



中诚信评估

信用等级通知书

信评委函字[2010] 跟踪018号

招金矿业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“2009年招金矿业股份有限公司公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。



招金矿业股份有限公司公司债券 2010 年跟踪评级报告

发行主体	招金矿业股份有限公司	
担保主体	山东招金集团有限公司	
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保	
发行规模	人民币 15 亿元	
债券期限	7 年	
存续期	2009 年 12 月 23 日~2016 年 12 月 22 日	
上次评级时间	2009 年 7 月 2 日	
上次评级结果	主体级别 AA 债项级别 AA ⁺	担保主体级别 AA 评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别 AA 债项级别 AA ⁺	担保主体级别 AA 评级展望 稳定

概况数据

招金矿业	2007	2008	2009
所有者权益 (亿元)	36.16	42.64	47.74
总资产 (亿元)	47.57	56.76	82.05
总债务 (亿元)	3.74	4.73	21.53
营业总收入 (亿元)	15.32	21.83	28.35
营业毛利率 (%)	52.57	52.64	55.08
EBITDA (亿元)	8.55	9.43	13.39
所有者权益收益率 (%)	9.99	12.48	15.84
资产负债率 (%)	23.98	24.88	41.81
总债务/EBITDA (X)	0.44	0.50	1.61
EBITDA 利息倍数 (X)	15.06	45.14	55.87
招金集团	2007	2008	2009
所有者权益 (亿元)	39.54	45.17	51.01
总资产 (亿元)	88.54	102.15	150.80
总债务 (亿元)	23.89	31.86	71.14
营业总收入 (亿元)	91.01	113.34	136.38
营业毛利率 (%)	11.16	12.20	13.65
EBITDA (亿元)	9.95	11.05	18.78
所有者权益收益率 (%)	10.02	10.55	16.81
资产负债率 (%)	55.34	55.78	66.18
总债务/EBITDA (X)	2.40	2.88	3.79
EBITDA 利息倍数 (X)	5.63	5.38	10.30

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

李敏 mli@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel : (021) 51019090 (010) 57602288

Fax: (021) 51019030 (010) 57602299

2010 年 5 月 25 日

www.ccxr.com.cn

基本观点

2009 年以来，国际黄金价格在动荡的金融环境下波动上扬并屡创新高，在此背景下，招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”或“公司”）黄金产品量价齐增，收入规模和盈利水平稳步增长；同期，公司通过收购和现有矿山深部探矿使得黄金矿产资源量和黄金可采储量继续增长。同时我们也关注到黄金价格波动风险、黄金资源竞争激烈、公司未来资本支出规模较大等因素对公司信用水平可能产生的影响。

中诚信评估维持本次公司债券信用等级为 AA⁺，维持公司主体信用等级 AA，评级展望为稳定。本级别考虑了山东招金集团有限公司（以下简称“招金集团”）对本次债券提供全额不可撤销的连带责任保证担保对该次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 资源储备丰富。公司所处的招远地区，是中国最大的黄金生产基地，具有良好的资源环境。同时公司加强了对埠外矿山的收购工作，2009 年公司通过收购和对现有矿山深部探矿使得黄金矿产资源量和黄金可采储量分别达到 337.8 吨和 218.6 吨，分别同比增加 33.49% 和 32.25%，资源储备逐年增加。
- 盈利能力强。2009 年公司黄金产品量价齐增，分别实现营业收入和净利润 28.35 亿元和 7.56 亿元，同比分别增加 29.85% 和 42.11%。同时，公司营业毛利率达到 55.08%，盈利能力在行业内处于领先地位。
- 现金流充裕，偿债能力强。黄金产品销售的特殊性和较强的变现能力使得公司拥有较为充裕的现金流，2009 年，公司实现经营活动净现金流 10.26 亿元，同比增加 83.75%。同时，得益于黄金主业较强的盈利能力，公司 EBITDA 对利息支出的保障能力很强。
- 较强的担保实力。公司股东山东招金集团是中国五大黄金集团之一，同时，作为招远市

直属国有企业，集团可获得较强的政府支持。

关注

- 黄金价格波动风险。影响黄金价格的因素很复杂，黄金生产企业只是黄金交易价格的被动接受者，缺乏议价能力。长期看，黄金价格的波动将是影响公司盈利稳定性关键因素。
- 资源竞争激烈。近年来，中国黄金企业纷纷加大了对上游黄金资源的勘探和扩张，资源竞争激烈，公司未来矿产资源收购难度日益加大，资源收购成本面临上行压力。
- 资本支出规模大。随着公司对外扩张步伐的加快，未来几年公司需要大量的资本支出用于对现有矿山的深部探矿、技改以及矿山资源的收购，将给公司带来一定的资金压力。

行业关注

2009年以来黄金价格屡创新高，未来一段时间投资需求和官方储备是影响金价走势的重要因素

2009年金融危机继续在全球蔓延，黄金因具有特殊的金融属性，其价格在动荡的金融环境下波动上涨。特别是2009年下半年以来，新兴经济体如中国、印度等国家经济缓慢复苏，带动发达经济体出现复苏，导致美元指数下跌，国际黄金价格大幅上涨，2009年12月COMEX黄金期货收盘价达到1,217.40美元/盎司。进入2010年以来，国际黄金价格在1,100美元/盎司附近波动，近期为解决欧洲债务危机，欧盟及国际货币基金组织（IMF）推出7,500亿欧元的救市预案，引发市场对于未来通胀和希腊债务问题蔓延的担忧，受市场情绪影响金价连续上涨，屡创新高，2010年5月12日COMEX黄金期货收盘价达到1,243.1美元/盎司，预计未来一段时期黄金价格将高位运行。

图1：2007年以来COMEX黄金期货收盘价格趋势



资料来源：Wind资讯，中诚信评估整理

中国的黄金价格与国际黄金价格变动趋势一致，2009年以来上海黄金现货价格出现波动上涨态势，2009年12月3日，上海黄金Au9999收盘价达到了267.70元/克。2010年以来，金价一直高位震荡，2010年5月12日，上海黄金交易所Au9999收盘价达到270.63元/克。

图2：2007年以来上海黄金交易所黄金现货价格



资料来源：Wind资讯，中诚信评估整理

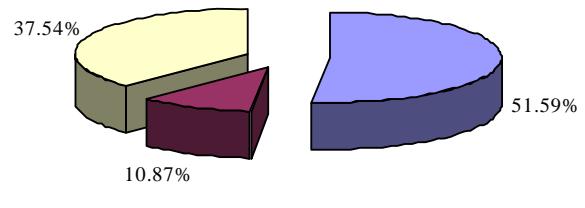
基本面看，需求方面，世界黄金需求主要来自三方面：首饰加工、工业及牙科需求和投资需求。

表1：2007~2009年世界黄金需求情况（吨）

	2007	2008	2009	2009年同比
首饰加工	2,405	2,187	1,747	-20.12%
工业及牙科	462	436	368	-15.60%
可确认投资	685	1,183	1,271	7.44%
其中：金条&金币投资	446	649	440	-32.20%
其他零售投资	-14	213	236	10.80%
黄金ETFs及其他类似投资	253	321	595	85.36%
可确认需求合计	3,552	3,806	3,386	-11.04%
衍生投资需求	-81	-293	504	--

资料来源：WGC，中诚信评估研究

图3：2009年世界黄金可确认需求结构分析



■ 首饰 ■ 工业及牙科 □ 可确认投资

资料来源：WGC，中诚信评估研究

2009年，全世界黄金可确认需求为3,386吨，同比下降了11.04%。受金融危机和金价高企的影响，消费者的可支配收入无法赶超金价的上涨，同时电子等用金工业步入低迷，全球首饰加工需求以及工业和牙科需求分别同比下降20.12%和15.60%，需求量分别为1,747吨和368吨。值得关注的是，由于黄金同时兼具商品和货币两种属性，在动荡的金融环境下，其货币属性会凸显。2007~2009年，在复杂的金融背景下，黄金的可确认投资需求由685吨增加到1,271吨，年复合增长率达到36.22%，其中2009年黄金ETFs及其他类似投资达到595吨，同比上涨

了85.36%，黄金的投资需求成为推动黄金价格上涨的主要因素。

2009年中国大陆为全球第二大黄金消费市场，同时也是唯一一个首饰消费同比实现增长的地区，当年中国黄金消费量为427.5吨，同比增加8.86%，其中首饰消费为347.1吨，同比增加6.34%，净零售投资为80.5吨，同比增加22.15%。未来随着金融市场的不断开放和完善，中国的黄金投资需求将不断得到释放，预计将成为黄金需求的主要增长点。

供给方面，世界黄金的供给主要来自于矿产金、官方售金和再生金，其中矿产金是比较稳定的供给主体。2009年，全球黄金的总供给量为3,890吨，同比增加了10.73%。

表2: 2007~2009年全球黄金总供给

	2007	2008	2009	2009年同比
矿产金	2,476	2,409	2,554	6.02%
生产商净对冲	-444	-349	-257	-
矿产金总供给	2,031	2,060	2,296	11.46%
官方售金	484	236	44	-81.36%
再生金	956	1,217	1,549	27.28%
黄金总供给量	3,471	3,513	3,890	10.73%

资料来源: WGC, 中诚信评估研究

表3: 2009年世界黄金供给分季度情况

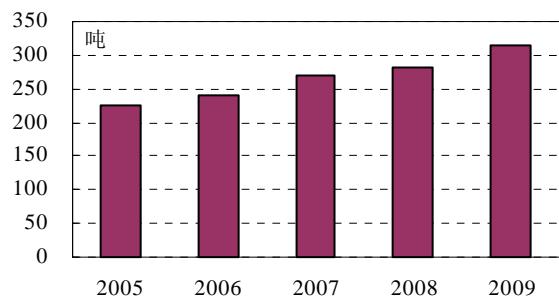
	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
矿产金	583	633	680	657
生产商净对冲	-1	-32	-99	-125
矿产金总供给	582	601	581	532
官方售金	62	-5	-9	-4
再生金	584	338	258	370
黄金总供给量	1,228	934	829	898

资料来源: WGC, 中诚信评估研究

值得关注的是，受金融危机影响，2009年全球许多央行增加了黄金储备，官方售金大幅减少。分季度来看，2009年一季度官方售金为62吨，此后连续三个季度表现为净买入。根据WGC(世界黄金协会)统计，2009年各国央行黄金持有量增加425.4吨，达到30,116.9吨，中国、俄罗斯、印度都增加了黄金储备，但是与发达国家比，发展中国家的黄金储备占外汇储备的比例仍然较低，预计未来部分央行会继续增加黄金储备。

2009年中国黄金产量为313.98吨，同比增加11.34%，首次突破300吨大关，连续三年保持全球第一产金大国的地位。黄金产量排名前五位的省份依次为山东、河南、江西、福建、云南，产量合计占全国总产量的59.48%。

图4: 近年来中国黄金产量



资料来源: 中国黄金协会

中诚信评估认为，2010年以来，各国政府仍然维持较低的利率水平和较为宽松的货币政策，而近期欧洲债务危机救市预案的通过，使得通货膨胀的预期不断增强，未来一段时间内黄金的投资需求将对黄金价格构成一定的支撑。同时部分国家央行会继续增加黄金储备，也将对黄金价格起到一定的推动作用，预计2010年黄金价格会保持高位震荡。但考虑到金价走势除受供需因素影响外，还受到美元指数变动、大宗商品价格趋势和消费者可支配收入增长等多重因素的影响，长期看黄金价格仍存在一定的波动风险。

业务运营

公司黄金资源储量稳步增加，埠外矿山深部探矿取得突破性进展

公司主要通过收购和提高现有矿山的探矿能力两种方式增加黄金资源储备。近几年公司新增黄金储量呈逐年递增趋势，且新增储量远大于每年开采量。截至2009年底，公司拥有探矿权71个，探矿权面积约为1,345.31平方公里，拥有采矿权28个，采矿权面积61.01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为337.8吨，黄金可采储量为218.6吨，较去年分别增加84.7吨和53.3吨，同比分别增加33.49%和32.25%。

表 4: 2007~2009 年公司黄金资源量变动情况

项目	2007	2008	2009
探矿权(个)	48	58	71
探矿权面积(平方公里)	1,004.35	1,381.73	1,345.31
采矿权(个)	17	21	28
采矿权面积(平方公里)	43.59	52.46	61.01
黄金矿产资源量(吨)	211	253.06	337.8
黄金可采储量(吨)	150	165.29	218.6

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, 中诚信评估整理

对外矿山收购方面, 2009 年公司重点围绕山东、甘肃和新疆三大地区的矿山企业, 带动周边的矿产资源整合和收购, 在甘肃和新疆形成了两个新的相对集中的产业基地。当年公司投入约 5.42 亿元用于对外收购矿产资源, 收购探矿权面积 90.31 平方公里、采矿权面积 7.4 平方公里, 收购黄金资源储量 29.23 吨, 收购黄金矿山生产能力 1.02 吨/年。2009 年公司收购了甘肃省合作早子沟金矿有限责任公司(以下简称“早子沟金矿”)、托里县天山泽矿业有限公司(以下简称“天山泽公司”)、托里县天蕴黄金矿业有限公司(以下简称“天蕴公司”)和托里县鑫源黄金矿业有限公司(以下简称“鑫源矿业”)等 4 家埠外公司。在埠内, 公司收购了招远市蚕庄金矿 100% 国有产权和招远市金山地区的一个探矿权。同时, 公司还与新疆托里县人民政府、河北崇礼县人民政府以及辽宁凤城市人民政府达成了全面战略合作协议, 为未来矿产资源整合打下了基础。

表 5: 截至 2009 年底公司主要黄金矿山概况

矿山	权益比例 (%)	资源量(吨)	平均品位(克/吨)
金翅岭	100	4.0	6.04
河东	100	15.2	4.57
夏甸	100	59.7	3.54
大尹格庄	100	104.7	2.69
金亭岭	100	25.9	4.15
海南东方	95	2.0	7.27
新疆托里阔个沙也	100	7.1	6.13
新疆萨热阔步	70	1.4	5.94
甘肃鹿峰	100	10.6	2.56
四川二里沟	100	1.3	7.96
河北大西沟	52	12.4	3.96
甘肃合作早子沟金矿 ¹	52	15.6	4.81
甘肃两当	55	13.7	2.85
鑫源矿业	80	2.3	8.32
蚕庄金矿 ²	100	20.1	4.21
合计	--	296	3.35

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

深部探矿方面, 2009 年公司投入约 7,374 万元

用于现有矿山的深部探矿, 新增黄金资源储量为 65.06 吨。其中埠内矿山通过探矿新增黄金资源储量 46.15 吨; 墉外矿山探矿取得突破性进展, 新增黄金资源储量为 18.91 吨。2009 年公司围绕早子沟金矿、岷县天昊黄金有限责任公司(以下简称“天昊公司”)和托里县招金北疆矿业有限公司(以下简称“北疆矿业”)重点开展了地质探矿工作, 墉外黄金资源储量达到 72.94 吨, 黄金可采储量达到 27.88 吨, 分别占公司资源量的 21.59% 和 12.75%, 墉外矿山正逐步成为公司重要的资源储备基地, 为公司的持续发展提供了强有力的资源保障。

2010 年公司计划收购黄金矿产资源量 20 吨, 收购黄金矿山生产能力 1.5 吨/年, 同时将继续加大地质探矿增储的工作力度。

表 6: 公司 2007~2010 年黄金资源获取情况及规划

	2007	2008	2009	2010E
收购探矿权面积(平方公里)	659.55	553.84	90.31	--
收购采矿权面积(平方公里)	12.18	10.43	7.4	--
收购黄金资源储量(吨)	5.42	31.00	29.23	20
探矿新增黄金资源储量(吨)	32.86	35.60	65.06	38

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

从同行业上市公司对比来看, 各公司纷纷加大了对上游资源获取的力度, 2009 年公司新增黄金资源储量 94.29 吨, 扩张步伐较快。另外由于公司金精矿主要来源于自有矿山, 外购比例较低, 因此在同行业公司中招金矿业的毛利率较高, 表现出较强的盈利能力。

表 7: 2009 年同行业公司黄金资源增量和黄金产量情况

公司	新增黄金储量(吨) ¹	矿产金(吨)	冶炼金/加工金(吨)	毛利率(%)
招金矿业	94.29	11,307	8,178	55.08
中金黄金	132.51	17.00	13.65	10.81
紫金矿业	31.84	30.65	44.72	33.65
山东黄金 ²	45	17,668	--	8.82

资料来源: 各公司定期报告、中诚信评估整理

总体看, 根据目前的年开采进度, 公司黄金储备较充足。同时, 随着公司加大对对外收购和对现有

¹ 各公司统计口径: 招金矿业为新增黄金资源储量, 山东黄金为新增金金属量, 紫金矿业为新增资源储量, 中金黄金为新增黄金储量;

² 山东黄金新增黄金储量为收购获得的金金属量, 深部探矿数据无法获得;

矿区的深入勘探，预计未来公司的黄金资源储备将稳步提升。

2009 年公司在黄金产量增加和销售价格提升的带动下，实现收入和盈利的稳步增长

近几年，公司加快了基建技改项目的建设步伐，加大了基建技改项目的投入，2009 年公司投入 4.97 亿元，招金北疆及海南东方招金矿业有限公司采选生产系统改造项目按期竣工，大尹各庄金矿深部开拓工程、金翅岭 600 吨/日资源综合利用及铜辉矿业采选生产系统优化等基建项目超额完成进度计划，特别是招金北疆建设的 1,000 吨/日采选扩建工程项目顺利达产，进一步扩大了公司的产能，2009 年公司采矿能力达到了 12,000 吨/日，选矿能力达到了 14,600 吨/日。

2009 年公司实现黄金总产量为 19.48 吨，同比增长 10.59%，其中矿产金为 11.31 吨，同比增加 15.08%，冶炼加工金为 8.18 吨，同比增加 4.93%。

表 8：公司 2007~2009 年黄金产量（千克）

项目	2007	2008	2009
矿产金	6,296	7,753	9,269
外购金及副产金	2,082	2,072	2,038
加工金	10,986	7,794	8,178
黄金总产量	19,364	17,619	19,485

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

随着对外金矿资源收购战略的实行，近几年，公司在招远埠外的矿山资源逐年增多，资源量日渐增长。截至 2009 年底，公司在埠外的投资企业达 23 家，业务遍及全国主要产金区的 10 个省市。2009 年公司埠外黄金产量为 1.55 吨，同比增加 47.18%，产量增长较快。未来随着公司对外扩张的稳步推进和对已并购埠外企业的整合和技改陆续完成，埠外企业黄金产量仍有较大提升空间。

表 9：公司 2007~2009 年埠内外黄金产量

地区	单位：千克		
	2007	2008	2009
埠外	369	1,053	1,549
埠内	18,995	16,566	17,936
黄金总产量	19,364	17,619	19,485

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

开采成本方面，公司积极加强技术研发，利用先进的开采技术和装备配备，实现了良好的成本控制能力，使得公司实现了较低的克金综合成本，

2009 年公司克金综合成本约为 88.58 元/克，同比下降 9.41%，在同行业中处于较低水平。

销售方面，2009 年公司在上海黄金交易所销售黄金的平均价格为 221.56 元/克，同比增加了 14.68%，为同期盈利增长奠定了良好基础。

表 10：公司 2007~2009 年黄金销售均价及增长率

项目	2007	2008	2009
平均售价(克/元)	171.81	193.2	221.56
同比增长率	11.02%	12.45%	14.68%

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

表 11：公司 2008~2009 年主营业务收入构成情况

产品	主营业务收入（亿元）		主营业务毛利率（%）	
	2008	2009	2008	2009
黄金销售	18.27	25.21	53.56	56.26
白银	0.45	0.66	-32.27	68.19
加工费	0.41	0.56	-22.66	-5.65
铜产品	1.38	1.58	64.40	67.12
合计	20.51	28.02	50.98	55.93

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

综合来看，2009 年，黄金价格高位运行，公司黄金产量稳定增加，黄金销售业务稳步增长。当年公司黄金销售收入为 25.21 亿元，同比增加 37.96%，黄金业务毛利率为 56.26%，同比增加了 2.7 个百分点。黄金销售收入占公司主营业务收入的 89.98%，此外，副产品白银和铜产品销售收入亦实现了稳定增长，毛利率均有所提高。

财务分析

以下财务分析基于招金矿业提供的 2007~2009 年合并财务报告。其中，2007 年财务报告经天华中兴会计师事务所有限公司审计；2008 年和 2009 年财务报告经立信会计师事务所有限公司³审计，均出具了标准无保留意见。

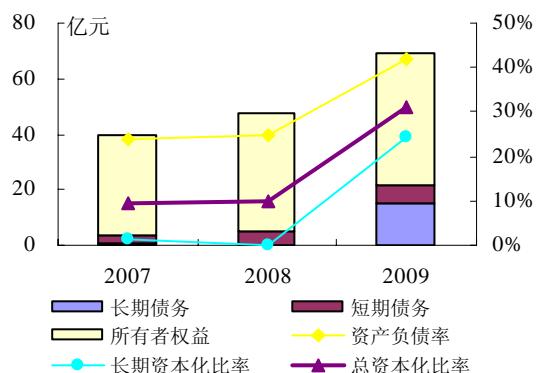
资本结构

近年来，公司一直采取较为谨慎的扩展政策和比较稳健的财务政策，但是随着黄金资源竞争的日益激烈，公司亦加强了对外扩展的力度。2009 年，公司加大黄金勘探开采的力度，并开展了一系列埠外黄金资源的收购，公司资产规模增加较快。截至 2009 年底，公司资产总额和所有者权益（含少数股东权益）分别为 82.05 亿元和 47.74 亿元，分别同

³ 2007 年末，天华中兴会计师事务所与北京立信会计师事务所合并成立立信会计师事务所北京分所

比增加 44.55% 和 11.97%。

图 5: 公司 2007~2009 年资本结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

2009 年, 因成功发行了 15 亿元公司债, 公司的债务规模快速增长。截至 2009 年底, 公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.81% 和 31.08%, 较上年同比分别增加 16.93 和 21.08 个百分点。从黄金行业上市公司资本结构对比来看, 公司的资产负债率和总资本化比率在行业内处于中等水平, 资本结构较为稳健。

表 12: 2008~2009 年黄金行业公司资本结构比较

公司	资产负债率 (%)		总资本化比率 (%)	
	2008	2009	2008	2009
招金矿业	24.88	41.81	9.99	31.08
中金黄金	42.89	62.94	25.72	53.66
山东黄金	42.10	49.09	28.75	39.63
灵宝黄金	57.67	--	56.33	--
紫金矿业	26.85	27.10	15.54	15.90
上市公司平均	38.88	45.24	27.27	35.07

数据来源: 上市公司定期报告, 中诚信评估整理

注: 灵宝黄金为 H 股上市公司, 至本报告发布之日未公布其 2009 年财务报告

从资产构成看, 公司资产主要由货币资金、存货、无形资产构成。截止到 2009 年底, 公司货币资金 16.13 亿元, 现金流较充裕; 存货 5.58 亿元, 主要为原材料及未销售的产成品, 鉴于黄金产品的特殊属性, 公司存货的变现性极强; 由于采矿权和探矿权继续增加, 公司无形资产达到 17.58 亿元, 同比增加了 26.91%。另外截至 2009 年底, 公司其他流动资产为 6.59 亿元, 主要为工行委托理财。整体看, 公司整体资产质量较高。

从债务结构看, 由于公司债券的发行, 公司债务期限结构得到调整。截至 2009 年底, 公司短期债务/长期债务指标为 0.39, 长期债务占比较高。考

虑到公司目前加大了黄金资源的勘探、开发和并购力度, 资本支出规模较大, 长期债务占比较高有利于资金来源的稳定。

表 13: 公司 2007~2009 年债务结构分析

财务指标	2007	2008	2009
短期债务	3.20	4.64	6.07
长期债务	0.54	0.09	15.46
短期债务/长期债务	5.96	49.42	0.39
总债务	3.74	4.73	21.53

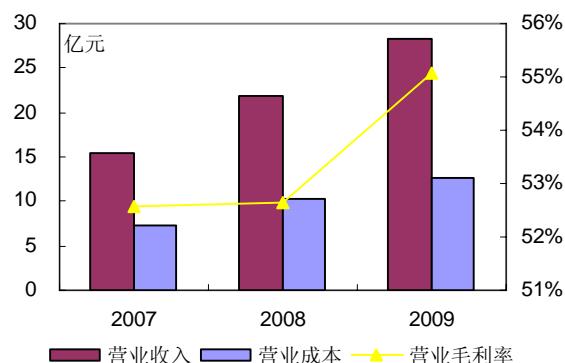
数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

总体来说, 公司整体资产质量较高, 资本结构较稳健, 为公司的业务扩张提供了较好的财务保障。但中诚信评估关注到, 随着公司对外扩张速度的加快, 资本支出规模逐年增加, 我们将谨慎关注资本支出压力加大对公司财务结构的影响。

盈利能力

近几年, 公司积极推进收购, 同时基建技改项目的完成提高了公司的采选能力, 使得黄金产量大幅增加。而同期黄金价格连续上涨使得公司的营业总收入和盈利水平实现了较快的增长。2009 年公司实现营业总收入 28.35 亿元, 同比增加 29.85%。

图 6: 公司 2007~2009 年盈利能力分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

从营业毛利率看, 公司专注于纯黄金业务, 且业务处于黄金产业链上毛利较高的前端, 因而保证了较高的毛利率水平。同时公司采取了有效的控制成本的综合措施, 随着综合克金成本的下降, 2009 年公司营业毛利率和 EBIT 率分别为 55.08% 和 37.14%, 同比分别增加 2.43 和 3.28 个百分点。从黄金行业主要上市公司营业毛利率对比分析来看, 招金矿业营业毛利率和 EBIT 率在行业内处于高水平, 反映了公司较强的盈利能力。

表 14: 2008~2009 年黄金行业公司盈利能力比较

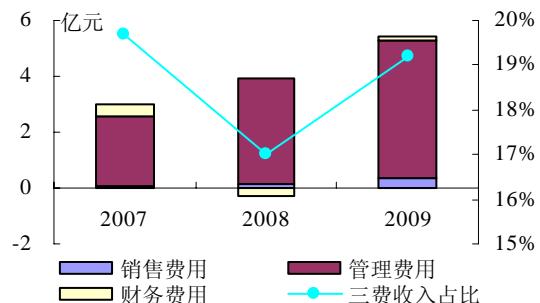
公司	营业毛利率 (%)		EBIT 率 (%)	
	2008	2009	2008	2009
招金矿业	52.64	55.08	33.86	37.14
中金黄金	11.47	10.81	6.56	6.04
山东黄金	8.74	8.82	4.88	5.03
紫金矿业	39.20	33.65	27.51	24.93
灵宝黄金	10.71	--	6.67	--
上市公司平均	24.55	27.09	15.90	18.29

数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

注: 灵宝黄金为 H 股上市公司, 至本报告发布之日未披露 2009 年财务报告

从期间费用看, 2009 年, 公司期间费用合计为 5.44 亿元, 占营业收入的比率分别为 19.20%, 费用占比较高。其中, 管理费用为 4.90 亿元, 同比增加 29.07%, 主要因为员工工资和办公费用增加所致, 公司费用控制能力有待进一步加强。2009 年公司债务规模扩大, 财务费用为 0.17 亿元, 未来随着资本支出的扩大, 预计公司的财务费用会继续增加。

图 7 公司 2007~2009 年期间费用变化

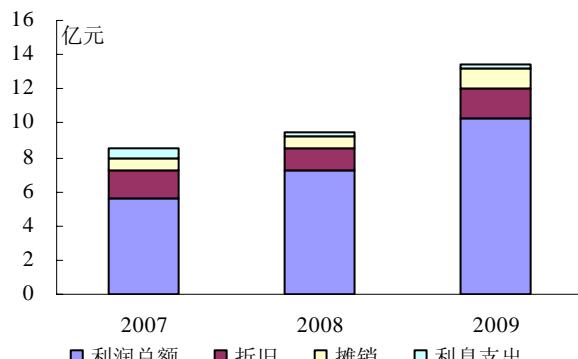


数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

从其他盈利指标看, 公司的利润总额主要由经营性业务利润构成, 2009 年公司实现利润总额 10.29 亿元, 同比增加 43.08%, 增幅较大。2009 年公司取得净利润 7.56 亿元, 同比增加 42.11%。所有者权益收益率和总资产报酬率分别为 15.84% 和 10.90%, 自有资本和整体资产的获利能力较强。

现金流获取方面, 从 EBITDA 的构成来看, 公司的利润总额构成了 EBITDA 的主要部分; 同时, 因资源类企业固定资产和无形资产在总资产中占比较大, 因而折旧与摊销也是 EBITDA 的重要组成部分。2009 年, 公司 EBITDA 为 13.39 亿元, 同比增加 42%, 未来随着公司黄金资源储备的增加和产量的扩大, 预计 EBITDA 将保持稳定增长。

图 8: 公司 2007~2009 年 EBITDA 构成



数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

总体来看, 得益于黄金产量和销售价格的持续增加, 公司盈利能力稳步提升。但考虑到黄金价格剧烈波动性, 中诚信评估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

2009 年, 随着对外扩张步伐的加快, 公司的债务规模逐年增加, 尤其是公司债券的发行使公司负债规模迅速扩张。截至 2009 年底, 公司总债务为 21.53 亿元, 同比增加了 354.67%。考虑到公司未来将有较大的资本支出规模, 用于深部探矿、技改项目以及黄金资源的储备和并购, 中诚信评估将谨慎关注未来资本支出给公司带来的财务压力。

从现金流看, 由于公司的标准金锭均在黄金交易所进行现货交易, 货款的结算稳定且及时, 因而公司现金回笼状况良好。2009 年, 公司黄金产品量价齐增, 经营活动产生的净现金流为 10.26 亿元, 同比增加了 83.75%。

从其他偿债指标看, 由于债务规模扩大, 2009 年公司的总债务/EBITDA 和总债务/经营活动净现金流指标分别由 2008 年的 0.50 和 0.85 增加到 1.61 和 2.10。同时得益于黄金主业较强的收现和盈利能力, 公司 EBITDA 和现金流对利息支付的保障能力很强, 2009 年 EBITDA 利息保障倍数和经营净现金流利息保障倍数分别由 2008 年的 45.14 倍和 26.74 倍增加到 55.87 倍和 42.82 倍。

表 15: 公司 2007~2009 年偿债能力分析

财务指标	2007	2008	2009
总债务(亿元)	3.74	4.73	21.53
经营净现金流(亿元)	4.68	5.58	10.26
总债务/EBITDA(X)	0.44	0.50	1.61
总债务/经营净现金流(X)	0.80	0.85	2.10
EBITDA利息保障倍数(X)	15.06	45.14	55.87
经营净现金流利息保障倍数(X)	8.24	26.74	42.82

数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

公司已与多家金融机构建立良好的合作关系。截至 2010 年 3 月底, 公司已获得人民币授信总额 43.4 亿元, 其中, 尚未使用授信余额 40.4 亿元, 具备较强的财务弹性。

或有负债方面, 截止 2009 年底, 公司无为关联方及其他单位提供债务担保形成的或有负债及其财务影响。

担保实力

本期债券由山东招金集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

山东招金集团有限公司前身为山东招金集团公司, 是由 1992 年 6 月 28 日成立的山东省招远市黄金集团公司逐次变更而来, 为招远市市属国有独资企业。招金集团是一家集聚“黄金矿业、黄金交易及深加工业、非金矿业及高新技术产业”四大产业的大型综合性集团公司。集团下属 2 个全资子公

司、11 个控股公司、1 个参股公司、3 户分公司和 4 户代管企业, 现为中国黄金行业规模最大的企业集团之一。

黄金业务目前仍是招金集团的主要产业, 2009 年, 招金集团黄金业务收入为 111.68 亿元, 黄金业务收入占营业总收入的比重超过 80%。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, 2009 年集团自产金、冶炼金和精炼金的产量分别为 12.33 吨、29.23 吨和 56.78 吨, 是国内最大的黄金生产企业集团之一。

表 16: 招金集团 2007~2009 年黄金产品产量

项目	单位: 吨		
	2007	2008	2009
自产金	9.82	10.85	12.33
冶炼金	29.57	27.44	29.23
精炼金	56.00	51.62	56.78
合计	95.39	89.91	98.34

数据来源: 公司提供, 中诚信评估整理

除黄金业务外, 集团还拥有净水材料、黄金软件开发、磁光开关等高新产业。虽然目前集团非黄金类产业规模相对较小, 但未来, 随着集团在高新产业和非黄金矿山等方面投入的不断增加, 新业务有望成为集团新的收入和利润增长点。

表 17: 2008~2009 招金集团主营业务收入构成情况

项 目	2009			2008		
	主营业务收入(亿元)	主营业务毛利率(%)	各业务收入占比(%)	主营业务收入(亿元)	主营业务毛利率(%)	各业务收入占比(%)
成品金	25.18	56.49	19.29	18.27	53.64	16.38
白银	4.61	11.26	3.53	0.50	-29.12	0.44
铜	1.58	67.12	1.21	1.38	64.40	1.24
金精矿	0.28	7.58	0.21	0.58	8.68	0.52
金精加工	77.19	1.16	59.13	62.94	0.65	56.44
金银饰品	9.03	5.28	6.92	16.99	9.63	15.24
商品购销	11.20	4.85	8.58	9.87	-1.62	8.85
工程结算成本	0.32	40.09	0.25	0.42	-1.69	0.38
其他	1.14	32.48	0.88	0.57	38.25	0.51
合计	130.54	13.97	-	111.52	11.38	-

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

从财务表现来看，盈利方面，2007~2009年招金集团营业总收入和盈利水平实现了较快的增长。2009年集团实现营业总收入136.38亿元，同比增加20.33%，收入增长主要在于矿产金规模扩大和黄金价格上涨所致。但从毛利率水平看，由于精炼业务毛利率水平低，其对集团利润贡献度低，集团利润贡献主要来自于招金矿业的矿产金业务。2009年，招金集团营业毛利率为13.65%，实现净利润8.57亿元。

资本结构方面，得益于黄金业务的快速增长和其他业务板块的发展，招金集团总资产规模不断增加。截至2009年12月31日，招金集团总资产规模达到150.80亿元，资产负债率66.18%。从偿债指标看，随着盈利能力的不断增强，近三年，招金集团EBITDA逐年增长，2009年集团总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为3.79和10.30倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高。

表 18：招金集团 2007~2009 年部分财务指标

财务指标	2007	2008	2009
资产总额（亿元）	88.54	102.15	150.80
短期债务（亿元）	23.29	31.74	55.66
长期债务（亿元）	0.61	0.12	15.48
总债务（亿元）	23.89	31.86	71.14
净利润（亿元）	3.96	4.77	8.57
EBITDA（亿元）	9.95	11.05	18.78
资产负债率（%）	55.34	55.78	66.18
总资本化比率（%）	37.66	41.36	58.24
总债务/EBITDA（X）	2.40	2.88	3.79

数据来源：公司提供、中诚信评估整理

截至 2009 年底，招金集团合计取得各银行综合授信额度 44.8 亿元，其中尚未使用的授信余额为 30.59 亿元，集团备用流动性较充裕，较高的未使用银行授信额度进一步增强了招金集团整体的偿债能力。

在或有负债方面，截至2009年底，招金集团为其他单位提供的担保余额2.945亿元，对外担保总额占招金集团2009年期末净资产（不含少数股东权益）的比重为15.91%。其中，对招远市国有资产经营有限公司和招远市第一中学等单位的担保均由招远市财政局出具反担保承诺。

表19：截至2009年底招金集团对外担保明细

被担保人/公司	担保金额	到期时间
招远市国有资产经营有限公司	1,500	2010.5.31
	4,450	2012.9.27
	10,000	2012.9.27
招远经济开发区经济发展有限公司	3,000	2011.1.13
山东金都缘首饰有限公司	1,500	2010.6.24
山东金都电子材料股份有限公司	6,000	2013.12.27
招远市第一中学	3,000	2010.12.28
合计	29,450	--

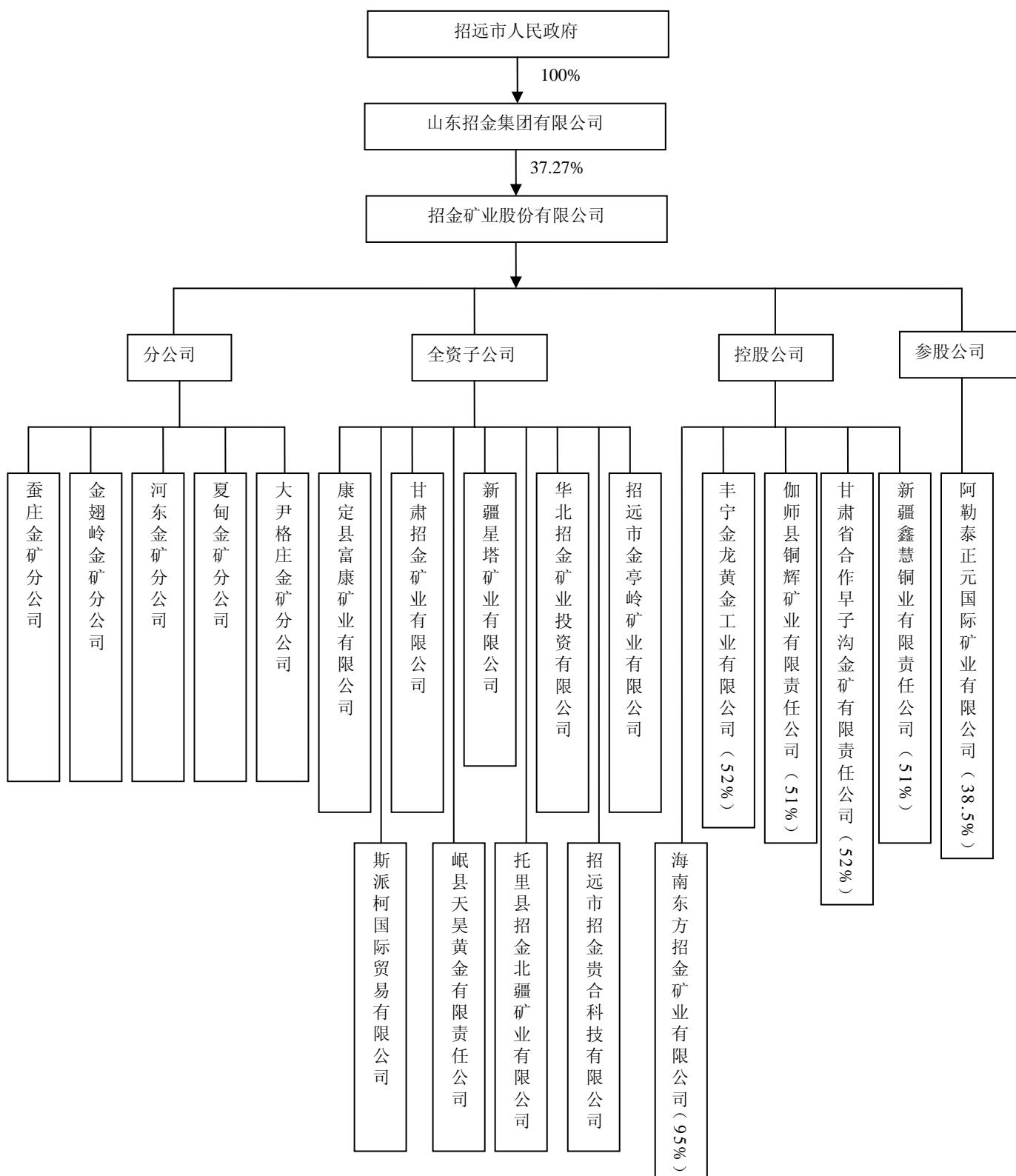
资料来源：公司提供、中诚信评估整理

总体来看，招金集团是中国大型黄金生产企业集团之一，具有丰富的资源储备和规模优势，同时作为招远市直属企业，具有良好的政策支持环境。目前，集团具备较为完整的黄金产业链，收入规模和盈利水平保持稳定增长，财务结构较为稳健。中诚信评估认为，山东招金集团有限公司具备较强的综合财务实力和整体抗风险能力，能够为本期债券本息的偿还提供有力的保障。

结 论

综上，中诚信评估维持招金矿业公司债券的信用等级 **AA⁺** 和主体信用等级 **AA**，信用评级展望为稳定。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2009 年 12 月 31 日）



附二：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)	2007	2008	2009
货币资金	162,880.30	68,533.74	161,326.53
应收账款净额	1,052.10	6,710.90	758.81
存货净额	33,477.68	44,400.87	55,802.98
流动资产	230,945.59	178,534.44	323,684.46
长期投资	34,597.76	3,864.94	4,010.20
固定资产合计	146,139.87	218,050.10	283,590.52
总资产	475,684.60	567,620.88	820,480.18
短期债务	32,040.00	46,409.00	60,694.84
长期债务	5,379.00	939.00	154,584.34
总债务 (短期债务+长期债务)	37,419.00	47,348.00	215,279.17
总负债	114,047.25	141,249.61	343,081.52
所有者权益 (含少数股东权益)	361,637.35	426,371.26	477,398.66
营业总收入	153,215.65	218,290.26	283,458.68
三费前利润	79,097.58	112,992.73	153,970.21
投资收益	231.06	-1,337.08	3,153.47
净利润	36,121.61	53,222.45	75,635.72
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	85,520.02	94,278.02	133,871.31
经营活动产生现金净流量	46,819.23	55,842.52	102,610.75
投资活动产生现金净流量	-126,886.57	-139,718.72	-150,120.64
筹资活动产生现金净流量	-17,472.99	-11,580.50	134,354.74
现金及现金等价物净增加额	-106,769.40	-94,346.55	86,751.29
财务指标	2007	2008	2009
营业毛利率 (%)	52.57	52.64	55.08
所有者权益收益率 (%)	9.99	12.48	15.84
EBITDA/营业总收入 (%)	55.82	43.19	47.23
速动比率 (X)	2.03	1.21	1.64
经营活动净现金/总债务 (X)	1.25	1.18	0.48
经营活动净现金/短期债务 (X)	1.46	1.20	1.69
经营活动净现金/利息支出 (X)	8.24	26.74	42.82
EBITDA 利息倍数 (X)	15.06	45.14	55.87
总债务/EBITDA (X)	0.44	0.50	1.61
资产负债率 (%)	23.98	24.88	41.81
总资本化比率 (%)	9.38	9.99	31.08
长期资本化比率 (%)	1.47	0.22	24.46

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。

附三：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)	2007	2008	2009
货币资金	298,059.80	219,355.49	384,633.67
应收账款净额	24,939.01	16,849.49	20,868.54
存货净额	175,266.62	180,373.64	286,174.67
流动资产	600,567.60	603,181.33	965,192.16
长期投资	57,812.94	31,232.56	34,919.93
固定资产合计	166,770.32	236,320.89	312,950.66
总资产	885,396.66	1,021,547.00	1,508,038.22
短期债务	232,870.00	317,405.80	556,621.57
长期债务	6,055.75	1,172.75	154,785.09
总债务 (短期债务+长期债务)	238,925.75	318,578.55	711,406.66
总负债	489,948.44	569,832.33	997,974.94
所有者权益 (含少数股东权益)	395,448.22	451,714.68	510,063.29
营业总收入	910,142.63	1,133,364.06	1,363,792.86
三费前利润	99,821.34	135,845.00	183,447.33
投资收益	11,390.71	5,989.60	7,019.23
净利润	39,634.27	47,667.42	85,729.74
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	99,492.70	110,545.86	187,756.24
经营活动产生现金净流量	-21,440.73	59,838.29	125,070.04
投资活动产生现金净流量	-108,050.37	-115,422.80	-205,337.51
筹资活动产生现金净流量	190,769.20	-26,548.18	236,062.83
现金及现金等价物净增加额	52,046.73	-81,022.55	155,566.70
财务指标	2007	2008	2009
营业毛利率 (%)	11.16	12.20	13.65
所有者权益收益率 (%)	10.02	10.55	16.81
EBITDA/营业总收入 (%)	10.93	9.75	13.77
速动比率 (X)	0.91	0.79	0.83
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.09	0.19	0.18
经营活动净现金/短期债务 (X)	-0.09	0.19	0.22
经营活动净现金/利息支出 (X)	-1.21	2.92	6.86
EBITDA 利息倍数 (X)	5.63	5.40	10.30
总债务/EBITDA (X)	2.40	2.88	3.79
资产负债率 (%)	55.34	55.78	66.18
总资本化比率 (%)	37.66	41.36	58.24
长期资本化比率 (%)	1.51	0.26	23.28

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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/所有者权益合计

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

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，中诚信评估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