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有所上升, 2017 年公司克金综合成本为 140.75 元, 同比增长 1.73%, 但仍处于较低水平, 具有较强的成本优势。

表 5: 2015~2017 年公司克金综合成本及增长率

项目	2015	2016	2017
克金综合成本	134.92	138.35	140.75
同比增减	0.86	2.54	1.73

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售方面, 2017 年随着国际金价上涨, 黄金价格呈现上升态势, 公司黄金平均售价 276.29 元/克, 同比增长 5.61%。

表 6: 公司 2015~2017 年黄金销售均价及增长率

项目	2015	2016	2017
平均售价 (克/元)	239.68	261.61	276.29
同比增长 (%)	-4.57	9.15	5.61

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司矿产金产量保持稳定, 但加工金产量有所减少, 受此影响, 2017 年公司黄金总产量小幅下降; 得益于黄金等产品价格上升, 公司盈利能力继续增强。

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) 审计并出具的标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制, 且为合并口径。

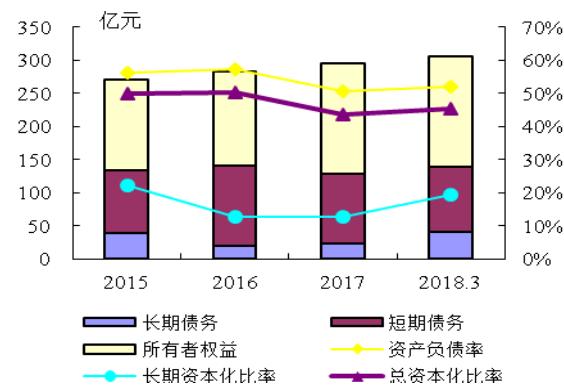
资本结构

随着业务的发展, 基建技改工程的推进和对外扩张力度的加大, 公司资产规模逐年增长。截至 2017 年末, 公司总资产为 337.25 亿元, 同比增长 2.63%。同期末, 受一年内到期的非流动负债和其他流动负债大幅下降影响, 公司总负债为 137.94 亿元, 同比减少 13.16%。得益于增发 H 股募集资金 12.12 亿港元, 发行人民币 5 亿元的可续期公司债券, 以及盈余的积累, 截至 2017 年末公司所有者权益为 167.02 亿元, 同比增长 18.74%。截至 2018 年 3 月末, 公司总资产为 349.05 亿元, 所有者权益为 167.58 亿元。

财务杠杆方面, 截至 2017 年末, 受益于负债

规模减少、净资产规模增加, 公司资产负债率和总资本化比率分别为 50.48% 和 43.61%, 分别较上期下降 6.72 和 6.60 个百分点。

图 4: 2015~2018.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, 由于公司的核心竞争力是矿产资源, 近年来公司加大投资支出、资源及产能扩张力度, 并形成了以非流动资产为主的资产结构。截至 2017 年末, 公司非流动资产 256.71 亿元, 占总资产的比重为 76.12%。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 2017 年末上述三项分别为 112.83 亿元、85.89 亿元和 23.55 亿元, 占非流动资产的比重分别为 43.95%、33.46% 和 9.17%, 同比分别增长 8.02%、增长 0.63% 和减少 7.16%。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; 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而增长; 在建工程主要系在建房屋建筑物及机器设备, 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。

流动资产方面, 截至 2017 年末, 公司流动资产为 80.54 亿元, 主要由 21.25 亿元货币资金、35.65 亿元存货及 12.25 亿元其他流动资产构成, 占非流动资产的比重分别为 26.38%、44.26% 和 15.28%。其中, 货币资金受 H 股增发及发行债券等因素影响同比增加 20.88%; 其他流动资产受山东招金集团财务有限公司对外票据贴现应收款增加等影响而同比增长 12.56%; 存货主要因期末难处理多元素精矿比例较大, 存货跌价准备较上年同期增长 1.02 亿元的影响同比下降 1.82%。截至 2018 年 3 月末, 公司

流动资产和非流动资产分别为 92.41 亿元和 256.64 亿元，占总资产的比重分别为 26.47% 和 73.53%。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至 2017 年末，公司流动负债为 137.94 亿元，占负债总额比重为 81.03%，主要由 87.11 亿元短期借款、13.49 亿元其他应付款及 18.16 亿元其他流动负债构成，三者合计占流动负债的比重为 86.10%。其中，公司短期借款同比增长 6.00%，主要系黄金租赁业务融得的资金增加所致；其他应付款同比减少 10.05%，主要系往来借款减少所致；其他流动负债同比减少 39.80%，主要由于吸收存款的减少以及 16 招金 SCP002、16 招金 SCP003 到期偿付所致。截至 2017 年末，公司非流动负债主要由 6.19 亿元长期借款和 17.95 亿元应付债券构成，二者合计占非流动负债的比重为 74.77%。其中，长期借款同比减少 43.06%，主要系部分借款一年内到期所致；应付债券同比增长 89.92%，主要系公司发行了面值为 8.50 亿元的公司债券。截至 2018 年 3 月末，公司流动负债和非流动负债金额分别为 132.87 亿元和 48.60 亿元。

表 7：2017 年末黄金行业公司资本结构比较

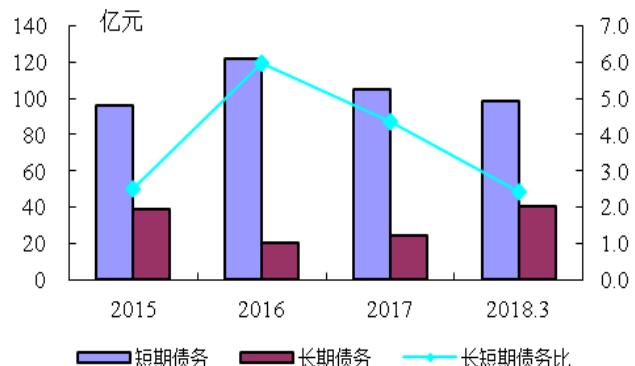
公司	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)
中金黄金	385.16	228.73	59.39
山东黄金	421.16	249.47	59.23
紫金矿业	893.15	516.72	57.85
招金矿业	337.25	170.23	50.48

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，2017 年公司总债务 129.15 亿元，较上年减少 8.93%，长短期债务比为 4.35，较上年降低 1.63。截至 2018 年 3 月末，公司长短期债务比为 2.43。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，公司债务期限结构仍有待优化。

图 5：2015~2018.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

总体而言，得益于增发 H 股募集资金 12.12 亿港元和发行人民币 5 亿元的可续期公司债券，截至 2017 年末公司所有者权益大幅增长，使得资产负债率和总资本化比率明显下降；公司短期债务规模有所下降，但以短期债务为主的债务结构不利于公司财务结构的稳定，公司债务期限结构有待优化。

盈利能力

2017 年，得益于黄金等产品价格的回暖，公司实现营业总收入 69.78 亿元，同比增长 1.19%；公司营业毛利率为 43.76%，同比下降 3.04 个百分点，主要系受黄金价格波动及克金综合成本上升影响，公司营业毛利率仍维持在较高的水平。2018 年 1~3 月，公司营业收入为 12.93 亿元，营业毛利率为 44.68%。

表 8：2015~2018.Q1 公司营业收入构成及毛利率情况

产品	2015		2016		2017		2018.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
黄金	52.40	42.45	58.28	46.80	59.53	43.76	10.48	47.71
白银	0.47	4.53	2.79	33.22	0.62	50.92	0.10	85.37
铜	4.72	20.76	4.87	9.44	6.04	33.94	1.26	33.48
其他	2.79	4.92	3.03	6.30	3.59	2.69	1.09	24.74
合计	60.38	38.73	68.96	41.83	69.78	40.87	12.93	44.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年财务费用同比增长 42.98% 至 4.72 亿元，主要由于利息收入同比减少 1.22 亿元所致；销售费用和管理费用分别同比减少 37.53% 和 15.43% 至 0.45 亿元和 8.37 亿元，主要得益于公司费用控制能力的增强。2017 年公司期间费用合计为 13.54 亿元，同比下降 2.66%，占营业收入的比重为 19.40%，较上年下降 0.78 个百分点。总体来看，公司期间费用规模仍较大，公司费用控制能力有待进一步加强。

表 9：2015~2018.Q1 公司期间费用变化

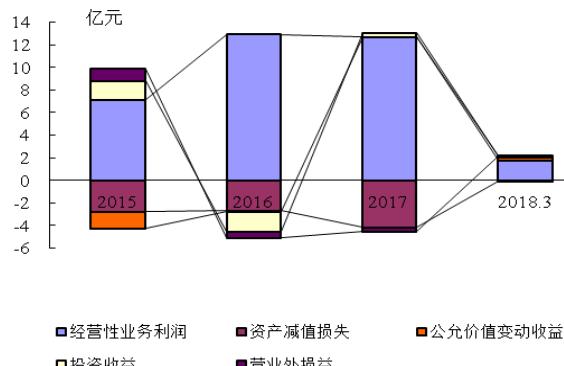
单位：亿元、%

	2015	2016	2017	2018.1~3
销售费用	0.98	0.72	0.45	0.11
管理费用	9.43	9.90	8.37	1.94
财务费用	5.06	3.30	4.72	1.57
三费合计	15.48	13.91	13.54	3.62
营业收入	60.38	68.96	69.78	12.93
三费收入占比	25.64	20.18	19.40	28.02

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额看，2017 年公司利润总额为 8.86 亿元，同比增长 12.10%，其中经营性业务利润为 12.70 亿元，同比小幅下降 2.03%；受计提存货跌价损失增加 1.03 亿元的影响，当年资产减值损失增至 4.13 亿元；同时，受公司商品期货合约平仓损失减少 1.60 亿元和交易性权益工具投资收益增加 0.39 亿元等因素影响，当期投资收益增至 0.38 亿元。2018 年 1~3 月，公司利润总额为 2.23 亿元，经营性业务利润为 1.78 亿元。

图 6：2015~2018.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

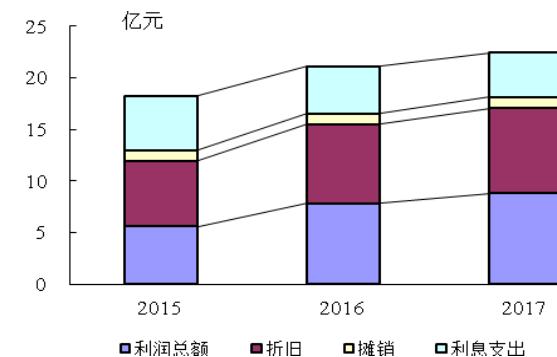
总体来看，得益于黄金等产品价格的回暖，公司 2017 年营业收入继续增长；受黄金价格波动及克金综合成本上升影响，黄金业务毛利率有所下

滑，使得公司整体毛利率亦小幅下滑，但仍维持在较高的水平。2017 年公司期间费用小幅下降但规模仍较大，期间费用控制能力仍有待加强。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。2017 年公司利息支出同比下降 6.81% 至 4.30 亿元，折旧同比增加 7.63% 至 8.20 亿元，利润总额增长 12.10% 至 8.86 亿元，公司 EBITDA 为 22.45 亿元，同比增长 6.35%。

图 7：2015~2017 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，2017 年公司经营活动净现金流为 10.67 亿元，主要受招金财务公司吸收存款减少和支付的各项税费增加影响，同比下降 42.72%。2017 年公司投资活动现金流净额为 -10.30 亿元，同比增长 14.25 亿元，主要系 2017 年投资支付的现金减少 21.61 亿元所致；净额为负主要是公司近年来持续的矿权和股权收购，以及对现有矿山继续投资等所致。筹资性现金流方面，受益于增发 H 股和发行多只债券，2017 年公司吸收投资收到的现金大幅增长，筹资活动现金流由净流出状态转为小幅净流入状态，当年筹资性净现金流为 4.12 亿元。

从偿债指标看，2017 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息形成较好的保障。2017 年公司总债务/EBITDA 和经营活动净现金流/总债务分别为 5.75 倍和 0.08 倍，分别同比下降 0.97 倍和下降 0.05 倍；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 4.21 倍和 2.00 倍，分别同比增长 0.69 倍和下降 1.10 倍。

表 10：2015~2018.Q1 公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.3
货币资金（亿元）	21.67	17.58	21.25	18.59
短期债务（亿元）	96.26	121.49	105.00	98.50
总债务（亿元）	135.00	141.81	129.15	139.04
经营活动净现金流（亿元）	15.66	18.63	10.67	1.98
EBITDA（亿元）	18.27	21.11	22.45	-
资产负债率（%）	56.05	57.20	50.48	51.99
总债务/EBITDA（X）	7.39	6.72	5.75	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.12	0.13	0.08	0.06*
EBITDA 利息倍数（X）	2.81	3.52	4.21	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.41	3.10	2.00	-

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

财务弹性方面，公司与多家商业银行建立了长期稳定的信贷业务关系。截至 2018 年 3 月末，公司获得各银行授信总额 229.90 亿元，其中未使用授信余额 124.22 亿元，较为充足的银行授信可以在一定程度上满足公司资本支出的需求，为公司偿付债务提供较好的流动性支持。同时，公司为港股上市公司，直接融资渠道畅通。此外，公司还在交易所和银行间发行债券，融资渠道多元化。

受限资产方面，截至 2018 年 3 月末，公司所有权受限资产 2.78 亿元，占净资产的比重为 1.66%，主要为环境治理保证金和存放于央行的准备金等。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司无对外担保。未决诉讼方面，截至 2018 年 3 月末，公司子公司正在进行重大诉讼两起，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，目前本案已发回山东省高院重审；其二为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 万元债务本金及利息和相关费用，目前该案一审判决尚未生效，滴水铜矿已提起上诉。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。对于滴水铜矿的案件，出于谨慎原则，公司已在 2017 年度的审计报告中将此项内容计入其他应付款，并在营业外支出中反映。若瑞海矿业的案件出现不利进展，例如败诉且出让方违反相关协议的规定，可能对公司的商誉以及财务状况造成一定影响。

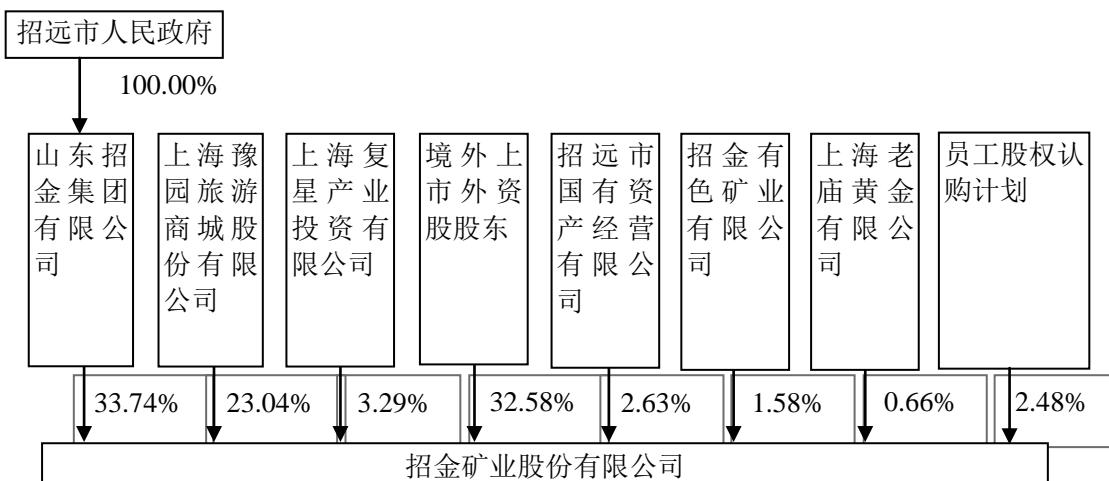
总体来看，公司具有很强的盈利能力和获现能力，加之备用流动性充裕，整体偿债能力极强。未来随着黄金产量的不断扩大，公司整体偿债能力将进一步得到巩固。但中诚信证评也将持续关注黄金价格波动对公司盈利能力，以及对外收购及基建技改等工程的资本支出压力对公司运营产生的影响。

结 论

综上，中诚信证评维持招金矿业主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“招金矿业股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，维持“招金矿业股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**，维持“招金矿业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

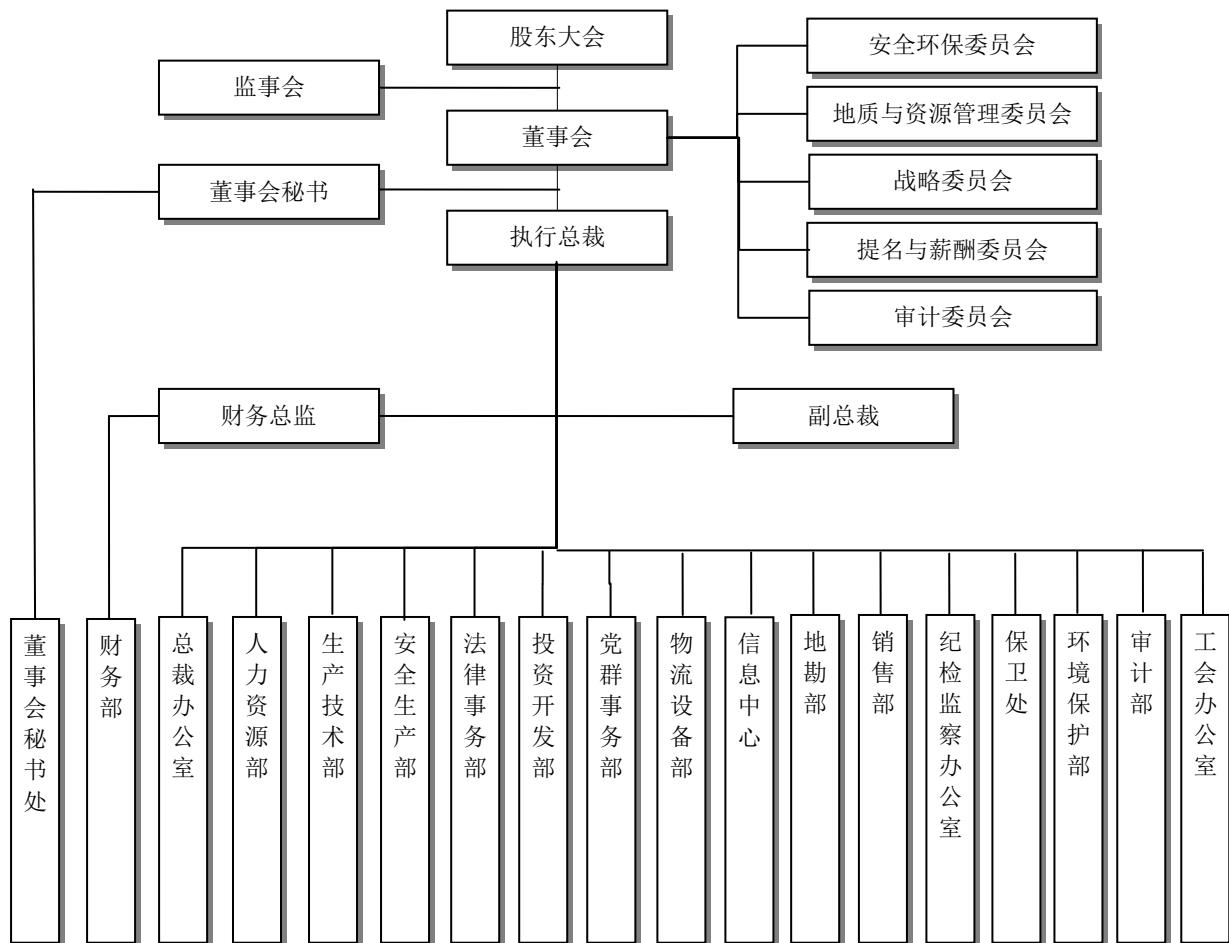


附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



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 2018 年 3 月 31 日）



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及指标

财务数据 (单位: 万元)	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	216,677.55	175,830.23	212,499.16	185,863.47
应收账款净额	5,110.56	27,016.71	4,576.91	18,945.70
存货净额	343,918.31	363,059.88	356,458.41	400,176.04
流动资产	653,282.67	761,037.81	805,434.46	924,067.95
长期投资	42,251.66	43,561.29	44,120.12	43,675.53
固定资产合计	1,282,782.93	1,298,258.18	1,363,835.73	1,381,956.83
总资产	3,091,573.52	3,286,126.79	3,372,538.05	3,490,504.63
短期债务	962,609.56	1,214,867.52	1,050,035.73	985,001.24
长期债务	387,346.67	203,280.68	241,430.22	405,360.52
总债务 (短期债务+长期债务)	1,349,956.23	1,418,148.19	1,291,465.95	1,390,361.75
总负债	1,732,945.17	1,879,547.57	1,702,297.44	1,814,685.34
所有者权益 (含少数股东权益)	1,358,628.34	1,406,579.22	1,670,240.61	1,675,819.30
营业总收入	603,768.08	689,639.85	697,754.90	129,250.88
三费前利润	226,148.12	268,818.13	262,420.69	53,994.56
投资收益	16,347.20	-16,871.89	3,823.86	648.53
净利润	40,822.55	42,422.18	75,202.93	17,867.73
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	182,687.45	211,096.94	224,500.12	-
经营活动产生现金净流量	156,550.48	186,334.71	106,736.39	19,782.10
投资活动产生现金净流量	-264,419.04	-245,541.28	-103,010.33	-137,601.72
筹资活动产生现金净流量	184,214.48	-1,971.13	41,162.48	91,183.94
现金及现金等价物净增加额	77,828.72	-59,525.24	40,921.83	-26,635.69
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率 (%)	38.73	41.83	40.87	44.68
所有者权益收益率 (%)	3.00	3.02	4.50	4.26*
EBITDA/营业总收入 (%)	30.26	30.61	32.17	-
速动比率 (X)	0.25	0.25	0.33	0.39
经营活动净现金/总债务 (X)	0.12	0.13	0.08	0.06*
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.16	0.15	0.10	0.08*
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.41	3.10	2.00	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.81	3.52	4.21	-
总债务/EBITDA (X)	7.39	6.72	5.75	-
资产负债率 (%)	56.05	57.20	50.48	51.99
总资本化比率 (%)	49.84	50.20	43.61	45.35
长期资本化比率 (%)	22.19	12.63	12.63	19.48

注：1、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；

2、带*指标已经年化处理。

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。