

2022 年度招金矿业股份有限公司信用评级报告

项目负责人：吕卓林 zhllv@ccxi.com.cn

项目组成员：周伊格 ygzhou@ccxi.com.cn

霍 飞 fhuo@ccxi.com.cn

评级总监：刘洋

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 22 日

声 明

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

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

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

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

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

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 6 月 22 日至 2023 年 6 月 21 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]1739M 号

招金矿业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。该信用评级结果有效期为 2022 年 6 月 22 日至 2023 年 6 月 21 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十二日



评级观点：中诚信国际评定招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定黄金资源储量丰富且矿山品位较高、营业毛利率处于较高水平以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到黄金价格波动风险、2021 年省内安全检查及非煤矿山整改对公司黄金产量及盈利造成阶段性影响、债务期限结构有待优化以及期间费用高企等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

| 招金矿业（合并口径） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元） | 401.46 | 395.79 | 429.10 | 462.75 |
| 所有者权益合计（亿元） | 172.99 | 169.89 | 196.59 | 199.50 |
| 总负债（亿元） | 228.47 | 225.90 | 232.51 | 263.25 |
| 总债务（亿元） | 181.05 | 174.02 | 163.73 | 192.39 |
| 营业总收入（亿元） | 67.20 | 81.64 | 72.99 | 16.97 |
| 净利润（亿元） | 4.34 | 12.28 | 1.86 | 0.97 |
| EBIT（亿元） | 12.52 | 20.27 | 8.81 | -- |
| EBITDA（亿元） | 22.81 | 31.15 | 17.74 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 17.80 | 36.34 | 28.05 | 1.35 |
| 营业毛利率(%) | 37.90 | 48.48 | 40.97 | 41.75 |
| 总资产收益率(%) | 3.30 | 5.08 | 2.14 | -- |
| 资产负债率(%) | 56.91 | 57.08 | 54.19 | 56.89 |
| 总资本化比率(%) | 51.14 | 50.60 | 45.44 | 49.09 |
| 总债务/EBITDA(X) | 7.94 | 5.59 | 9.23 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 2.96 | 3.90 | 2.48 | -- |

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：有色金属(C050000 2019_04)

| 招金矿业股份有限公司打分卡结果 | | | |
|--|------------------|-------|-----|
| 重要因素 | 指标名称 | 指标值 | 分数 |
| 盈利能力 (16%) | EBIT 利润率(%)* | 18.51 | 10 |
| | 总资产收益率(%)* | 3.51 | 6 |
| 财务政策与 偿债能力 (34%) | 总资本化比率(%) | 45.44 | 8 |
| | EBITDA/总债务(%)* | 13.78 | 7 |
| | EBIT 利息保障倍数(X)* | 1.80 | 7 |
| | 调整后的 CFO/总债务(%)* | 9.47 | 10 |
| 规模与多元 化(20%) | 营业总收入(亿元)* | 73.94 | 5 |
| | 业务多样性 | 8 | 8 |
| 运营实力 (30%) | 资源赋存 | 10 | 10 |
| | 原材料供应稳定性 | 10 | 10 |
| 打分结果 | | | aa+ |
| BCA | | | aa+ |
| 支持评级调整 | | | 1 |
| 评级模型级别 | | | AAA |
| 打分卡定性评估与调整说明： | | | |
| 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。 | | | |

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正 面

■ **黄金资源储量丰富，矿山品位较高。**截至 2021 年末，公司保有黄金矿产资源量 1,219.00 吨，黄金可采储量 491.08 吨，黄金资源储备丰富且矿山品位整体较高，为公司长期的良性发展奠定较好基础。同时，公司海域金矿于 2021 年 7 月取得采矿权证，未来该项目建成投产有望带动公司矿产金产量大幅增长。此外，公司海外投资稳步推进，有利于国际竞争力的提升。

■ **营业毛利率处于较高水平。**公司是国内最大的黄金生产企业之一，黄金产量处于行业内领先水平，较高的原材料自给率及较低的克金成本使得营业毛利率处于较高水平。

■ **融资渠道畅通。**公司拥有较好的银企关系，截至 2021 年末，公司共获得各银行授信额度 270.12 亿元，其中未使用额度为 196.59 亿元，备用流动性充足；同时，作为香港上市公司，公司直接融资渠道畅通。

关 注

■ **黄金价格波动风险。**黄金价格受通货膨胀预期、利率、市场供需及避险需求等多方面因素的影响，价格不确定性高。公司盈利水平易受黄金价格波动影响。

■ **2021 年山东省安全生产排查及烟台市非煤矿山整顿对公司黄金产量及盈利造成阶段性影响。**受山东省安全生产排查及烟台市非煤矿山整顿影响，2021 年公司黄金产量同比有所下降，全年净利润亦下滑，但系阶段性影响。截至 2021 年三季度末，公司埠内矿山已全面恢复证载产能；2022 年一季度，公司营业总收入及净利润同比大幅回升。

■ **债务期限结构有待优化。**公司短期债务占总债务的比重较高，债务期限结构有待改善。未来在建项目投资或将推高债务规模和财务杠杆比率。

■ **期间费用高企。**近年来公司期间费用持续增长，对利润形成一定侵蚀。

评级展望

中诚信国际认为，招金矿业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**主要金属价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平；债务规模大幅攀升，短期流动性承压，偿债能力显著恶化。

评级历史关键信息 1

| 招金矿业股份有限公司 | | | | | |
|------------|------|------------|------------|--|----------------------|
| 主体评级 | 债项评级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法和模型 | 评级报告 |
| AAA/稳定 | -- | 2021/08/16 | 吕卓林、周伊格、霍飞 | 中诚信国际有色金属行业评级方法与模型（C050000_2019_04） | 阅读全文 |
| AAA/稳定 | -- | 2015/06/16 | 韩晟、刘翌晨、王鹏 | 中诚信国际有色金属行业评级方法（CCXI_020401_2014_02） | 阅读全文 |
| AA+/稳定 | -- | 2014/06/24 | 韩晟、刘翌晨、林宏伟 | 中诚信国际有色金属行业评级方法（CCXI_020401_2014_02） | 阅读全文 |

注：中诚信国际口径

评级历史关键信息 2

| 招金矿业股份有限公司 | | | | | |
|------------|------|------------|----------|------------------------------|----------------------|
| 主体评级 | 债项评级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法和模型 | 评级报告 |
| AAA/稳定 | -- | 2019/06/25 | 侯一甲、田聪 | 中国有色金属行业评级方法 | 阅读全文 |
| AAA/稳定 | -- | 2016/07/08 | 胡辉丽、余岑 | 中国有色金属行业评级方法 | 阅读全文 |
| AA+/稳定 | -- | 2012/06/30 | 蔡汤冬、邵津宏 | -- | 阅读全文 |
| AA/稳定 | -- | 2009/09/15 | 唐雯、李敏、王娟 | -- | 阅读全文 |

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

| 部分有色金属企业 2021 年（末）主要指标对比表 | | | | | |
|---------------------------|--------------|---------------|-------------|-------------|--------------|
| 公司名称 | 矿产金产量 （吨） | 营业总收入 （亿元） | 净利润 （亿元） | 总资产 （亿元） | 资产负债率 （%） |
| 山东黄金 | 24.78 | 339.35 | -1.95 | 783.08 | 59.41 |
| 招金矿业 | 12.62 | 72.99 | 1.86 | 429.10 | 54.19 |

注：“山东黄金”为“山东黄金矿业股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

评级对象概况

公司成立于 2004 年 4 月，于 2006 年在香港联交所上市，是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（集团）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。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，副产品有白银和铜等。

截至 2022 年 3 月末，公司实收资本为 32.70 亿元，其中山东招金集团有限公司（以下简称“招金集团”）合计持有公司 37.16%¹ 的股份，为公司控股股东。2021 年 12 月 29 日，招金集团发布公告称，根据《关于招远市国有资产监督管理局代表招远市人民政府履行出资人职责的授权书》相关要求，为理顺招远市国有资产监管体制，招金集团股东由招远市人民政府变更为招远市国有资产监督管理局。为全面落实《山东省人民政府关于印发山东省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》等文件要求，根据《招远市国有资产监督管理局和招远市人力资源和社会保障局关于划转部分国家资本的通知》，招远市国有资产监督管理局将持有的招金集团 10% 的股权无偿划转至山东省财欣资产运营有限公司，上述工商变更已完成。公司控股股东仍为招金集团，实际控制人仍为招远市人民政府。

表 1：公司主要子公司

| 公司全称 | 简称 | 持股比例 |
|------------------|-------|--------|
| 甘肃省合作早子沟金矿有限责任公司 | 早子沟金矿 | 52.00% |
| 山东招金集团财务有限公司 | 财务公司 | 51.00% |
| 伽师县铜辉矿业有限责任公司 | 铜辉矿业 | 92.00% |
| 丰宁金龙黄金工业有限公司 | 丰宁金龙 | 52.00% |

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增

速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及

注 1：招金集团直接持有 18.91% 内资股，直接持有 15.83% H 股，通过全资子公司招金有色矿业股份有限公司持有 1.56% H 股，通过全资子公司 Luyin

Trading Pte Ltd. 持有 0.85% H 股。

政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

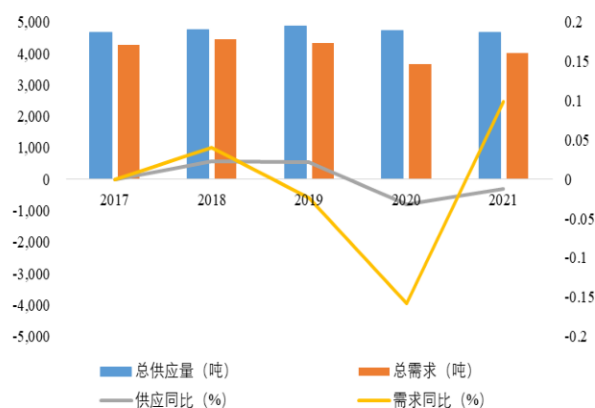
行业及区域经济环境

2021 年全球黄金供给趋于平缓，需求实现恢复；同时需求结构有所调整，实物黄金需求增加；2021 年黄金价格走势低于预期，呈宽幅震荡态势；2022 年 2 月以来受俄乌战争以及高通胀等因素影响，黄金价格再次冲高

全球黄金供应主要来源于金矿产金、再生金、生产商套保以及官方售金，但自 2010 年以各国央行已从净抛售转为净购买。黄金属不可再生资源，矿产金是全球黄金供应的最主要组成部分。2021 年全球黄金总供应量同比略降 1% 至 4,666 吨，为 2017 年以来的最低水平。虽然矿产金量随着复工复产同比小幅增长 2%，但因相较于 2020 年金价的走低导致再生金产量同比大幅下降 11% 抵消了矿产金的增量。

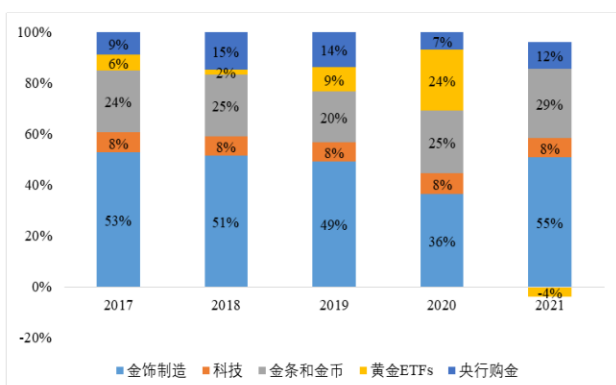
全球黄金的需求主要来自金饰制造、科技用金、央行购金以及黄金投资等几个方面，近两年受疫情影响需求结构波动较大。受消费情绪复苏以及金价下降等因素影响，2021 年全球黄金需求量增长 10% 至 4,021 吨。金饰制造大幅增长 67% 至 2,221 吨，金饰消费基本恢复至 2019 年的水平；科技用金、央行购金以及金条金币等需求也较 2020 年有较大幅度的增长。但全年黄金 ETFs 净流出 173 吨，主要系北美基金规模缩减所致。

图 1：黄金供需变化情况



资料来源：世界黄金协会，中诚信国际整理

图 2：黄金需求结构变化情况



资料来源：世界黄金协会，中诚信国际整理

国内方面，2021 年国内黄金产量为 443.6 吨，同比下降 7.5%。受山东省非煤矿山整改部分黄金企业阶段性停产影响，全年利用国内原料生产的黄金同比下降 10% 至 329 吨，其中黄金矿产金下降 14.5% 至 258.09 吨，有色副产金小幅提升至 70.89 吨，国内黄金原材料供应趋紧。利用国外原料产金 114.6 吨，较 2020 年小幅增长 0.4%。同期国内黄金消费量 1,121 吨，同比增长 36.5%，较疫情前 2019 年同期增长 11.8%，需求端实现恢复。国内黄金交易方面，上海黄金交易所以及上海期货交易所全部黄金品种 2021 年全年累计成交量分别为 3.48 万吨以及 9.71 万吨，成交量以及成交额同比均有所下滑。国内黄金 ETF 基金持仓量较 2020 年末的 60.9 吨增长 23.6% 至 75.28 吨。

黄金的价格属性包含大宗商品属性与金融属性，其中需求因素对商品属性形成一定影响，但其金融属性影响更大。2020 年以来在疫情突发以及经济下行压力等影响下黄金价格不断走高，并于 2020 年 8 月突破 2,000 美元，后在 2020 年四季度小幅回调。2021 年以来随着全球流动性宽松后的预期收紧，疫苗接种等带来的全球经济复苏进程加速，也使得避险情绪下降，大量资金流出黄金市场并涌入股票市场，令黄金价格在年初高点回调；但叠加疫情反复及经济恢复不明朗同时通胀预期加强，黄金价格在下行趋势中仍有所反弹，下半年国际金价围绕 1,800 美元/盎司波动。2021 年 COMEX 黄金期货结算价年均 1,778.5 美元/盎司，同比小幅增长

2.7%；同期上期所黄金期货结算价年均 352.8 元/克，同比下降 3.1%。除上述因素外，叠加美联储紧缩预期不断增强和美元指数上涨等，黄金价格在 2021 年度持续承压，整体走势弱于预期。2022 年 2 月以来受俄乌战争影响，避险需求的激增超过了名义利率上涨以及美元走强对黄金需求的负面影响，地缘政治风险、高通胀以及黄金 ETFs 的净流入都对黄金价格提供了有力支撑，金价在 3 月末收盘价格上涨至 1,954 美元/盎司，同比涨幅超过 13%。但美联储释放出加息和缩表提前的组合拳信号对黄金价格仍有一定压制，加息时间段附近黄金价格或将出现短暂回调。

图 3：黄金价格走势情况



资料来源：Choice，中诚信国际整理

中诚信国际认为，对于行业内企业来说，黄金价格上升带来的价格显著高于开采成本的窗口期有效延长，有益于企业资产负债表及利润表的修复，黄金行业企业整体信用水平将保持稳定。但仍需关注刺激性事件平息后，美元加息、汇率走强等带来的价格冲高回落风险等。

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，是上海黄金交易所认可的标准金锭生产企业；除黄金外，公司产品还包括铜和白银等。近年来，营业收入受黄金产量及金价波动影响有所波动。2021 年，受省内安全生产排查整治以及烟台市非煤矿山清理整顿影响，公司黄金产销量有所下

滑，叠加黄金年均售价同比略有下降，使得全年营业总收入同比减少 10.59%。2022 年一季度，受益于埠内外矿山正常运营，公司营业总收入已恢复至 2020 年同期水平。

表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

| 收入 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|-------|--------|--------|--------|----------|
| 黄金 | 55.20 | 69.77 | 57.63 | 13.39 |
| 铜 | 4.65 | 3.93 | 3.67 | 0.58 |
| 白银 | 1.25 | 1.40 | 2.86 | 0.26 |
| 其他 | 6.11 | 6.54 | 8.83 | 2.74 |
| 营业总收入 | 67.20 | 81.64 | 72.99 | 16.97 |
| 占比 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
| 黄金 | 82.14 | 85.46 | 78.96 | 78.90 |
| 铜 | 6.91 | 4.82 | 5.03 | 3.42 |
| 白银 | 1.85 | 1.71 | 3.92 | 1.53 |
| 其他 | 9.09 | 8.01 | 12.10 | 16.15 |
| 合计占比 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

注：公司其他业务收入包括硫酸等其他副产品收入和黄金及白银加工收入等；部分数据经四舍五入处理。

资料来源：公司提供

公司黄金资源储备丰富，2021 年矿产资源量随探矿进一步增长，海外投资亦稳步推进

公司黄金资源储量丰富，矿山整体品位较高，近年来持续通过提高现有矿山探矿能力和对外收购矿山两种方式增加黄金资源储量。2021 年，公司完成地质探矿投入 1.17 亿元，探矿新增黄金金属量 52.55 吨；截至 2021 年末，公司黄金资源储量及可采储量分别为 1,219.00 吨和 491.08 吨。

表 3：近年来公司黄金资源量及可采储量变动情况

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------|----------|----------|----------|
| 黄金矿产资源量（吨） | 1,226.50 | 1,196.37 | 1,219.00 |
| 黄金可采储量（吨） | 499.73 | 479.95 | 491.08 |

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量均为 JORC 口径。

资料来源：公司提供

表 4：截至 2021 年末公司主要矿山可采储量情况

| 招远埠内 | | | | |
|--------|---------|----------|---------|--------|
| 矿山 | 权益比例（%） | 矿石量（百万吨） | 品位（克/吨） | 金属量（吨） |
| 夏甸金矿 | 100 | 23.989 | 2.82 | 67.68 |
| 大尹格庄金矿 | 100 | 49.448 | 2.31 | 114.42 |
| 金翅岭金矿 | 100 | 0.386 | 5.06 | 1.95 |
| 金亭岭矿业 | 100 | 1.265 | 3.02 | 3.82 |
| 蚕庄金矿 | 100 | 2.616 | 3.16 | 8.27 |
| 大秦家矿业 | 90 | 0.243 | 3.57 | 0.87 |
| 纪山矿业 | 95 | 0.178 | 2.22 | 0.40 |
| 埠内合计 | -- | 78.13 | -- | 197.41 |

| 招远埠外 | | | | |
|--------|---------|----------|---------|--------|
| 矿山 | 权益比例（%） | 矿石量（百万吨） | 品位（克/吨） | 金属量（吨） |
| 招金北疆 | 100 | 0.46 | 3.41 | 1.57 |
| 岷县天昊 | 100 | 2.958 | 2.32 | 6.86 |
| 招金昆合 | 100 | 0.139 | 4.47 | 0.62 |
| 丰宁金龙 | 52 | 1.377 | 3.1 | 4.27 |
| 早子沟金矿 | 52 | 5.627 | 3.81 | 21.44 |
| 鑫源矿业 | 100 | 0.062 | 6.01 | 0.37 |
| 两当招金 | 70 | 0.984 | 2.54 | 2.50 |
| 招金白云 | 55 | 2.769 | 3.18 | 8.82 |
| 青河矿业 | 95 | 3.896 | 4.71 | 18.36 |
| 贵港矿业 | 100 | 1.207 | 4.80 | 5.79 |
| 鑫瑞矿业 | 51 | 2.908 | 2.28 | 6.62 |
| 肃北金鹰 | 51 | 0.192 | 4.56 | 0.87 |
| 圆通矿业 | 85 | 0.343 | 4.66 | 1.60 |
| 瑞海矿业 | 63.86 | 48.031 | 4.42 | 212.21 |
| 招金正元 | 80 | 0.065 | 5.24 | 0.34 |
| 金王矿业 | 80 | 0.047 | 3.93 | 0.19 |
| 丰业矿业 | 51 | 0.234 | 5.38 | 1.26 |
| 埠外合计 | -- | 71.30 | -- | 293.69 |
| 各矿山合计 | -- | 149.43 | 3.29 | 491.08 |
| 公司权益总计 | -- | 125.18 | 3.13 | 391.43 |

注：黄金可采储量均为 JORC 口径。

资料来源：公司提供

2021 年以来，公司海外投资稳步推进。澳大利亚铁拓矿业公司（以下简称“铁拓矿业”）于 2021 年 11 月发布公告称，成功配售新股融资 8,500 万澳元（约 3.93 亿元人民币），为阿布贾露天金矿项目筹集了所需的全部建设资金。其中，公司作为基石投资者增资 1,365 万澳元；增发完成后，公司及关联方成为铁拓矿业主要股东。阿布贾露天金矿是铁拓矿业全资矿山，该金矿为全球重要产金区域西非 20 大金矿之一，其黄金资源量约 335 万盎司（约 104.2 吨），储量约 145 万盎司（约 45.1 吨）；项目预计将于 2022 年四季度建成投产；前 6 年年均黄金产量将超 20 万盎司（约 6.22 吨），总维持性生产成本仅 804 美元/盎司；其中，首年可产黄金 26 万盎司（约 8.09 吨）。入主铁拓矿业是公司海外金矿布局的重要一环，未来公司将继续在全球范围内寻找优质黄金项目进行重点投资，以提升国际竞争力。

公司产量规模行业领先，克金综合成本处于行业较优水平；2021 年山东省非煤矿山安全整改对公司埠

内矿山生产造成阶段性影响；随着海域金矿取得采矿权许可证并加速项目推进，公司未来矿产金产量有望大幅增长，竞争力将进一步提升

公司是国内第四大黄金生产企业，矿产金规模虽不及前三，但仍处于行业领先水平。2021 年公司基建技改投入 5.24 亿元。2022 年，公司计划推进夏甸金矿和大尹格庄金矿等矿山的产能扩建工作，在产矿山采选能力有望进一步提升。

此外，根据公司公告，子公司莱州市瑞海矿业有限公司（以下简称“瑞海矿业”）²下属海域金矿已于 2021 年 7 月 20 日取得由山东省自然资源厅核发的采矿许可证³。海域金矿位于胶东地区三山岛成矿带，是中国最大单体金矿，且矿区成矿地质条件优越，平均品位远超全国平均水平，具备储量大、成本低的特点。海域项目设计采选规模为 396 万吨/年，是公司未来重要增长点；项目已于 2021 年 12 月取得建设工程规划许可证；2022 年 2 月《安全设施设计》通过审查；项目达产后，可年产黄金 54.8 万盎司（约 17.05 吨），届时公司自产金生产规模、盈利能力及行业竞争力均将大幅提升。

近年来公司黄金产量有所波动。2021 年，山东省开展安全生产大排查大整治，烟台市则开展非煤矿山清理整顿，受此影响公司埠内矿山自 2021 年 2 月起停产。公司积极推进复工复产工作，其中埠内大尹格庄金矿及夏甸金矿为首批获得复工批准的矿山，并于 2021 年 3 月 21 日恢复生产；埠内其他矿山陆续复工复产，截至 2021 年三季度末全面恢复证载产能。2021 年，公司矿产金产量同比下降 37.19% 至 12.62 吨，其中埠内矿山产量同比下降 54.82%；埠外矿产金产量同比亦略有下降，主要系地方监管政策及疫情影响所致；此外，由于货源减少，加工金产量亦呈下降态势。整体来看，2021 年，公司黄金产量同比下降 33.60% 至 23.65 吨；得益于公司“省内一半、省外一半”的生产布局，本次整

改对公司整体产量的影响相较于其他企业稍小。

表 5：公司黄金产销情况（吨、元/克）

| | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| 黄金冶炼年产能 ⁴ | 31.25 | 28.13 | 18.44 |
| 黄金产量 | 32.70 | 35.62 | 23.65 |
| 其中：矿产金 | 19.77 | 20.10 | 12.62 |
| 加工金 | 12.93 | 15.52 | 11.03 |
| 平均售价 | 302.52 | 389.18 | 377.78 |

注：矿产金含自产金及外购金，2021 年自产金产量为 10.43 吨；部分数据经四舍五入。

资料来源：公司提供

公司冶炼业务主要为粗炼；精炼业务主要由控股股东的子公司山东招金金银精炼有限公司负责。金精矿主要来自自有矿山，2021 年自给率为 44.10%，同比略有下降，但仍处于较高水平，保障了公司的盈利水平。未来，随着自产金生产规模的扩大，公司资源自给率有望进一步提高。

从生产成本来看，2020 年，公司加强预算管理，人工成本及材料成本的压降使得克金综合成本同比小幅下降。由于产量下降，2021 年公司克金综合成本有所上升，但主要系埠内矿山安全检查停产以及埠外疫情等因素所致，为阶段性影响。相较于国内其他大型黄金生产企业，公司克金综合成本仍处于较低水平，具备较强的成本优势；且海域金矿完全达产后，将进一步提升公司盈利能力。

表 6：近年来公司克金综合成本情况（元/克）

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--------|--------|--------|--------|
| 克金综合成本 | 171.23 | 168.32 | 205.65 |

资料来源：公司提供

铜和白银收入占比较低；需关注公司套期保值风险

公司产品除黄金外，还包括铜和白银等。公司拥有铜辉矿业和滴水铜矿两座铜矿山，截至 2021 年末，公司保有铜矿资源量 32.19 万吨，可采储量 11.87 万吨，平均品位 1.11%。2021 年受安全检查影响，公司铜总产量同比下降 38.12%。此外，公司白银产品包括矿产银和伴生银⁵。整体来看，铜和白银收入

注2：截至 2021 年末，公司间接持有其 63.86% 股权。

注3：证载生产规模为 396 万吨/年，矿区面积 5.828 平方公里，有效期 15 年。

注4：表格中黄金产能为公司冶炼厂的金精粉冶炼产能，由于黄金产量

还包括选矿厂在选矿过程中抓取的颗粒金，因此产量比产能稍高。

注5：通常情况下，金精矿中存在一定比例伴生银，伴生银冶炼成本较低。

对公司营业收入形成一定补充，但其收入规模占比比较低。

表 7：近年来公司铜产量情况（吨）

| | 2020 | 2021 |
|---|-------|-------|
| 铜 | 6,036 | 7,216 |

注：2021 年，公司铜产量数据口径变更为总产量，2020 年数据口径为含铜量。

资料来源：公司提供

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黄金交易所的 Au (T+D) 合约及上海期货交易所的黄金远期合约。期货的交易特点使该业务面临一定市场及操作风险，中诚信国际对公司套期保值业务的风险控制情况保持关注。

较强的研发能力能够在探矿、冶炼及安全环保等方面为公司提供技术支撑

依托于良好的硬件设施和持续的研发投入，公司形成了较强的研发实力和技术优势，多项技术获国家级和省级奖项，能够为公司探矿、冶炼及安全环保等方面提供技术支撑。2019~2021 年，研发支出分别为 1.08 亿元、2.85 亿元和 2.72 亿元。

2021 年，公司重点矿山尾矿源头减排关键工艺研究突破技术瓶颈，进一步实现了矿山的可持续发展；全年实施技术创新项目 42 项，申请专利 87 项，

授权专利 125 项。此外，围绕安全整顿，2021 年公司推广应用磁悬浮鼓风机、碳基电容电池等四新技术 126 项，大数据、安全智能集控信息化平台上线运行，为公司的安全生产提供更高保障。

战略规划及管理

未来公司将继续做强做优矿业核心主业，加强基建及技改项目建设；在建项目投资周期较长，短期资本支出压力不大

公司坚持以做强做优矿业核心主业为目标，未来继续坚持对外开发和资源收购，积极参与境内外矿业资源的开发，同时加强对收购企业的技术改造及基础设施建设工程。未来，公司将继续加强基建技改项目建设，打造支撑战略发展的核心竞争力；继续坚守安全和环保两条红线，全面建设绿色矿山和工程，增强安全环保基础管理，减少安全环保风险。

截至 2022 年 3 月末，公司在建项目主要为瑞海矿业海域金矿采选建设工程 1.2 万 t/d 项目等；海域项目投资规模较大，但投资周期较长，短期资本支出压力尚可；该项目投产将带动公司采选能力大幅提升。未来，随着海域项目建设加快推进，或将推升公司资本支出需求及债务规模。

表 8：截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

| 在建项目名称 | 计划总投资 | 截至 2022 年 3 月末已投资 | 2022 年 4-12 月计划投资 | 建设周期 | 资金来源 |
|------------------|-------|-------------------|-------------------|-----------------|---------|
| 深部开拓工程 | 4.50 | 3.31 | 0.59 | 2019.01~2023.03 | 自有资金及贷款 |
| 采选建设工程 1.2 万 t/d | 48.28 | 15.99 | 3.36 | 2017.01~2023.12 | 自有资金及贷款 |
| 草沟头矿区基建工程 | 1.58 | 0.54 | 0.35 | 2020.09-2024.03 | 自有资金及贷款 |
| 合计 | 54.36 | 19.84 | 4.30 | -- | -- |

资料来源：公司提供

法人治理结构完善，财务、资金及安全环保等管理制度较为健全

作为香港上市公司，公司按照境内外的有关上市规则和监管要求，规范公司运作。公司制定了股东大会、董事会、监事会议事规则及总经理工作细

则，并充分发挥独立董事监督职能。股东大会、董事会及监事会之间权责明确，相互制衡，能够有效保障良好的公司治理水平。此外，根据自身经营特点和管理需要，公司在董事会下设战略、审计、提名与薪酬、安全环保和地质与资源管理 5 个专门委

员会，各专门委员会积极行使监督权利，运作协调有效，治理结构较为完善。

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。在财务和资金管理方面，为对实现对外矿山生产运营及财务活动的监管，对外矿山的总经理和财务部经理（或财务负责人）由公司推荐任命；资金调度则受总公司统一管理。在安全环保方面，公司已通过了职业健康安全管理体系认证，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，但需关注省内非煤矿山安全整改的最新进展及其对公司的影响。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。

此外，2022 年 1 月，公司在联交所发布公告称，董鑫因工作变动原因辞任公司总裁、执行董事及安全环保委员会主席职务；张邦龙因工作变动原因，辞任公司副董事长、非执行董事及战略委员会委员职务；刘永胜因工作变动原因辞任公司非执行董事、战略委员会委员及地质与资源管理委员会委员职务，上述辞任自 2022 年 1 月 6 日起生效。目前，公司总裁、副董事长、执行董事等职位已同步完成委任及聘任，其中姜桂鹏为公司总裁、丁军为副董事长等。上述事项对公司日常管理及生产经营无重大影响。

财务分析

以下财务分析基于经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年度审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，各期财务数据均为期末数。

盈利能力

公司黄金板块盈利能力强，营业毛利率整体处于较高水平；主要受省内安全生产检查停产影响，公司

2021 年利润出现短期下滑；此外，期间费用高企及计提资产减值等对利润形成一定侵蚀

受益于较高的金矿自给率及较低的克金综合成本，公司黄金板块盈利能力强，其中 2021 年受产量下降影响，黄金板块毛利率同比有所下降，但整体仍处于较高水平。由于安全检查导致矿产铜产量下降，2021 年铜板块毛利率亦有所下降。白银为伴生产物，生产成本较低，毛利率较高。硫酸市场行情波动较大，2019~2020 年硫酸销售价格较低或亏本销售，使得其他板块毛利率为负；2021 年以来，硫酸价格大幅回升，带动其他板块毛利率由负转正。整体来看，公司黄金板块收入占比较高，营业毛利率主要随黄金业务毛利率水平变动，近年来整体保持在较好水平。

表 9：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

| 毛利率 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|-------|--------|-------|-------|----------|
| 黄金 | 43.17 | 53.83 | 47.79 | 49.06 |
| 铜 | 24.48 | 24.93 | 17.03 | -12.75 |
| 白银 | 91.82 | 91.66 | 53.60 | 90.23 |
| 其他 | -10.57 | -3.63 | 2.32 | 13.05 |
| 营业毛利率 | 37.90 | 48.48 | 40.97 | 41.75 |

资料来源：公司提供

公司期间费用以管理费用和财务费用为主。近年来财务费用整体较为稳定，但由于人工成本上升、研发投入增加以及 2021 年产生一定规模停工损失，管理费用逐年增长，致使期间费用呈逐年上升态势，且其占营业总收入的比重较高，对利润形成一定侵蚀，费用管控能力有待提升。

近年来公司经营业务利润有所波动，其中 2020 年金价大幅上涨以及克金综合成本的压降使得当年经营业务利润同比增长近 140%；但产量下降使得公司 2021 年经营业务利润同比大幅下滑。投资收益主要来自对交易性金融资产的处置，可对利润形成一定补充，但其可持续性有待观察。同时，资产减值损失对公司利润形成一定侵蚀，其中 2020 年公司对部分停产、采矿权证到期或资源匮乏的矿权等资产计提资产减值损失 6.59 亿元，同年财务公司计提贷款及贴现资产减值损失 2.82 亿

元⁶，使得当年资产减值损失合计升至较大规模；2021 年公司计提资产减值损失 2.42 亿元，主要系对受疫情或安全生产检查影响，停产、建设推迟或生产经营推迟的子公司相关资产计提的减值。此外，2021 年权益工具投资产生的公允价值变动损失以及以诉讼支出及报废损失为主的营业外损失规模亦有所增长。整体看，近年来公司利润总额呈先升后降态势，EBIT 利润率及总资产收益率亦呈同趋势变动；其中 2021 年利润出现短期下滑主要系省内安全生产检查阶段性影响所致。

2022 年一季度，受益于埠内外矿山正常运营，公司营业毛利率有所回升；当期净利润同比增长 98.95%至 0.97 亿元。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|-------------|-------|-------|-------|----------|
| 销售费用 | 0.56 | 0.45 | 0.31 | 0.13 |
| 管理费用 | 9.22 | 11.81 | 14.44 | 2.76 |
| 财务费用 | 5.97 | 5.61 | 5.25 | 1.24 |
| 期间费用合计 | 15.75 | 17.88 | 20.00 | 4.12 |
| 期间费用率(%) | 23.44 | 21.90 | 27.40 | 24.29 |
| 经营性业务利润 | 8.09 | 19.37 | 7.86 | 2.52 |
| 资产减值损失 | -1.74 | -6.59 | -2.42 | -0.04 |
| 信用减值损失 | -0.28 | -3.10 | -0.80 | -- |
| 投资收益 | -0.90 | 3.11 | 1.61 | 0.06 |
| 公允价值变动收益 | 0.77 | 0.24 | -2.03 | -1.05 |
| 营业外损益 | 0.02 | -0.05 | -1.49 | -0.06 |
| 利润总额 | 5.92 | 13.30 | 2.76 | 1.43 |
| 净利润 | 4.34 | 12.28 | 1.86 | 0.97 |
| EBIT | 12.52 | 20.27 | 8.81 | -- |
| EBIT 利润率(%) | 18.64 | 24.83 | 12.07 | -- |
| 总资产收益率(%) | 3.30 | 5.08 | 2.14 | -- |

注：管理费用含研发费用；对于资产减值损失及信用减值损失，损失以“-”列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

在建项目投入及瑞海矿业取得采矿权证带动总资产规模稳步增长；截至 2022 年 3 月末，债务规模有所上升，且短债占比较高，债务期限结构有待改善

公司资产中以固定资产及无形资产为主的非流动资产占比较高，符合矿业企业特点；近年来在

建项目持续投入带动固定资产及在建工程合计数逐年增长；同时，2021 年受益于瑞海矿业取得采矿权证，年末无形资产有所增加，带动总资产规模稳步扩大。流动资产主要为存货、货币资金及其他流动资产等。公司主要向黄金交易所销售黄金，销售周期较短，存货中近 90%为在产品，2021 年黄金产量下降使得年末存货规模有所下降。融资规模扩大使得 2021 年末货币资金有所增长；同期末货币资金受限比例为 11.93%，主要系环境治理保证金及山东招金集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）存放于央行的准备金等。此外，其他流动资产主要为财务公司对招金集团成员企业、联营企业及第三方发放的贷款、票据贴现应收款和委托贷款等，近年末规模有所波动。2022 年 3 月末，资金净融入增加使得资产总额持续增加。

表 11：近年来公司资产端情况（亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 37.90 | 22.23 | 34.12 | 57.19 |
| 存货 | 43.10 | 51.26 | 41.81 | 42.86 |
| 其他流动资产 | 27.90 | 19.72 | 22.13 | 29.46 |
| 流动资产合计 | 119.97 | 109.78 | 116.25 | 154.02 |
| 债权投资 | 4.01 | 6.26 | 4.90 | 9.58 |
| 固定资产 | 117.43 | 126.17 | 125.53 | 124.06 |
| 在建工程 | 32.54 | 26.01 | 29.14 | 31.25 |
| 无形资产 | 87.36 | 86.81 | 107.23 | 108.43 |
| 非流动资产合计 | 281.48 | 286.01 | 312.85 | 308.73 |
| 资产总计 | 401.46 | 395.79 | 429.10 | 462.75 |
| 流动资产占比(%) | 29.88 | 27.74 | 27.09 | 33.28 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债中有息债务占比较高，2021 年债务偿还使得期末总债务同比有所下降；但 2022 年一季度，为储备资金用于到期债务的兑付，公司临时扩大短期借款融资规模并发行多期超短期融资券，受此影响 3 月末总债务规模较上年末有所增长，且短期债务占总债务的比重升至 66.79%，债务期限结构有待优化。但得益于黄金行业的独特优势，公司可通过黄金租赁获取融资，即向银行租入黄金并卖出融得资金；截至 2022 年 3 月末公司短期借款中黄金租赁余额为 25.32 亿元。此外，其他流动负债含财务公司吸收下属单位存款，截至 2021 年末吸收

注6：主要系对委托贷款计提减值准备。

存款余额为 18.86 亿元。

近年末公司所有者权益波动增长。其中，受分配股利及支付永续债利息影响，2021 年末未分配利润较上年末有所下降；但由于发行可续期公司债及永续私募债，同期末其他权益工具大幅增加，带动所有者权益规模上升，财务杠杆水平有所下降⁷。2022 年 3 月末，债务增长令财务杠杆水平有所回升。

表 12：近年来公司负债及权益端情况（亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 短期借款 | 47.78 | 42.72 | 58.02 | 68.21 |
| 短期债务 | 85.47 | 118.87 | 107.74 | 128.50 |
| 长期债务 | 95.59 | 55.15 | 56.00 | 63.89 |
| 总债务 | 181.05 | 174.02 | 163.73 | 192.39 |
| 其他应付款 | 11.54 | 14.27 | 12.82 | 10.43 |
| 总负债 | 228.47 | 225.90 | 232.51 | 263.25 |
| 实收资本 | 32.70 | 32.70 | 32.70 | 32.70 |
| 其他权益工具 | 26.65 | 15.27 | 45.39 | 45.40 |
| 未分配利润 | 38.15 | 45.20 | 40.39 | 40.73 |
| 少数股东权益 | 34.13 | 35.04 | 34.27 | 36.90 |
| 所有者权益合计 | 172.99 | 169.89 | 196.59 | 199.50 |
| 资产负债率(%) | 56.91 | 57.08 | 54.19 | 56.89 |
| 经调整的资产负债率(%) | 63.55 | 60.93 | 64.76 | 66.70 |
| 总资本化比率(%) | 51.14 | 50.60 | 45.44 | 49.09 |
| 短期债务/总债务(%) | 47.21 | 68.31 | 65.80 | 66.79 |

注：经调整的资产负债率计算时将其他权益工具计入负债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

2021 年公司经营活动净现金流同比有所下降，但仍保持了较好的经营获现能力；部分偿债指标有所弱化

公司经营获现能力良好，但 2021 年经营活动净现金流随利润减少同比有所下降。受在建项目持续投入及公司使用资金进行财务性投资、购买国债等影响，投资活动现金流呈持续净流出态势。筹资活动现金流方面，2021 年由于发行较大规模永续债，当年筹资活动现金流转为净流入。2022 年一季度，经营活动净现金流同比有所增长；增加备付资

金使得筹资活动现金流呈大幅净流入态势。

利润水平下滑及经营获现减少使得 2021 年相关偿债指标均有不同程度弱化。同时，由于货币资金增加，其对短期债务的覆盖能力有所增强。整体来看，公司债务规模较大，各项偿债指标有待改善。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动净现金流 | 17.80 | 36.34 | 28.05 | 1.35 |
| 投资活动净现金流 | -22.12 | -19.36 | -28.78 | -10.13 |
| 筹资活动净现金流 | 27.78 | -32.73 | 12.44 | 28.41 |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 2.31 | 4.55 | 3.93 | -- |
| 经调整的 CFO/总债务(%) | 4.83 | 13.76 | 9.82 | -- |
| EBITDA | 22.81 | 31.15 | 17.74 | -- |
| EBITDA/总债务(X) | 0.13 | 0.18 | 0.11 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 1.63 | 2.54 | 1.23 | -- |
| 货币资金/短期债务 | 0.44 | 0.19 | 0.32 | 0.45 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对公司整体偿债能力提供支持；无重大未决诉讼及对外担保，或有事项风险可控

截至 2021 年末，公司共获得银行授信额度 270.12 亿元，其中未使用额度为 196.59 亿元，备用流动性充足；同时，公司作为 H 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。控股股东无股权质押情况。

截至 2021 年末，公司受限资产合计 14.57 亿元，占当期末总资产的 3.40%，其中受限的货币资金 4.07 亿元，主要为环境治理保证金、应付票据保证金和存放于央行的准备金；此外，受限资产还包括其他流动资产 5.60 亿元及债权投资 4.90 亿元，受限原因分别为票据再贴现及办理质押回购。

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保，不存在尚未了结的重大诉讼（仲裁）事项，或有事项风险整体可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 5 月 30 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支

末公司经调整的资产负债率持续增长，截至 2022 年 3 月末增至 66.70%。

注7：但若将计入所有者权益的永续债调整至债务，2021~2022 年 3 月

付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

控股股东在矿山注入、人才及技术和融资方面给予公司较大支持，此外公司每年获得一定政府补助

公司控股股东招金集团是国内大型黄金生产企业之一，具有极强的综合实力及抗风险能力，对公司的支持能力较强。公司作为招金集团下属黄金业务的经营主体，其对公司支持意愿很高。招金集团多次向公司注入优质矿山资产；并通过院士工作站、博士后工作站和国家级企业技术中心三大科技创新平台在技术和人才方面为公司提供较大支持；此外，融资方面，招金集团可为公司的债务融资提供担保。

公司作为招远市重点黄金生产企业，每年能够得到招远市政府一定的财政补助，2019~2021 年政府补助金额分别为 0.63 亿元、0.74 亿元和 0.75 亿元，主要系黄金资源综合利用示范基地项目资金及各种专项资金补助等。

评级结论

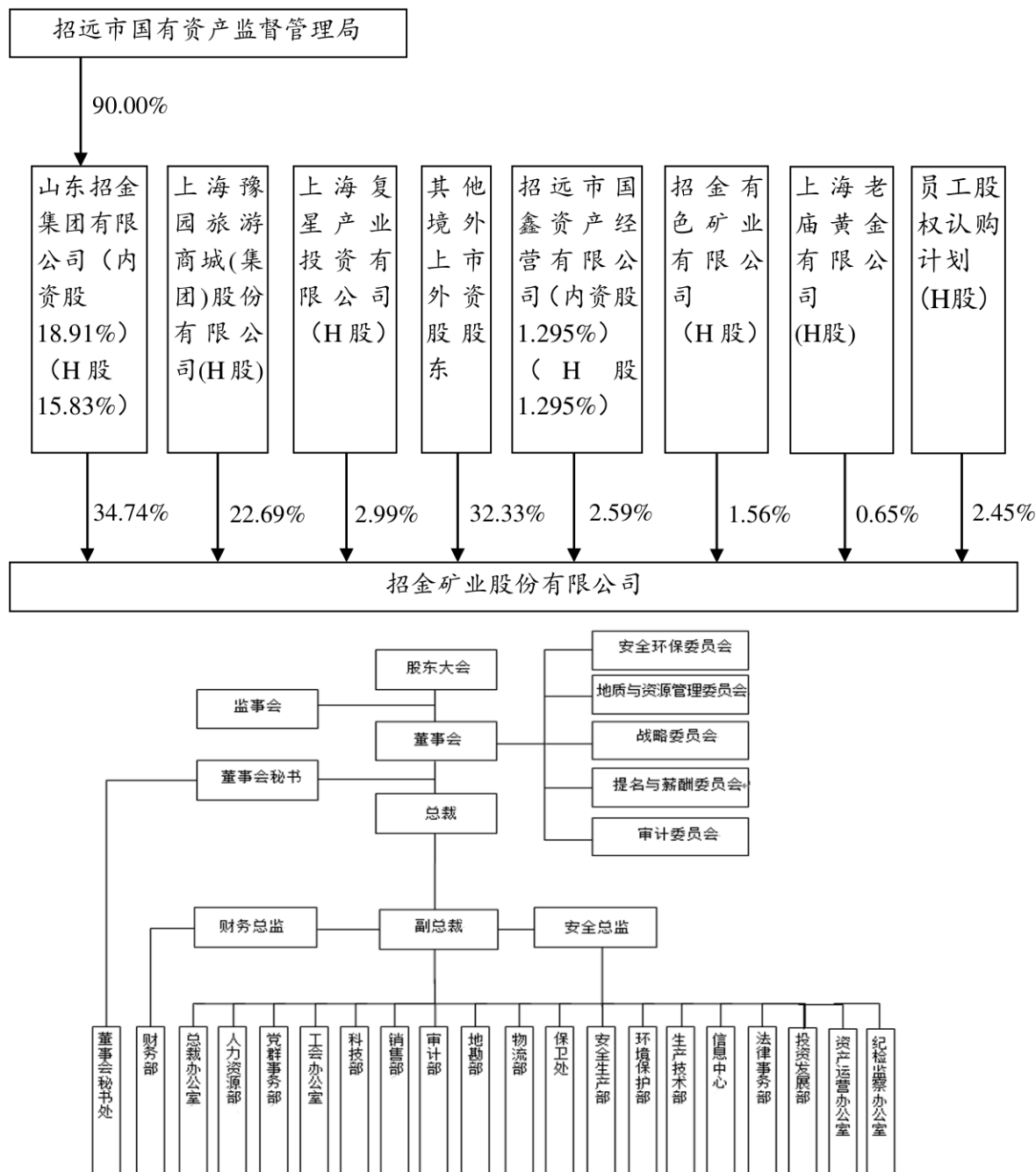
综上所述，中诚信国际评定招金矿业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于招金矿业股份有限公司的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：招金矿业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 379,007.57 | 222,252.17 | 341,249.75 | 571,875.84 |
| 应收账款净额 | 11,530.82 | 13,637.07 | 15,854.38 | 42,669.69 |
| 其他应收款 | 19,846.34 | 24,152.91 | 23,368.62 | 57,788.74 |
| 存货净额 | 431,037.34 | 512,569.02 | 418,088.29 | 428,568.96 |
| 长期投资 | 129,353.19 | 139,849.66 | 142,841.22 | 197,041.11 |
| 固定资产 | 1,174,270.41 | 1,261,687.78 | 1,255,275.33 | 1,240,634.12 |
| 在建工程 | 325,404.15 | 260,061.74 | 291,368.81 | 312,519.98 |
| 无形资产 | 873,596.04 | 868,123.89 | 1,072,307.29 | 1,084,267.70 |
| 总资产 | 4,014,582.03 | 3,957,905.89 | 4,290,980.77 | 4,627,454.31 |
| 其他应付款 | 115,422.22 | 142,678.28 | 128,236.46 | 104,263.21 |
| 短期债务 | 854,677.92 | 1,188,734.95 | 1,077,360.95 | 1,285,021.38 |
| 长期债务 | 955,862.04 | 551,451.95 | 559,974.99 | 638,912.82 |
| 总债务 | 1,810,539.95 | 1,740,186.90 | 1,637,335.94 | 1,923,934.20 |
| 净债务 | 1,431,532.38 | 1,517,934.73 | 1,296,086.19 | 1,352,058.36 |
| 总负债 | 2,284,716.24 | 2,259,046.01 | 2,325,122.49 | 2,632,478.89 |
| 费用化利息支出 | 66,029.45 | 69,671.38 | 60,485.22 | -- |
| 资本化利息支出 | 10,989.05 | 10,266.85 | 10,951.74 | -- |
| 所有者权益合计 | 1,729,865.79 | 1,698,859.87 | 1,965,858.28 | 1,994,975.42 |
| 营业总收入 | 671,956.69 | 816,363.38 | 729,925.21 | 169,713.62 |
| 经营性业务利润 | 80,872.31 | 193,733.36 | 78,556.23 | 25,158.83 |
| 投资收益 | -8,995.47 | 31,109.59 | 16,117.21 | 645.32 |
| 净利润 | 43,427.78 | 122,790.67 | 18,613.74 | 9,748.59 |
| EBIT | 125,247.32 | 202,681.59 | 88,131.77 | -- |
| EBITDA | 228,095.97 | 311,475.94 | 177,425.77 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | 177,962.51 | 363,374.67 | 280,457.66 | 13,461.29 |
| 投资活动产生现金净流量 | -221,177.79 | -193,595.58 | -287,750.41 | -101,302.85 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 277,799.69 | -327,262.49 | 124,443.93 | 284,069.23 |
| 资本支出 | 180,939.49 | 144,655.52 | 241,824.47 | 46,946.40 |
| 财务指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
| 营业毛利率(%) | 37.90 | 48.48 | 40.97 | 41.75 |
| 期间费用率(%) | 23.44 | 21.90 | 27.40 | 24.29 |
| EBITDA 利润率(%) | 33.95 | 38.15 | 24.31 | -- |
| 总资产收益率(%) | 3.30 | 5.08 | 2.14 | -- |
| 净资产收益率(%) | 2.55 | 7.16 | 1.02 | 1.97* |
| 流动比率(X) | 0.96 | 0.66 | 0.74 | 0.85 |
| 速动比率(X) | 0.61 | 0.35 | 0.47 | 0.61 |
| 存货周转率(X) | 0.98 | 0.89 | 0.93 | 0.93* |
| 应收账款周转率(X) | 60.94 | 64.87 | 49.50 | 22.08* |
| 资产负债率(%) | 56.91 | 57.08 | 54.19 | 56.89 |
| 总资本化比率(%) | 51.14 | 50.60 | 45.44 | 49.09 |
| 短期债务/总债务(%) | 47.21 | 68.31 | 65.80 | 66.79 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | 0.10 | 0.21 | 0.17 | 0.03* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | 0.21 | 0.31 | 0.26 | 0.04* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 2.31 | 4.55 | 3.93 | -- |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | 4.83 | 13.76 | 9.82 | -- |
| EBITDA/总债务(X) | 7.94 | 5.59 | 9.23 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.27 | 0.26 | 0.16 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 2.96 | 3.90 | 2.48 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 1.63 | 2.54 | 1.23 | -- |

注：1、2022 年度一季报未经审计；2、中诚信国际将公司计入其他流动负债科目的短期应付债券等有息债务计入短期债务；3、将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

| 指标 | | 计算公式 |
|------|----------------------|--|
| 资本结构 | 现金及其等价物（货币等价物） | =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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 |
| | 短期债务 | =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项 |
| | 总债务 | =长期债务+短期债务 |
| | 净债务 | =总债务-货币资金 |
| | 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+所有者权益合计） |
| 经营效率 | 存货周转率 | =营业成本/存货平均净额 |
| | 应收账款周转率 | =营业收入/应收账款平均净额 |
| | 现金周转天数 | =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额） |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | =（营业收入-营业成本）/营业收入 |
| | 期间费用率 | =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入 |
| | 经营性业务利润 | =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-税金及附加-期间费用+其他收益 |
| | EBIT（息税前盈余） | =利润总额+费用化利息支出 |
| | 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 |
| | 总资产收益率 | =EBIT/总资产平均余额 |
| | 净资产收益率 | =净利润/所有者权益合计平均值 |
| | EBIT 利润率 | =EBIT/当年营业总收入 |
| 现金流 | EBITDA 利润率 | =EBITDA/当年营业总收入 |
| | 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 |
| | 经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） | =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| | FCF | =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| 偿债能力 | 留存现金流 | =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出） |
| | 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 |
| | 利息支出 | =费用化利息支出+资本化利息支出 |
| | EBITDA 利息保障倍数 | =EBITDA/利息支出 |
| | EBIT 利息保障倍数 | =EBIT/利息支出 |

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义 |
|--------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

| 短期债券等级符号 | 含义 |
|----------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，违约风险较高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。

招金矿业股份有限公司公司债

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：吕卓林 zhllv@ccxi.com.cn

项目组成员：周伊格 ygzhou@ccxi.com.cn

霍 飞 fhuo@ccxi.com.cn

评级总监：刘洋

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 22 日

声 明

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

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

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

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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，不存在因发行人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.ccxi.com.cn）公开披露。

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

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0884 号

招金矿业股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持“17 招金 01”、“18 招金 02”、“19 招金 01”、“20 招金 Y1”、“21 招金 Y1”和“22 招金 01”的债项信用等级为 AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十二日



评级观点：中诚信国际维持“17 招金 01”、“18 招金 02”、“19 招金 01”、“20 招金 Y1”、“21 招金 Y1”和“22 招金 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”或“公司”）黄金资源储量丰富、矿山品位较高、毛利率及经营获现能力保持在较好水平以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到黄金价格波动风险、2021 年省内安全检查及非煤矿山整改对公司黄金产量及盈利造成阶段性影响、债务规模增长、债务期限结构有待优化以及期间费用高企等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

| 招金矿业（合并口径） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元） | 401.46 | 395.79 | 429.10 | 462.75 |
| 所有者权益合计（亿元） | 172.99 | 169.89 | 196.59 | 199.50 |
| 总负债（亿元） | 228.47 | 225.90 | 232.51 | 263.25 |
| 总债务（亿元） | 181.05 | 174.02 | 163.73 | 192.39 |
| 营业总收入（亿元） | 67.20 | 81.64 | 72.99 | 16.97 |
| 净利润（亿元） | 4.34 | 12.28 | 1.86 | 0.97 |
| EBIT（亿元） | 12.52 | 20.27 | 8.81 | -- |
| EBITDA（亿元） | 22.81 | 31.15 | 17.74 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 17.80 | 36.34 | 28.05 | 1.35 |
| 营业毛利率(%) | 37.90 | 48.48 | 40.97 | 41.75 |
| 总资产收益率(%) | 3.30 | 5.08 | 2.14 | -- |
| 资产负债率(%) | 56.91 | 57.08 | 54.19 | 56.89 |
| 总资本化比率(%) | 51.14 | 50.60 | 45.44 | 49.09 |
| 总债务/EBITDA(X) | 7.94 | 5.59 | 9.23 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 2.96 | 3.90 | 2.48 | -- |

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正 面

■ **黄金资源储量丰富，矿山品位较高。**受益于探矿增储，截至 2021 年末，公司保有黄金矿产资源量增至 1,219.00 吨，黄金可采储量增至 491.08 吨，黄金资源储备丰富且矿山品位整体较高，为公司长期的良性发展奠定较好基础。同时，公司海域金矿于 2021 年 7 月取得采矿权证，未来该项目建成投产有望带动公司矿产金产量大幅增长。此外，公司海外投资稳步推进，有利于国际竞争力的提升。

本次跟踪债项情况

| 债券简称 | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 上次评级时间 | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 存续期 | 特殊条款 |
|----------|----------|----------|------------|----------|----------|-----------------------------|----------------------------|
| 17 招金 01 | AAA | AAA | 2021/06/18 | 5.00 | 0.34 | 2017/11/01~2022/11/01 (3+2) | 回售、调整票面利率 |
| 18 招金 02 | AAA | AAA | 2021/06/18 | 13.00 | 13.00 | 2018/08/10~2023/08/10 (3+2) | 回售、调整票面利率 |
| 19 招金 01 | AAA | AAA | 2021/06/18 | 15.00 | 15.00 | 2019/09/20~2022/09/20 | -- |
| 20 招金 Y1 | AAA | AAA | 2021/06/18 | 10.00 | 10.00 | 2020/08/25~2023/08/25 (3+N) | 有条件赎回、调整票面利率、利息递延权、延期、偿付顺序 |
| 21 招金 Y1 | AAA | AAA | 2021/08/16 | 10.00 | 10.00 | 2021/08/24~2024/08/24 (3+N) | 有条件赎回、利息递延权、调整票面利率、延期、偿付顺序 |
| 22 招金 01 | AAA | AAA | 2022/01/12 | 10.00 | 10.00 | 2022/01/24~2027/01/24 (3+2) | 回售、调整票面利率、偿债保障承诺 |

■ **毛利率及经营获现能力保持在较好水平。**尽管山东省非煤矿山安全整改对公司埠内矿山生产造成阶段性影响，但受益于较高的原材料自给率及较低的克金综合成本，2021 年以来公司营业毛利率仍保持在较好水平。经营活动净现金流同比虽有所下降，但仍保持了较好的经营获现能力。

■ **融资渠道畅通。**公司拥有较好的银企关系，截至 2021 年末，公司共获得各银行授信额度 270.12 亿元，其中未使用额度为 196.59 亿元，备用流动性充足；同时，作为香港上市公司，公司直接融资渠道畅通。

关 注

■ **黄金价格波动风险。**黄金价格受通货膨胀预期、利率、市场供需及避险需求等多方面因素的影响，价格不确定性高。公司盈利水平易受黄金价格波动影响。

■ **2021 年山东省安全生产排查及烟台市非煤矿山整顿对公司黄金产量及盈利造成阶段性影响。**受山东省安全生产排查及烟台市非煤矿山整顿影响，2021 年公司黄金产量同比有所下降，全年净利润亦下滑，但系阶段性影响。截至 2021 年三季度末，公司埠内矿山已全面恢复证载产能；2022 年一季度，公司营业总收入及净利润同比大幅回升。

■ **债务规模有所增长，债务期限结构有待优化。**2022 年 3 月末，偿债储备资金增加使得总债务规模增长，且短期债务占总债务的比重较高，债务期限结构有待改善。

■ **期间费用高企。**2021 年公司期间费用继续增长，对利润形成一定侵蚀。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据企业提供的募集资金使用说明，截至2022年3月末，本次跟踪债券募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划和其他约定一致，并已使用完毕。

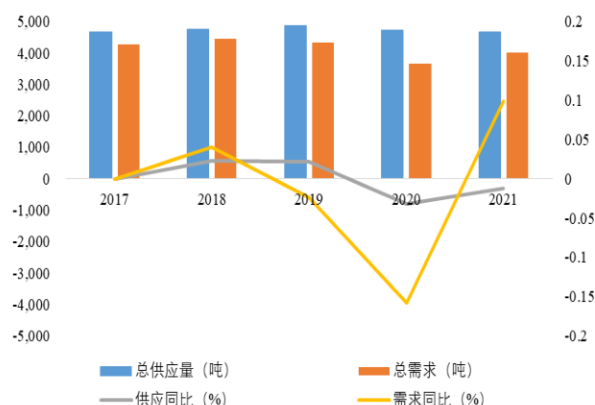
近期关注

2021 年全球黄金供给趋于平缓，需求实现恢复；同时需求结构有所调整，实物黄金需求增加；2021 年黄金价格走势低于预期，呈宽幅震荡态势；2022 年 2 月以来受俄乌战争以及高通胀等因素影响，黄金价格再次冲高

全球黄金供应主要来源于金矿产金、再生金、生产商套保以及官方售金，但自 2010 年以各国央行已从净抛售转为净购买。黄金属不可再生资源，矿产金是全球黄金供应的最主要组成部分。2021 年全球黄金总供应量同比略降 1%至 4,666 吨，为 2017 年以来的最低水平。虽然矿产金量随着复工复产同比小幅增长 2%，但因相较于 2020 年金价的走低导致再生金产量同比大幅下降 11%抵消了矿产金的增量。

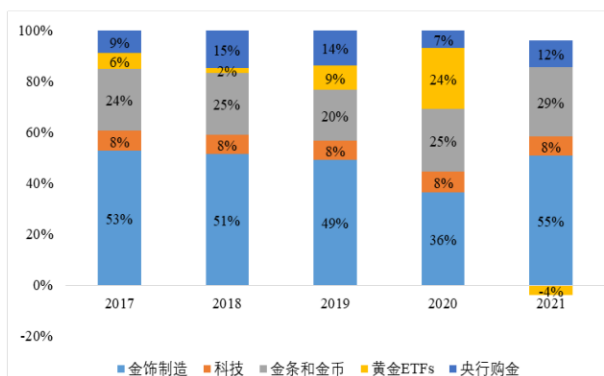
全球黄金的需求主要来自金饰制造、科技用金、央行购金以及黄金投资等几个方面，近两年受疫情影响需求结构波动较大。受消费情绪复苏以及金价下降等因素影响，2021 年全球黄金需求量增长 10%至 4,021 吨。金饰制造大幅增长 67%至 2,221 吨，金饰消费基本恢复至 2019 年的水平；科技用金、央行购金以及金条金币等需求也较 2020 年有较大幅度的增长。但全年黄金 ETFs 净流出 173 吨，主要系北美基金规模缩减所致。

图 1：黄金供需变化情况



资料来源：世界黄金协会，中诚信国际整理

图 2：黄金需求结构变化情况



资料来源：世界黄金协会，中诚信国际整理

国内方面，2021 年国内黄金产量为 443.6 吨，同比下降 7.5%。受山东省非煤矿山整改部分黄金企业阶段性停产影响，全年利用国内原料生产的黄金同比下降 10%至 329 吨，其中黄金矿产金下降 14.5%至 258.09 吨，有色副产金小幅提升至 70.89 吨，国内黄金原材料供应趋紧。利用国外原料产金 114.6 吨，较 2020 年小幅增长 0.4%。同期国内黄金消费量 1,121 吨，同比增长 36.5%，较疫情前 2019 年同期增长 11.8%，需求端实现恢复。国内黄金交易方面，上海黄金交易所以及上海期货交易所全部黄金品种 2021 年全年累计成交量分别为 3.48 万吨以及 9.71 万吨，成交量以及成交额同比均有所下滑。国内黄金 ETF 基金持仓量较 2020 年末的 60.9 吨增长 23.6%至 75.28 吨。

黄金的价格属性包含大宗商品属性与金融属性，其中需求因素对商品属性形成一定影响，但其

金融属性影响更大。2020 年以来在疫情突发以及经济下行压力等影响下黄金价格不断走高，并于 2020 年 8 月突破 2,000 美元，后在 2020 年四季度小幅回调。2021 年以来随着全球流动性宽松后的预期收紧，疫苗接种等带来的全球经济复苏进程加速，也使得避险情绪下降，大量资金流出黄金市场并涌入股票市场，令黄金价格在年初高点回调；但叠加疫情反复及经济恢复不明朗同时通胀预期加强，黄金价格在下行趋势中仍有所反弹，下半年国际金价围绕 1,800 美元/盎司波动。2021 年 COMEX 黄金期货结算价年均 1,778.5 美元/盎司，同比小幅增长 2.7%；同期上期所黄金期货结算价年均 352.8 元/克，同比下降 3.1%。除上述因素外，叠加美联储紧缩预期不断增强和美元指数上涨等，黄金价格在 2021 年度持续承压，整体走势弱于预期。2022 年 2 月以来受俄乌战争影响，避险需求的激增超过了名义利率上涨以及美元走强对黄金需求的负面影响，地缘政治风险、高通胀以及黄金 ETFs 的净流入都对黄金价格提供了有力支撑，金价在 3 月末收盘价格上涨至 1,954 美元/盎司，同比涨幅超过 13%。但美联储释放出加息和缩表提前的组合拳信号对黄金价格仍有一定压制，加息时间段附近黄金价格或将出现短暂回调。

图 3：黄金价格走势情况



资料来源：Choice，中诚信国际整理

中诚信国际认为，对于行业内企业来说，黄金

价格上升带来的价格显著高于开采成本的窗口期有效延长，有益于企业资产负债表及利润表的修复，黄金行业企业整体信用水平将保持稳定。但仍需关注刺激性事件平息后，美元加息、汇率走强等带来的价格冲高回落风险等。

公司产权结构稳定，法人治理结构及内控制度完善

截至 2022 年 3 月末，公司实收资本为 32.70 亿元，其中山东招金集团有限公司（以下简称“招金集团”）合计持有公司 37.16%¹的股份，为公司控股股东。2021 年 12 月 29 日，招金集团发布公告称，根据《关于招远市国有资产监督管理局代表招远市人民政府履行出资人职责的授权书》相关要求，为理顺招远市国有资产监管体制，招金集团股东由招远市人民政府变更为招远市国有资产监督管理局。为全面落实《山东省人民政府关于印发山东省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》等文件要求，根据《招远市国有资产监督管理局和招远市人力资源和社会保障局关于划转部分国家资本的通知》，招远市国有资产监督管理局将持有的招金集团 10% 的股权无偿划转至山东省财欣资产运营有限公司，上述工商变更已完成。公司控股股东仍为招金集团，实际控制人仍为招远市人民政府。

作为香港上市公司，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，治理结构较为完善。公司内部控制制度健全，涵盖生产经营、财务管理、安全环保等方面。

此外，2022 年 1 月，公司在联交所发布公告称，董鑫因工作变动原因辞任公司总裁、执行董事及安全环保委员会主席职务；张邦龙因工作变动原因，辞任公司副董事长、非执行董事及战略委员会委员职务；刘永胜因工作变动原因辞任公司非执行董事、战略委员会委员及地质与资源管理委员会委员职务，上述辞任自 2022 年 1 月 6 日起生效。目前，公司总裁、副董事长、执行董事等职位已同步完成

Trading Pte Ltd. 持有 0.85% H 股。

注 1：招金集团直接持有 18.91% 内资股，直接持有 15.83% H 股，通过全资子公司招金有色矿业有限公司持有 1.56% H 股，通过全资子公司 Luyin

委任及聘任，其中姜桂鹏为公司总裁、丁军为副董事长等。上述事项对公司日常管理及生产经营无重大影响。

公司黄金资源储备丰富，2021 年矿产资源量随探矿进一步增长，海外投资亦稳步推进

公司主要从事黄金的勘探、开采、选矿、冶炼和销售业务，是上海黄金交易所认可的标准金锭生产企业；除黄金外，公司产品还包括铜和白银等。

公司黄金资源储量丰富，矿山整体品位较高，近年来持续通过提高现有矿山探矿能力和对外收购矿山两种方式增加黄金资源储量。2021 年，公司完成地质探矿投入 1.17 亿元，探矿新增黄金金属量 52.55 吨；截至 2021 年末，公司黄金资源储量及可采储量分别增至 1,219.00 吨和 491.08 吨。

表 1：公司黄金资源量变动情况

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------|----------|----------|----------|
| 黄金矿产资源量（吨） | 1,226.50 | 1,196.37 | 1,219.00 |
| 黄金可采储量（吨） | 499.73 | 479.95 | 491.08 |

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量均为 JORC 口径。

资料来源：公司提供

表 2：截至 2021 年末公司主要矿山可采储量情况

| 招远境内 | | | | |
|--------|---------|----------|---------|--------|
| 矿山 | 权益比例（%） | 矿石量（百万吨） | 品位（克/吨） | 金属量（吨） |
| 夏甸金矿 | 100 | 23.989 | 2.82 | 67.68 |
| 大尹格庄金矿 | 100 | 49.448 | 2.31 | 114.42 |
| 金翅岭金矿 | 100 | 0.386 | 5.06 | 1.95 |
| 金亭岭矿业 | 100 | 1.265 | 3.02 | 3.82 |
| 蚕庄金矿 | 100 | 2.616 | 3.16 | 8.27 |
| 大秦家矿业 | 90 | 0.243 | 3.57 | 0.87 |
| 纪山矿业 | 95 | 0.178 | 2.22 | 0.40 |
| 境内合计 | -- | 78.13 | -- | 197.41 |
| 招远境外 | | | | |
| 矿山 | 权益比例（%） | 矿石量（百万吨） | 品位（克/吨） | 金属量（吨） |
| 招金北疆 | 100 | 0.46 | 3.41 | 1.57 |
| 岷县天昊 | 100 | 2.958 | 2.32 | 6.86 |
| 招金昆合 | 100 | 0.139 | 4.47 | 0.62 |
| 丰宁金龙 | 52 | 1.377 | 3.1 | 4.27 |
| 早子沟金矿 | 52 | 5.627 | 3.81 | 21.44 |
| 鑫源矿业 | 100 | 0.062 | 6.01 | 0.37 |
| 两当招金 | 70 | 0.984 | 2.54 | 2.50 |
| 招金白云 | 55 | 2.769 | 3.18 | 8.82 |
| 青河矿业 | 95 | 3.896 | 4.71 | 18.36 |
| 贵港矿业 | 100 | 1.207 | 4.80 | 5.79 |

| | | | | |
|-------|-------|--------|------|--------|
| 鑫瑞矿业 | 51 | 2.908 | 2.28 | 6.62 |
| 肃北金鹰 | 51 | 0.192 | 4.56 | 0.87 |
| 圆通矿业 | 85 | 0.343 | 4.66 | 1.60 |
| 瑞海矿业 | 63.86 | 48.031 | 4.42 | 212.21 |
| 招金正元 | 80 | 0.065 | 5.24 | 0.34 |
| 金王矿业 | 80 | 0.047 | 3.93 | 0.19 |
| 丰业矿业 | 51 | 0.234 | 5.38 | 1.26 |
| 境外合计 | -- | 71.30 | -- | 293.69 |
| 各矿山合计 | -- | 149.43 | 3.29 | 491.08 |
| 权益总计 | -- | 125.18 | 3.13 | 391.43 |

注：黄金可采储量均为 JORC 口径。

资料来源：公司提供

2021 年以来，公司海外投资稳步推进。澳大利亚铁拓矿业公司（以下简称“铁拓矿业”）于 2021 年 11 月发布公告称，成功配售新股融资 8,500 万澳元（约 3.93 亿元人民币），为阿布贾露天金矿项目筹集了所需的全部建设资金。其中，公司作为基石投资者增资 1,365 万澳元；增发完成后，公司及关联方成为铁拓矿业主要股东。阿布贾露天金矿是铁拓矿业全资矿山，该金矿为全球重要产金区域西非 20 大金矿之一，其黄金资源量约 335 万盎司（约 104.2 吨），储量约 145 万盎司（约 45.1 吨）；项目预计将于 2022 年四季度建成投产；前 6 年年均黄金产量将超 20 万盎司（约 6.22 吨），总维持性生产成本仅 804 美元/盎司；其中，首年可产黄金 26 万盎司（约 8.09 吨）。入主铁拓矿业是公司海外金矿布局的重要一环，未来公司将继续在全球范围内寻找优质黄金项目进行重点投资，以提升国际竞争力。

随着海域金矿取得采矿权许可证并加速项目推进，公司未来矿产金产量有望大幅增长，竞争力将进一步提升；但 2021 年山东省非煤矿山安全整改对公司境内矿山生产造成阶段性影响

公司是国内第四大黄金生产企业，矿产金规模虽不及前三，但仍处于行业领先水平。2021 年公司基建技改投入 5.24 亿元。2022 年，公司计划推进夏甸金矿和大尹格庄金矿等矿山的产能扩建工作，在产矿山采选能力有望进一步提升。

此外，根据公司公告，子公司莱州市瑞海矿业

有限公司（以下简称“瑞海矿业”）²下属海域金矿已于2021年7月20日取得由山东省自然资源厅核发的采矿许可证³。海域金矿位于胶东地区三山岛成矿带，是中国最大单体金矿，且矿区成矿地质条件优越，平均品位远超全国平均水平，具备储量大、成本低的特点。海域项目设计采选规模为396万吨/年，是公司未来重要增长点；项目已于2021年12月取得建设工程规划许可证；2022年2月《安全设施设计》通过审查；项目达产后，可年产黄金54.8万盎司（约17.05吨），届时公司自产金生产规模、盈利能力及行业竞争力均将大幅提升。

矿产金生产方面，2021年，山东省开展安全生产大排查大整治，烟台市则开展非煤矿山清理整顿，受此影响公司埠内矿山自2021年2月起停产。公司积极推进复工复产工作，其中埠内大尹格庄金矿及夏甸金矿为首批获得复工批准的矿山，并于2021年3月21日恢复生产；埠内其他矿山陆续复工复产，截至2021年三季度末全面恢复证载产能。2021年，公司矿产金产量同比下降37.19%至12.62吨，其中埠内矿山产量同比下降54.82%；埠外矿产金产量同比亦略有下降，主要系地方监管政策及疫情影响所致；此外，由于货源减少，加工金产量亦呈下降态势。整体来看，2021年，公司黄金产量同比下降33.60%至23.65吨；得益于公司“省内一半、省外一半”的生产布局，本次整改对公司整体产量的影响相较于其他企业稍小。

表3：公司黄金产销情况（吨、元/克）

| | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| 黄金冶炼年产能 ⁴ | 31.25 | 28.13 | 18.44 |
| 黄金产量 | 32.70 | 35.62 | 23.65 |
| 其中：矿产金 | 19.77 | 20.10 | 12.62 |
| 加工金 | 12.93 | 15.52 | 11.03 |
| 平均售价 | 302.52 | 389.18 | 377.78 |

注：矿产金含自产金及外购金，2021年自产金产量为10.43吨；部分数据经四舍五入。

资料来源：公司提供

公司冶炼业务主要为粗炼；精炼业务主要由控

注2：截至2021年末，公司间接持有其63.86%股权。

注3：证载生产规模为396万吨/年，矿区面积5.828平方公里，有效期15年。

注4：表格中黄金产能为公司冶炼厂的金精粉冶炼产能，由于黄金产量

股股东的子公司山东招金金银精炼有限公司负责。金精矿主要来自自有矿山，2021年自给率为44.10%，同比略有下降，但仍处于较高水平，保障了公司的盈利水平。未来，随着自产金生产规模的扩大，公司资源自给率有望进一步提高。

从生产成本来看，由于产量下降，2021年公司克金综合成本有所上升，但主要系埠内矿山安全检查停产以及埠外疫情等因素所致，为阶段性影响。相较于国内其他大型黄金生产企业，公司克金综合成本仍处于较低水平，具备较强的成本优势；且海域金矿完全达产后，将进一步提升公司盈利能力。

表4：近年来公司克金综合成本情况（元/克）

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--------|--------|--------|--------|
| 克金综合成本 | 171.23 | 168.32 | 205.65 |

资料来源：公司提供

铜和白银收入占比较低，需关注公司套期保值风险

公司产品除黄金外，还包括铜和白银等。公司拥有铜辉矿业和滴水铜矿两座铜矿山，截至2021年末，公司保有铜矿资源量32.19万吨，可采储量11.87万吨，平均品位1.11%。2021年受安全检查影响，公司铜总产量同比下降38.12%。此外，公司白银产品包括矿产银和伴生银⁵。整体来看，铜和白银收入对公司营业收入形成一定补充，但其收入规模占比较低。

表5：近年来公司铜产量情况（吨）

| | 2020 | 2021 |
|---|-------|-------|
| 铜 | 6,036 | 7,216 |

注：2021年，公司铜产量数据口径变更为总产量，2020年数据口径为含铜量。

资料来源：公司提供

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黄金交易所的Au(T+D)合约及上海期货交易所的黄金远期合约。期货的交易特点使该业务面临一定市场及操作风险，中诚信国际

还包括选矿厂在选矿过程中抓取的颗粒金，因此产量比产能稍高。

注5：通常情况下，金精矿中存在一定比例伴生银，伴生银冶炼成本较低。

对公司套期保值业务的风险控制情况保持关注。

较强的研发能力能够在探矿、冶炼及安全环保等方面为公司提供技术支撑

依托于良好的硬件设施和持续的研发投入，公司形成了较强的研发实力和技术优势，多项技术获国家级和省级奖项，能够为公司探矿、冶炼及安全环保等方面提供技术支撑。2021 年，公司重点矿山尾矿源头减排关键工艺研究突破技术瓶颈，进一步实现了矿山的可持续发展；全年实施技术创新项目 42 项，申请专利 87 项，授权专利 125 项；全年研发支出为 2.72 亿元。

此外，围绕安全整顿，2021 年公司推广应用磁悬浮鼓风机、碳基电容电池等四新技术 126 项，大数据、安全智能集控信息化平台上线运行，为公司的安全生产提供更高保障。

在建项目投资周期较长，短期资本支出压力不大

截至 2022 年 3 月末，公司在建项目主要为瑞海矿业海域金矿采选建设工程 1.2 万 t/d 项目等；海域项目投资规模较大，但投资周期较长，短期资本支出压力尚可；该项目投产将带动公司采选能力大幅提升。未来，随着海域项目建设加快推进，或将推升公司资本支出需求及债务规模。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

| 在建项目名称 | 计划总投资 | 截至 2022 年 3 月末已投资 | 2022 年 4-12 月计划投资 | 建设周期 | 资金来源 |
|------------------|-------|-------------------|-------------------|-----------------|---------|
| 深部开拓工程 | 4.50 | 3.31 | 0.59 | 2019.01~2023.03 | 自有资金及贷款 |
| 采选建设工程 1.2 万 t/d | 48.28 | 15.99 | 3.36 | 2017.01~2023.12 | 自有资金及贷款 |
| 草沟头矿区基建工程 | 1.58 | 0.54 | 0.35 | 2020.09~2024.03 | 自有资金及贷款 |
| 合计 | 54.36 | 19.84 | 4.30 | -- | -- |

资料来源：公司提供

财务分析

以下财务分析基于经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年度审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，各期财务数据均为期末数。

受省内安全生产排查整治以及烟台市非煤矿山清理整顿及非经常性损益影响，公司 2021 年利润出现短期下滑；受益于埠内外矿山恢复正常运行，2022 年一季度公司收入及利润水平大幅回升

2021 年，受省内安全生产排查整治以及烟台市非煤矿山清理整顿影响，公司黄金产销量有所下滑，叠加黄金年均售价同比略有下降，使得全年营业总收入同比减少 10.59%，营业毛利率同比下降 7.51 个百分点；但受益于较高的金精矿自给率及较低的克金综合成本，黄金板块毛利率仍保持在较高水平。

表 7：近年来公司分板块收入及毛利率情况(亿元、%)

| 收入 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|-------|--------|-------|-------|----------|
| 黄金 | 55.20 | 69.77 | 57.63 | 13.39 |
| 铜 | 4.65 | 3.93 | 3.67 | 0.58 |
| 白银 | 1.25 | 1.40 | 2.86 | 0.26 |
| 其他 | 6.11 | 6.54 | 8.83 | 2.74 |
| 营业总收入 | 67.20 | 81.64 | 72.99 | 16.97 |
| 毛利率 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
| 黄金 | 43.17 | 53.83 | 47.79 | 49.06 |
| 铜 | 24.48 | 24.93 | 17.03 | -12.75 |
| 白银 | 91.82 | 91.66 | 53.60 | 90.23 |
| 其他 | -10.57 | -3.63 | 2.32 | 13.05 |
| 营业毛利率 | 37.90 | 48.48 | 40.97 | 41.75 |

注：公司其他业务收入包括硫酸等其他副产品收入和黄金及白银加工收入等；部分数据经四舍五入处理。

资料来源：公司提供

管理费用和财务费用在期间费用中占比较高。2021 年财务费用同比基本持平，但由于产生一定停工损失，管理费用同比增幅较大，带动全年期间费用同比增长 11.90%；叠加营业总收入下降，期间费用率同比增加 5.50 个百分点。整体来看，公司期间费用占营业总收入的比重较高，对利润形成一定侵蚀，费用管控能力有待提升。

产量下降使得公司 2021 年经营性业务利润同比大幅下滑。投资收益主要来自对交易性金融资产的处置，可对利润形成一定补充，但其可持续性有待观察。此外，2021 年公司计提资产减值损失 2.42 亿元，主要系对受疫情或安全生产检查影响，停产、建设推迟或生产经营推迟的子公司相关资产计提的减值；同年，权益工具投资产生的公允价值变动损失以及以诉讼支出及报废损失为主的营业外损失亦对利润形成一定侵蚀。整体来看，2021 年公司利润总额大幅下滑，EBIT 利润率及总资产收益率均弱化。

2022 年一季度，受益于埠内外矿山正常运营，公司营业总收入已恢复至 2020 年同期水平，营业毛利率亦有所回升；当期净利润同比增长 98.95% 至 0.97 亿元。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|-------------|-------|-------|-------|----------|
| 销售费用 | 0.56 | 0.45 | 0.31 | 0.13 |
| 管理费用 | 9.22 | 11.81 | 14.44 | 2.76 |
| 财务费用 | 5.97 | 5.61 | 5.25 | 1.24 |
| 期间费用合计 | 15.75 | 17.88 | 20.00 | 4.12 |
| 期间费用率(%) | 23.44 | 21.90 | 27.40 | 24.29 |
| 经营性业务利润 | 8.09 | 19.37 | 7.86 | 2.52 |
| 资产减值损失 | -1.74 | -6.59 | -2.42 | -0.04 |
| 信用减值损失 | -0.28 | -3.10 | -0.80 | -- |
| 投资收益 | -0.90 | 3.11 | 1.61 | 0.06 |
| 公允价值变动收益 | 0.77 | 0.24 | -2.03 | -1.05 |
| 营业外损益 | 0.02 | -0.05 | -1.49 | -0.06 |
| 利润总额 | 5.92 | 13.30 | 2.76 | 1.43 |
| 净利润 | 4.34 | 12.28 | 1.86 | 0.97 |
| EBIT | 12.52 | 20.27 | 8.81 | -- |
| EBIT 利润率(%) | 18.64 | 24.83 | 12.07 | -- |
| 总资产收益率(%) | 3.30 | 5.08 | 2.14 | -- |

注：管理费用含研发费用；对于资产减值损失及信用减值损失，损失以“-”列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，瑞海矿业取得采矿权证带动总资产规模稳步增长；2022 年 3 月末，偿债储备资金增加使得债务规模增长，且短债占比较高，债务期限结构有待改善

公司资产中以固定资产及无形资产为主的非流动资产占比较高，符合矿业企业特点；2021 年，

主要受益于瑞海矿业取得采矿权证，年末无形资产有所增加，带动总资产规模稳步扩大。流动资产主要为存货、货币资金及其他流动资产等。公司主要向黄金交易所销售黄金，销售周期较短，存货中近 90% 为在产品，2021 年黄金产量下降使得年末存货规模有所下降。融资规模扩大使得年末货币资金有所增长；同期末货币资金受限比例为 11.93%，主要系环境治理保证金及山东招金集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）存放于央行的准备金等。此外，其他流动资产主要为财务公司对招金集团成员企业、联营企业及第三方发放的贷款、票据贴现应收款和委托贷款等，同期末规模有所增长。2022 年 3 月末，资金净融入增加使得资产总额持续增加。

表 9：近年来公司资产端情况（亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 37.90 | 22.23 | 34.12 | 57.19 |
| 存货 | 43.10 | 51.26 | 41.81 | 42.86 |
| 其他流动资产 | 27.90 | 19.72 | 22.13 | 29.46 |
| 流动资产合计 | 119.97 | 109.78 | 116.25 | 154.02 |
| 债权投资 | 4.01 | 6.26 | 4.90 | 9.58 |
| 固定资产 | 117.43 | 126.17 | 125.53 | 124.06 |
| 在建工程 | 32.54 | 26.01 | 29.14 | 31.25 |
| 无形资产 | 87.36 | 86.81 | 107.23 | 108.43 |
| 非流动资产合计 | 281.48 | 286.01 | 312.85 | 308.73 |
| 资产总计 | 401.46 | 395.79 | 429.10 | 462.75 |
| 流动资产占比(%) | 29.88 | 27.74 | 27.09 | 33.28 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债中有息债务占比较高，2021 年债务偿还使得期末总债务同比有所下降；但 2022 年一季度，为储备资金用于到期债务的兑付，公司临时扩大短期借款融资规模并发行多期超短期融资券，受此影响 3 月末总债务规模较上年末有所增长，且短期债务占总债务的比重升至 66.79%，债务期限结构有待优化。但得益于黄金行业的独特优势，公司可通过黄金租赁获取融资，即向银行租入黄金并卖出融得资金；截至 2022 年 3 月末公司短期借款中黄金租赁余额为 25.32 亿元。此外，其他流动负债含财务公司吸收下属单位存款，截至 2021 年末吸收存款余额为 18.86 亿元。

受分配股利及支付永续债利息影响，2021 年末未分配利润较上年末有所下降；但由于发行可续期

公司债及永续私募债，同期末其他权益工具大幅增加，带动所有者权益规模上升，财务杠杆水平有所下降⁶。2022年3月末，债务增长令财务杠杆水平有所回升。

表 10：近年来公司负债及权益端情况（亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 短期借款 | 47.78 | 42.72 | 58.02 | 68.21 |
| 短期债务 | 85.47 | 118.87 | 107.74 | 128.50 |
| 长期债务 | 95.59 | 55.15 | 56.00 | 63.89 |
| 总债务 | 181.05 | 174.02 | 163.73 | 192.39 |
| 其他应付款 | 11.54 | 14.27 | 12.82 | 10.43 |
| 总负债 | 228.47 | 225.90 | 232.51 | 263.25 |
| 实收资本 | 32.70 | 32.70 | 32.70 | 32.70 |
| 其他权益工具 | 26.65 | 15.27 | 45.39 | 45.40 |
| 未分配利润 | 38.15 | 45.20 | 40.39 | 40.73 |
| 少数股东权益 | 34.13 | 35.04 | 34.27 | 36.90 |
| 所有者权益合计 | 172.99 | 169.89 | 196.59 | 199.50 |
| 资产负债率(%) | 56.91 | 57.08 | 54.19 | 56.89 |
| 经调整的资产负债率(%) | 63.55 | 60.93 | 64.76 | 66.70 |
| 总资本化比率(%) | 51.14 | 50.60 | 45.44 | 49.09 |
| 短期债务/总债务(%) | 47.21 | 68.31 | 65.80 | 66.79 |

注：经调整的资产负债率计算时将其他权益工具计入负债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年公司经营活动净现金流同比有所下降，但仍保持了较好的经营获现能力；部分偿债指标有所弱化

2021 年，公司经营活动净现金流随利润减少同比有所下降，但仍保持了较好的经营获现能力；在建项目持续投入使得投资活动现金流呈持续净流出态势；由于发行较大规模永续债，当年筹资活动现金流转为净流入。2022 年一季度，经营活动净现金流同比有所增长；增加备付资金使得筹资活动现金流呈大幅净流入态势。

利润水平下滑及经营获现减少使得 2021 年相关偿债指标均有不同程度弱化。同时，由于货币资金增加，其对短期债务的覆盖能力有所增强。整体来看，公司债务规模较大，各项偿债指标有待改善。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动净现金流 | 17.80 | 36.34 | 28.05 | 1.35 |
| 投资活动净现金流 | -22.12 | -19.36 | -28.78 | -10.13 |
| 筹资活动净现金流 | 27.78 | -32.73 | 12.44 | 28.41 |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 2.31 | 4.55 | 3.93 | -- |
| 经调整的 CFO/总债务(%) | 4.83 | 13.76 | 9.82 | -- |
| EBITDA | 22.81 | 31.15 | 17.74 | -- |
| EBITDA/总债务(X) | 0.13 | 0.18 | 0.11 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 1.63 | 2.54 | 1.23 | -- |
| 货币资金/短期债务 | 0.44 | 0.19 | 0.32 | 0.45 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对公司整体偿债能力提供支持；无重大未决诉讼及对外担保，或有事项风险可控

截至 2021 年末，公司共获得银行授信额度 270.12 亿元，其中未使用额度为 196.59 亿元，备用流动性充足；同时，公司作为 H 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。控股股东无股权质押情况。

截至 2021 年末，公司受限资产合计 14.57 亿元，占当期末总资产的 3.40%，其中受限的货币资金 4.07 亿元，主要为环境治理保证金、应付票据保证金和存放于央行的准备金；此外，受限资产还包括其他流动资产 5.60 亿元及债权投资 4.90 亿元，受限原因分别为票据再贴现及办理质押回购。

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保，不存在尚未了结的重大诉讼（仲裁）事项，或有事项风险整体可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 5 月 30 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

控股股东在矿山注入、人才及技术和融资方面给予

注6：但若将计入所有者权益的永续债调整至债务，2021~2022 年 3 月

末公司经调整的资产负债率持续增长，截至 2022 年 3 月末增至 66.70%。

公司较大支持，此外公司每年获得一定政府补助

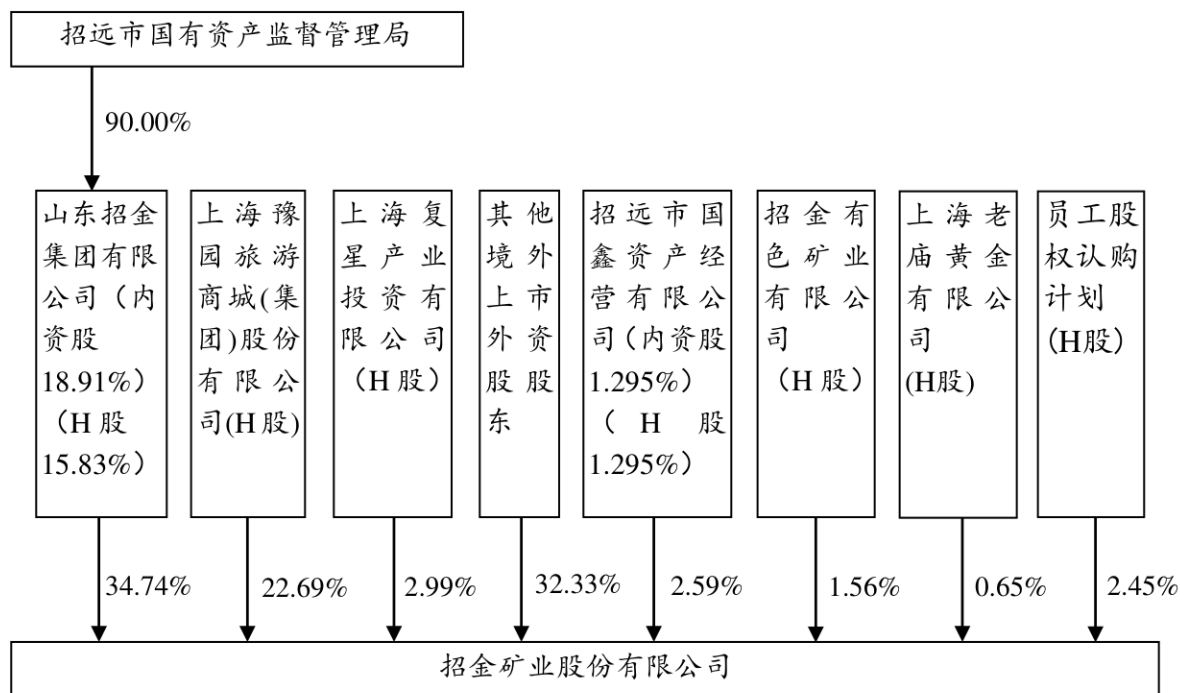
公司控股股东招金集团是国内大型黄金生产企业之一，具有极强的综合实力及抗风险能力，对公司的支持能力较强。公司作为招金集团下属黄金业务的经营主体，其对公司支持意愿很高。招金集团多次向公司注入优质矿山资产；并通过院士工作站、博士后工作站和国家级企业技术中心三大科技创新平台在技术和人才方面为公司提供较大支持；此外，融资方面，招金集团可为公司的债务融资提供担保。

公司作为招远市重点黄金生产企业，每年能够得到招远市政府一定的财政补助，2019~2021 年政府补助金额分别为 0.63 亿元、0.74 亿元和 0.75 亿元，主要系黄金资源综合利用示范基地项目资金及各种专项资金补助等。

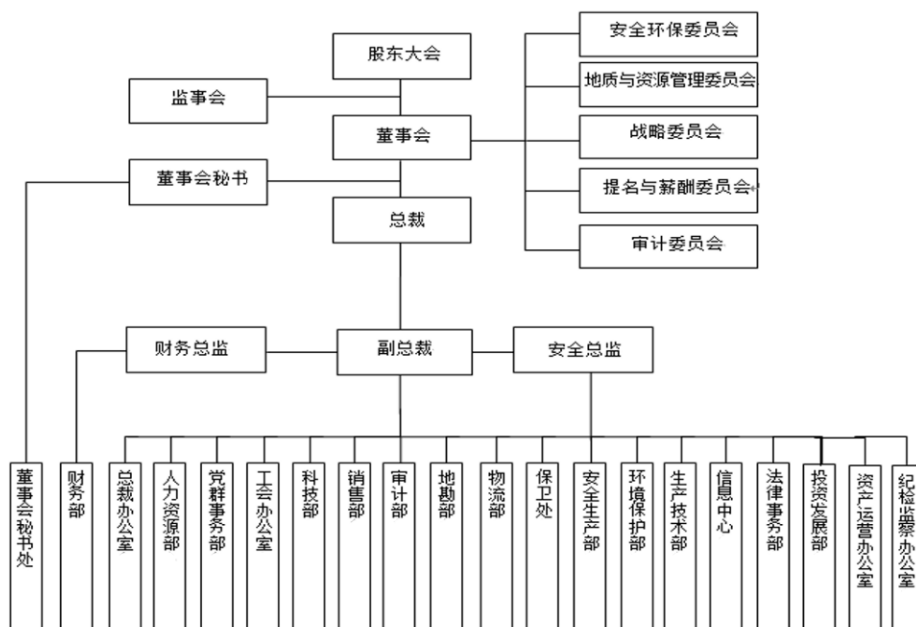
评级结论

综上所述，中诚信国际维持“17 招金 01”、“18 招金 02”、“19 招金 01”、“20 招金 Y1”、“21 招金 Y1”和“22 招金 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



| 主要子公司 | 简称 | 持股比例 |
|------------------|-------|--------|
| 甘肃省合作早子沟金矿有限责任公司 | 早子沟金矿 | 52.00% |
| 山东招金集团财务有限公司 | 财务公司 | 51.00% |
| 伽师县铜辉矿业有限责任公司 | 铜辉矿业 | 92.00% |
| 丰宁金龙黄金工业有限公司 | 丰宁金龙 | 52.00% |



资料来源：公司提供

附二：招金矿业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 379,007.57 | 222,252.17 | 341,249.75 | 571,875.84 |
| 应收账款净额 | 11,530.82 | 13,637.07 | 15,854.38 | 42,669.69 |
| 其他应收款 | 19,846.34 | 24,152.91 | 23,368.62 | 57,788.74 |
| 存货净额 | 431,037.34 | 512,569.02 | 418,088.29 | 428,568.96 |
| 长期投资 | 129,353.19 | 139,849.66 | 142,841.22 | 197,041.11 |
| 固定资产 | 1,174,270.41 | 1,261,687.78 | 1,255,275.33 | 1,240,634.12 |
| 在建工程 | 325,404.15 | 260,061.74 | 291,368.81 | 312,519.98 |
| 无形资产 | 873,596.04 | 868,123.89 | 1,072,307.29 | 1,084,267.70 |
| 总资产 | 4,014,582.03 | 3,957,905.89 | 4,290,980.77 | 4,627,454.31 |
| 其他应付款 | 115,422.22 | 142,678.28 | 128,236.46 | 104,263.21 |
| 短期债务 | 854,677.92 | 1,188,734.95 | 1,077,360.95 | 1,285,021.38 |
| 长期债务 | 955,862.04 | 551,451.95 | 559,974.99 | 638,912.82 |
| 总债务 | 1,810,539.95 | 1,740,186.90 | 1,637,335.94 | 1,923,934.20 |
| 净债务 | 1,431,532.38 | 1,517,934.73 | 1,296,086.19 | 1,352,058.36 |
| 总负债 | 2,284,716.24 | 2,259,046.01 | 2,325,122.49 | 2,632,478.89 |
| 费用化利息支出 | 66,029.45 | 69,671.38 | 60,485.22 | -- |
| 资本化利息支出 | 10,989.05 | 10,266.85 | 10,951.74 | -- |
| 所有者权益合计 | 1,729,865.79 | 1,698,859.87 | 1,965,858.28 | 1,994,975.42 |
| 营业总收入 | 671,956.69 | 816,363.38 | 729,925.21 | 169,713.62 |
| 经营性业务利润 | 80,872.31 | 193,733.36 | 78,556.23 | 25,158.83 |
| 投资收益 | -8,995.47 | 31,109.59 | 16,117.21 | 645.32 |
| 净利润 | 43,427.78 | 122,790.67 | 18,613.74 | 9,748.59 |
| EBIT | 125,247.32 | 202,681.59 | 88,131.77 | -- |
| EBITDA | 228,095.97 | 311,475.94 | 177,425.77 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | 177,962.51 | 363,374.67 | 280,457.66 | 13,461.29 |
| 投资活动产生现金净流量 | -221,177.79 | -193,595.58 | -287,750.41 | -101,302.85 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 277,799.69 | -327,262.49 | 124,443.93 | 284,069.23 |
| 资本支出 | 180,939.49 | 144,655.52 | 241,824.47 | 46,946.40 |
| 财务指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
| 营业毛利率(%) | 37.90 | 48.48 | 40.97 | 41.75 |
| 期间费用率(%) | 23.44 | 21.90 | 27.40 | 24.29 |
| EBITDA 利润率(%) | 33.95 | 38.15 | 24.31 | -- |
| 总资产收益率(%) | 3.30 | 5.08 | 2.14 | -- |
| 净资产收益率(%) | 2.55 | 7.16 | 1.02 | 1.97* |
| 流动比率(X) | 0.96 | 0.66 | 0.74 | 0.85 |
| 速动比率(X) | 0.61 | 0.35 | 0.47 | 0.61 |
| 存货周转率(X) | 0.98 | 0.89 | 0.93 | 0.93* |
| 应收账款周转率(X) | 60.94 | 64.87 | 49.50 | 22.08* |
| 资产负债率(%) | 56.91 | 57.08 | 54.19 | 56.89 |
| 总资本化比率(%) | 51.14 | 50.60 | 45.44 | 49.09 |
| 短期债务/总债务(%) | 47.21 | 68.31 | 65.80 | 66.79 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | 0.10 | 0.21 | 0.17 | 0.03* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | 0.21 | 0.31 | 0.26 | 0.04* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 2.31 | 4.55 | 3.93 | -- |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | 4.83 | 13.76 | 9.82 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 7.94 | 5.59 | 9.23 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.27 | 0.26 | 0.16 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 2.96 | 3.90 | 2.48 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 1.63 | 2.54 | 1.23 | -- |

注：1、2022 年度一季报未经审计；2、中诚信国际将公司计入其他流动负债科目的短期应付债券等有息债务计入短期债务；3、将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

| 指标 | | 计算公式 |
|------|----------------------|--|
| 资本结构 | 现金及其等价物（货币等价物） | =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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 |
| | 短期债务 | =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项 |
| | 总债务 | =长期债务+短期债务 |
| | 净债务 | =总债务-货币资金 |
| | 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+所有者权益合计） |
| 经营效率 | 存货周转率 | =营业成本/存货平均净额 |
| | 应收账款周转率 | =营业收入/应收账款平均净额 |
| | 现金周转天数 | =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额） |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | =（营业收入-营业成本）/营业收入 |
| | 期间费用率 | =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入 |
| | 经营性业务利润 | =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-税金及附加-期间费用+其他收益 |
| | EBIT（息税前盈余） | =利润总额+费用化利息支出 |
| | 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 |
| | 总资产收益率 | =EBIT/总资产平均余额 |
| | 净资产收益率 | =净利润/所有者权益合计平均值 |
| | EBIT 利润率 | =EBIT/当年营业总收入 |
| 现金流 | EBITDA 利润率 | =EBITDA/当年营业总收入 |
| | 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 |
| | 经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） | =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| | FCF | =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| | 留存现金流 | =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出） |
| 偿债能力 | 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 |
| | 利息支出 | =费用化利息支出+资本化利息支出 |
| | EBITDA 利息保障倍数 | =EBITDA/利息支出 |
| | EBIT 利息保障倍数 | =EBIT/利息支出 |

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义 |
|--------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

| 短期债券等级符号 | 含义 |
|----------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，违约风险较高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。