



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪801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“2014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。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次债券信用等级为AAA，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。



2014 年招金矿业股份有限公司公司债券跟踪评级报告 (2019)

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
债券简称	14 招金债
债券代码	122411
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 9.50 亿元
债券期限	3+2 年
存续期	2015 年 7 月 29 日~2020 年 7 月 29 日
回售资金发放日	2018 年 7 月 30 日
剩余规模	5.07 亿元
上次评级时间	2018 年 6 月 20 日
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

概况数据

招金矿业	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	140.66	167.02	167.45	172.05
总资产(亿元)	328.61	337.25	357.82	392.50
总债务(亿元)	141.81	129.15	145.54	175.28
营业总收入(亿元)	68.96	69.78	75.25	14.56
营业毛利率(%)	41.83	40.87	36.10	42.80
EBITDA(亿元)	21.11	22.45	22.65	-
所有者权益收益率(%)	3.02	4.50	3.43	3.10
资产负债率(%)	57.20	50.48	53.20	56.16
总债务/EBITDA(X)	6.72	5.75	6.42	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.52	4.21	3.68	-
招金集团	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	160.96	183.13	183.49	193.23
总资产(亿元)	485.24	489.36	502.83	590.45
总债务(亿元)	238.42	226.23	247.38	310.57
营业总收入(亿元)	441.66	361.67	370.61	106.25
营业毛利率(%)	8.31	9.39	8.67	8.52
EBITDA(亿元)	26.62	25.97	28.02	-
所有者权益收益率(%)	2.32	3.46	2.74	2.02
资产负债率(%)	66.83	62.58	63.51	67.27
总债务/EBITDA(X)	8.96	8.71	8.83	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.72	3.43	2.71	-

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、2019 年一季度所有者权益收益率指标经过年化处理。

基本观点

2018 年，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，得益于黄金产品产销量的增长，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、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为 AAA，评级展望稳定；维持“2014 年招金矿业股份有限公司公司债券”信用等级为 AAA。本债项级别同时考虑了山东招金集团有限公司(以下简称“招金集团”)所提供全额不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 黄金储量丰富。公司主要通过提高现有矿山探矿能力和对外矿山收购两种方式增加黄金资源储量。截至 2018 年末公司黄金资源量为 1,231.61 吨，可采储量为 511.24 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。2018 年公司整体经营状况良好，矿产金产量小幅增长，公司实现营业收入 75.25 亿元，同比增长 7.84%，整体收入规模持续增长。
- 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，公司营业毛利率仍保持较高水平。2018 年，公司营业毛利率为 36.10%，显示出很强的初始盈利能力。

分析师

侯一甲

yjhou@ccxr.com.cn

田 聪

ctian@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月25日



➤ 融资渠道畅通。公司拥有较好的银企关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度 234.08 亿元，其中未使用授信余额 167.60 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市场发行债券，融资渠道多元化。

关注

➤ 公司盈利能力受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。

➤ 面临一定的短期偿债压力。截至 2019 年 3 月末，公司短期债务为 91.85 亿元，长期债务 83.43 亿元，长短期债务比为 1.10 倍。公司短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业关注

2018年黄金供需两旺，官方储备需求及金条和金币需求的回升导致全球黄金消费需求小幅增长；澳大利亚、俄罗斯等国矿产金产量的提升和全球再生金产量的上升导致全球黄金总供给亦小幅增长

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。在各国央行创半个世纪以来最大购买量以及因股市波动、货币疲软和地缘政治不确定性等导致金条与金币投资需求增长的推动下，2018年全球黄金实物消费需求量为4,345.0吨，同比增长4.5%。

金饰制造需求方面，2018年全球金饰需求为2,200.0吨，较2017年下降约0.9吨。其中，中国、美国全年金饰需求分别为672.5吨和128.4吨，较上年同期增长约3.0%和4.0%；印度的金饰需求小幅下降至598.0吨，较上年同期下降0.7%。中东地区金饰需求普遍疲软，较2017年下降约15.0%，其中伊朗市场需求跌至29.5吨，创纪录新低。

投资需求方面，2018年全球黄金投资需求总量1,159.1吨，同比下降7.4%。其中，金条和金币需求总量为1,090.2吨，同比增长4.3%；黄金ETF及类似产品的金融投资需求大跌66.6%至68.9吨。2018年，欧洲上市基金全年增持96.8吨，推动了该细分市场的增长。在普遍存在的区域政治不确定性和主权债及高评级企业债券负收益的综合影响下，欧洲上市基金的投资需求得到有效支撑，欧洲成为2018年唯一实现黄金ETF净流入的地区。截至2018年末，北美和欧洲上市基金的黄金ETF持有量约占全球的50.0%和45.0%。

工业需求方面，2018年全球工业用金需求小幅增长至334.7吨，其中电子领域用金268.3吨，同比增加1.0%，牙科领域用金15.4吨，同比下滑5.5%，其他行业用金51.0吨，同比增加0.6%。整体来看，2018年，高端消费电子产品和汽车电气化的需求增长推高了黄金需求。

央行储备方面，自2010年世界各国央行成为黄金净买方后，各国央行将黄金视为一种储备资产。全年地缘政治和经济的不确定性日益加剧，促

使中央银行实现储备多元化，并将注意力重新集中投资在具有安全和流动性的主要目标资产上。2018年，俄罗斯继续为增储主力，其凭借增持黄金储备273.3吨而超越中国成为全球第五大黄金储备国；同时，新兴经济体央行黄金储备占外汇储备总体比重偏低，亦是世界黄金储备增持的主力，其中土耳其和哈萨克斯坦分别增储黄金51.5吨和50.6吨，全年世界各国官方黄金购买量651.5吨，同比增长73.82%。

表1：截至2018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	74.8
2	德国	3,369.7	70.1
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	66.3
5	法国	2,436.0	60.2
6	俄罗斯	2,113.0	18.5
7	中国	1,852.5	2.4
8	瑞士	1,040.0	5.4
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	65.6

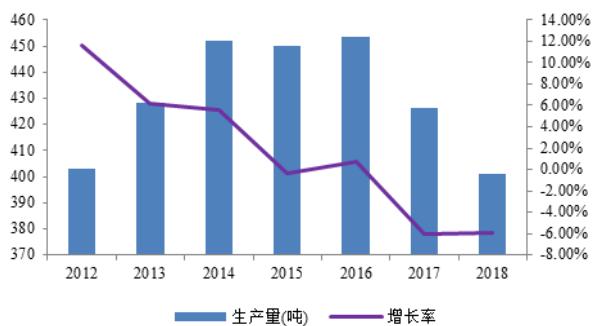
资料来源：世界黄金协会（World Gold Council），中诚信证评整理

从供给情况来看，世界黄金协会统计的数据显示，2018年全球黄金总供应量较2017年增长1.0%至4,490.2吨。矿产金方面，在中国、印尼、南非、秘鲁等主要生产国受限于结构性改革而矿产金产量下降的同时，澳大利亚、俄罗斯、巴布亚新几内亚和加拿大等国矿产金产量明显增长，2018年全球矿产金产量为3,346.9吨，同比小幅上升0.9%。再生金方面，2017年以来黄金回收活动回归正常水平，2018年全球再生金产量为1,172.6吨，同比增长1.4%。此外，2018年是连续第二年出现少量生产商净套保解除，生产商净套保解除总量从2017年的27.9吨上升至2018年的29.4吨。截至2018年末，全球套保总量约为195.0吨，同比减少13.0%，延续了整体下行趋势。

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。中国黄金协会最新的统计数据显示，2018年我国黄金实际消费量1,151.43吨，与去年同期相比增长5.73%。其中，黄金首饰736.29吨，同比增长5.71%；金条285.20

吨,同比增长3.19%;金币24.00吨,同比下降7.69%;工业及其他用金105.94吨,同比增长17.48%。供应方面,2018年我国累计生产黄金401.12吨,同比下降5.87%。其中,黄金矿产金完成345.97吨,有色副产金完成55.15吨,另有国外进口原料产金112.78吨,同比增长23.47%,全国累计生产黄金(含进口量)513.90吨,同比下降0.69%,我国黄金产量已连续12年保持世界第一。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、紫金矿业集团股份有限公司、山东黄金集团有限公司和山东招金集团有限公司等十二家大型黄金生产企业。2018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55.08%和44.55%。

图1: 2012~2018年中国黄金产量及增速



资料来源: 中国黄金协会, 中诚信证评整理

受地缘政治风险和政策不确定性影响, 2018年黄金价格整体呈“V型”走势, 随着全球经济增长放缓, 地缘政治的不确定性增加等, 短期内黄金价格可能延续震荡上行的格局

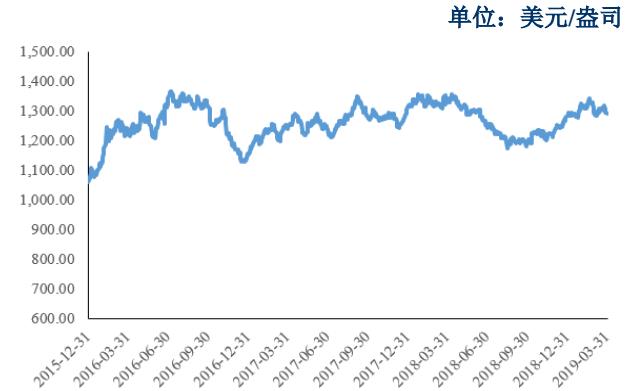
从影响黄金价格的因素来看, 传统的生产与消费因素影响很小, 以投资和避险需求为代表的金融属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。

2018年初, COMEX黄金期货价格延续震荡上升趋势, 并在2018年1月25日刷新高点。在美元疲软、美国债务上限危机临近及中美贸易摩擦等因素的推动下, 国际黄金期货主力合约收盘价于4月一度冲高至1,369.40美元/盎司;此后受美元走强及美联储再度加息等因素影响, 国际金价开始冲高回落。直到8月16日, COMEX黄金期货收盘价跌至

1,176.30美元/盎司, 随后黄金期货价格逐渐企稳反弹, 伴随美股的大幅波动、11月以来原油价格的调整, 通胀预期减弱之后的黄金价格同时调整, 市场避险情绪升温, 截至2018年12月31日, 金价COMEX黄金期货收盘价成功站上1,284.70美元/盎司。

2018年国内金价受美元指数影响整体呈先抑后扬的趋势, 全年最高上探至288.00元/克, 最低下行至263.00元/克, 年底收于284.00元/克, 全年均价为271.00元/克, 同比下跌1.50%。2019年1季度, 国际黄金价格整体震荡上扬, 中美贸易冲突、印度巴基斯坦边界冲突、世界经济增长放缓、美联储2019年暂缓加息等事件引发国际市场避险投资需求变化, 截至2019年3月29日, 金价COMEX黄金期货收盘价为1,297.0美元/盎司。

图2: 2016.1~2019.3COMEX黄金期货价格趋势图



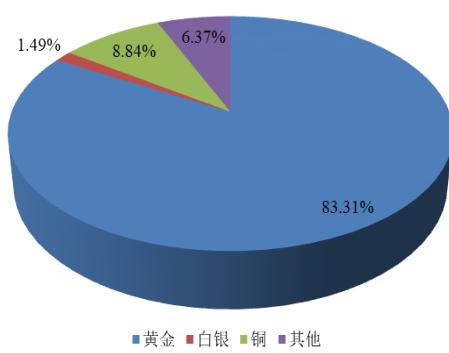
资料来源: Choice, 中诚信证评整理

业务运营

公司主要从事勘探、开采、选矿、冶炼及销售黄金以及其他金属产品, 是专业生产黄金的大型综合性矿业公司, 主要产品是黄金, 副产品有白银和铜。2018年公司实现营业收入75.25亿元, 同比增长7.84%。

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。2018年公司黄金销售收入62.69亿元, 同比增长5.31%, 占营业收入的比重为83.31%。除黄金销售外, 公司白银和铜销售收入对公司营业收入亦形成一定补充。2018年公司白银和铜合计销售收入为7.77亿元, 占营业收入的比重为10.33%。

图 3: 公司 2018 年营业收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年，公司继续推进对现有矿山的勘探并加大对外收购矿山力度，黄金矿产资源量继续保持行业领先地位

公司系国内大型黄金生产企业之一，黄金资源储量丰富。截至 2018 年末，公司拥有探矿权 33 个，探矿权面积 483.02 平方公里；拥有采矿权 39 个，采矿权面积 156.81 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 2018 年末，公司黄金矿产资源量 1,231.61 吨，同比减少 1.61%，黄金可采储量 511.24 吨，同比减少 3.20%。

受环保趋严影响，各地发文要求对位于自然保护区内的部分矿业权予以注销。由于公司部分探矿权和采矿权所在区域被划入保护区，相应矿业权被陆续注销，2018 年以来公司探矿权和采矿权数量减少，相应的探矿权面积和采矿权面积亦下降，中诚信证评将持续关注此事项的后续进展。

表 2: 2016~2018 年公司黄金资源量变动情况

项目	2016	2017	2018
探矿权 (个)	44	42	33
探矿权面积 (平方公里)	681.48	629.16	483.02
采矿权 (个)	40	40	39
采矿权面积 (平方公里)	162.11	162.20	156.81
黄金矿产资源量 (吨)	1,235.52	1,251.77	1,231.61
黄金可采储量 (吨)	548.82	528.14	511.24

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都采用 JORC 口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3: 截至 2018 年末公司主要矿山情况

矿山	招远境内			
	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	111.99	67.25	2.77
河东金矿	100.00	16.61	5.68	3.77
大尹格庄金矿	100.00	236.73	127.31	2.35
金翅岭金矿	100.00	7.67	2.54	5.32
金亭岭矿业	100.00	20.37	5.56	3.27
蚕庄金矿	100.00	32.10	8.16	2.76
大秦家矿业	90.00	1.88	1.01	3.62
纪山矿业	95.00	3.08	1.05	2.88
埠内合计	-	430.43	218.57	2.55
矿山	招远境外			
	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	13.14	3.70	3.86
岷县天昊	100.00	7.85	6.88	2.35
招金昆仑	100.00	1.35	0.62	4.47
丰宁金龙	52.00	11.63	6.27	3.41
早子沟金矿	52.00	57.30	23.15	4.59
鑫源矿业	100.00	0.04	0.00	0.00
两当招金	70.00	20.71	2.59	2.31
招金白云	55.00	42.95	3.51	2.86
青河矿业	95.00	27.15	18.36	4.71
龙鑫矿业	100.00	12.29	5.79	4.80
甘肃鑫瑞	51.00	20.80	6.62	2.28
肃北金鹰	51.00	11.07	0.87	4.56
圆通矿业	70.00	4.21	1.12	4.76
瑞海矿业	63.86	562.37	212.21	4.42
招金正元	80.00	3.19	0.34	5.24
金王矿业	60.00	5.14	0.64	3.09
埠外合计	-	801.19	292.67	4.18

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都采用 JORC 口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

资源获取方面，公司主要通过对外收购矿山和提高现有矿山周边及深部找矿力度两种方式增加黄金储备，以保证矿产金生产的原料供应。2018 年公司共完成地质探矿投资 1.05 亿元，新增金金属量 52.12 吨。2018 年，公司黄金勘探钻孔 518 个，完成坑探进尺 28,215.22 米，完成钻探进尺 135,050.53 米；铜勘探钻孔 11 个，完成坑探进尺 2,242.2 米，完成钻探进尺 1,352.12 米。对外收购方面，2018 年公司通过收购，新增采矿权面积 2.66 平方公里。2018 年，公司三处金矿因被划入保护区而注销相应

的采矿权，但公司通过收购，新增了两处采矿权，期末黄金矿产资源量较上年末波动不大。未来，公司将继续以新疆、甘肃、内蒙古和陕西地区为重点择优进行矿山收购，并选取资源丰富、政局稳定、与中国关系友好的国家或地区作为海外矿业开发方向；与此同时，公司将进一步重点实施攻深找盲探矿和空白区地质科研探矿，加大探矿资金投入，预计未来资源储量将有所增长。

表 4：2016~2018 年公司黄金资源获取情况

指标	2016	2017	2018
收购探矿权面积	48.91	-	-
收购采矿权面积	0.52	-	2.66
收购黄金资源储量	1.93	-	-
探矿新增黄金资源储量	61.45	60.54	52.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年受益于外购金及副产金产量的增长，公司黄金总产量小幅上升；但受黄金平均售价下降且克金综合成本上升影响，公司获利空间有所下降

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，2018 年公司完成基建技改投资 5.36 亿元，实施建设项目 56 项，其中，十大重点项目稳步推进，夏甸金矿、大尹格庄金矿深部开拓工程、圆通矿业系统优化工程、瑞海矿业采选建设工程等重点项目进展顺利，省级制造业创新中心也顺利获批；全年实施科技创新项目 43 项，完成科研投资 1.18 亿元，浸锑系统改造、选硫指针优化、氧化破氰工艺等取得显著成效；细尾矿胶结充填工艺系统优化取得良好效果，开辟了行业尾矿零排放的新途径。截至 2018 年末，公司矿山采矿生产能力为 2.15 万吨/日，选矿能力为 2.27 万吨/日。

产量方面，2018 年公司实现黄金总产量 34.17 吨，同比增长 1.28%，副产品白银产量和铜产量（含量铜）分别为 22.00 吨和 16,422.82 吨，分别同比下降 47.62% 和 10.87%。黄金总产量中，矿产金为 20.83 吨，同比增长 2.63%，矿产金自给率（矿产金/黄金总产量）达 60.96%，保持了较高的自给率水平；加工金为 13.34 吨，同比减少 0.76%。

表 5：公司 2016~2018 年主要产品产量情况

项目	2016	2017	2018
矿产金	20.38	20.30	20.83
其中：自产金	18.67	18.52	18.34
外购金及副产金	1.71	1.78	2.50
加工金	15.71	13.44	13.34
黄金产量合计	36.09	33.74	34.17
白银产量	35.16	42.00	22.00
铜产量	11,742.40	18,425.18	16,422.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产成本方面，2018 年，受人工成本增加、开采深度增加、品位下降等因素影响，公司克金综合成本为 154.77 元，同比增长 9.96%。

表 6：2016~2018 年公司克金综合成本及增长率

项目	2016	2017	2018
克金综合成本	138.35	140.75	154.77
同比增减	2.54	1.73	9.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司主要提供「9999 金」及「9995 金」两种成色的「招金」牌金锭等黄金产品，主要通过上海黄金交易所交易和交割。2018 年国际金价呈“V 型”波动，全年公司黄金平均售价为 271.21 元/克，同比下降 1.84%。受黄金平均售价下降且克金综合成本上升影响，公司获利空间有所下降，2018 年公司三费前利润为 24.83 亿元，同比下降 5.38%。

表 7：公司 2016~2018 年黄金销售均价及增长率

项目	2016	2017	2018
平均售价	261.61	276.29	271.21
同比增减	9.15	5.61	-1.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

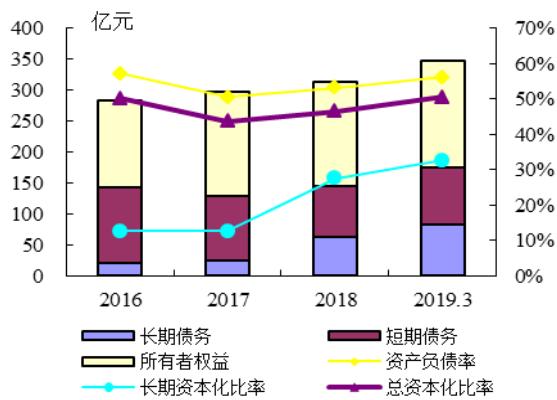
以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，且为合并口径。

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，公司资产规模不断上升。截至2018年末，公司总资产为357.82亿元，同比增长6.10%。业务规模的扩张也推升了公司的资金需求和债务规模，2018年末司总负债为190.37亿元，同比增长11.83%。得益于盈余的积累，在少数股东权益减少0.55亿元的情况下，2018年末公司所有者权益仍同比增长0.25%至167.45亿元。财务杠杆方面，截至2018年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为53.20%和46.50%，分别较上年上升2.73和2.89个百分点，但仍处于适中水平。随着业务规模的扩张，截至2019年3月末，公司总资产和总负债分别增至392.50亿元和220.45亿元；资产负债率和总资本化比率分别进一步上升至56.16%和50.46%。

图4：2016~2019.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2018年末，公司非流动资产267.96亿元，占总资产的比重为74.89%。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2018年末上述三项分别为112.14亿元、86.36亿元和30.15亿元，占非流动资产的比重分别为41.85%、32.23%和11.25%。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，无形资产主要系矿权及土地使用权，均基本与上年末持平；在建工程主要系在建房屋建筑物及采矿设备，随着公司加大技改项目及新建项目的投入力度，公司在建工程规模较2017年末增长28.03%。此外，2018年末公司长期股权投资为8.51亿元，同比增长111.13%，主要系合营

及联营企业增加所致。

流动资产方面，截至2018年末，公司流动资产为89.86亿元，主要由14.96亿元货币资金、41.91亿元存货及20.22亿元其他流动资产构成，占流动资产的比重分别为16.65%、46.63%和22.51%。其中，货币资金因银行存款减少而同比减少29.60%；存货主要因期末在产品和原材料增加而同比增长17.56%；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账款、发放贷款增加等影响而同比增长64.28%。截至2019年3月末，公司流动资产和非流动资产分别为120.52亿元和271.98亿元，占总资产的比重分别为30.71%和69.29%。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至2018年末，公司流动负债为118.04亿元，占负债总额比重为62.00%，主要由72.38亿元短期借款、14.53亿元其他应付款及21.30亿元其他流动负债构成，三者合计占流动负债的比重为91.67%。其中，公司短期借款同比减少16.92%，主要系部分银行借款到期归还所致；其他应付款同比增长7.70%，主要系往来借款增加所致；其他流动负债同比增长75.26%，主要系期末成员单位存放于招金财务公司的存款增加所致。截至2018年末，公司非流动负债主要由2.37亿元长期借款和60.99亿元应付债券构成，二者合计占非流动负债的比重为87.58%。其中，长期借款同比减少61.79%，主要系部分借款一年内到期所致；应付债券同比增长239.77%，主要系公司2018年发行了规模为37.50亿元的公司债券和规模为10.00亿元的中票所致。截至2019年3月末，公司流动负债和非流动负债金额分别为110.88亿元和109.57亿元。

表8：2018年末黄金行业公司资本结构比较

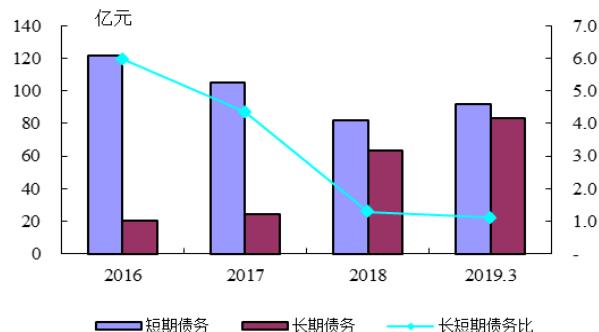
公司	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)
中金黄金	380.53	187.27	49.21
山东黄金	449.46	215.69	47.99
紫金矿业	1,128.79	656.06	58.12
招金矿业	357.82	190.37	53.20

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，2018年末公司总债务145.54亿元，较上年增长12.69%，其中，短期债务和长期债务分别为82.19亿元和63.35亿元；

长短期债务比下降至 1.30 倍。2019 年 3 月末，公司短期债务和长期债务分别为 91.85 亿元和 83.43 亿元，长短期债务比进一步降至 1.10 倍。公司近年来债务结构有所优化，但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，未来仍然面临一定的偿债压力。

图 5：2016~2019.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

表 9：2016~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况

产品	2016		2017		2018		单位：亿元、%
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	
黄金	58.28	46.80	59.53	43.76	62.69	39.64	
白银	2.79	33.22	0.62	50.92	1.12	43.75	
铜	4.87	9.44	6.04	33.94	6.65	25.56	
其他	3.03	6.30	3.59	2.69	4.79	2.71	
合计	68.96	41.83	69.78	40.87	75.25	36.10	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年财务费用同比下降 17.78% 至 3.88 亿元，主要系汇兑收益增加所致；销售费用和管理费用分别同比增长 24.06% 和 8.23% 至 0.56 亿元和 9.06 亿元，主要系运输费、黄金交易费等增加所致。2018 年公司期间费用合计为 13.49 亿元，同比下降 0.32%，占营业收入的比重为 17.93%，较上年下降 1.47 个百分点。2019 年 1~3 月公司期间费用金额及其占营业收入比重分别为 4.30 亿元和 29.52%。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。

总体而言，随着业务规模的扩张，2018 年公司资产、负债规模均较快增长，资产负债率和总资本化比率也有所上升；公司债务期限结构虽有所优化，但总债务规模进一步上升，未来仍然面临一定的偿债压力。

盈利能力

2018 年，得益于黄金产品产销量的增长，公司实现营业收入 75.25 亿元，同比增长 7.84%；受黄金平均售价下降及克金综合成本上升影响，公司营业毛利率为 36.10%，同比下降 4.77 个百分点，仍处于较好水平。2019 年 1~3 月，公司营业收入为 14.56 亿元，营业毛利率为 42.80%。

表 9：2016~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况

	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	0.72	0.45	0.56	0.14
管理费用	9.90	8.37	9.06	2.30
财务费用	3.30	4.72	3.88	1.86
期间费用合计	13.91	13.54	13.49	4.30
营业收入	68.96	69.78	75.25	14.56
期间费用收入占比	20.18	19.40	17.93	29.52

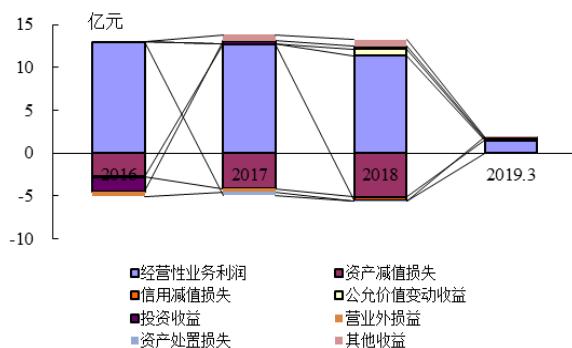
注：上述管理费用中包含研发费用。

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额看，2018 年公司利润总额为 7.56 亿元，同比减少 14.68%，其中经营性业务利润为 11.34 亿元，同比下降 10.77%，主要系营业毛利率下降所致；受计提无形资产减值损失增加及存货跌价损失转回等因素的影响，当年资产减值损失增至 5.12 亿元。此外，公司取得 0.81 亿元公允价值变动收益和 0.75 亿元其他收益，也对公司利润总额形成

一定补充。其中，公允价值变动收益主要为交易性权益工具投资的公允价值变动收益；其他收益主要为政府补助。2019年1~3月，公司利润总额为1.93亿元，其中经营性业务利润为1.49亿元。

图 6：2016~2019.Q1 公司利润总额分析



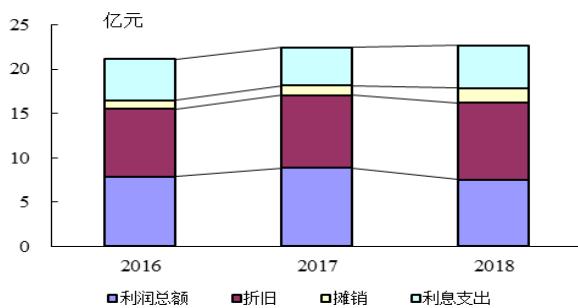
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于黄金产品产销量的增长，公司2018年营业总收入继续增长，但受黄金平均售价下降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。2018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。2018年公司利息支出同比增长11.10%至4.77亿元，折旧同比增长5.13%至8.62亿元，利润总额同比减少14.68%至7.56亿元，公司EBITDA为22.65亿元，同比增长0.90%。

图 7：2016~2018年公司EBITDA构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2018年公司经营活动净现金流同比增长59.86%至17.06亿元，主要系招金财务公司发放贷款收回以及吸收存款增加所致。2018年公司投资活动现金流净额从2017年的-10.30亿元下降

至-30.30亿元，主要系2018年收回投资所收到的现金减少，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金等均增长所致。筹资性现金流方面，2018年公司取得借款所收到的现金大幅增长，当年筹资活动现金流净额为5.95亿元。

从偿债指标看，2018年公司EBITDA和经营活动净现金流对债务本息可形成较好的保障。2018年公司总债务/EBITDA和经营活动净现金流/总债务分别为6.42倍和0.12倍，分别同比增长0.67倍和0.04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3.68倍和2.78倍，分别同比下降0.52倍和增长0.78倍。

表 11：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.3
短期债务（亿元）	121.49	105.00	82.19	91.85
总债务（亿元）	141.81	129.15	145.54	175.28
EBITDA（亿元）	21.11	22.45	22.65	-
经营活动净现金流（亿元）	18.63	10.67	17.06	3.10
资产负债率（%）	57.20	50.48	53.20	56.16
总资本化比率（%）	50.20	43.61	46.50	50.46
总债务/EBITDA（X）	6.72	5.75	6.42	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.13	0.08	0.12	0.07*
EBITDA利息倍数（X）	3.52	4.21	3.68	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	3.10	2.00	2.78	-

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2019年3月末，公司获得各银行授信总额234.08亿元，其中未使用授信余额167.60亿元，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市场发行债券，融资渠道多元化。

受限资产方面，截至2018年末，公司所有权受限资产3.53亿元，占净资产的比重为2.11%，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等。

或有负债方面，截至2018年末，公司无对外担保，无重大未决诉讼事项，或有负债风险可控。

总体来看，作为国内大型的黄金生产企业之一，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，公司整体盈利能力和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、资本支出压力等对公司运营产生的影响。

担保实力

本次债券由山东招金集团有限公司（以下简称“招金集团”或“集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

招金集团前身为山东省招远市黄金集团公司，成立于1992年6月。截至2019年3月末，招金集团注册资本为人民币12.00亿元，为招远市市属国有独资企业，实际控制人为招远市人民政府。

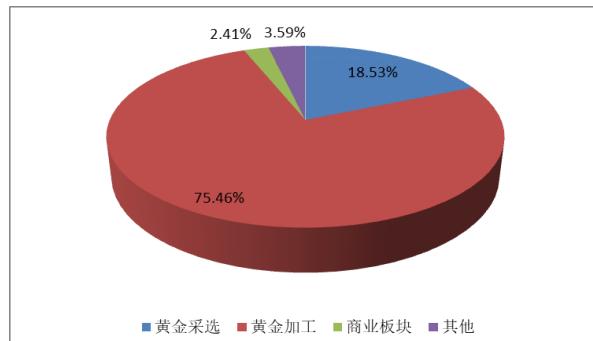
业务运营

黄金板块是招金集团核心业务板块，主要包括成品金（矿产金）、金精矿、金精加工产品（精炼金）和金银饰品等。目前，招金集团已形成了包括黄金勘探、采选、氰冶、精炼、金银制品加工、销售等比较完整的黄金产业链条。为充分发挥资源优势，培育新的利润增长点，招金集团还通过延伸黄金产业链，涉足金银饰品销售、黄金投资经纪金融服务业、有色金属矿业等业务板块。

从收入情况看，受黄金采选及冶炼加工业务收入上升影响，2018年招金集团黄金板块实现营业收入348.34亿元，同比增长6.52%，占营业总收入的比重为93.99%，较上年提高3.57个百分点。其中，黄金采选业务实现收入68.66亿元，同比增长7.60%，主要受益于黄金产销量的上升；黄金冶炼加工业务实现收入279.68亿元，同比增长6.26%，主要得益于冶炼加工产品产量的增长。此外，招金集团商业板块主要包括金银饰品零售、贵金属贸易及进出口等各种商业服务业，易受商品价格波动及贸易行情影响，2018年该板块经营业绩明显下滑，全年营业收入下降至8.95亿元，占营业总收入的比重亦下降至2.41%；招金集团其他业务包括有色矿山资源开发、膜处理及水处理设备制造、建筑房地

产等业务，2018年该板块经营良好，全年营业收入上升至13.32亿元，占营业总收入的比重亦上升至3.59%。

图 8：2018年集团营业总收入构成情况



资料来源：招金集团提供，中诚信证评整理

招金集团黄金采选业务的运营主体主要为招金矿业，截至2019年3月末，招金集团合计持有招金矿业36.21%¹的股份，为其控股股东。2018年，招金集团共生产矿产金21.63吨，同比增长2.12%。

表 12：2016~2018年招金集团矿产金产量情况

项目	2016	2017	2018
矿产金	21.18	21.18	21.63
其中：自产金	19.47	19.40	19.13
外购金及副产金	1.71	1.78	2.50

注：矿产金是招金集团下属矿山企业自行开发的金矿石冶炼成的标淮金（自产金）以及部分外购矿石产金及部分副产金。

资料来源：招金集团提供，中诚信证评整理

集团的黄金冶炼、精炼业务主要集中在山东招金金银精炼有限公司（以下简称“精炼公司”）、招金矿业股份有限公司金翅岭金矿（粗炼）和山东招金集团招远黄金冶炼有限公司（以下简称“招远冶炼公司”）。其中，招远冶炼公司主要业务为冶炼外购金精矿；精炼公司主要业务为精炼招金矿业生产的合质金、含量金以及外购粗金。2018年招金集团冶炼金产量小幅下降至30.48吨，但由于精炼金产量增至152.52吨，招金集团黄金冶炼产品产量仍较上年小幅增长，为183.00吨。

¹ 其中内资股为33.74%，H股为0.89%；通过招金有色矿业有限公司间接持股1.58%。

表 13: 2016~2018 年招金集团黄金冶炼产品产量情况

项目	单位: 吨		
	2016	2017	2018
冶炼金	50.85	32.19	30.48
精炼金	145.62	147.02	152.52
合计	196.47	179.21	183.00

注: 冶炼金主要为粗炼金产品; 精炼金主要是招金集团外购粗金及合质金等, 精炼后产生后的标准金。

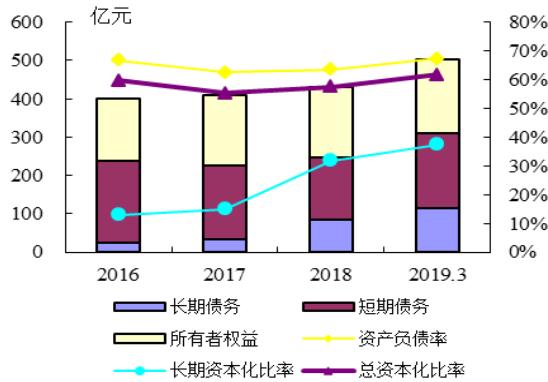
资料来源: 招金集团提供, 中诚信证评整理

财务实力

以下分析基于招金集团提供的由山东和信会师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2016~2018年度审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表。所有财务数据均按照新会计准则编制, 且为合并口径。

资本结构方面, 随着业务规模的扩张, 集团资产、负债规模均保持增长态势。截至2018年末, 集团资产总额为502.83亿元, 同比增长2.75%; 负债总额为319.34亿元, 同比增长4.28%。同时, 2018年集团收到招远市财政局新增的4.00亿元注册资金并成功发行了面值为4.00亿元的可续期公司债券, 期末集团实收资本和其他权益工具均增加, 但受未分配利润和盈余公积等减少的影响, 2018年末集团所有者权益为183.49亿元, 同比仅增长0.20%。财务杠杆比率方面, 截至2018年末, 集团资产负债率和总资本化比率分别为63.51%和57.41%, 同比分别增长0.93和2.15个百分点。截至2019年3月末, 集团总资产590.45亿元, 总负债397.22亿元, 所有者权益193.23亿元; 集团资产负债率和总资本化比率进一步上升至67.27%和61.65%。

图 9: 2016~2019.Q1 招金集团资本结构分析



数据来源: 招金集团定期报告, 中诚信证评整理

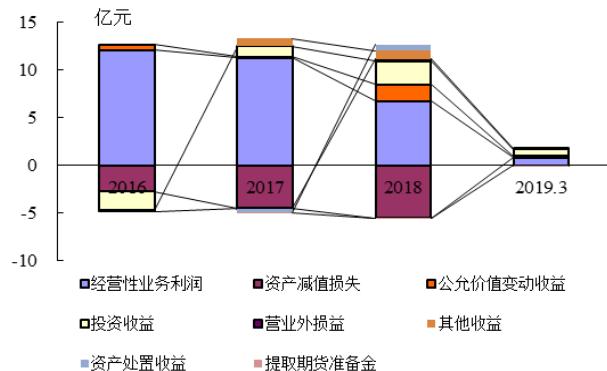
债务结构方面, 随着集团对外融资需求的增长, 截至2018年末, 集团总债务为247.38亿元, 同比增长9.35%; 其中, 长期债务同比增加166.76%至85.59亿元, 短期债务同比下降16.67%至161.78亿元, 长短期债务比由上年末的6.05倍降至1.89倍。截至2019年3月末, 集团短期债务及长期债务分别为194.62亿元和115.95亿元, 长短期债务比进一步降至1.68倍。招金集团债务结构主要以短期债务为主, 债务期限结构仍有待优化。

盈利方面, 2018年集团实现营业收入370.61亿元, 同比增长2.47%。受商业板块毛利率明显下降影响, 集团2018年营业毛利率为8.67%, 同比下降0.72个百分点。

期间费用方面, 2018年集团期间费用为22.72亿元, 同比增长13.20%; 期间费用收入占比为6.13%, 同比提高0.58个百分点。其中, 2018年集团管理费用12.92亿元, 同比增长20.03%, 主要系职工薪酬、研发费用、折旧费和无形资产摊销等增长所致; 销售费用为2.24亿元, 同比增长23.33%, 主要系职工薪酬、广告宣传费和运输费等增长所致; 财务费用为7.56亿元, 同比增加16.10%, 主要系有息债务增加导致利息支出增加所致。

从利润总额构成来看, 2018年集团利润总额为7.06亿元, 同比下降14.57%。其中, 经营性业务利润为6.70亿元, 同比下降40.44%; 资产减值损失为5.52亿元, 同比增长24.04%; 投资收益和公允价值变动收益分别为2.44亿元和1.75亿元, 同比增长130.79%和1,162.87%。

图 10: 2016~2019.Q1 招金集团利润总额构成分析



资料来源: 招金集团定期报告, 中诚信证评整理

2019年1~3月, 集团实现营业收入106.25

亿元，利润总额 1.71 亿元，净利润 0.98 亿元；期间费用合计及期间费用收入占比分别为 7.71 亿元和 7.25%。

从偿债指标看，2018 年集团利润总额虽有所下降，但折旧、摊销及利息支出金额均不同程度增长，受此影响，2018 年集团 EBITDA 为 28.02 亿元，同比增长 7.89%；同期经营活动净现金流为 9.75 亿元，同比减少 65.77%，主要系支付的其他与经营活动有关的现金中往来结算款增加 18.14 亿元所致。2018 年集团总债务/EBITDA 和经营活动净现金流/总债务分别为 8.83 倍和 0.04 倍；EBITDA 利息保障倍数和经营活动净现金流/利息支出分别为 2.71 倍和 0.94 倍，EBITDA 和经营活动净现金流对本息的保障程度有所下降。

表 14：2016~2019.Q1 集团主要偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.3
短期债务（亿元）	214.21	194.15	161.78	194.62
总债务（亿元）	238.42	226.23	247.38	310.57
EBITDA（亿元）	26.62	25.97	28.02	-
经营活动净现金流（亿元）	22.56	28.49	9.75	0.65
资产负债率（%）	66.83	62.58	63.51	67.27
总资本化比率（%）	59.70	55.27	57.41	61.65
总债务/EBITDA（X）	8.96	8.71	8.83	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.09	0.13	0.04	0.01*
EBITDA 利息倍数（X）	2.72	3.43	2.71	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.31	3.76	0.94	-

注：带“*”指标经过年化处理

资料来源：招金集团提供，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2019 年 3 月末，集团获得多家银行的授信总额共计人民币 571.11 亿元，其中已使用授信额度为人民币 158.82 亿元，尚未使用授信额度为人民币 412.29 亿元，具有充足的融资空间。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，集团无重大未决诉讼事项，对外担保余额为 2.19 亿元，占集团净资产比例为 1.13%，被担保对象为山东金宝电子股份有限公司和山东金都电子材料股份有限公司，目前这两公司运营情况正常，中诚信证评将对集团的或有负债风险保持关注。

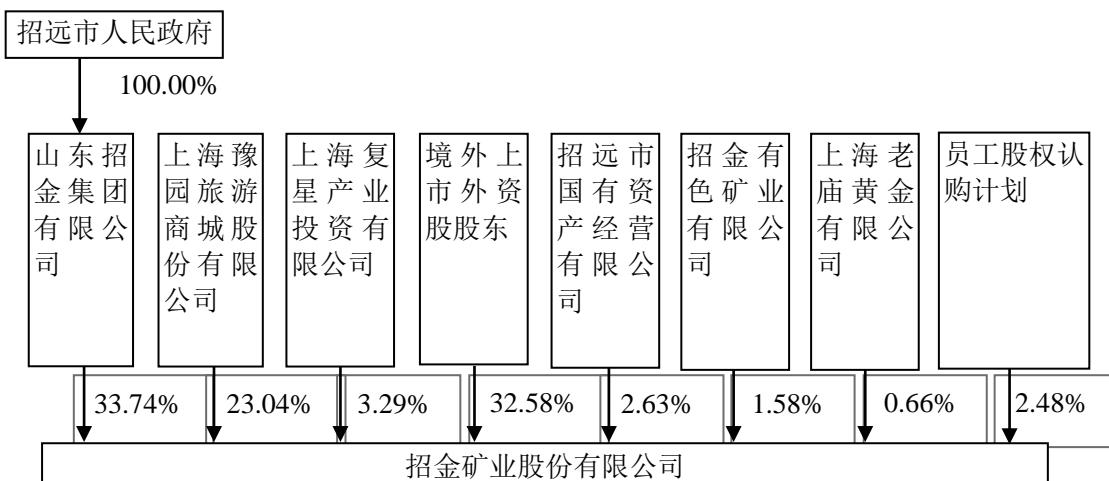
总体来看，虽然 2018 年招金集团面临一定的

短期偿债压力，但作为中国大型黄金生产企业集团之一，招金集团资源储量丰富，业务运营良好，规模优势明显，综合实力极强，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够为本次债券本息的偿还提供有力保障。

结 论

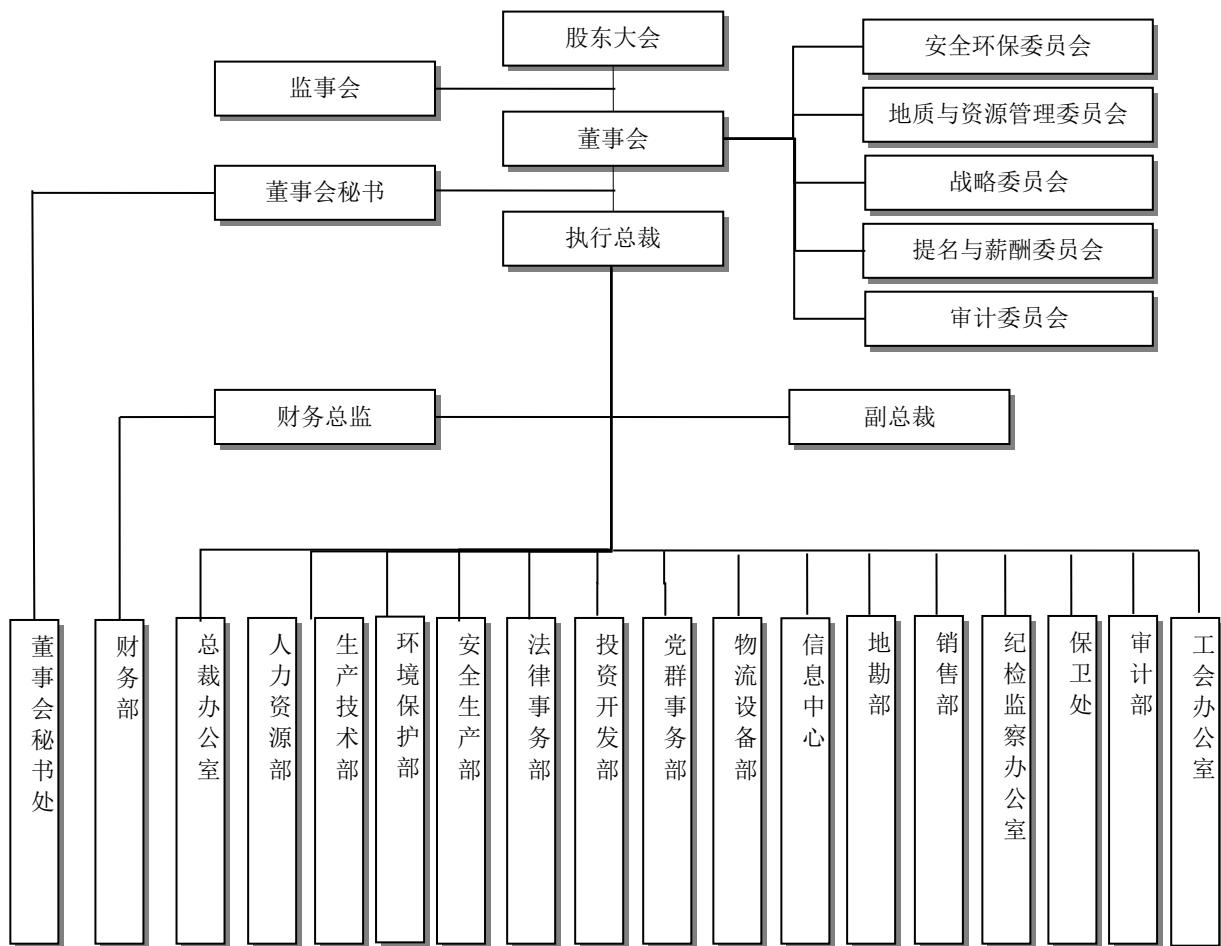
综上，中诚信证评维持招金矿业主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“2014 年招金矿业股份有限公司公司债券”的信用等级为 **AAA**。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：招金矿业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：招金矿业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	175,830.23	212,499.16	149,605.47	417,191.20
应收账款净额	27,016.71	4,576.91	10,520.87	16,105.14
存货净额	363,059.88	356,458.41	419,055.59	414,807.04
流动资产	761,037.81	805,434.46	898,632.75	1,205,204.37
长期投资	43,561.29	44,120.12	85,054.02	89,871.56
固定资产合计	1,298,258.18	1,363,835.73	1,422,946.74	1,446,738.96
总资产	3,286,126.79	3,372,538.05	3,578,207.08	3,924,985.36
短期债务	1,214,867.52	1,050,035.73	821,870.49	918,478.39
长期债务	203,280.68	241,430.22	633,532.72	834,323.92
总债务 (短期债务+长期债务)	1,418,148.19	1,291,465.95	1,455,403.21	1,752,802.31
总负债	1,879,547.57	1,702,297.44	1,903,740.60	2,204,466.31
所有者权益 (含少数股东权益)	1,406,579.22	1,670,240.61	1,674,466.48	1,720,519.05
营业总收入	689,639.85	697,754.90	752,455.22	145,594.49
三费前利润	268,818.13	262,420.69	248,311.04	57,864.87
投资收益	-16,871.89	3,823.86	3,209.76	1,391.24
净利润	42,422.18	75,202.93	57,490.38	13,329.55
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	211,096.94	224,500.12	226,528.90	-
经营活动产生现金净流量	186,334.71	106,736.39	170,633.50	30,989.11
投资活动产生现金净流量	-245,541.28	-103,010.33	-302,984.38	-34,449.91
筹资活动产生现金净流量	-1,971.13	41,162.48	59,465.74	271,046.53
现金及现金等价物净增加额	-59,525.24	40,921.83	-70,387.03	267,585.73
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率 (%)	41.83	40.87	36.10	42.80
所有者权益收益率 (%)	3.02	4.50	3.43	3.10*
EBITDA/营业总收入 (%)	30.61	32.17	30.11	-
速动比率 (X)	0.25	0.33	0.41	0.71
经营活动净现金/总债务 (X)	0.13	0.08	0.12	0.07*
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.15	0.10	0.21	0.13*
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.10	2.00	2.78	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.52	4.21	3.68	-
总债务/EBITDA (X)	6.72	5.75	6.42	-
资产负债率 (%)	57.20	50.48	53.20	56.16
总资本化比率 (%)	50.20	43.61	46.50	50.46
长期资本化比率 (%)	12.63	12.63	27.45	32.66

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；

3、2019年一季报中，公司将一季度新增的17.00亿元人民币超短期融资券放入“应付债券”中，在计算长短期债务的时候，将其从“应付债券”调至短期债务中。

附四：山东招金集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	324,630.96	378,580.35	265,176.80	587,325.60
应收账款净额	64,745.40	34,772.08	29,925.09	52,509.48
存货净额	843,691.70	666,101.50	816,390.85	867,356.34
流动资产	1,841,707.58	1,699,811.34	1,705,160.17	2,451,956.58
长期投资	148,238.90	131,661.94	358,544.18	366,053.91
固定资产合计	1,524,674.28	1,542,458.16	1,667,064.69	1,743,020.17
总资产	4,852,381.91	4,893,577.15	5,028,250.03	5,904,549.20
短期债务	2,142,130.92	1,941,486.41	1,617,845.94	1,946,198.23
长期债务	242,053.15	320,856.30	855,921.76	1,159,516.35
总债务 (短期债务+长期债务)	2,384,184.07	2,262,342.71	2,473,767.70	3,105,714.57
总负债	3,242,777.29	3,062,303.89	3,193,371.43	3,972,245.98
所有者权益 (含少数股东权益)	1,609,604.62	1,831,273.25	1,834,878.60	1,932,303.22
营业总收入	4,416,602.90	3,616,652.95	3,706,066.63	1,062,493.78
三费前利润	340,920.35	313,212.11	294,214.85	84,927.33
投资收益	-19,948.39	10,572.24	24,399.84	6,949.66
净利润	37,364.98	63,321.75	50,251.45	9,763.36
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	266,159.30	259,722.58	280,209.90	-
经营活动产生现金净流量	225,621.91	284,895.96	97,509.34	6,494.36
投资活动产生现金净流量	-395,703.07	-188,310.20	-537,583.81	-373,793.05
筹资活动产生现金净流量	111,742.09	-13,773.06	330,626.21	689,447.50
现金及现金等价物净增加额	-58,639.25	79,061.04	-107,614.61	322,148.81
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率 (%)	8.31	9.39	8.67	8.52
所有者权益收益率 (%)	2.32	3.46	2.74	2.02*
EBITDA/营业总收入 (%)	6.03	7.18	7.56	-
速动比率 (X)	0.34	0.39	0.40	0.58
经营活动净现金/总债务 (X)	0.09	0.13	0.04	0.01*
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.11	0.15	0.06	0.01*
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.31	3.76	0.94	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.72	3.43	2.71	-
总债务/EBITDA (X)	8.96	8.71	8.83	-
资产负债率 (%)	66.83	62.58	63.51	67.27
总资本化比率 (%)	59.70	55.27	57.41	61.65
长期资本化比率 (%)	13.07	14.91	31.81	37.50

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*指标已经过年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业收入

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）

附六：信用等级的符号及定义

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪802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为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(2019)

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	2018/06/20		
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	2018/06/20		
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 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	2018/06/20		
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

基本观点

2018 年, 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, 得益于黄金产品产销量的增长, 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、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。

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 2018 年末公司黄金资源量为 1,231.61 吨, 可采储量为 511.24 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。2018 年公司整体经营状况良好, 矿产金产量小幅增长, 公司实现营业收入 75.25 亿元, 同比增长 7.84%, 整体收入规模持续增长。
- 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, 公司营业毛利率仍保持较高水平。2018 年, 公司营业毛利率为 36.10%, 显示出很强的初始获



概况数据

招金矿业	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	140.66	167.02	167.45	172.05
总资产(亿元)	328.61	337.25	357.82	392.50
总债务(亿元)	141.81	129.15	145.54	175.28
营业总收入(亿元)	68.96	69.78	75.25	14.56
营业毛利率(%)	41.83	40.87	36.10	42.80
EBITDA(亿元)	21.11	22.45	22.65	-
所有者权益收益率(%)	3.02	4.50	3.43	3.10
资产负债率(%)	57.20	50.48	53.20	56.16
总债务/EBITDA(X)	6.72	5.75	6.42	-
EBITDA利息倍数(X)	3.52	4.21	3.68	-

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、2019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@ccxr.com.cn
 田 塔 ctian@ccxr.com.cn
 Tel: (021) 60330988
 Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2019年6月25日

利能力。

- 融资渠道畅通。公司拥有较好的银企关系,截至2019年3月末,公司共获得各银行授信额度234.08亿元,其中未使用授信余额167.60亿元;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市场发行债券,融资渠道多元化。

关注

- 公司盈利能力受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。
- 面临一定的短期偿债压力。截至2019年3月末,公司短期债务为91.85亿元,长期债务83.43亿元,长短期债务比为1.10倍。公司短期债务规模较大,面临一定的短期偿债压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业关注

2018年黄金供需两旺，官方储备需求及金条和金币需求的回升导致全球黄金消费需求小幅增长；澳大利亚、俄罗斯等国矿产金产量的提升和全球再生金产量的上升导致全球黄金总供给亦小幅增长

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。在各国央行创半个世纪以来最大购买量以及因股市波动、货币疲软和地缘政治不确定性等导致金条与金币投资需求增长的推动下，2018年全球黄金实物消费需求量为4,345.0吨，同比增长4.5%。

金饰制造需求方面，2018年全球金饰需求为2,200.0吨，较2017年下降约0.9吨。其中，中国、美国全年金饰需求分别为672.5吨和128.4吨，较上年同期增长约3.0%和4.0%；印度的金饰需求小幅下降至598.0吨，较上年同期下降0.7%。中东地区金饰需求普遍疲软，较2017年下降约15.0%，其中伊朗市场需求跌至29.5吨，创纪录新低。

投资需求方面，2018年全球黄金投资需求总量1,159.1吨，同比下降7.4%。其中，金条和金币需求总量为1,090.2吨，同比增长4.3%；黄金ETF及类似产品的金融投资需求大跌66.6%至68.9吨。2018年，欧洲上市基金全年增持96.8吨，推动了该细分市场的增长。在普遍存在的区域政治不确定性和主权债及高评级企业债券负收益的综合影响下，欧洲上市基金的投资需求得到有效支撑，欧洲成为2018年唯一实现黄金ETF净流入的地区。截至2018年末，北美和欧洲上市基金的黄金ETF持有量约占全球的50.0%和45.0%。

工业需求方面，2018年全球工业用金需求小幅增长至334.7吨，其中电子领域用金268.3吨，同比增加1.0%，牙科领域用金15.4吨，同比下滑5.5%，其他行业用金51.0吨，同比增加0.6%。整体来看，2018年，高端消费电子产品和汽车电气化的需求增长推高了黄金需求。

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

产。全年地缘政治和经济的不确定性日益加剧，促使中央银行实现储备多元化，并将注意力重新集中投资在具有安全和流动性的主要目标资产上。2018年，俄罗斯继续为增储主力，其凭借增持黄金储备273.3吨而超越中国成为全球第五大黄金储备国；同时，新兴经济体央行黄金储备占外汇储备总体比重偏低，亦是世界黄金储备增持的主力，其中土耳其和哈萨克斯坦分别增储黄金51.5吨和50.6吨，全年世界各国官方黄金购买量651.5吨，同比增长73.82%。

表1：截至2018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	74.8
2	德国	3,369.7	70.1
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	66.3
5	法国	2,436.0	60.2
6	俄罗斯	2,113.0	18.5
7	中国	1,852.5	2.4
8	瑞士	1,040.0	5.4
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	65.6

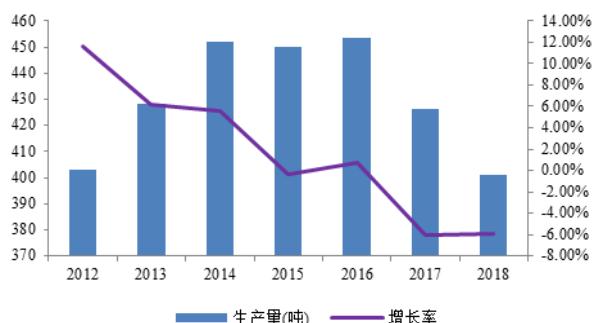
资料来源：世界黄金协会（World Gold Council），中诚信证评整理

从供给情况来看，世界黄金协会统计的数据显示，2018年全球黄金总供应量较2017年增长1.0%至4,490.2吨。矿产金方面，在中国、印尼、南非、秘鲁等主要生产国受限于结构性改革而矿产金产量下降的同时，澳大利亚、俄罗斯、巴布亚新几内亚和加拿大等国矿产金产量明显增长，2018年全球矿产金产量为3,346.9吨，同比小幅上升0.9%。再生金方面，2017年以来黄金回收活动回归正常水平，2018年全球再生金产量为1,172.6吨，同比增长1.4%。此外，2018年是连续第二年出现少量生产商净套保解除，生产商净套保解除总量从2017年的27.9吨上升至2018年的29.4吨。截至2018年末，全球套保总量约为195.0吨，同比减少13.0%，延续了整体下行趋势。

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。中国黄金协会最新的统计数据显示，2018年我国黄金实际消费

量 1,151.43 吨, 与去年同期相比增长 5.73%。其中, 黄金首饰 736.29 吨, 同比增长 5.71%; 金条 285.20 吨, 同比增长 3.19%; 金币 24.00 吨, 同比下降 7.69%; 工业及其他用金 105.94 吨, 同比增长 17.48%。供应方面, 2018 年我国累计生产黄金 401.12 吨, 同比下降 5.87%。其中, 黄金矿产金完成 345.97 吨, 有色副产金完成 55.15 吨, 另有国外进口原料产金 112.78 吨, 同比增长 23.47%, 全国累计生产黄金(含进口量) 513.90 吨, 同比下降 0.69%, 我国黄金产量已连续 12 年保持世界第一。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、紫金矿业集团股份有限公司、山东黄金集团有限公司和山东招金集团有限公司等十二家大型黄金生产企业。2018 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 55.08% 和 44.55%。

图 1: 2012~2018 年中国黄金产量及增速



资料来源: 中国黄金协会, 中诚信证评整理

受地缘政治风险和政策不确定性影响, 2018 年黄金价格整体呈“V 型”走势, 随着全球经济增长放缓, 地缘政治的不确定性增加等, 短期内黄金价格可能延续震荡上行的格局

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。

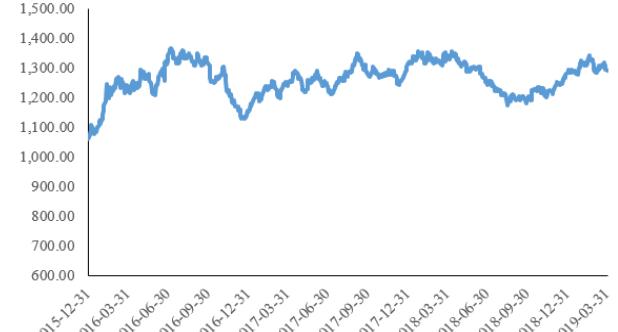
2018 年初, COMEX 黄金期货价格延续震荡上升趋势, 并在 2018 年 1 月 25 日刷新高点。在美元疲软、美国债务上限危机临近及中美贸易摩擦等因素的推动下, 国际黄金期货主力合约收盘价于 4 月一度冲高至 1,369.40 美元/盎司; 此后受美元走强及

美联储再度加息等因素影响, 国际金价开始冲高回落。直到 8 月 16 日, COMEX 黄金期货收盘价跌至 1,176.30 美元/盎司, 随后黄金期货价格逐渐企稳反弹, 伴随美股的大幅波动、11 月以来原油价格的调整, 通胀预期减弱之后的黄金价格同时调整, 市场避险情绪升温, 截至 2018 年 12 月 31 日, 金价 COMEX 黄金期货收盘价成功站上 1,284.70 美元/盎司。

2018 年国内金价受美元指数影响整体呈先抑后扬的趋势, 全年最高上探至 288.00 元/克, 最低下行至 263.00 元/克, 年底收于 284.00 元/克, 全年均价为 271.00 元/克, 同比下跌 1.50%。2019 年 1 季度, 国际黄金价格整体震荡上扬, 中美贸易冲突、印度巴基斯坦边界冲突、世界经济增长放缓、美联储 2019 年暂缓加息等事件引发国际市场避险投资需求变化, 截至 2019 年 3 月 29 日, 金价 COMEX 黄金期货收盘价为 1,297.0 美元/盎司。

图 2: 2016.1~2019.3 COMEX 黄金期货价格趋势图

单位: 美元/盎司



资料来源: Choice, 中诚信证评整理

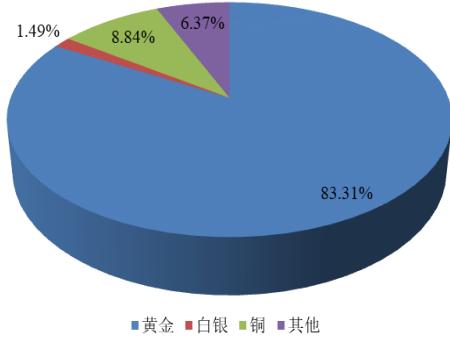
业务运营

公司主要从事勘探、开采、选矿、冶炼及销售黄金以及其他金属产品, 是专业生产黄金的大型综合性矿业公司, 主要产品是黄金, 副产品有白银和铜。2018 年公司实现营业收入 75.25 亿元, 同比增长 7.84%。

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。2018 年公司黄金销售收入 62.69 亿元, 同比增长 5.31%, 占营业收入的比重为 83.31%。除黄金销售外, 公司白银和铜销售收入对公司营业收入亦形成一定补充。2018 年

公司白银和铜合计销售收入为 7.77 亿元，占营业收入的比重为 10.33%。

图 3：公司 2018 年营业收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年，公司继续推进对现有矿山的勘探并加大对对外收购矿山力度，黄金矿产资源量继续保持行业领先地位

公司系国内大型黄金生产企业之一，黄金资源储量丰富。截至 2018 年末，公司拥有探矿权 33 个，探矿权面积 483.02 平方公里；拥有采矿权 39 个，采矿权面积 156.81 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 2018 年末，公司黄金矿产资源量 1,231.61 吨，同比减少 1.61%，黄金可采储量 511.24 吨，同比减少 3.20%。

受环保趋严影响，各地发文要求对位于自然保护区内的部分矿业权予以注销。由于公司部分探矿权和采矿权所在区域被划入保护区，相应矿业权被陆续注销，2018 年以来公司探矿权和采矿权数量减少，相应的探矿权面积和采矿权面积亦下降，中诚信证评将持续关注此事项的后续进展。

表 2：2016~2018 年公司黄金资源量变动情况

项目	2016	2017	2018
探矿权 (个)	44	42	33
探矿权面积 (平方公里)	681.48	629.16	483.02
采矿权 (个)	40	40	39
采矿权面积 (平方公里)	162.11	162.20	156.81
黄金矿产资源量 (吨)	1,235.52	1,251.77	1,231.61
黄金可采储量 (吨)	548.82	528.14	511.24

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都采用 JORC 口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3：截至 2018 年末公司主要矿山情况

矿山	招远境内			
	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	111.99	67.25	2.77
河东金矿	100.00	16.61	5.68	3.77
大尹格庄金矿	100.00	236.73	127.31	2.35
金翅岭金矿	100.00	7.67	2.54	5.32
金亭岭矿业	100.00	20.37	5.56	3.27
蚕庄金矿	100.00	32.10	8.16	2.76
大秦家矿业	90.00	1.88	1.01	3.62
纪山矿业	95.00	3.08	1.05	2.88
埠内合计	-	430.43	218.57	2.55
矿山	招远境外			
	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	13.14	3.70	3.86
岷县天昊	100.00	7.85	6.88	2.35
招金昆仑	100.00	1.35	0.62	4.47
丰宁金龙	52.00	11.63	6.27	3.41
早子沟金矿	52.00	57.30	23.15	4.59
鑫源矿业	100.00	0.04	0.00	0.00
两当招金	70.00	20.71	2.59	2.31
招金白云	55.00	42.95	3.51	2.86
青河矿业	95.00	27.15	18.36	4.71
龙鑫矿业	100.00	12.29	5.79	4.80
甘肃鑫瑞	51.00	20.80	6.62	2.28
肃北金鹰	51.00	11.07	0.87	4.56
圆通矿业	70.00	4.21	1.12	4.76
瑞海矿业	63.86	562.37	212.21	4.42
招金正元	80.00	3.19	0.34	5.24
金王矿业	60.00	5.14	0.64	3.09
埠外合计	-	801.19	292.67	4.18

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都采用 JORC 口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

资源获取方面，公司主要通过对外收购矿山和提高现有矿山周边及深部找矿力度两种方式增加黄金储备，以保证矿产金生产的原料供应。2018 年公司共完成地质探矿投资 1.05 亿元，新增金金属量 52.12 吨。2018 年，公司黄金勘探钻孔 518 个，完成坑探进尺 28,215.22 米，完成钻探进尺 135,050.53 米；铜勘探钻孔 11 个，完成坑探进尺 2,242.2 米，完成钻探进尺 1,352.12 米。对外收购方面，2018 年公司通过收购，新增采矿权面积 2.66 平方公里。2018 年，公司三处金矿因被划入保护区而注销相应

的采矿权，但公司通过收购，新增了两处采矿权，期末黄金矿产资源量较上年末波动不大。未来，公司将继续以新疆、甘肃、内蒙古和陕西地区为重点择优进行矿山收购，并选取资源丰富、政局稳定、与中国关系友好的国家或地区作为海外矿业开发方向；与此同时，公司将进一步重点实施攻深找盲探矿和空白区地质科研探矿，加大探矿资金投入，预计未来资源储量将有所增长。

表 4：2016~2018 年公司黄金资源获取情况

指标	2016	2017	2018
收购探矿权面积	48.91	-	-
收购采矿权面积	0.52	-	2.66
收购黄金资源储量	1.93	-	-
探矿新增黄金资源储量	61.45	60.54	52.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年受益于外购金及副产金产量的增长，公司黄金总产量小幅上升；但受黄金平均售价下降且克金综合成本上升影响，公司获利空间有所下降

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，2018 年公司完成基建技改投资 5.36 亿元，实施建设项目 56 项，其中，十大重点项目稳步推进，夏甸金矿、大尹格庄金矿深部开拓工程、圆通矿业系统优化工程、瑞海矿业采选建设工程等重点项目进展顺利，省级制造业创新中心也顺利获批；全年实施科技创新项目 43 项，完成科研投资 1.18 亿元，浸锑系统改造、选硫指针优化、氧化破氰工艺等取得显著成效；细尾矿胶结充填工艺系统优化取得良好效果，开辟了行业尾矿零排放的新途径。截至 2018 年末，公司矿山采矿生产能力为 2.15 万吨/日，选矿能力为 2.27 万吨/日。

产量方面，2018 年公司实现黄金总产量 34.17 吨，同比增长 1.28%，副产品白银产量和铜产量（含量铜）分别为 22.00 吨和 16,422.82 吨，分别同比下降 47.62% 和 10.87%。黄金总产量中，矿产金为 20.83 吨，同比增长 2.63%，矿产金自给率（矿产金/黄金总产量）达 60.96%，保持了较高的自给率水平；加工金为 13.34 吨，同比减少 0.76%。

表 5：公司 2016~2018 年主要产品产量情况

项目	2016	2017	2018
矿产金	20.38	20.30	20.83
其中：自产金	18.67	18.52	18.34
外购金及副产金	1.71	1.78	2.50
加工金	15.71	13.44	13.34
黄金产量合计	36.09	33.74	34.17
白银产量	35.16	42.00	22.00
铜产量	11,742.40	18,425.18	16,422.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产成本方面，2018 年，受人工成本增加、开采深度增加、品位下降等因素影响，公司克金综合成本为 154.77 元，同比增长 9.96%。

表 6：2016~2018 年公司克金综合成本及增长率

项目	2016	2017	2018
克金综合成本	138.35	140.75	154.77
同比增减	2.54	1.73	9.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司主要提供「9999 金」及「9995 金」两种成色的「招金」牌金锭等黄金产品，主要通过上海黄金交易所交易和交割。2018 年国际金价呈“V 型”波动，全年公司黄金平均售价为 271.21 元/克，同比下降 1.84%。受黄金平均售价下降且克金综合成本上升影响，公司获利空间有所下降，2018 年公司三费前利润为 24.83 亿元，同比下降 5.38%。

表 7：公司 2016~2018 年黄金销售均价及增长率

项目	2016	2017	2018
平均售价	261.61	276.29	271.21
同比增减	9.15	5.61	-1.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

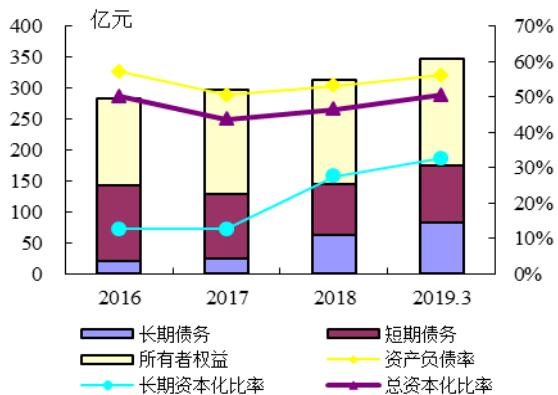
财务分析

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 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 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，公司资产规模不断上升。截至2018年末，公司总资产为357.82亿元，同比增长6.10%。业务规模的扩张也推升了公司的资金需求和债务规模，2018年末公司总负债为190.37亿元，同比增长11.83%。得益于盈余的积累，在少数股东权益减少0.55亿元的情况下，2018年末公司所有者权益仍同比增长0.25%至167.45亿元。财务杠杆方面，截至2018年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为53.20%和46.50%，分别较上年上升2.73和2.89个百分点，但仍处于适中水平。随着业务规模的扩张，截至2019年3月末，公司总资产和总负债分别增至392.50亿元和220.45亿元；资产负债率和总资本化比率分别进一步上升至56.16%和50.46%。

图4：2016-2019.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2018年末，公司非流动资产267.96亿元，占总资产的比重为74.89%。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2018年末上述三项分别为112.14亿元、86.36亿元和30.15亿元，占非流动资产的比重分别为41.85%、32.23%和11.25%。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，无形资产主要系矿权及土地使用权，均基本与上年末持平；在建工程主要系在建房屋建筑物及采矿设备，随着公司加大技改项目及新建项目的投入力度，公司在建工程规模较2017

年末增长28.03%。此外，2018年末公司长期股权投资为8.51亿元，同比增长111.13%，主要系合营及联营企业增加所致。

流动资产方面，截至2018年末，公司流动资产为89.86亿元，主要由14.96亿元货币资金、41.91亿元存货及20.22亿元其他流动资产构成，占流动资产的比重分别为16.65%、46.63%和22.51%。其中，货币资金因银行存款减少而同比减少29.60%；存货主要因期末在产品和原材料增加而同比增长17.56%；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账款、发放贷款增加等影响而同比增长64.28%。截至2019年3月末，公司流动资产和非流动资产分别为120.52亿元和271.98亿元，占总资产的比重分别为30.71%和69.29%。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至2018年末，公司流动负债为118.04亿元，占负债总额比重为62.00%，主要由72.38亿元短期借款、14.53亿元其他应付款及21.30亿元其他流动负债构成，三者合计占流动负债的比重为91.67%。其中，公司短期借款同比减少16.92%，主要系部分银行借款到期归还所致；其他应付款同比增长7.70%，主要系往来借款增加所致；其他流动负债同比增长75.26%，主要系期末成员单位存放于招金财务公司的存款增加所致。截至2018年末，公司非流动负债主要由2.37亿元长期借款和60.99亿元应付债券构成，二者合计占非流动负债的比重为87.58%。其中，长期借款同比减少61.79%，主要系部分借款一年内到期所致；应付债券同比增长239.77%，主要系公司2018年发行了规模为37.50亿元的公司债券和规模为10.00亿元的中票所致。截至2019年3月末，公司流动负债和非流动负债金额分别为110.88亿元和109.57亿元。

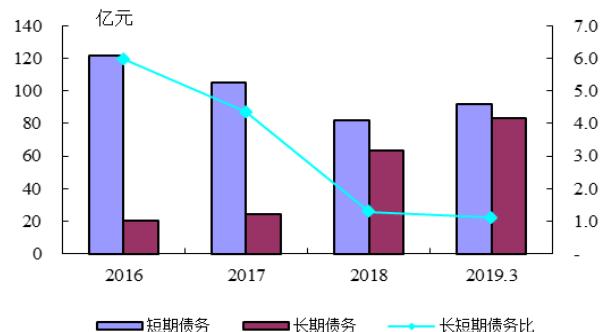
表8：2018年末黄金行业公司资本结构比较

公司	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)
中金黄金	380.53	187.27	49.21
山东黄金	449.46	215.69	47.99
紫金矿业	1,128.79	656.06	58.12
招金矿业	357.82	190.37	53.20

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, 2018 年末公司总债务 145.54 亿元, 较上年增长 12.69%, 其中, 短期债务和长期债务分别为 82.19 亿元和 63.35 亿元; 长短期债务比下降至 1.30 倍。2019 年 3 月末, 公司短期债务和长期债务分别为 91.85 亿元和 83.43 亿元, 长短期债务比进一步降至 1.10 倍。公司近年来债务结构有所优化, 但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, 未来仍然面临一定的偿债压力。

图 5: 2016~2019.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

表 9: 2016~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况

产品	2016		2017		2018		单位: 亿元、%
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	
黄金	58.28	46.80	59.53	43.76	62.69	39.64	
白银	2.79	33.22	0.62	50.92	1.12	43.75	
铜	4.87	9.44	6.04	33.94	6.65	25.56	
其他	3.03	6.30	3.59	2.69	4.79	2.71	
合计	68.96	41.83	69.78	40.87	75.25	36.10	

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2018 年财务费用同比下降 17.78% 至 3.88 亿元, 主要系汇兑收益增加所致; 销售费用和管理费用分别同比增长 24.06% 和 8.23% 至 0.56 亿元和 9.06 亿元, 主要系运输费、黄金交易费等增加所致。2018 年公司期间费用合计为 13.49 亿元, 同比下降 0.32%, 占营业收入的比重为 17.93%, 较上年下降 1.47 个百分点。2019 年 1~3 月公司期间费用金额及其占营业收入比重分别为 4.30 亿元和 29.52%。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。

总体而言, 随着业务规模的扩张, 2018 年公司资产、负债规模均较快增长, 资产负债率和总资本化比率也有所上升; 公司债务期限结构虽有所优化, 但总债务规模进一步上升, 未来仍然面临一定的偿债压力。

盈利能力

2018 年, 得益于黄金产品产销量的增长, 公司实现营业收入 75.25 亿元, 同比增长 7.84%; 受黄金平均售价下降及克金综合成本上升影响, 公司营业毛利率为 36.10%, 同比下降 4.77 个百分点, 仍处于较好水平。2019 年 1~3 月, 公司营业收入为 14.56 亿元, 营业毛利率为 42.80%。

表 10: 2016~2019.Q1 公司期间费用变化

	2016	2017	2018	2019.1~3	单位: 亿元、%
销售费用	0.72	0.45	0.56	0.14	
管理费用	9.90	8.37	9.06	2.30	
财务费用	3.30	4.72	3.88	1.86	
期间费用合计	13.91	13.54	13.49	4.30	
营业收入	68.96	69.78	75.25	14.56	
期间费用收入占比	20.18	19.40	17.93	29.52	

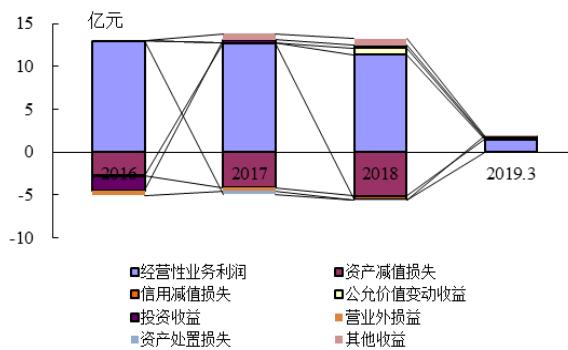
注: 上述管理费用中包含研发费用。

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额看, 2018 年公司利润总额为 7.56 亿元, 同比减少 14.68%, 其中经营性业务利润为 11.34 亿元, 同比下降 10.77%, 主要系营业毛利率

下降所致；受计提无形资产减值损失增加及存货跌价损失转回等因素的影响，当年资产减值损失增至5.12亿元。此外，公司取得0.81亿元公允价值变动收益和0.75亿元其他收益，也对公司利润总额形成一定补充。其中，公允价值变动收益主要为交易性权益工具投资的公允价值变动收益；其他收益主要为政府补助。2019年1~3月，公司利润总额为1.93亿元，其中经营性业务利润为1.49亿元。

图 6：2016~2019.Q1 公司利润总额分析



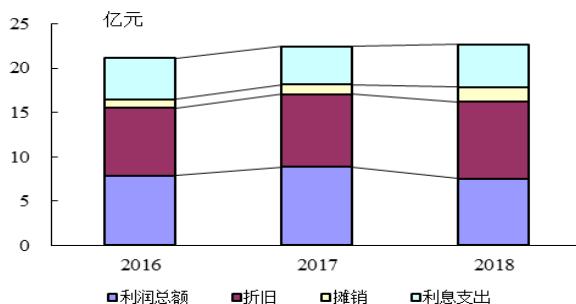
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于黄金产品产销量的增长，公司2018年营业总收入继续增长，但受黄金平均售价下降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。2018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。2018年公司利息支出同比增长11.10%至4.77亿元，折旧同比增长5.13%至8.62亿元，利润总额同比减少14.68%至7.56亿元，公司EBITDA为22.65亿元，同比增长0.90%。

图 7：2016~2018年公司EBITDA构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2018年公司经营活动净现金流同比增长59.86%至17.06亿元，主要系招金财务公司发放贷款收回以及吸收存款增加所致。2018年公司投资活动现金流净额从2017年的-10.30亿元下降至-30.30亿元，主要系2018年收回投资所收到的现金减少，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金等均增长所致。筹资性现金流方面，2018年公司取得借款所收到的现金大幅增长，当年筹资活动现金流净额为5.95亿元。

从偿债指标看，2018年公司EBITDA和经营活动净现金流对债务本息可形成较好的保障。2018年公司总债务/EBITDA和经营活动净现金流/总债务分别为6.42倍和0.12倍，分别同比增长0.67倍和0.04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3.68倍和2.78倍，分别同比下降0.52倍和增长0.78倍。

表 11：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.3
短期债务（亿元）	121.49	105.00	82.19	91.85
总债务（亿元）	141.81	129.15	145.54	175.28
EBITDA（亿元）	21.11	22.45	22.65	-
经营活动净现金流（亿元）	18.63	10.67	17.06	3.10
资产负债率（%）	57.20	50.48	53.20	56.16
总资本化比率（%）	50.20	43.61	46.50	50.46
总债务/EBITDA（X）	6.72	5.75	6.42	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.13	0.08	0.12	0.07*
EBITDA利息倍数（X）	3.52	4.21	3.68	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	3.10	2.00	2.78	-

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2019年3月末，公司获得各银行授信总额234.08亿元，其中未使用授信余额167.60亿元，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市场发行债券，融资渠道多元化。

受限资产方面，截至2018年末，公司所有权受限资产3.53亿元，占净资产的比重为2.11%，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等。

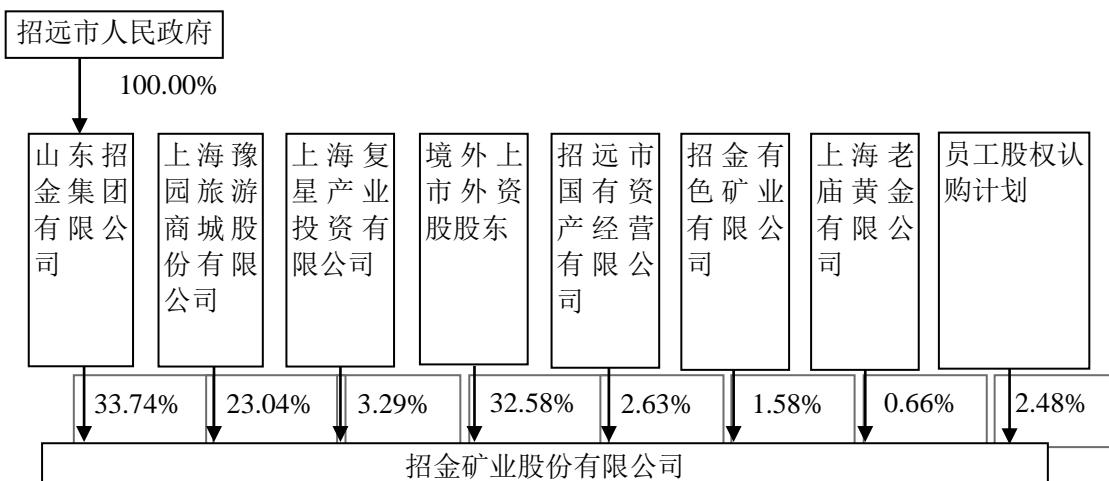
或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保，无重大未决诉讼事项，或有负债风险可控。

总体来看，作为国内大型的黄金生产企业之一，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，公司整体盈利能力和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、资本支出压力等对公司运营产生的影响。

结 论

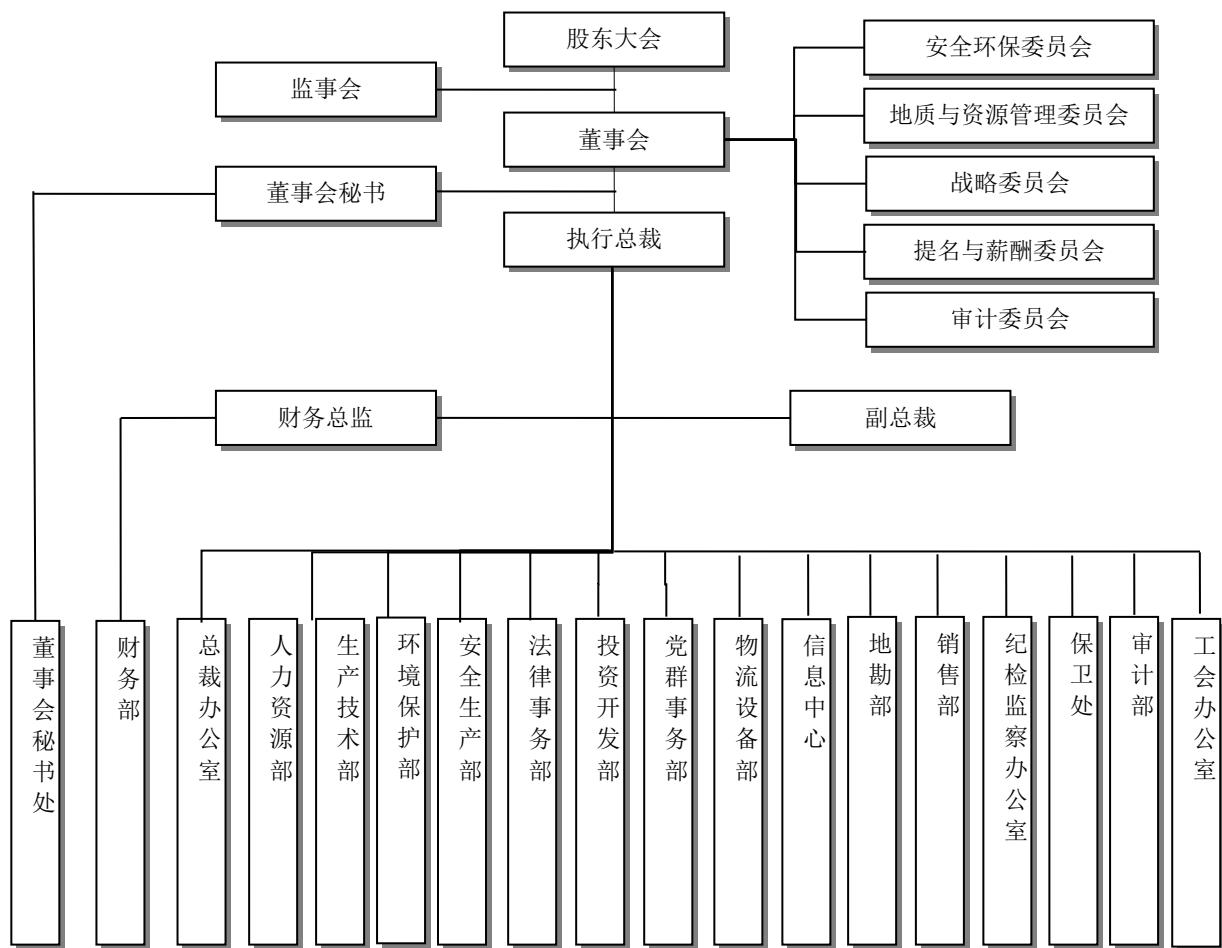
综上，中诚信证评维持招金矿业主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“招金矿业股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，维持“招金矿业股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**，维持“招金矿业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：招金矿业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：招金矿业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	175,830.23	212,499.16	149,605.47	417,191.20
应收账款净额	27,016.71	4,576.91	10,520.87	16,105.14
存货净额	363,059.88	356,458.41	419,055.59	414,807.04
流动资产	761,037.81	805,434.46	898,632.75	1,205,204.37
长期投资	43,561.29	44,120.12	85,054.02	89,871.56
固定资产合计	1,298,258.18	1,363,835.73	1,422,946.74	1,446,738.96
总资产	3,286,126.79	3,372,538.05	3,578,207.08	3,924,985.36
短期债务	1,214,867.52	1,050,035.73	821,870.49	918,478.39
长期债务	203,280.68	241,430.22	633,532.72	834,323.92
总债务 (短期债务+长期债务)	1,418,148.19	1,291,465.95	1,455,403.21	1,752,802.31
总负债	1,879,547.57	1,702,297.44	1,903,740.60	2,204,466.31
所有者权益 (含少数股东权益)	1,406,579.22	1,670,240.61	1,674,466.48	1,720,519.05
营业总收入	689,639.85	697,754.90	752,455.22	145,594.49
三费前利润	268,818.13	262,420.69	248,311.04	57,864.87
投资收益	-16,871.89	3,823.86	3,209.76	1,391.24
净利润	42,422.18	75,202.93	57,490.38	13,329.55
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	211,096.94	224,500.12	226,528.90	-
经营活动产生现金净流量	186,334.71	106,736.39	170,633.50	30,989.11
投资活动产生现金净流量	-245,541.28	-103,010.33	-302,984.38	-34,449.91
筹资活动产生现金净流量	-1,971.13	41,162.48	59,465.74	271,046.53
现金及现金等价物净增加额	-59,525.24	40,921.83	-70,387.03	267,585.73
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率 (%)	41.83	40.87	36.10	42.80
所有者权益收益率 (%)	3.02	4.50	3.43	3.10*
EBITDA/营业总收入 (%)	30.61	32.17	30.11	-
速动比率 (X)	0.25	0.33	0.41	0.71
经营活动净现金/总债务 (X)	0.13	0.08	0.12	0.07*
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.15	0.10	0.21	0.13*
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.10	2.00	2.78	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.52	4.21	3.68	-
总债务/EBITDA (X)	6.72	5.75	6.42	-
资产负债率 (%)	57.20	50.48	53.20	56.16
总资本化比率 (%)	50.20	43.61	46.50	50.46
长期资本化比率 (%)	12.63	12.63	27.45	32.66

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；

3、2019年一季报中，公司将一季度新增的17.00亿元人民币超短期融资券放入“应付债券”中，在计算长短期债务的时候，将其从“应付债券”调至短期债务中。

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

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪803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2018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（第三期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司上述债券信用等级为AAA，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月二十五日

招金矿业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券(第二期、第三期)
 跟踪评级报告(2019)

债券名称	招金矿业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券(第二期)		
发行主体	招金矿业股份有限公司		
债券简称	18 招金 02		
债券代码	143408		
发行规模	人民币 13.00 亿元		
债券期限	(3+2) 年: 2018/08/10-2023/08/10		
上次评级时间	2018/08/01		
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(第三期)		
发行主体	招金矿业股份有限公司		
债券简称	18 招金 03		
债券代码	143593		
发行规模	人民币 7.00 亿元		
债券期限	3 年期: 2018/08/27-2021/08/27		
上次评级时间	2018/08/13		
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

概况数据

招金矿业	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	140.66	167.02	167.45	172.05
总资产(亿元)	328.61	337.25	357.82	392.50
总债务(亿元)	141.81	129.15	145.54	175.28
营业总收入(亿元)	68.96	69.78	75.25	14.56
营业毛利率(%)	41.83	40.87	36.10	42.80
EBITDA(亿元)	21.11	22.45	22.65	-
所有者权益收益率(%)	3.02	4.50	3.43	3.10
资产负债率(%)	57.20	50.48	53.20	56.16
总债务/EBITDA(X)	6.72	5.75	6.42	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.52	4.21	3.68	-

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、2019 年一季度所有者权益收益率指标经过年化处理。

基本观点

2018 年, 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, 得益于黄金产品产销量的增长, 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、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为 AAA, 评级展望稳定; 维持“招金矿业股份有限公司 2018 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(第三期)”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 2018 年末公司黄金资源量为 1,231.61 吨, 可采储量为 511.24 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。2018 年公司整体经营状况良好, 矿产金产量小幅增长, 公司实现营业收入 75.25 亿元, 同比增长 7.84%, 整体收入规模持续增长。
- 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, 公司营业毛利率仍保持较高水平。2018 年, 公司营业毛利率为 36.10%, 显示出很强的初始盈利能力。



分析师

侯一甲

yjhou@ccxr.com.cn

田 聪

ctian@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月25日



➤ 融资渠道畅通。公司拥有较好的银企关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度 234.08 亿元，其中未使用授信余额 167.60 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市场发行债券，融资渠道多元化。

关注

➤ 公司盈利能力受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。

➤ 面临一定的短期偿债压力。截至 2019 年 3 月末，公司短期债务为 91.85 亿元，长期债务 83.43 亿元，长短期债务比为 1.10 倍。公司短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金专项说明

招金矿业于 2018 年 08 月 09 日完成“招金矿业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券(第二期)”的发行,债券简称“18 招金 02”,债券代码“143408”,发行规模为人民币 13.00 亿元,票面利率 4.19%,债券期限为 5 年,2023 年 08 月 10 日到期全额兑付。

招金矿业于 2018 年 08 月 24 日完成“招金矿业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券(第三期)”的发行,债券简称“18 招金 03”,债券代码“143593”,发行规模为人民币 7.00 亿元,票面利率 4.47%,债券期限为 3 年,2021 年 08 月 27 日到期全额兑付。

上述债券募集的资金在扣除发行费用后拟用于偿还公司有息债务和补充流动资金。截至本报告出具之日,上述债券募集资金已按照募集说明书中募集资金用途使用。

行业关注

2018 年黄金供需两旺,官方储备需求及金条和金币需求的回升导致全球黄金消费需求小幅增长;澳大利亚、俄罗斯等国矿产金产量的提升和全球再生金产量的上升导致全球黄金总供给亦小幅增长

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。在各国央行创半个世纪以来最大购买量以及因股市波动、货币疲软和地缘政治不确定性等导致金条与金币投资需求增长的推动下,2018 年全球黄金实物消费需求量为 4,345.0 吨,同比增长 4.5%。

金饰制造需求方面,2018 年全球金饰需求为 2,200.0 吨,较 2017 年下降约 0.9 吨。其中,中国、美国全年金饰需求分别为 672.5 吨和 128.4 吨,较上年同期增长约 3.0% 和 4.0%;印度的金饰需求小幅下降至 598.0 吨,较上年同期下降 0.7%。中东地区金饰需求普遍疲软,较 2017 年下降约 15.0%,其中伊朗市场需求跌至 29.5 吨,创纪录新低。

投资需求方面,2018 年全球黄金投资需求总量 1,159.1 吨,同比下降 7.4%。其中,金条和金币需求总量为 1,090.2 吨,同比增长 4.3%;黄金 ETF 及类似产品的金融投资需求大跌 66.6% 至 68.9 吨。

2018 年,欧洲上市基金全年增持 96.8 吨,推动了该细分市场的增长。在普遍存在的区域政治不确定性和主权债及高评级企业债券负收益的综合影响下,欧洲上市基金的投资需求得到有效支撑,欧洲成为 2018 年唯一实现黄金 ETF 净流入的地区。截至 2018 年末,北美和欧洲上市基金的黄金 ETF 持有量约占全球的 50.0% 和 45.0%。

工业需求方面,2018 年全球工业用金需求小幅增长至 334.7 吨,其中电子领域用金 268.3 吨,同比增加 1.0%,牙科领域用金 15.4 吨,同比下滑 5.5%,其他行业用金 51.0 吨,同比增加 0.6%。整体来看,2018 年,高端消费电子产品和汽车电气化的需求增长推高了黄金需求。

央行储备方面,自 2010 年世界各国央行成为黄金净买方后,各国央行将黄金视为一种储备资产。全年地缘政治和经济的不确定性日益加剧,促使中央银行实现储备多元化,并将注意力重新集中投资在具有安全和流动性的主要目标资产上。2018 年,俄罗斯继续为增储主力,其凭借增持黄金储备 273.3 吨而超越中国成为全球第五大黄金储备国;同时,新兴经济体央行黄金储备占外汇储备总体比重偏低,亦是世界黄金储备增持的主力,其中土耳其和哈萨克斯坦分别增储黄金 51.5 吨和 50.6 吨,全年世界各国官方黄金购买量 651.5 吨,同比增长 73.82%。

表 1: 截至 2018 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	74.8
2	德国	3,369.7	70.1
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	66.3
5	法国	2,436.0	60.2
6	俄罗斯	2,113.0	18.5
7	中国	1,852.5	2.4
8	瑞士	1,040.0	5.4
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	65.6

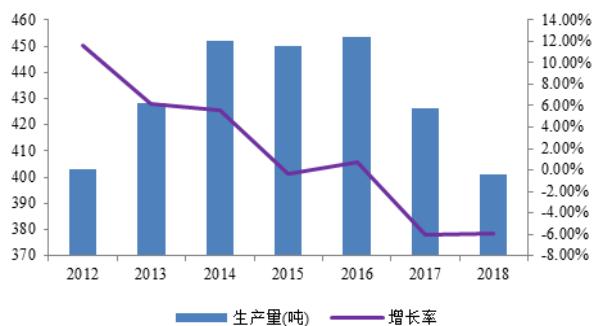
资料来源:世界黄金协会 (World Gold Council), 中诚信证评整理

从供给情况来看,世界黄金协会统计的数据显示,2018 年全球黄金总供应量较 2017 年增长 1.0% 至 4,490.2 吨。矿产金方面,在中国、印尼、南非、

秘鲁等主要生产国受限于结构性改革而矿产金产量下降的同时，澳大利亚、俄罗斯、巴布亚新几内亚和加拿大等国矿产金产量明显增长，2018年全球矿产金产量为3,346.9吨，同比小幅上升0.9%。再生金方面，2017年以来黄金回收活动回归正常水平，2018年全球再生金产量为1,172.6吨，同比增长1.4%。此外，2018年是连续第二年出现少量生产商净套保解除，生产商净套保解除总量从2017年的27.9吨上升至2018年的29.4吨。截至2018年末，全球套保总量约为195.0吨，同比减少13.0%，延续了整体下行趋势。

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。中国黄金协会最新的统计数据显示，2018年我国黄金实际消费量1,151.43吨，与去年同期相比增长5.73%。其中，黄金首饰736.29吨，同比增长5.71%；金条285.20吨，同比增长3.19%；金币24.00吨，同比下降7.69%；工业及其他用金105.94吨，同比增长17.48%。供应方面，2018年我国累计生产黄金401.12吨，同比下降5.87%。其中，黄金矿产金完成345.97吨，有色副产金完成55.15吨，另有国外进口原料产金112.78吨，同比增长23.47%，全国累计生产黄金(含进口量)513.90吨，同比下降0.69%，我国黄金产量已连续12年保持世界第一。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、紫金矿业集团股份有限公司、山东黄金集团有限公司和山东招金集团有限公司等十二家大型黄金生产企业。2018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55.08%和44.55%。

图1：2012~2018年中国黄金产量及增速



资料来源：中国黄金协会，中诚信证评整理

受地缘政治风险和政策不确定性影响，2018年黄金价格整体呈“V型”走势，随着全球经济增长放缓，地缘政治的不确定性增加等，短期内黄金价格可能延续震荡上行的格局

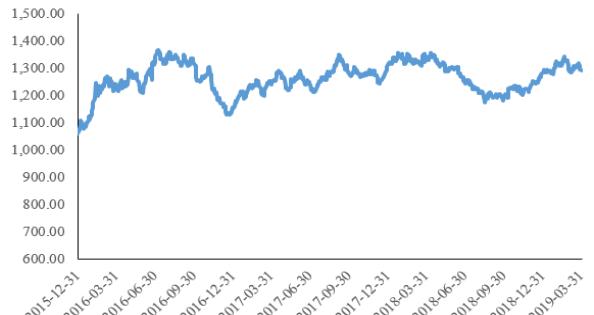
从影响黄金价格的因素来看，传统的生产与消费因素影响很小，以投资和避险需求为代表的金融属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。

2018年初，COMEX黄金期货价格延续震荡上升趋势，并在2018年1月25日刷新高点。在美元疲软、美国债务上限危机临近及中美贸易摩擦等因素的推动下，国际黄金期货主力合约收盘价于4月一度冲高至1,369.40美元/盎司；此后受美元走强及美联储再度加息等因素影响，国际金价开始冲高回落。直到8月16日，COMEX黄金期货收盘价跌至1,176.30美元/盎司，随后黄金期货价格逐渐企稳反弹，伴随美股的大幅波动、11月以来原油价格的调整，通胀预期减弱之后的黄金价格同时调整，市场避险情绪升温，截至2018年12月31日，金价COMEX黄金期货收盘价成功站上1,284.70美元/盎司。

2018年国内金价受美元指数影响整体呈先抑后扬的趋势，全年最高上探至288.00元/克，最低下行至263.00元/克，年底收于284.00元/克，全年均价为271.00元/克，同比下跌1.50%。2019年1季度，国际黄金价格整体震荡上扬，中美贸易冲突、印度巴基斯坦边界冲突、世界经济增长放缓、美联储2019年暂缓加息等事件引发国际市场避险投资需求变化，截至2019年3月29日，金价COMEX黄金期货收盘价为1,297.0美元/盎司。

图2：2016.1~2019.3COMEX黄金期货价格走势图

单位：美元/盎司



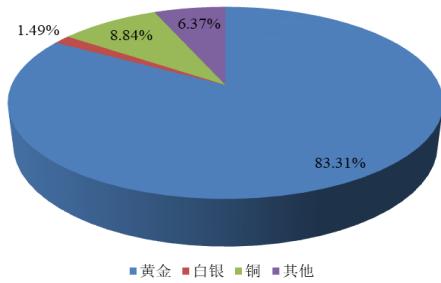
资料来源：Choice，中诚信证评整理

业务运营

公司主要从事勘探、开采、选矿、冶炼及销售黄金以及其他金属产品，是专业生产黄金的大型综合性矿业公司，主要产品是黄金，副产品有白银和铜。2018年公司实现营业收入75.25亿元，同比增长7.84%。

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。2018年公司黄金销售收入62.69亿元，同比增长5.31%，占营业收入的比重为83.31%。除黄金销售外，公司白银和铜销售收入对公司营业收入亦形成一定补充。2018年公司白银和铜合计销售收入为7.77亿元，占营业收入的比重为10.33%。

图3：公司2018年营业收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018年，公司继续推进对现有矿山的勘探并加大对外收购矿山力度，黄金矿产资源量继续保持行业领先地位

公司系国内大型黄金生产企业之一，黄金资源储量丰富。截至2018年末，公司拥有探矿权33个，探矿权面积483.02平方公里；拥有采矿权39个，采矿权面积156.81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2018年末，公司黄金矿产资源量1,231.61吨，同比减少1.61%，黄金可采储量511.24吨，同比减少3.20%。

受环保趋严影响，各地发文要求对位于自然保护区内的部分矿业权予以注销。由于公司部分探矿权和采矿权所在区域被划入保护区，相应矿业权被陆续注销，2018年以来公司探矿权和采矿权数量减少，相应的探矿权面积和采矿权面积亦下降，中诚信证评将持续关注此事项的后续进展。

表2：2016-2018年公司黄金资源量变动情况

项目	2016	2017	2018
探矿权（个）	44	42	33
探矿权面积（平方公里）	681.48	629.16	483.02
采矿权（个）	40	40	39
采矿权面积（平方公里）	162.11	162.20	156.81
黄金矿产资源量（吨）	1,235.52	1,251.77	1,231.61
黄金可采储量（吨）	548.82	528.14	511.24

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都采用JORC口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表3：截至2018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	111.99	67.25	2.77
河东金矿	100.00	16.61	5.68	3.77
大尹格庄金矿	100.00	236.73	127.31	2.35
金翅岭金矿	100.00	7.67	2.54	5.32
金亭岭矿业	100.00	20.37	5.56	3.27
蚕庄金矿	100.00	32.10	8.16	2.76
大秦家矿业	90.00	1.88	1.01	3.62
纪山矿业	95.00	3.08	1.05	2.88
埠内合计	-	430.43	218.57	2.55

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	13.14	3.70	3.86
岷县天昊	100.00	7.85	6.88	2.35
招金昆仑	100.00	1.35	0.62	4.47
丰宁金龙	52.00	11.63	6.27	3.41
早子沟金矿	52.00	57.30	23.15	4.59
鑫源矿业	100.00	0.04	0.00	0.00
两当招金	70.00	20.71	2.59	2.31
招金白云	55.00	42.95	3.51	2.86
青河矿业	95.00	27.15	18.36	4.71
龙鑫矿业	100.00	12.29	5.79	4.80
甘肃鑫瑞	51.00	20.80	6.62	2.28
肃北金鹰	51.00	11.07	0.87	4.56
圆通矿业	70.00	4.21	1.12	4.76
瑞海矿业	63.86	562.37	212.21	4.42
招金正元	80.00	3.19	0.34	5.24
金王矿业	60.00	5.14	0.64	3.09
埠外合计	-	801.19	292.67	4.18

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都采用JORC口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

资源获取方面，公司主要通过对外收购矿山和提高现有矿山周边及深部找矿力度两种方式增加黄金储备，以保证矿产金生产的原料供应。2018年公司共完成地质探矿投资1.05亿元，新增金金属量52.12吨。2018年，公司黄金勘探钻孔518个，完成坑探进尺28,215.22米，完成钻探进尺135,050.53米；铜勘探钻孔11个，完成坑探进尺2,242.2米，完成钻探进尺1,352.12米。对外收购方面，2018年公司通过收购，新增采矿权面积2.66平方公里。2018年，公司三处金矿因被划入保护区而注销相应的采矿权，但公司通过收购，新增了两处采矿权，期末黄金矿产资源量较上年末波动不大。未来，公司将继续以新疆、甘肃、内蒙古和陕西地区为重点择优进行矿山收购，并选取资源丰富、政局稳定、与中国关系友好的国家或地区作为海外矿业开发方向；与此同时，公司将进一步重点实施攻深找盲探矿和空白区地质科研探矿，加大探矿资金投入，预计未来资源储量将有所增长。

表4：2016~2018年公司黄金资源获取情况

指标	单位：平方公里、吨		
	2016	2017	2018
收购探矿权面积	48.91	-	-
收购采矿权面积	0.52	-	2.66
收购黄金资源储量	1.93	-	-
探矿新增黄金资源储量	61.45	60.54	52.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年受益于外购金及副产金产量的增长，公司黄金总产量小幅上升；但受黄金平均售价下降且克金综合成本上升影响，公司获利空间有所下降

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，2018年公司完成基建技改投资5.36亿元，实施建设项目56项，其中，十大重点项目稳步推进，夏甸金矿、大尹格庄金矿深部开拓工程、圆通矿业系统优化工程、瑞海矿业采选建设工程等重点项目进展顺利，省级制造业创新中心也顺利获批；全年实施科技创新项目43项，完成科研投资1.18亿元，浸锑系统改造、选硫指针优化、氧化破氰工艺等取得显著成效；细尾矿胶结充填工艺系统优化取得良好效果，开辟了行业尾矿

零排放的新途径。截至2018年末，公司矿山采矿生产能力为2.15万吨/日，选矿能力为2.27万吨/日。

产量方面，2018年公司实现黄金总产量34.17吨，同比增长1.28%，副产品白银产量和铜产量(含量铜)分别为22.00吨和16,422.82吨，分别同比下降47.62%和10.87%。黄金总产量中，矿产金为20.83吨，同比增长2.63%，矿产金自给率(矿产金/黄金总产量)达60.96%，保持了较高的自给率水平；加工金为13.34吨，同比减少0.76%。

表5：公司2016~2018年主要产品产量情况

项目	单位：吨		
	2016	2017	2018
矿产金	20.38	20.30	20.83
其中：自产金	18.67	18.52	18.34
外购金及副产金	1.71	1.78	2.50
加工金	15.71	13.44	13.34
黄金产量合计	36.09	33.74	34.17
白银产量	35.16	42.00	22.00
铜产量	11,742.40	18,425.18	16,422.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产成本方面，2018年，受人工成本增加、开采深度增加、品位下降等因素影响，公司克金综合成本为154.77元，同比增长9.96%。

表6：2016~2018年公司克金综合成本及增长率

项目	单位：元、%		
	2016	2017	2018
克金综合成本	138.35	140.75	154.77
同比增减	2.54	1.73	9.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司主要提供「9999金」及「9995金」两种成色的「招金」牌金锭等黄金产品，主要通过上海黄金交易所交易和交割。2018年国际金价呈“V型”波动，全年公司黄金平均售价为271.21元/克，同比下降1.84%。受黄金平均售价下降且克金综合成本上升影响，公司获利空间有所下降，2018年公司三费前利润为24.83亿元，同比下降5.38%。

表7：公司2016~2018年黄金销售均价及增长率

项目	单位：元/克、%		
	2016	2017	2018
平均售价	261.61	276.29	271.21
同比增减	9.15	5.61	-1.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

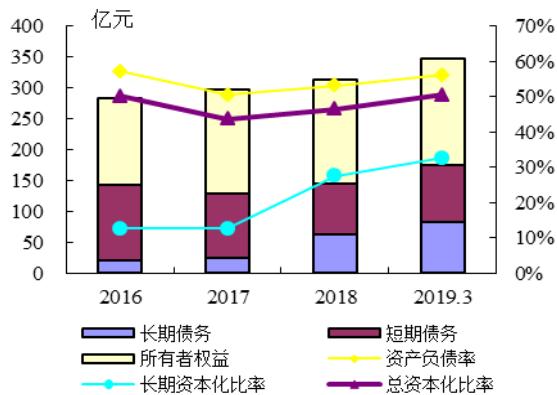
财务分析

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2016~2018年审计报告以及未经审计的2019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，公司资产规模不断上升。截至2018年末，公司总资产为357.82亿元，同比增长6.10%。业务规模的扩张也推升了公司的资金需求和债务规模，2018年末公司总负债为190.37亿元，同比增长11.83%。得益于盈余的积累，在少数股东权益减少0.55亿元的情况下，2018年末公司所有者权益仍同比增长0.25%至167.45亿元。财务杠杆方面，截至2018年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为53.20%和46.50%，分别较上年上升2.73和2.89个百分点，但仍处于适中水平。随着业务规模的扩张，截至2019年3月末，公司总资产和总负债分别增至392.50亿元和220.45亿元；资产负债率和总资本化比率分别进一步上升至56.16%和50.46%。

图4：2016~2019.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2018年末，公司非流动资产267.96亿元，占总资产的比重为74.89%。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2018年末上述三项

分别为112.14亿元、86.36亿元和30.15亿元，占非流动资产的比重分别为41.85%、32.23%和11.25%。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，无形资产主要系矿权及土地使用权，均基本与上年末持平；在建工程主要系在建房屋建筑物及采矿设备，随着公司加大技改项目及新建设项目的投入力度，公司在建工程规模较2017年末增长28.03%。此外，2018年末公司长期股权投资为8.51亿元，同比增长111.13%，主要系合营及联营企业增加所致。

流动资产方面，截至2018年末，公司流动资产为89.86亿元，主要由14.96亿元货币资金、41.91亿元存货及20.22亿元其他流动资产构成，占流动资产的比重分别为16.65%、46.63%和22.51%。其中，货币资金因银行存款减少而同比减少29.60%；存货主要因期末在产品和原材料增加而同比增长17.56%；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账款、发放贷款增加等影响而同比增长64.28%。截至2019年3月末，公司流动资产和非流动资产分别为120.52亿元和271.98亿元，占总资产的比重分别为30.71%和69.29%。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至2018年末，公司流动负债为118.04亿元，占负债总额比重为62.00%，主要由72.38亿元短期借款、14.53亿元其他应付款及21.30亿元其他流动负债构成，三者合计占流动负债的比重为91.67%。其中，公司短期借款同比减少16.92%，主要系部分银行借款到期归还所致；其他应付款同比增长7.70%，主要系往来借款增加所致；其他流动负债同比增长75.26%，主要系期末成员单位存放于招金财务公司的存款增加所致。截至2018年末，公司非流动负债主要由2.37亿元长期借款和60.99亿元应付债券构成，二者合计占非流动负债的比重为87.58%。其中，长期借款同比减少61.79%，主要系部分借款一年内到期所致；应付债券同比增长239.77%，主要系公司2018年发行了规模为37.50亿元的公司债券和规模为10.00亿元的中票所致。截至2019年3月末，公司流动负债和非流动负债金额分别为110.88亿元和109.57亿元。

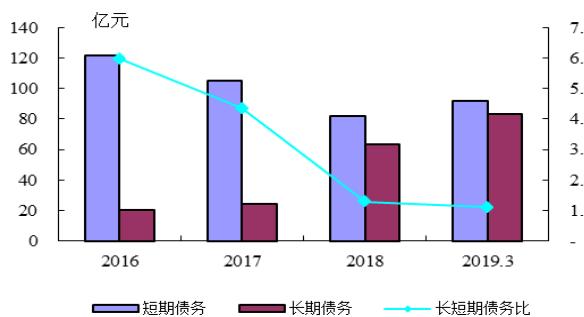
表 8: 2018 年末黄金行业公司资本结构比较

公司	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)
中金黄金	380.53	187.27	49.21
山东黄金	449.46	215.69	47.99
紫金矿业	1,128.79	656.06	58.12
招金矿业	357.82	190.37	53.20

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, 2018 年末公司总债务 145.54 亿元, 较上年增长 12.69%, 其中, 短期债务和长期债务分别为 82.19 亿元和 63.35 亿元; 长短期债务比下降至 1.30 倍。2019 年 3 月末, 公司短期债务和长期债务分别为 91.85 亿元和 83.43 亿元, 长短期债务比进一步降至 1.10 倍。公司近年来债务结构有所优化, 但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, 未来仍然面临一定的偿债压力。

表 5: 2016~2019.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, 随着业务规模的扩张, 2018 年公司资产、负债规模均较快增长, 资产负债率和总资本化比率也有所上升; 公司债务期限结构虽有所优化, 但总债务规模进一步上升, 未来仍然面临一定的偿债压力。

盈利能力

2018 年, 得益于黄金产品产销量的增长, 公司实现营业收入 75.25 亿元, 同比增长 7.84%; 受黄金平均售价下降及克金综合成本上升影响, 公司营业毛利率为 36.10%, 同比下降 4.77 个百分点, 仍处于较好水平。2019 年 1~3 月, 公司营业收入为 14.56 亿元, 营业毛利率为 42.80%。

表 9: 2016~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况

产品	2016		2017		2018		单位: 亿元、%
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	
黄金	58.28	46.80	59.53	43.76	62.69	39.64	
白银	2.79	33.22	0.62	50.92	1.12	43.75	
铜	4.87	9.44	6.04	33.94	6.65	25.56	
其他	3.03	6.30	3.59	2.69	4.79	2.71	
合计	68.96	41.83	69.78	40.87	75.25	36.10	

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2018 年财务费用同比下降 17.78% 至 3.88 亿元, 主要系汇兑收益增加所致; 销售费用和管理费用分别同比增长 24.06% 和 8.23% 至 0.56 亿元和 9.06 亿元, 主要系运输费、黄金交易费等增加所致。2018 年公司期间费用合计为 13.49 亿元, 同比下降 0.32%, 占营业收入的比重为 17.93%, 较上年下降 1.47 个百分点。2019 年 1~3 月公司期间费用金额及其占营业收入比重分别为 4.30 亿元和 29.52%。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 10: 2016~2019.Q1 公司期间费用变化

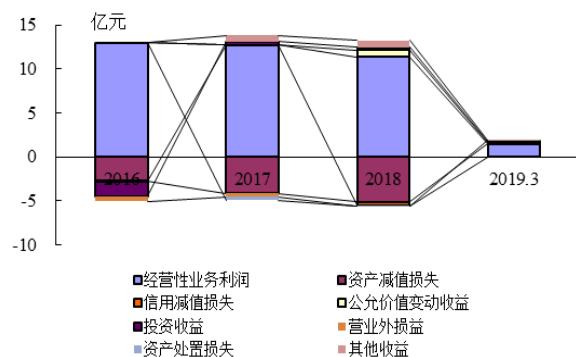
	2016	2017	2018	2019.1~3	单位: 亿元、%
销售费用	0.72	0.45	0.56	0.14	
管理费用	9.90	8.37	9.06	2.30	
财务费用	3.30	4.72	3.88	1.86	
期间费用合计	13.91	13.54	13.49	4.30	
营业收入	68.96	69.78	75.25	14.56	
期间费用收入占比	20.18	19.40	17.93	29.52	

注: 上述管理费用中包含研发费用。

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额看，2018 年公司利润总额为 7.56 亿元，同比减少 14.68%，其中经营性业务利润为 11.34 亿元，同比下降 10.77%，主要系营业毛利率下降所致；受计提无形资产减值损失增加及存货跌价损失转回等因素的影响，当年资产减值损失增至 5.12 亿元。此外，公司取得 0.81 亿元公允价值变动收益和 0.75 亿元其他收益，也对公司利润总额形成一定补充。其中，公允价值变动收益主要为交易性权益工具投资的公允价值变动收益；其他收益主要为政府补助。2019 年 1~3 月，公司利润总额为 1.93 亿元，其中经营性业务利润为 1.49 亿元。

图 6：2016~2019.Q1 公司利润总额分析



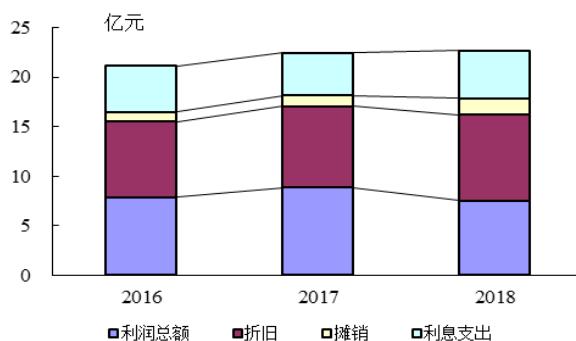
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于黄金产品产销量的增长，公司 2018 年营业总收入继续增长，但受黄金平均售价下降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。2018 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。2018 年公司利息支出同比增长 11.10% 至 4.77 亿元，折旧同比增长 5.13% 至 8.62 亿元，利润总额同比减少 14.68% 至 7.56 亿元，公司 EBITDA 为 22.65 亿元，同比增长 0.90%。

图 7：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2018 年公司经营活动净现金流同比增长 59.86% 至 17.06 亿元，主要系招金财务公司发放贷款收回以及吸收存款增加所致。2018 年公司投资活动现金流净额从 2017 年的 -10.30 亿元下降至 -30.30 亿元，主要系 2018 年收回投资所收到的现金减少，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金等均增长所致。筹资性现金流方面，2018 年公司取得借款所收到的现金大幅增长，当年筹资活动现金流净额为 5.95 亿元。

从偿债指标看，2018 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息可形成较好的保障。2018 年公司总债务/EBITDA 和经营活动净现金流/总债务分别为 6.42 倍和 0.12 倍，分别同比增长 0.67 倍和 0.04 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 3.68 倍和 2.78 倍，分别同比下降 0.52 倍和增长 0.78 倍。

表 11：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.3
短期债务 (亿元)	121.49	105.00	82.19	91.85
总债务 (亿元)	141.81	129.15	145.54	175.28
EBITDA (亿元)	21.11	22.45	22.65	-
经营活动净现金流 (亿元)	18.63	10.67	17.06	3.10
资产负债率 (%)	57.20	50.48	53.20	56.16
总资本化比率 (%)	50.20	43.61	46.50	50.46
总债务/EBITDA (X)	6.72	5.75	6.42	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.13	0.08	0.12	0.07*
EBITDA 利息倍数 (X)	3.52	4.21	3.68	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	3.10	2.00	2.78	-

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 2019 年 3 月末，公司获得各银行授信总额 234.08 亿元，其中未使用授信余额 167.60 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市场发行债券，融资渠道多元化。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司所有权受限资产 3.53 亿元，占净资产的比重为 2.11%，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等。

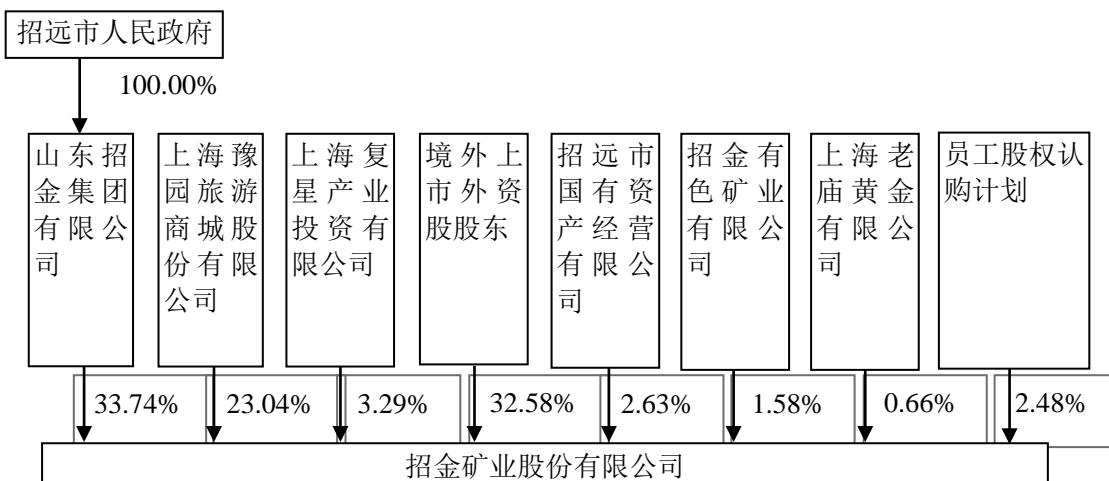
或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保，无重大未决诉讼事项，或有负债风险可控。

总体来看，作为国内大型的黄金生产企业之一，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，公司整体盈利能力和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、资本支出压力等对公司运营产生的影响。

结 论

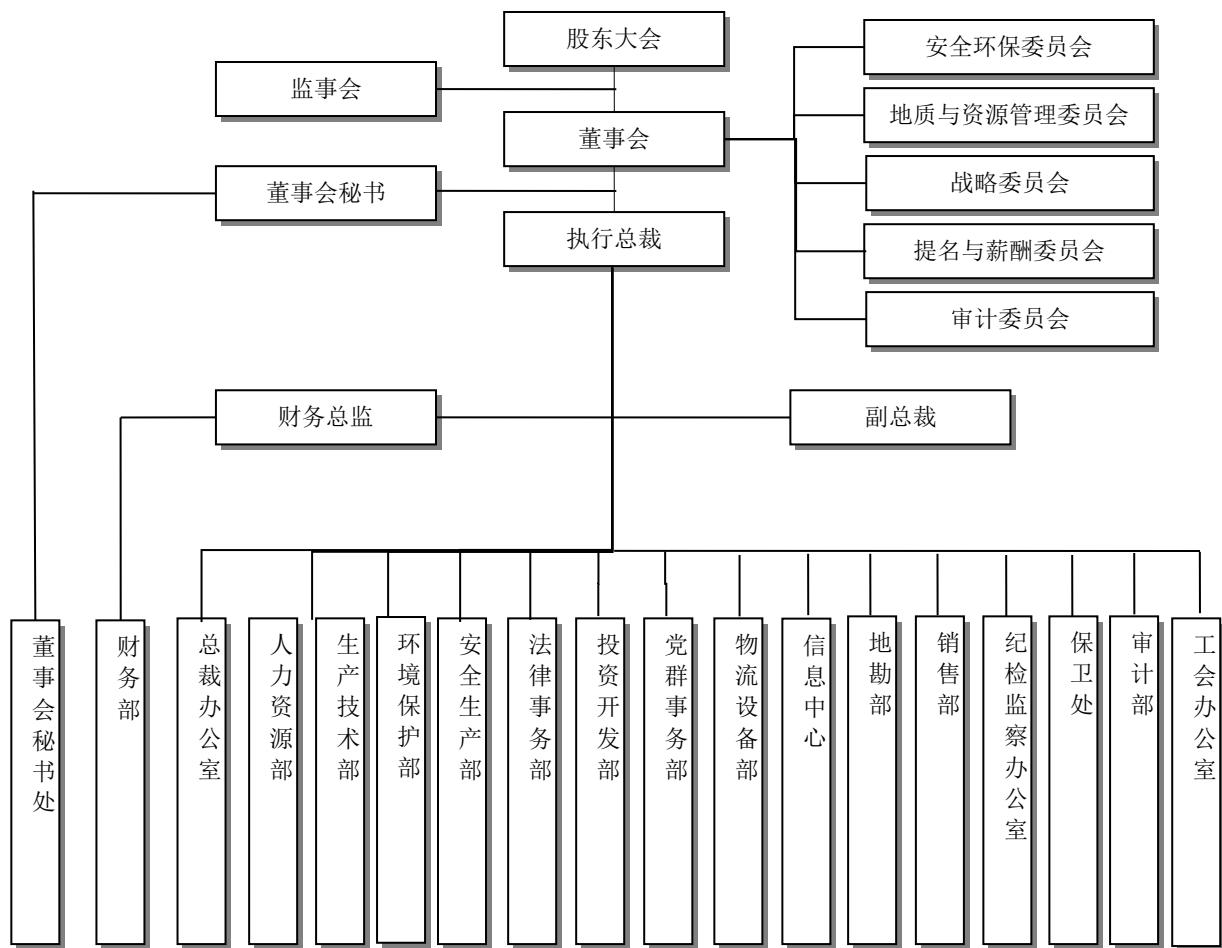
综上，中诚信证评维持招金矿业主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“招金矿业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**，维持“招金矿业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第三期）”信用等级为 **AAA**。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：招金矿业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：招金矿业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	175,830.23	212,499.16	149,605.47	417,191.20
应收账款净额	27,016.71	4,576.91	10,520.87	16,105.14
存货净额	363,059.88	356,458.41	419,055.59	414,807.04
流动资产	761,037.81	805,434.46	898,632.75	1,205,204.37
长期投资	43,561.29	44,120.12	85,054.02	89,871.56
固定资产合计	1,298,258.18	1,363,835.73	1,422,946.74	1,446,738.96
总资产	3,286,126.79	3,372,538.05	3,578,207.08	3,924,985.36
短期债务	1,214,867.52	1,050,035.73	821,870.49	918,478.39
长期债务	203,280.68	241,430.22	633,532.72	834,323.92
总债务 (短期债务+长期债务)	1,418,148.19	1,291,465.95	1,455,403.21	1,752,802.31
总负债	1,879,547.57	1,702,297.44	1,903,740.60	2,204,466.31
所有者权益 (含少数股东权益)	1,406,579.22	1,670,240.61	1,674,466.48	1,720,519.05
营业总收入	689,639.85	697,754.90	752,455.22	145,594.49
三费前利润	268,818.13	262,420.69	248,311.04	57,864.87
投资收益	-16,871.89	3,823.86	3,209.76	1,391.24
净利润	42,422.18	75,202.93	57,490.38	13,329.55
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	211,096.94	224,500.12	226,528.90	-
经营活动产生现金净流量	186,334.71	106,736.39	170,633.50	30,989.11
投资活动产生现金净流量	-245,541.28	-103,010.33	-302,984.38	-34,449.91
筹资活动产生现金净流量	-1,971.13	41,162.48	59,465.74	271,046.53
现金及现金等价物净增加额	-59,525.24	40,921.83	-70,387.03	267,585.73
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率 (%)	41.83	40.87	36.10	42.80
所有者权益收益率 (%)	3.02	4.50	3.43	3.10*
EBITDA/营业总收入 (%)	30.61	32.17	30.11	-
速动比率 (X)	0.25	0.33	0.41	0.71
经营活动净现金/总债务 (X)	0.13	0.08	0.12	0.07*
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.15	0.10	0.21	0.13*
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.10	2.00	2.78	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.52	4.21	3.68	-
总债务/EBITDA (X)	6.72	5.75	6.42	-
资产负债率 (%)	57.20	50.48	53.20	56.16
总资本化比率 (%)	50.20	43.61	46.50	50.46
长期资本化比率 (%)	12.63	12.63	27.45	32.66

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；

3、2019年一季报中，公司将一季度新增的17.00亿元人民币超短期融资券放入“应付债券”中，在计算长短期债务的时候，将其从“应付债券”调至短期债务中。

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

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪804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公开发行2017年可续期公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级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公开发行 2017 年可续期公司债券（第一期） 跟踪评级报告（2019）

发行主体	招金矿业股份有限公司		
债券简称	17 招金 Y1		
债券代码	143900		
发行规模	人民币 5 亿元		
债券期限	基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券		
存续期	2017 年 4 月 21 日~2022 年 4 月 21 日		
上次评级时间	2018 年 6 月 20 日		
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

概况数据

招金矿业	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	140.66	167.02	167.45	172.05
总资产(亿元)	328.61	337.25	357.82	392.50
总债务(亿元)	141.81	129.15	145.54	175.28
营业总收入(亿元)	68.96	69.78	75.25	14.56
营业毛利率(%)	41.83	40.87	36.10	42.80
EBITDA(亿元)	21.11	22.45	22.65	-
所有者权益收益率(%)	3.02	4.50	3.43	3.10
资产负债率(%)	57.20	50.48	53.20	56.16
总债务/EBITDA(X)	6.72	5.75	6.42	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.52	4.21	3.68	-

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、2019 年一季度所有者权益收益率指标经过年化处理。

基本观点

2018 年，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，得益于黄金产品产销量的增长，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、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为 AAA，评级展望稳定；维持“招金矿业股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券（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 2018 年末公司黄金资源量为 1,231.61 吨，可采储量为 511.24 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。2018 年公司整体经营状况良好，矿产金产量小幅增长，公司实现营业收入 75.25 亿元，同比增长 7.84%，整体收入规模持续增长。
- 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，公司营业毛利率仍保持较高水平。2018 年，公司营业毛利率为 36.10%，显示出很强的初始盈利能力。
- 融资渠道畅通。公司拥有较好的银企关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得各银行授信额

分析师
王一鸣 yjhou@ccxr.com.cn
田川 ctian@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 25 日

度 234.08 亿元，其中未使用授信余额 167.60 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市场发行债券，融资渠道多元化。

关 注

- 公司盈利能力受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。
- 面临一定的短期偿债压力。截至 2019 年 3 月末，公司短期债务为 91.85 亿元，长期债务 83.43 亿元，长短期债务比为 1.10 倍。公司短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业关注

2018年黄金供需两旺，官方储备需求及金条和金币需求的回升导致全球黄金消费需求小幅增长；澳大利亚、俄罗斯等国矿产金产量的提升和全球再生金产量的上升导致全球黄金总供给亦小幅增长

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。在各国央行创半个世纪以来最大购买量以及因股市波动、货币疲软和地缘政治不确定性等导致金条与金币投资需求增长的推动下，2018年全球黄金实物消费需求量为4,345.0吨，同比增长4.5%。

金饰制造需求方面，2018年全球金饰需求为2,200.0吨，较2017年下降约0.9吨。其中，中国、美国全年金饰需求分别为672.5吨和128.4吨，较上年同期增长约3.0%和4.0%；印度的金饰需求小幅下降至598.0吨，较上年同期下降0.7%。中东地区金饰需求普遍疲软，较2017年下降约15.0%，其中伊朗市场需求跌至29.5吨，创纪录新低。

投资需求方面，2018年全球黄金投资需求总量1,159.1吨，同比下降7.4%。其中，金条和金币需求总量为1,090.2吨，同比增长4.3%；黄金ETF及类似产品的金融投资需求大跌66.6%至68.9吨。2018年，欧洲上市基金全年增持96.8吨，推动了该细分市场的增长。在普遍存在的区域政治不确定性和主权债及高评级企业债券负收益的综合影响下，欧洲上市基金的投资需求得到有效支撑，欧洲成为2018年唯一实现黄金ETF净流入的地区。截至2018年末，北美和欧洲上市基金的黄金ETF持有量约占全球的50.0%和45.0%。

工业需求方面，2018年全球工业用金需求小幅增长至334.7吨，其中电子领域用金268.3吨，同比增加1.0%，牙科领域用金15.4吨，同比下滑5.5%，其他行业用金51.0吨，同比增加0.6%。整体来看，2018年，高端消费电子产品和汽车电气化的需求增长推高了黄金需求。

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

产。全年地缘政治和经济的不确定性日益加剧，促使中央银行实现储备多元化，并将注意力重新集中投资在具有安全和流动性的主要目标资产上。2018年，俄罗斯继续为增储主力，其凭借增持黄金储备273.3吨而超越中国成为全球第五大黄金储备国；同时，新兴经济体央行黄金储备占外汇储备总体比重偏低，亦是世界黄金储备增持的主力，其中土耳其和哈萨克斯坦分别增储黄金51.5吨和50.6吨，全年世界各国官方黄金购买量651.5吨，同比增长73.82%。

表1：截至2018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	74.8
2	德国	3,369.7	70.1
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	66.3
5	法国	2,436.0	60.2
6	俄罗斯	2,113.0	18.5
7	中国	1,852.5	2.4
8	瑞士	1,040.0	5.4
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	65.6

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

从供给情况来看，世界黄金协会统计的数据显示，2018年全球黄金总供应量较2017年增长1.0%至4,490.2吨。矿产金方面，在中国、印尼、南非、秘鲁等主要生产国受限于结构性改革而矿产金产量下降的同时，澳大利亚、俄罗斯、巴布亚新几内亚和加拿大等国矿产金产量明显增长，2018年全球矿产金产量为3,346.9吨，同比小幅上升0.9%。再生金方面，2017年以来黄金回收活动回归正常水平，2018年全球再生金产量为1,172.6吨，同比增长1.4%。此外，2018年是连续第二年出现少量生产商净套保解除，生产商净套保解除总量从2017年的27.9吨上升至2018年的29.4吨。截至2018年末，全球套保总量约为195.0吨，同比减少13.0%，延续了整体下行趋势。

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。中国黄金协会最新的统计数据显示，2018年我国黄金实际消费

量 1,151.43 吨, 与去年同期相比增长 5.73%。其中, 黄金首饰 736.29 吨, 同比增长 5.71%; 金条 285.20 吨, 同比增长 3.19%; 金币 24.00 吨, 同比下降 7.69%; 工业及其他用金 105.94 吨, 同比增长 17.48%。供应方面, 2018 年我国累计生产黄金 401.12 吨, 同比下降 5.87%。其中, 黄金矿产金完成 345.97 吨, 有色副产金完成 55.15 吨, 另有国外进口原料产金 112.78 吨, 同比增长 23.47%, 全国累计生产黄金(含进口量) 513.90 吨, 同比下降 0.69%, 我国黄金产量已连续 12 年保持世界第一。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、紫金矿业集团股份有限公司、山东黄金集团有限公司和山东招金集团有限公司等十二家大型黄金生产企业。2018 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 55.08% 和 44.55%。

图 1: 2012~2018 年中国黄金产量及增速



资料来源: 中国黄金协会, 中诚信证评整理

受地缘政治风险和政策不确定性影响, 2018 年黄金价格整体呈“V 型”走势, 随着全球经济增长放缓, 地缘政治的不确定性增加等, 短期内黄金价格可能延续震荡上行的格局

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。

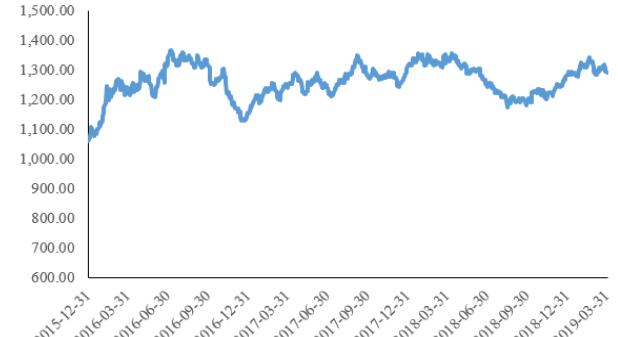
2018 年初, COMEX 黄金期货价格延续震荡上升趋势, 并在 2018 年 1 月 25 日刷新高点。在美元疲软、美国债务上限危机临近及中美贸易摩擦等因素的推动下, 国际黄金期货主力合约收盘价于 4 月一度冲高至 1,369.40 美元/盎司; 此后受美元走强及

美联储再度加息等因素影响, 国际金价开始冲高回落。直到 8 月 16 日, COMEX 黄金期货收盘价跌至 1,176.30 美元/盎司, 随后黄金期货价格逐渐企稳反弹, 伴随美股的大幅波动、11 月以来原油价格的调整, 通胀预期减弱之后的黄金价格同时调整, 市场避险情绪升温, 截至 2018 年 12 月 31 日, 金价 COMEX 黄金期货收盘价成功站上 1,284.70 美元/盎司。

2018 年国内金价受美元指数影响整体呈先抑后扬的趋势, 全年最高上探至 288.00 元/克, 最低下行至 263.00 元/克, 年底收于 284.00 元/克, 全年均价为 271.00 元/克, 同比下跌 1.50%。2019 年 1 季度, 国际黄金价格整体震荡上扬, 中美贸易冲突、印度巴基斯坦边界冲突、世界经济增长放缓、美联储 2019 年暂缓加息等事件引发国际市场避险投资需求变化, 截至 2019 年 3 月 29 日, 金价 COMEX 黄金期货收盘价为 1,297.0 美元/盎司。

图 2: 2016.1~2019.3 COMEX 黄金期货价格趋势图

单位: 美元/盎司



资料来源: Choice, 中诚信证评整理

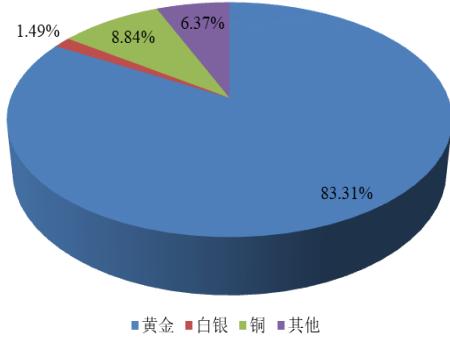
业务运营

公司主要从事勘探、开采、选矿、冶炼及销售黄金以及其他金属产品, 是专业生产黄金的大型综合性矿业公司, 主要产品是黄金, 副产品有白银和铜。2018 年公司实现营业收入 75.25 亿元, 同比增长 7.84%。

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。2018 年公司黄金销售收入 62.69 亿元, 同比增长 5.31%, 占营业收入的比重为 83.31%。除黄金销售外, 公司白银和铜销售收入对公司营业收入亦形成一定补充。2018 年

公司白银和铜合计销售收入为 7.77 亿元，占营业收入的比重为 10.33%。

图 3：公司 2018 年营业收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年，公司继续推进对现有矿山的勘探并加大对对外收购矿山力度，黄金矿产资源量继续保持行业领先地位

公司系国内大型黄金生产企业之一，黄金资源储量丰富。截至 2018 年末，公司拥有探矿权 33 个，探矿权面积 483.02 平方公里；拥有采矿权 39 个，采矿权面积 156.81 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 2018 年末，公司黄金矿产资源量 1,231.61 吨，同比减少 1.61%，黄金可采储量 511.24 吨，同比减少 3.20%。

受环保趋严影响，各地发文要求对位于自然保护区内的部分矿业权予以注销。由于公司部分探矿权和采矿权所在区域被划入保护区，相应矿业权被陆续注销，2018 年以来公司探矿权和采矿权数量减少，相应的探矿权面积和采矿权面积亦下降，中诚信证评将持续关注此事项的后续进展。

表 2：2016~2018 年公司黄金资源量变动情况

项目	2016	2017	2018
探矿权 (个)	44	42	33
探矿权面积 (平方公里)	681.48	629.16	483.02
采矿权 (个)	40	40	39
采矿权面积 (平方公里)	162.11	162.20	156.81
黄金矿产资源量 (吨)	1,235.52	1,251.77	1,231.61
黄金可采储量 (吨)	548.82	528.14	511.24

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都采用 JORC 口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3：截至 2018 年末公司主要矿山情况

矿山	招远境内			
	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	111.99	67.25	2.77
河东金矿	100.00	16.61	5.68	3.77
大尹格庄金矿	100.00	236.73	127.31	2.35
金翅岭金矿	100.00	7.67	2.54	5.32
金亭岭矿业	100.00	20.37	5.56	3.27
蚕庄金矿	100.00	32.10	8.16	2.76
大秦家矿业	90.00	1.88	1.01	3.62
纪山矿业	95.00	3.08	1.05	2.88
埠内合计	-	430.43	218.57	2.55
矿山	招远境外			
	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	13.14	3.70	3.86
岷县天昊	100.00	7.85	6.88	2.35
招金昆仑	100.00	1.35	0.62	4.47
丰宁金龙	52.00	11.63	6.27	3.41
早子沟金矿	52.00	57.30	23.15	4.59
鑫源矿业	100.00	0.04	0.00	0.00
两当招金	70.00	20.71	2.59	2.31
招金白云	55.00	42.95	3.51	2.86
青河矿业	95.00	27.15	18.36	4.71
龙鑫矿业	100.00	12.29	5.79	4.80
甘肃鑫瑞	51.00	20.80	6.62	2.28
肃北金鹰	51.00	11.07	0.87	4.56
圆通矿业	70.00	4.21	1.12	4.76
瑞海矿业	63.86	562.37	212.21	4.42
招金正元	80.00	3.19	0.34	5.24
金王矿业	60.00	5.14	0.64	3.09
埠外合计	-	801.19	292.67	4.18

注：黄金矿产资源量和黄金可采储量都采用 JORC 口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

资源获取方面，公司主要通过对外收购矿山和提高现有矿山周边及深部找矿力度两种方式增加黄金储备，以保证矿产金生产的原料供应。2018 年公司共完成地质探矿投资 1.05 亿元，新增金金属量 52.12 吨。2018 年，公司黄金勘探钻孔 518 个，完成坑探进尺 28,215.22 米，完成钻探进尺 135,050.53 米；铜勘探钻孔 11 个，完成坑探进尺 2,242.2 米，完成钻探进尺 1,352.12 米。对外收购方面，2018 年公司通过收购，新增采矿权面积 2.66 平方公里。2018 年，公司三处金矿因被划入保护区而注销相应

的采矿权，但公司通过收购，新增了两处采矿权，期末黄金矿产资源量较上年末波动不大。未来，公司将继续以新疆、甘肃、内蒙古和陕西地区为重点择优进行矿山收购，并选取资源丰富、政局稳定、与中国关系友好的国家或地区作为海外矿业开发方向；与此同时，公司将进一步重点实施攻深找盲探矿和空白区地质科研探矿，加大探矿资金投入，预计未来资源储量将有所增长。

表 4：2016~2018 年公司黄金资源获取情况

指标	2016	2017	2018
收购探矿权面积	48.91	-	-
收购采矿权面积	0.52	-	2.66
收购黄金资源储量	1.93	-	-
探矿新增黄金资源储量	61.45	60.54	52.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年受益于外购金及副产金产量的增长，公司黄金总产量小幅上升；但受黄金平均售价下降且克金综合成本上升影响，公司获利空间有所下降

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，2018 年公司完成基建技改投资 5.36 亿元，实施建设项目 56 项，其中，十大重点项目稳步推进，夏甸金矿、大尹格庄金矿深部开拓工程、圆通矿业系统优化工程、瑞海矿业采选建设工程等重点项目进展顺利，省级制造业创新中心也顺利获批；全年实施科技创新项目 43 项，完成科研投资 1.18 亿元，浸锑系统改造、选硫指针优化、氧化破氰工艺等取得显著成效；细尾矿胶结充填工艺系统优化取得良好效果，开辟了行业尾矿零排放的新途径。截至 2018 年末，公司矿山采矿生产能力为 2.15 万吨/日，选矿能力为 2.27 万吨/日。

产量方面，2018 年公司实现黄金总产量 34.17 吨，同比增长 1.28%，副产品白银产量和铜产量（含量铜）分别为 22.00 吨和 16,422.82 吨，分别同比下降 47.62% 和 10.87%。黄金总产量中，矿产金为 20.83 吨，同比增长 2.63%，矿产金自给率（矿产金/黄金总产量）达 60.96%，保持了较高的自给率水平；加工金为 13.34 吨，同比减少 0.76%。

表 5：公司 2016~2018 年主要产品产量情况

项目	2016	2017	2018
矿产金	20.38	20.30	20.83
其中：自产金	18.67	18.52	18.34
外购金及副产金	1.71	1.78	2.50
加工金	15.71	13.44	13.34
黄金产量合计	36.09	33.74	34.17
白银产量	35.16	42.00	22.00
铜产量	11,742.40	18,425.18	16,422.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产成本方面，2018 年，受人工成本增加、开采深度增加、品位下降等因素影响，公司克金综合成本为 154.77 元，同比增长 9.96%。

表 6：2016~2018 年公司克金综合成本及增长率

项目	2016	2017	2018
克金综合成本	138.35	140.75	154.77
同比增减	2.54	1.73	9.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司主要提供「9999 金」及「9995 金」两种成色的「招金」牌金锭等黄金产品，主要通过上海黄金交易所交易和交割。2018 年国际金价呈“V 型”波动，全年公司黄金平均售价为 271.21 元/克，同比下降 1.84%。受黄金平均售价下降且克金综合成本上升影响，公司获利空间有所下降，2018 年公司三费前利润为 24.83 亿元，同比下降 5.38%。

表 7：公司 2016~2018 年黄金销售均价及增长率

项目	2016	2017	2018
平均售价	261.61	276.29	271.21
同比增减	9.15	5.61	-1.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

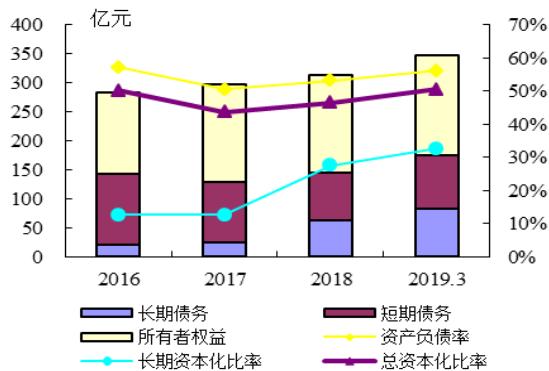
财务分析

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 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 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，公司资产规模不断上升。截至2018年末，公司总资产为357.82亿元，同比增长6.10%。业务规模的扩张也推升了公司的资金需求和债务规模，2018年末公司总负债为190.37亿元，同比增长11.83%。得益于盈余的积累，在少数股东权益减少0.55亿元的情况下，2018年末公司所有者权益仍同比增长0.25%至167.45亿元。财务杠杆方面，截至2018年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为53.20%和46.50%，分别较上年上升2.73和2.89个百分点，但仍处于适中水平。随着业务规模的扩张，截至2019年3月末，公司总资产和总负债分别增至392.50亿元和220.45亿元；资产负债率和总资本化比率分别进一步上升至56.16%和50.46%。

图4：2016~2019.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2018年末，公司非流动资产267.96亿元，占总资产的比重为74.89%。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2018年末上述三项分别为112.14亿元、86.36亿元和30.15亿元，占非流动资产的比重分别为41.85%、32.23%和11.25%。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，无形资产主要系矿权及土地使用权，均基本与上年末持平；在建工程主要系在建房屋建筑物及采矿设备，随着公司加大技改项目及新建项目的投入力度，公司在建工程规模较2017

年末增长28.03%。此外，2018年末公司长期股权投资为8.51亿元，同比增长111.13%，主要系合营及联营企业增加所致。

流动资产方面，截至2018年末，公司流动资产为89.86亿元，主要由14.96亿元货币资金、41.91亿元存货及20.22亿元其他流动资产构成，占流动资产的比重分别为16.65%、46.63%和22.51%。其中，货币资金因银行存款减少而同比减少29.60%；存货主要因期末在产品和原材料增加而同比增长17.56%；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账款、发放贷款增加等影响而同比增长64.28%。截至2019年3月末，公司流动资产和非流动资产分别为120.52亿元和271.98亿元，占总资产的比重分别为30.71%和69.29%。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至2018年末，公司流动负债为118.04亿元，占负债总额比重为62.00%，主要由72.38亿元短期借款、14.53亿元其他应付款及21.30亿元其他流动负债构成，三者合计占流动负债的比重为91.67%。其中，公司短期借款同比减少16.92%，主要系部分银行借款到期归还所致；其他应付款同比增长7.70%，主要系往来借款增加所致；其他流动负债同比增长75.26%，主要系期末成员单位存放于招金财务公司的存款增加所致。截至2018年末，公司非流动负债主要由2.37亿元长期借款和60.99亿元应付债券构成，二者合计占非流动负债的比重为87.58%。其中，长期借款同比减少61.79%，主要系部分借款一年内到期所致；应付债券同比增长239.77%，主要系公司2018年发行了规模为37.50亿元的公司债券和规模为10.00亿元的中票所致。截至2019年3月末，公司流动负债和非流动负债金额分别为110.88亿元和109.57亿元。

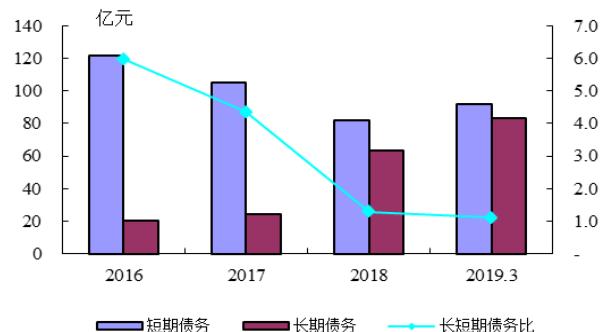
表8：2018年末黄金行业公司资本结构比较

公司	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)
中金黄金	380.53	187.27	49.21
山东黄金	449.46	215.69	47.99
紫金矿业	1,128.79	656.06	58.12
招金矿业	357.82	190.37	53.20

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, 2018 年末公司总债务 145.54 亿元, 较上年增长 12.69%, 其中, 短期债务和长期债务分别为 82.19 亿元和 63.35 亿元; 长短期债务比下降至 1.30 倍。2019 年 3 月末, 公司短期债务和长期债务分别为 91.85 亿元和 83.43 亿元, 长短期债务比进一步降至 1.10 倍。公司近年来债务结构有所优化, 但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, 未来仍然面临一定的偿债压力。

图 5: 2016~2019.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

表 9: 2016~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况

产品	2016		2017		2018		单位: 亿元、%
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	
黄金	58.28	46.80	59.53	43.76	62.69	39.64	
白银	2.79	33.22	0.62	50.92	1.12	43.75	
铜	4.87	9.44	6.04	33.94	6.65	25.56	
其他	3.03	6.30	3.59	2.69	4.79	2.71	
合计	68.96	41.83	69.78	40.87	75.25	36.10	

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2018 年财务费用同比下降 17.78% 至 3.88 亿元, 主要系汇兑收益增加所致; 销售费用和管理费用分别同比增长 24.06% 和 8.23% 至 0.56 亿元和 9.06 亿元, 主要系运输费、黄金交易费等增加所致。2018 年公司期间费用合计为 13.49 亿元, 同比下降 0.32%, 占营业收入的比重为 17.93%, 较上年下降 1.47 个百分点。2019 年 1~3 月公司期间费用金额及其占营业收入比重分别为 4.30 亿元和 29.52%。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。

总体而言, 随着业务规模的扩张, 2018 年公司资产、负债规模均较快增长, 资产负债率和总资本化比率也有所上升; 公司债务期限结构虽有所优化, 但总债务规模进一步上升, 未来仍然面临一定的偿债压力。

盈利能力

2018 年, 得益于黄金产品产销量的增长, 公司实现营业收入 75.25 亿元, 同比增长 7.84%; 受黄金平均售价下降及克金综合成本上升影响, 公司营业毛利率为 36.10%, 同比下降 4.77 个百分点, 仍处于较好水平。2019 年 1~3 月, 公司营业收入为 14.56 亿元, 营业毛利率为 42.80%。

表 10: 2016~2019.Q1 公司期间费用变化

	2016	2017	2018	2019.1~3	单位: 亿元、%
销售费用	0.72	0.45	0.56	0.14	
管理费用	9.90	8.37	9.06	2.30	
财务费用	3.30	4.72	3.88	1.86	
期间费用合计	13.91	13.54	13.49	4.30	
营业收入	68.96	69.78	75.25	14.56	
期间费用收入占比	20.18	19.40	17.93	29.52	

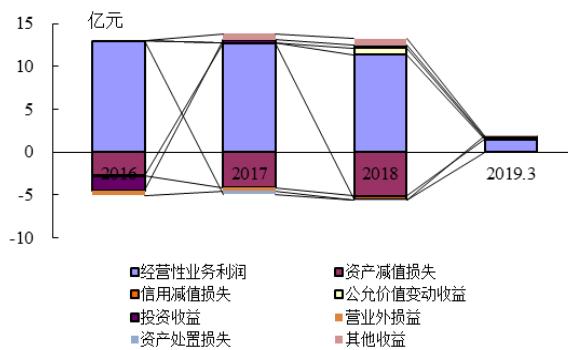
注: 上述管理费用中包含研发费用。

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额看, 2018 年公司利润总额为 7.56 亿元, 同比减少 14.68%, 其中经营性业务利润为 11.34 亿元, 同比下降 10.77%, 主要系营业毛利率

下降所致；受计提无形资产减值损失增加及存货跌价损失转回等因素的影响，当年资产减值损失增至5.12亿元。此外，公司取得0.81亿元公允价值变动收益和0.75亿元其他收益，也对公司利润总额形成一定补充。其中，公允价值变动收益主要为交易性权益工具投资的公允价值变动收益；其他收益主要为政府补助。2019年1~3月，公司利润总额为1.93亿元，其中经营性业务利润为1.49亿元。

图 6：2016~2019.Q1 公司利润总额分析



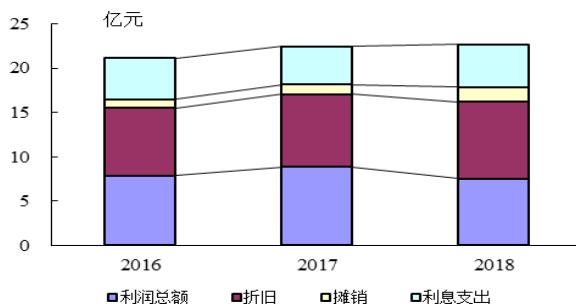
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于黄金产品产销量的增长，公司2018年营业总收入继续增长，但受黄金平均售价下降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。2018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。2018年公司利息支出同比增长11.10%至4.77亿元，折旧同比增长5.13%至8.62亿元，利润总额同比减少14.68%至7.56亿元，公司EBITDA为22.65亿元，同比增长0.90%。

图 7：2016~2018年公司EBITDA构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2018年公司经营活动净现金流同比增长59.86%至17.06亿元，主要系招金财务公司发放贷款收回以及吸收存款增加所致。2018年公司投资活动现金流净额从2017年的-10.30亿元下降至-30.30亿元，主要系2018年收回投资所收到的现金减少，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金等均增长所致。筹资性现金流方面，2018年公司取得借款所收到的现金大幅增长，当年筹资活动现金流净额为5.95亿元。

从偿债指标看，2018年公司EBITDA和经营活动净现金流对债务本息可形成较好的保障。2018年公司总债务/EBITDA和经营活动净现金流/总债务分别为6.42倍和0.12倍，分别同比增长0.67倍和0.04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3.68倍和2.78倍，分别同比下降0.52倍和增长0.78倍。

表 11：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.3
短期债务（亿元）	121.49	105.00	82.19	91.85
总债务（亿元）	141.81	129.15	145.54	175.28
EBITDA（亿元）	21.11	22.45	22.65	-
经营活动净现金流（亿元）	18.63	10.67	17.06	3.10
资产负债率（%）	57.20	50.48	53.20	56.16
总资本化比率（%）	50.20	43.61	46.50	50.46
总债务/EBITDA（X）	6.72	5.75	6.42	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.13	0.08	0.12	0.07*
EBITDA利息倍数（X）	3.52	4.21	3.68	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	3.10	2.00	2.78	-

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2019年3月末，公司获得各银行授信总额234.08亿元，其中未使用授信余额167.60亿元，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市场发行债券，融资渠道多元化。

受限资产方面，截至2018年末，公司所有权受限资产3.53亿元，占净资产的比重为2.11%，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等。

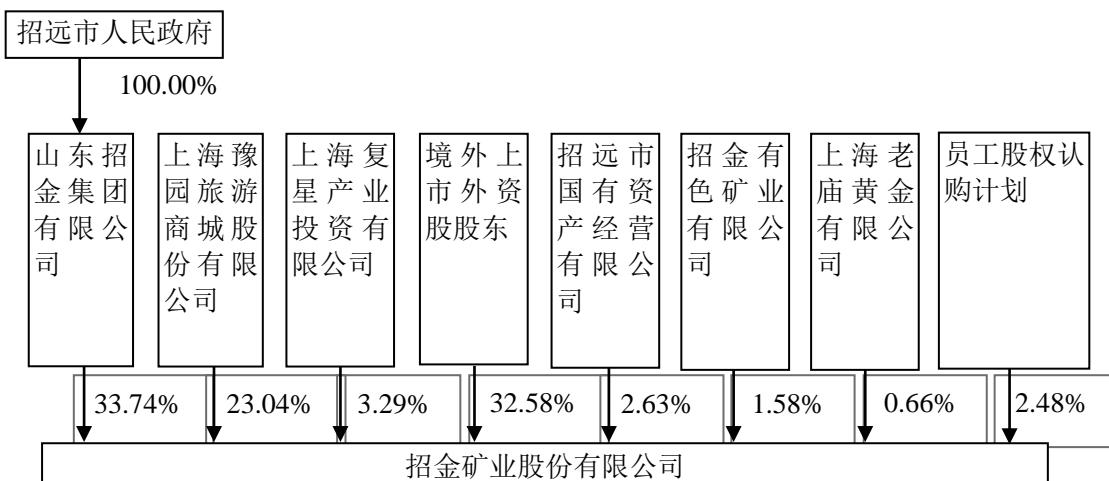
或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保，无重大未决诉讼事项，或有负债风险可控。

总体来看，作为国内大型的黄金生产企业之一，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，公司整体盈利能力和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、资本支出压力等对公司运营产生的影响。

结 论

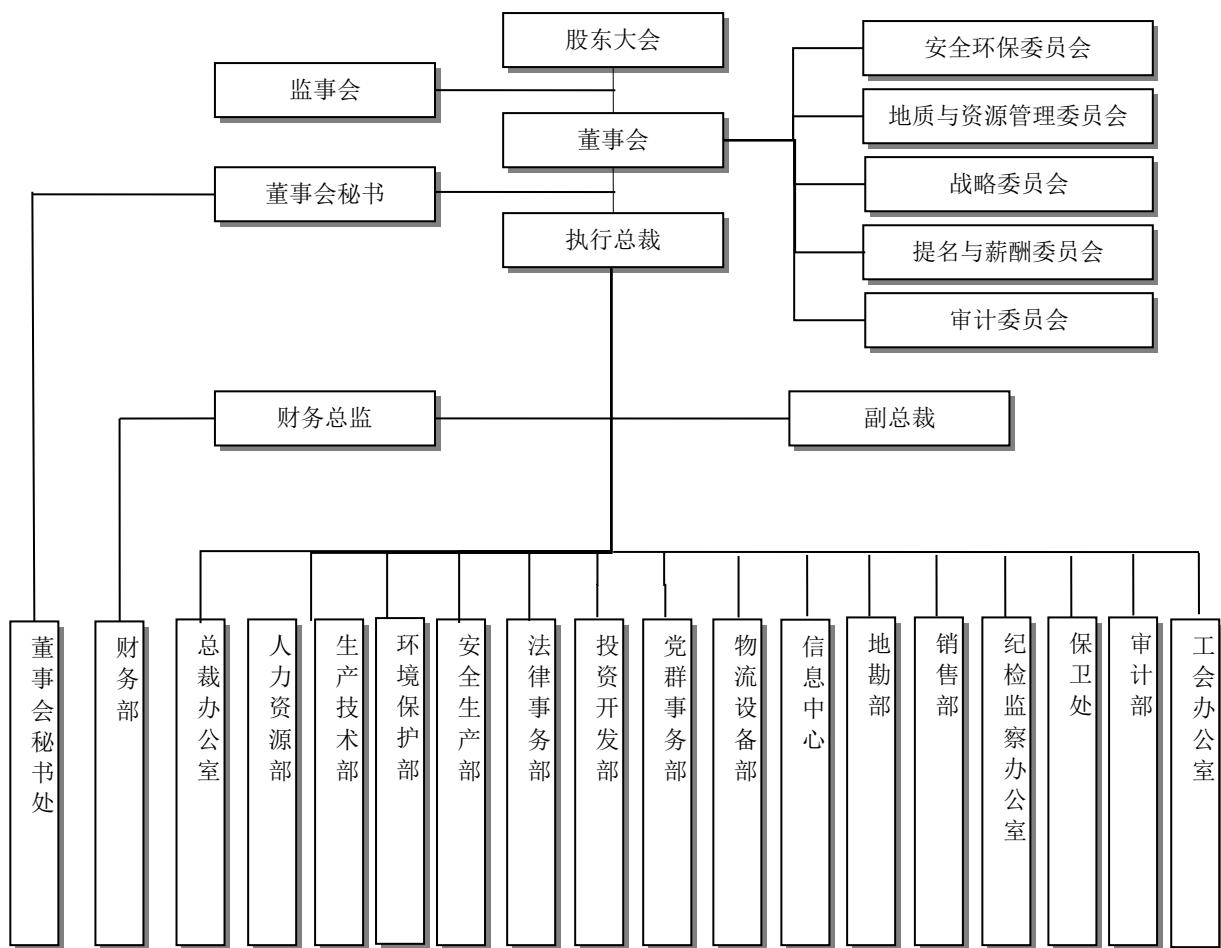
综上，中诚信证评维持招金矿业主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“招金矿业股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

附一：招金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：招金矿业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：招金矿业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	175,830.23	212,499.16	149,605.47	417,191.20
应收账款净额	27,016.71	4,576.91	10,520.87	16,105.14
存货净额	363,059.88	356,458.41	419,055.59	414,807.04
流动资产	761,037.81	805,434.46	898,632.75	1,205,204.37
长期投资	43,561.29	44,120.12	85,054.02	89,871.56
固定资产合计	1,298,258.18	1,363,835.73	1,422,946.74	1,446,738.96
总资产	3,286,126.79	3,372,538.05	3,578,207.08	3,924,985.36
短期债务	1,214,867.52	1,050,035.73	821,870.49	918,478.39
长期债务	203,280.68	241,430.22	633,532.72	834,323.92
总债务 (短期债务+长期债务)	1,418,148.19	1,291,465.95	1,455,403.21	1,752,802.31
总负债	1,879,547.57	1,702,297.44	1,903,740.60	2,204,466.31
所有者权益 (含少数股东权益)	1,406,579.22	1,670,240.61	1,674,466.48	1,720,519.05
营业总收入	689,639.85	697,754.90	752,455.22	145,594.49
三费前利润	268,818.13	262,420.69	248,311.04	57,864.87
投资收益	-16,871.89	3,823.86	3,209.76	1,391.24
净利润	42,422.18	75,202.93	57,490.38	13,329.55
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	211,096.94	224,500.12	226,528.90	-
经营活动产生现金净流量	186,334.71	106,736.39	170,633.50	30,989.11
投资活动产生现金净流量	-245,541.28	-103,010.33	-302,984.38	-34,449.91
筹资活动产生现金净流量	-1,971.13	41,162.48	59,465.74	271,046.53
现金及现金等价物净增加额	-59,525.24	40,921.83	-70,387.03	267,585.73
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率 (%)	41.83	40.87	36.10	42.80
所有者权益收益率 (%)	3.02	4.50	3.43	3.10*
EBITDA/营业总收入 (%)	30.61	32.17	30.11	-
速动比率 (X)	0.25	0.33	0.41	0.71
经营活动净现金/总债务 (X)	0.13	0.08	0.12	0.07*
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.15	0.10	0.21	0.13*
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.10	2.00	2.78	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.52	4.21	3.68	-
总债务/EBITDA (X)	6.72	5.75	6.42	-
资产负债率 (%)	57.20	50.48	53.20	56.16
总资本化比率 (%)	50.20	43.61	46.50	50.46
长期资本化比率 (%)	12.63	12.63	27.45	32.66

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；

3、2019年一季报中，公司将一季度新增的17.00亿元人民币超短期融资券放入“应付债券”中，在计算长短期债务的时候，将其从“应付债券”调至短期债务中。

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

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。