

联合 研究报告

2014.12.24

黄金行业 2014 年度研究报告



联合资信评估有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

黄金行业 2014 年度研究报告

时间：2014 年 12 月 24 日

分析师：

侯煜明 郭 畅 潘诗湛

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层
(100022)

www.lhratings.com

概要

黄金兼具商品和货币双重属性，在应对金融危机、保障国家经济安全中具有不可替代的作用。中国黄金行业近年来发展较快，目前国内主要黄金企业已经形成成熟的探矿、采矿、选矿、冶炼以及加工销售的产业链，并且其选矿工艺已经达到世界先进水平。2013 年中国黄金消费总量合计 1225.90 吨，中国超过印度成为全球最大的黄金消费国，黄金行业地位逐步提高。

黄金行业与宏观经济周期以及各国央行黄金储备计划高度相关，世界及中国经济从 2004 年起表现出较为强劲的增长态势，黄金作为战略储备贵金属，需求拉动产量快速增长，同期价格亦保持较大幅度的上涨。2011 年四季度以来，随着国民经济增速放缓，黄金价格持续下落，同时行业出现阶段性供大于求，景气度有所下行。2013 年以来，随着美国经济复苏、失业率下降，以及美联储量化宽松政策的退出，美元逐步走强，通胀预期增加，黄金价格延续震荡下行趋势，但影响因素错综复杂，黄金价格未来走势仍存在不确定性。当前，中国黄金生产企业数量较多，产区相对集中，国有大中型企业集团是行业的运营主体，行业排名前十位的黄金生产企业产量占国内黄金总产量的 80% 以上。黄金企业产业链完善，其生产工艺较为复杂，资源禀赋及矿石品位是业内企业的核心竞争要素。

近年来，黄金资源整合快速推进，黄金行业集中度相应改善；上海黄金交易所平台的建立，有效地减少了黄金交易过程中的议价环节，使得黄金生产成本自上而下传导变得通畅。同时，黄金生产企业在税金征收、地质勘察、融资授信等方面均可获得一定政府支持，行业内企业外部发展环境良好。联合资信关注到，受近年黄金价格的快速下跌影响，行业内部分企业盈利能力下降明显，大规模资源并购带来的投资风险急剧增加，债务指标快速上升，债务负担趋重，可能对黄金企业信用基本面形成一定冲击。

未来，黄金价格未来走势存在一定不确定性，黄金行业内兼并重组力度预计将持续加大，行业集中度将不断提高，产业发展规模和质量将进一步提高，从而推动绿色矿山建设；预计短期内黄金行业整体景气度不会明显回升，部分企业资源并购风险增加，债务负担趋重，行业内部信用品质将进一步分化，但黄金行业依靠产品的强流动性及矿产金盈利保障，未来仍可维持整体“较好”的信用品质评价，行业展望维持“稳定”。

一、黄金概况

黄金是兼具商品和货币双重属性，在应对金融危机、保障国家经济安全中具有不可替代的作用。黄金的主要用途包括：（1）珠宝首饰：黄金饰品一直是社会地位和财富的象征；（2）工业及医疗：黄金具有极高的抗腐蚀性、有良好的导电性和导热性等特性，在工业上广泛运用在仪器仪表制造业、电子工业、宇航工业、润滑材料、化学工业及光学工业；同时，金的放射性同位素在放射疗法中也被广泛应用；（3）金币、金块、金条等：投资黄金主要是在通货膨胀情况下，达到保值的目的；（4）官方储备资产：黄金是世界货币，在各国国际储备中仍占有相当重要的地位。

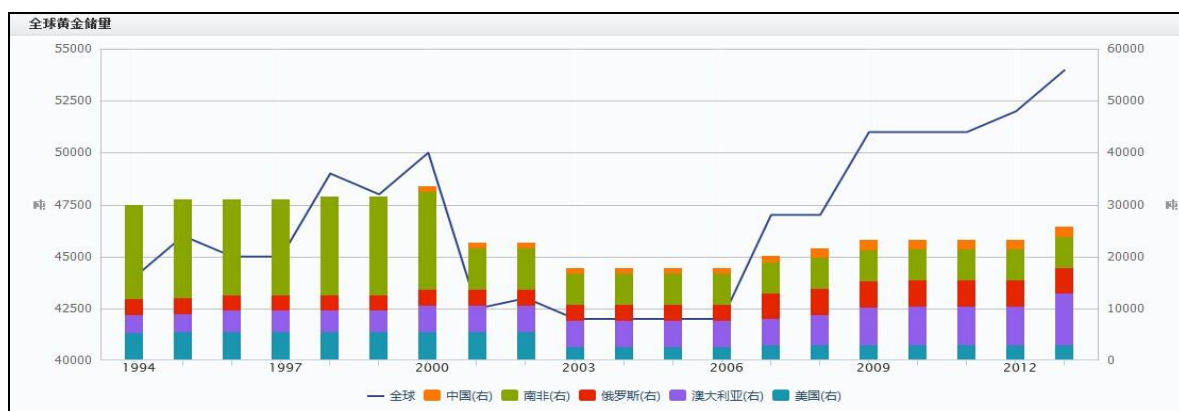
二、行业现状

1. 黄金资源分布

（1）世界黄金资源分布

据 2014 年《Mineral Commodity Summaries》统计，截至 2013 年底，全球黄金储量为 54000 吨。按 2013 年的黄金产量 2770 吨的开采水平计算，现有黄金资源储量保证年限约为 20 年。全球金矿资源储量主要集中在澳大利亚（18.33%）、南非（11.11%）、俄罗斯（9.26%）、美国（5.56%）、中国（3.52%），五国基础储量合计占世界总量的 47.78%。

图 1 截至 2013 年底全球黄金基础储量情况表

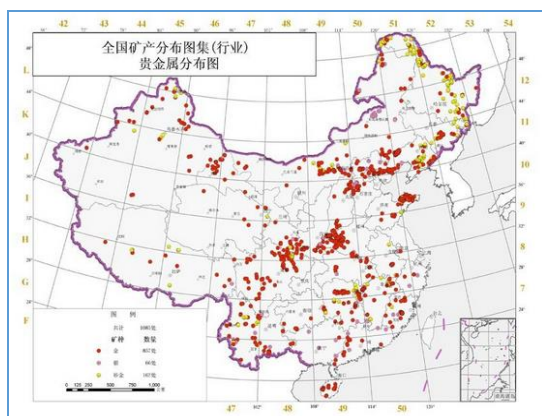


资料来源：WIND资讯

(2) 中国黄金资源分布

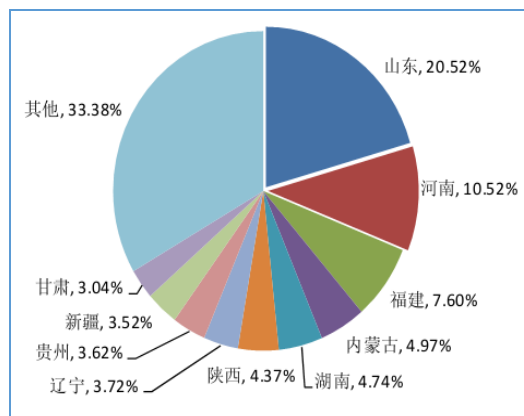
根据中国黄金协会统计数据，截至 2013 年底，中国被探明的黄金资源储量为 8974.74 吨。中国黄金资源在地区分布上是不平衡的。中东部地区是中国探明金矿资源、储量相对集中的地区。砂金较为集中的地区是东北的边缘地带，中国大陆三个巨型深断裂体系控制着岩金矿的总体分布格局，长江中下游有色金属集中区是伴（共）生金的主要产地。中国黄金目前前十大产出省份分别为：山东省、河南省、江西省、云南省、福建省、内蒙古自治区、陕西省、湖南省、甘肃省、安徽省。

图 2 中国金矿分布情况



数据来源:中国矿权交易网

图 3 中国黄金储量各省分布情况



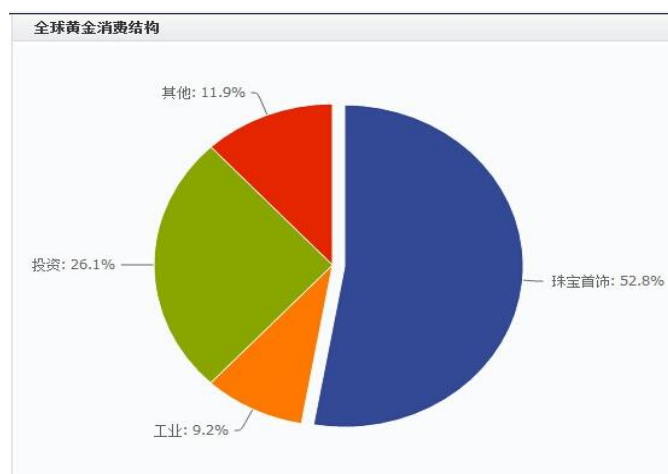
数据来源:中国矿权交易网

中国金矿的主要特点是：（1）矿床类型多，但缺少世界级大型矿床（破碎带蚀变岩型、石英脉型及火山热液型，三者约占金矿总储量的 94%）；（2）大型、特大型金矿床少，中小型金矿床多（大型矿床数量占 9.58%、中型矿床数量占 24.55%、小型矿床数量占 65.87%）；（3）富矿少，中等品位多（在岩金矿床中 < 3g/t 占 27%、3~6g/t 占 56%、6~10g/t 占 13%）。

2. 黄金需求分析

黄金兼具商品与金融工具的双重特点，世界黄金需求主要来自于黄金饰品、工业用金、投资品和各国官方当局黄金储备四大类。

图 4 2013 年全球黄金消费结构



资料来源：WIND资讯

2008 年以前，黄金饰品约占世界黄金需求的 60~70%左右，占主导地位；印度、中国、土耳其等国家具有黄金消费的传统和习惯，其对黄金需求相对稳定；但近年黄金价格高位运行在一定程度上抑制了首饰用金的消费需求。工业用金所占比重较低，一般在 10~12%左右。2008 年以来，在金融危机、美元贬值、地区局势紧张和欧债危机的大环境下，受黄金天然保值避险属性影响，以投资为目的的黄金需求明显增长。2008 年之前黄金投资需求量所占比重维持在 15~20%左右，2010 年上升至 38.74%。自 2012 年起，由于国际经济形势的不明朗，世界黄金需求总量同比有所下降；黄金饰品、工业用金及黄金投资需求均呈下降趋势。2013 年，黄金价格维持持续震荡下行趋势，黄金投资避险功能弱化，导致全球黄金投资需求同比大幅下降 43.43%；同时，金价下行刺激黄金饰品的购买，黄金饰品需求同比增长 23.32%。根据 WIND 数据统计，2013 年全世界黄金需求总量为 4021.90 吨，同比下降 8.18%；其中黄金饰品 2339.50 吨、工业用金 407.80 吨、投资用金 866.90 吨。2014 年前三季度，世界黄金总需求量为 2963.50 吨，同比下降 5.24%，其中，黄金饰品需求量为 1621.50 吨，同比下降 10.57%，而黄金投资需求量同比增长 4.18%。

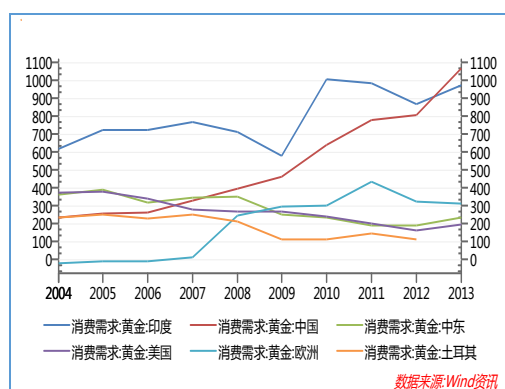
表 1 2004~2013 年世界黄金总需求量及分类需求量情况（单位：吨、%）

年份	总需求量	同比变化	黄金饰品 需求量	同比变化	工业 需求量	同比变化	黄金投资 需求量	同比变化
2004 年	3511.00	--	2626.30	--	409.50	--	475.70	--
2005 年	3735.30	6.39	2706.60	3.06	432.90	5.71	596.20	25.33

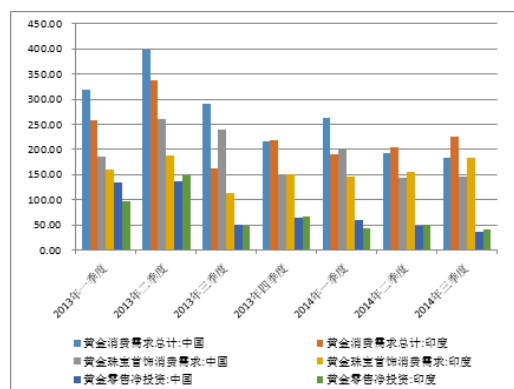
2006 年	3394.40	-9.13	2284.10	-15.61	458.00	5.80	652.40	9.43
2007 年	3527.50	3.92	2402.50	5.18	461.00	0.66	664.00	1.78
2008 年	3803.70	7.83	2184.80	-9.06	435.50	-5.53	1183.30	78.21
2009 年	3585.50	-5.74	1786.50	-18.23	401.10	-7.90	1397.90	18.14
2010 年	4083.60	13.89	2016.70	12.89	465.90	16.16	1582.20	13.18
2011 年	4581.70	12.20	1972.20	-2.21	452.30	-2.92	1700.40	7.47
2012 年	4380.20	-4.40	1897.10	-3.81	407.40	-9.93	1532.40	-9.88
2013 年	4021.90	-8.18	2339.50	23.32	407.80	0.10	866.90	-43.43
14 年前三季度	2963.50	-5.24	1621.50	-10.57	296.50	-4.23	710.50	4.18

数据来源:WIND数据

图 5 近十年主要黄金消费国黄金消费需求(单位:吨) 图 6 2013~2014 年 9 月中国和印度黄金季度需求情况(单位:吨)



数据来源:WIND数据



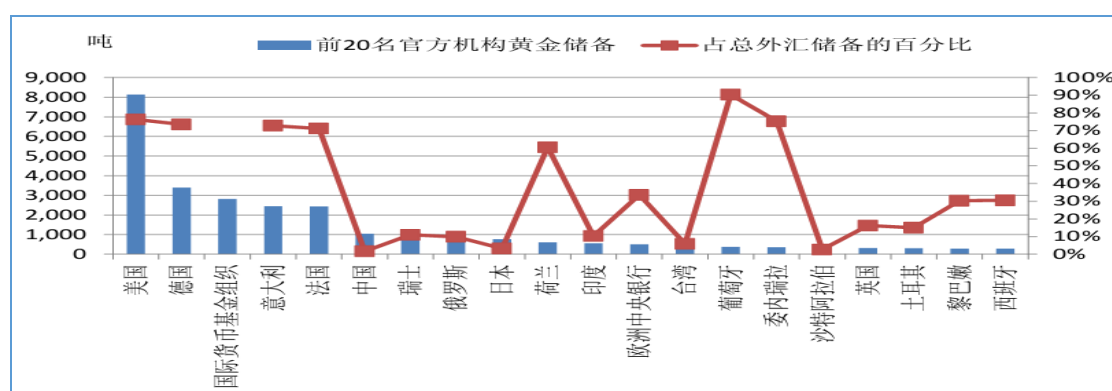
数据来源:WIND数据

从世界黄金需求量国家（地区）来看，印度、中国、土耳其、中东、美国、欧洲等为主要黄金需求国。近年，美国、土耳其、中东等国家（地区）黄金需求规模基本维持不变，但同期印度、中国及欧洲均有一定程度的黄金需求规模增长，尤其是中国和印度，近十年内消费需求大幅增长，分别由 2004 年的 233.90 吨和 617.70 吨增长至 2013 年的 1225.90 吨和 974.80 吨，增幅分别为 424.11% 和 57.81%。中国的黄金消费结构中首饰用金占比大，黄金零售投资次之。作为具有避险功能的投资工具，黄金投资是企业及个人投资组合中的重要组成部分，近年来国内通胀率维持较高水平，中国黄金零售投资市场日趋活跃，国内黄金投资需求逐步增大，自 2007 年以来，中国黄金消费保持两位数增速。据中国黄金协会最新统计数据显示，2013 年中国的黄金消费需求创下 1225.90 吨的历史新高，同比增加 448.10 吨，成为全球最大黄金消费国。2014 年前三季度，中国黄金消费需求量

同比大幅下降 36.80%，为 638.40 吨；其中黄金饰品消费需求量出现萎缩，同比下降 28.15%，为 493.70 吨，政府反腐举措或在一定程度上促成这一趋势；金价下跌以及理性回归（中国投资者 2013 年前三季度非理性购买大量金条与金币）使中国投资者观望情绪明显，黄金投资净需求量为 144.70 吨，同比下降 55.20%。2014 年前三季度印度黄金消费需求量同比下降 18.07%，为 619.50 吨；其中，受公众对新政府信心鼓舞以及排灯节的到来，印度珠宝首饰黄金消费需求量同比上升 4.55%，为 483.00 吨；受价格走低以及对金币市场的限制（禁止进口金币）在一定程度上抑制了投资需求，黄金投资净需求量为 136.50 吨，同比下降 53.59%。

黄金作为稀有贵金属，从历史以来就被各国作为世界通行的货币，加之黄金特有的保值抗通胀的功能，被各国政府作为战略资产进行储备。近年随着世界经济发展呈现多极化的趋势，以及经济复苏中的不确定因素对各国货币体系的冲击，传统的美元、欧元、日元等货币在世界各国外汇总储备中的重要性有所下降，世界各国均开始重视黄金在外汇储备中的地位。根据世界黄金协会 2013 年发布的统计数据，世界各政府及其他官方机构的总黄金储备为 31575 吨，其中，美国依然是持有黄金储备最多的国家，黄金储备为 8134 吨，且在其总储备中占比最大；中国的黄金储备为 1054 吨，外汇占比为 1.70%，黄金储备在世界排名第 6 名，但由于中国外汇储备额较高，黄金储备占总储备的比重偏低。

图 7 黄金储备总量排名前 20 的国家（官方机构）的黄金储备及外汇占比情况



资料来源：世界黄金协会，2013 年数据

总体来看，近年来世界黄金需求增长主要由投资性需求带动。但在目前全球宏观经济不确定性增强、全球资本市场低利率运行、黄金价格震荡下降、黄金投资观望情绪浓重及主要黄金消费国中国、印度等国面临经济减速下行、投资不振

的背景下,预计未来一段时期内,黄金投资需求大幅萎缩导致全球黄金总需求持续下滑可能性较大,但黄金价格持续下降,可能刺激以中国和印度为主的新兴经济体地区对黄金饰品消费量的需求增长。

3. 黄金供给分析

黄金的供给主要来自矿产金¹、各国央行抛售储备金和再生金²,矿产金及再生金是每年黄金供应的主要来源,各国央行抛售的黄金储备属于已产黄金,矿产金及再生金共同构成了每年世界黄金存量增量。

矿产金方面,2004~2007年,国际经济保持较快增速,黄金保值需求下降,加上部分产金国(如南非、印尼等)受金矿品位下降、开采难度增加等因素影响,黄金产量持续下降,导致全球矿产金产量持续低位。2008年以来,受国际金融危机、美国债务危机、欧债危机等因素影响,全球经济局势不明朗,黄金的避险功能凸显,金价高位运行,带动各产金国矿产金产量持续上升。2013年全球黄金矿产金供给量达到2987.60吨,同比增涨5.97%,矿产金产量保持稳定。考虑到黄金规模化产出周期较长,且产量受开采条件限制,预计全球矿产金产量短期内不会出现大幅增长。

再生金方面,随着全球经济发展,和冶炼技术水平的提高,全球再生金供应总体保持稳定增长的趋势,但是受生产商惜售、各国宏观经济情况和上游各类矿石供应等多方面因素影响,全球再生金供应量自2010年起持续小幅下降,2013年全球再生金供应量1263.10吨,同比下降20.59%。再生金具有较大的供应价格弹性,但受多方因素制约,预计短期内产能增幅有限。

表2 2004~2013年世界黄金总供给量及分类供给量情况(单位:吨、%)

年份	总供给量	同比变化	矿产金供给量	同比变化	再生金供给量	同比变化	各国央行出售量	同比变化
2004年	3352.10	--	2040.20	--	837.90	--	472.00	--
2005年	3999.00	19.30	2451.00	20.14	889.00	6.10	659.00	39.62
2006年	3574.00	-10.63	2104.00	-14.16	1111.00	24.97	358.00	-45.68
2007年	3494.00	-2.24	2031.00	-3.47	962.00	-13.41	501.00	39.94
2008年	3511.00	0.49	2064.00	1.62	1210.00	25.78	236.00	-52.89

¹ 黄金生产厂商经过完整的产业流程通过勘探、采掘、冶炼生产出来的黄金产品,生产周期较长,建立矿山进行采选工程建设的时间成本相对较高。

² 通过回收旧饰品及其他含金产品并进行重新提炼所产出的黄金产品,其产量主要来自于制造用金量高的地区,生产周期较短,其供应量相较矿产金有一定的弹性。

2009 年	4074.90	16.06	2350.70	13.89	1690.60	39.72	33.60	-85.76
2010 年	4277.90	4.98	2627.60	11.78	1708.90	1.08	-77.30	-330.06
2011 年	4499.90	5.19	2851.00	8.50	1648.90	-3.51	-456.70	--
2012 年	4410.10	-2.00	2819.40	-1.11	1590.70	-3.53	-543.40	--
2013 年	4250.70	-3.61	2987.60	5.97	1263.10	-20.59	-407.70	--

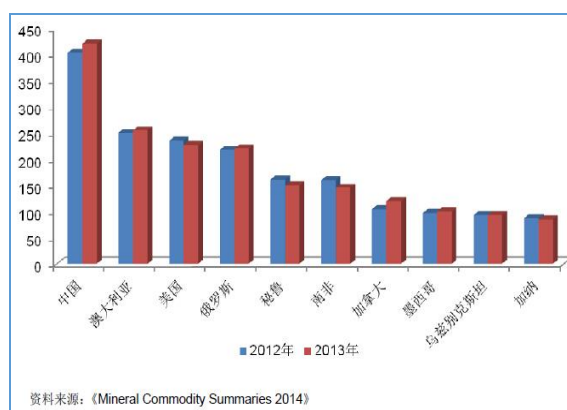
数据来源:WIND数据

央行抛售储备金方面, 2004~2008 年, 国际经济增长稳定, 各国政府采取抛售黄金储备行为, 但自 2009 年以来, 全球金融危机导致各个央行黄金供给出现逆转, 各国增持黄金储备头寸趋势明显, 2013 年达到 407.70 吨, 反映出主要经济体央行对外汇储备资产多元化及再平衡的需求, 预计未来短期内各国央行抛售动力不大。

从世界黄金供给量国家(地区)来看, 2013 年全世界黄金矿产金总供应量 2987.60 吨, 其中, 矿产金供应量过百吨的国家有 8 个, 分别为中国、澳大利亚、美国、俄罗斯、秘鲁、南非、加拿大和墨西哥, 上述国家矿产金供应量占 2013 年全球黄金矿产金总供应量的比例约 60%。

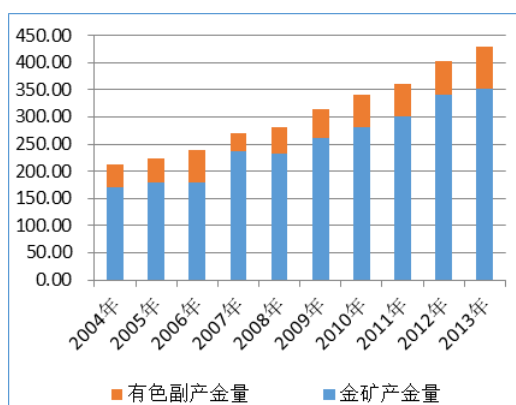
2004 年以来, 中国黄金供应量持续扩大, 其中, 矿产金产量由 2004 年的 212.35 吨增长到 2013 年的 428.16 吨(金矿产金量为 350.90 吨, 有色副产金为 77.30 吨)。2007 年, 中国首次超过南非并且连续 7 年蝉联全球第一大黄金生产国。2013 年, 中国成为全球唯一矿产金产量超过 400 吨的国家, 占全球比重的 14.33%。2014 年 1~9 月, 中国黄金矿产金产量为 307.81 吨(金矿产金量为 253.16 吨, 有色副产金为 54.65 吨), 同比增长 6.80%。

图 8 2012~2013 年世界前十名黄金供应量国家



资料来源: 美国地质调查局《Mineral Commodity Summaries 2014》

图 9 2004~2013 年中国矿产金供应量情况



资料来源: WIND 数据

综合来看，近年中国和印度等黄金消费大国黄金需求仍然强劲，黄金供应仍存较大缺口支撑其国内黄金供应持续扩大，同时，各国央行采取黄金储备净回笼策略以防范未来世界经济发展不确定性，客观上刺激全球矿产金和再生金供应持续扩大，预计未来几年全球范围内的黄金供应保持稳定增长趋势。

4. 黄金价格走势

黄金作为具有特殊功能的商品，其价格不仅由供需因素来决定，还取决于国际货币体系变化、投机和地缘政治等一系列因素的综合作用。2002 年 10 月，上海黄金交易所正式开业，中国黄金市场开放，国内金价与国际金价保持了较高的联动性；2008 年，黄金期货正式挂牌交易，这种联动性得以进一步增强。

表 3 中国黄金价格体制变化情况

时间	总供给量
1993 年以前	“统收专营”，中国人民银行作为唯一黄金收购方，确定统一黄金收购价格，任何一般机构和个人不得自由买卖黄金
1993 年 9 月	中国人民银行按低于国际金价 10%的水平收购矿产金
2002 年 10 月	上海黄金交易所正式开业，黄金价格随国际金价而变化

数据来源：联合资信整理

国际金价在过去十年中呈现出整体上涨的趋势。2008 年随着美国金融危机的爆发，黄金避险性驱使资金大幅涌入黄金市场，国际金价随之出现较大幅度调整。之后受到欧洲债务危机以及美联储量化宽松政策导致美元贬值的影响，黄金投资再次成为资金避险地，国际金价加速上扬，并在 2011 年下半年触及此轮行情高点，达到每盎司 1920 美元。

2012 年，全球经济处于缓慢复苏的进程。宽松的货币政策与经济复苏避险需求下降导致 2012 年黄金价格处于高位区间震荡。伦敦现货黄金价格年初每盎司 1598.00 美元（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 328.72 元/克），年内最高 1791.75 美元，最低 1540.00 美元，年末收盘价为 1664.00 美元（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 334.50 元/克），较上年收盘上涨 5.68%，平均价格较上年上涨 6.39%。2013 年，全球的黄金价格波动下行，2013 年 12 月 31 日伦敦现货黄金为每盎司 1201 美元（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 236.46 元/克），相比年初的每盎司 1693 美元下跌 29.06%。2013 年黄金价格下跌主要原因是：市场显著

调低了中期内的通胀预期，近几年发达国家的量化宽松政策导致全球大规模的流动性注入，但是该政策并没有推动发达经济体显著增长，也没有推高全球通胀，导致投资者下调通胀预期；美元走强的预期导致金价走软、全球股市行情火爆，为黄金投资者提供了富有吸引力的其他选择。

图 10 伦敦现货黄金价格走势（单位：美元/盎司） 图 11 上海金交所现货收盘价 Au9999（单位：元/克）



资料来源：Wind 资讯



资料来源：Wind 资讯

进入 2014 年，受美国逐渐缩减量化宽松政策、全球通胀数据持续低迷、欧洲央行降息扶持经济、印度政府打压黄金消费需求等因素影响，全球黄金价格持续低位运行。2014 年 10 月 30 日，美联储宣布结束 QE3，随着美元逐步走强以及全球经济复苏，黄金投资需求有所波动，未来随着美国经济复苏以及美联储加息政策，黄金价格未来走势会有所波动。截至 2014 年 11 月 12 日，伦敦现货黄金价格为 1164 美元/盎司（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 230.39 元/克），较 2014 年 1 月 2 日的 1225 美元/盎司（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 242.30 元/克）下降 4.98%，其中 3 月 14 日出现全年最高价格，为 1385 美元/盎司。

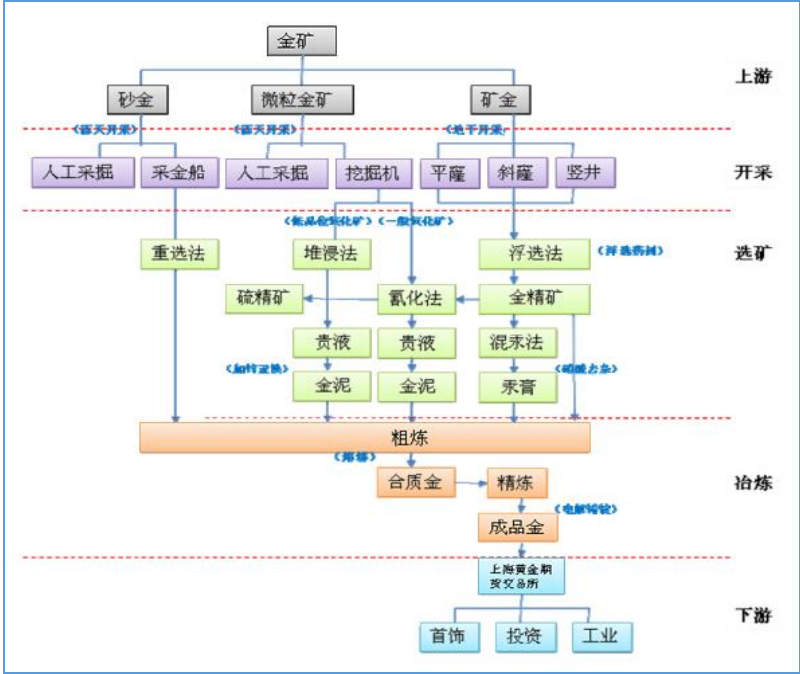
总体看，近年黄金价格波动较大，影响当前黄金价格的因素主要是全球经济运行走向以及各国央行黄金储备计划，随着全球经济复苏，以及美联储量化宽松政策的退出，预期美元逐步走强，黄金价格未来走势仍存在一定不确定性，黄金行业未来发展前景有待关注。

5. 黄金产业链分析

黄金从勘探到下游加工主要包括五个过程，即探矿、采矿、选矿、冶炼、加

工销售，其中选矿工艺在整个产业链中最为复杂。

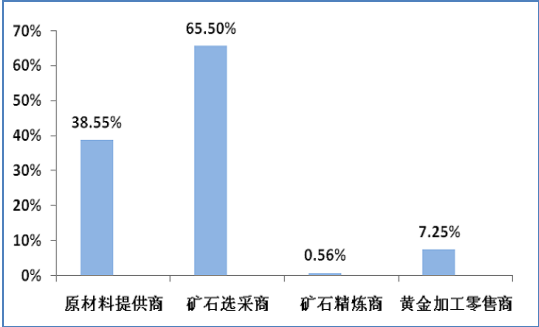
图 12 黄金行业产业链分析图



资料来源：根据公开资料整理

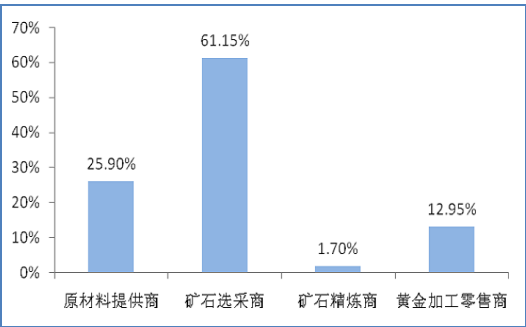
整个黄金产业链中主要包含四类企业，即小型黄金采选企业（仅涉及勘探和开采工艺）、黄金选采炼企业（涉及勘探、开采、选矿）、有色金属冶炼企业（仅涉及冶炼工艺）以及黄金深加工企业（仅涉及加工工艺），而中国大型黄金企业通常为具有勘探、开采、选矿及冶炼等四个工艺一体化能力。根据国内黄金行业上市公司资料统计，从黄金行业产业链各环节盈利能力情况来看，金矿矿石采选最具盈利能力，而矿石冶炼则毛利率最低。

图 13 黄金行业产业链各环节毛利率情况



资料来源：联合资信整理

图 14 黄金行业产业链利润占比情况

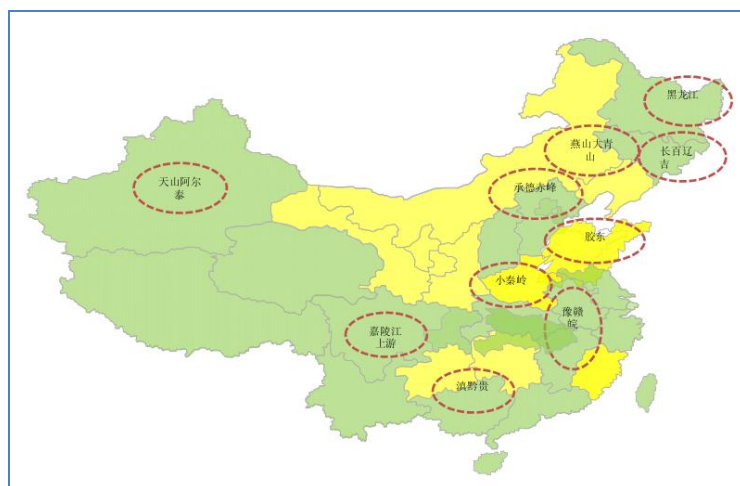


资料来源：联合资信整理

6. 市场竞争格局

中国目前已形成十大产金基地，他们分别是：胶东（山东）、小秦岭（河南）、长白辽吉（辽宁吉林）、燕山大青山（内蒙辽宁）、黑龙江、承德赤峰（河北内蒙）、嘉陵江上游（四川）、滇黔贵（云南贵州）、豫赣皖（河南江西安徽）和天山阿尔泰（新疆）。山东作为中国最重要的黄金生产基地，其黄金总产值、产量、利润、创外汇和黄金储量，均居全国首位。山东省的黄金主要集中在胶东半岛的招远一掖县一带，产地较为集中，易于大规模开采。在全国 10 个重点金矿中，山东省占 5 个，其中最为知名的为招远金矿和三山岛金矿。

图 15 中国十大黄金产金基地情况



资料来源：中国黄金协会

中国黄金协会公布 2013 年度中国黄金矿产金十大企业分别为中国黄金集团公司（以下简称“中国黄金”）、山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金”）、紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）、山东招金集团有限公司（以下简称“山东招金”）、湖南黄金集团有限责任公司、埃尔拉多黄金公司（中国）、云南黄金矿业集团股份有限公司、山东中矿集团股份有限公司、西部黄金股份有限公司、灵宝黄金股份有限公司（以下简称“灵宝黄金”），这十家企业矿产金产量占全国矿产金总产量的 45.65%。如果考虑上这些公司对外收购金精矿等其他半成品，进行后期精炼加工制成标准金条的量，这些金企的黄金产量超过全国 80% 的市场份额。整体而言，中国黄金行业“小而散”的局面正在改变，以大型黄金集团为主导的新格局正在形成，产业集中度不断提高。

7. 重点企业

在中国国内黄金企业中目前主体评级尚在存续期内的包括中国黄金、山东黄金、紫金矿业、山东招金、灵宝黄金、山东恒邦冶炼股份有限公司（以下简称“山东恒邦”）和云南地矿总公司（以下简称“云南地矿”）。其中，主体长期信用等级为 AAA 的仅有中国黄金、山东黄金及紫金矿业，山东招金的主体长期信用等级为 AA+。其余企业在黄金资源储量及矿产金产量方面均与四大黄金企业相去甚远，因资源有限，在黄金价格下跌过程中，抗风险能力相对较差，灵宝黄金 2013 年因金价下跌出现亏损，其评级展望被调整为负面。

表 4 中国国内主要黄金企业财务概况及等级评定情况

企业名称	中国黄金	山东黄金	紫金矿业	山东招金	灵宝黄金	山东恒邦	云南地矿
最新级别	AAA	AAA	AAA	AA+	AA-	AA	AA
评级展望	稳定	稳定	稳定	稳定	负面		稳定
评级机构	中诚信	联合资信	中诚信	联合资信	中诚信	上海新世纪	联合资信
财务数据及指标（截至 2013 年底或 2013 年）							
资产规模（亿元）	747.35	670.20	668.98	331.90	67.24	113.02	153.51
所有者权益（亿元）	270.19	132.95	330.85	104.43	16.76	33.90	22.26
长期债务（亿元）	108.91	127.24	124.04	31.20	20.70	10.92	13.27
全部债务（亿元）	272.40	392.80	235.84	140.53	38.17	69.78	74.27
营业收入（亿元）	1114.07	621.21	497.72	376.42	79.75	118.43	131.64
利润总额（亿元）	19.16	-1.40	38.35	9.20	-8.47	2.77	4.75
EBITDA（亿元）	51.34	35.08	69.62	23.89	-3.74	8.82	17.07
经营性净现金流（亿元）	8.93	12.02	88.42	5.23	11.12	-3.70	3.60
营业利润率（%）	5.63	8.08	16.49	8.49	-0.89	6.66	10.93
资产负债率（%）	63.85	80.16	50.54	68.54	75.07	70.01	76.13
全部债务资本化比率（%）	50.20	74.71	41.62	57.37	69.49	67.31	66.96
全部债务/EBITDA（倍）	5.31	11.20	3.39	5.88	--	7.91	4.35
EBITDA 利息倍数（倍）	4.10	2.48	9.50	3.81	--	2.72	13.66

资料来源：WIND 资讯，联合资信整理

注：1. 样本取自银行间债券交易市场及证券市场； 2. 山东恒邦为黄金冶炼企业。

目前中国国内的四大黄金生产企业（以下简称“四大金企”）为中国黄金、山东黄金、紫金矿业、山东招金，根据中国黄金协会统计数据，2013 年中国矿产金产量为 428.16 吨（金矿产金量为 350.90 吨），上述四大金企 2013 年金矿产金量合计为 126.54 吨，占中国国内全年金矿产金量的 36.06%。国内黄金矿山企

业近 700 家，中小企业居多，黄金矿产金产量低于 0.5 吨的企业约占 70%，产量仅占 15%。除四大金企外，灵宝黄金 2013 年矿产金量为 3.10 吨。

表 5 中国四大黄金生产企业概况

企业名称	中国黄金	山东黄金	紫金矿业	山东招金
实际控制人	国务院国资委	山东省国资委	福建省上杭县财政局	山东省招远市人民政府
注册地	北京市东城区	山东省济南市	福建省龙岩市	山东省招远市
营业收入（亿元）	1114.07	621.21	497.72	376.42
其中：黄金收入（亿元）	847.17	383.98	297.18	289.48
保有黄金金属储量（吨）	1819.67	1472.00	1192.22	1582.70
主要金矿矿山	辽宁猫岭金矿、内蒙古太平金矿等	山东的玲珑金矿、三山岛金矿、焦家金矿及新城金矿等	紫金山金铜矿、诺顿金田金矿（澳大利亚）、珙春小西南岔金铜矿等	招远金矿、夏甸金矿、大尹格庄金矿等
标准金产量（吨）	122.59	214.20	108.69	151.95
其中：矿产金产量（吨）	39.43	35.31	31.69	20.11
其中：冶炼金产量（吨）	83.16	178.89	77.00	131.84
金矿入选品位（克/吨）	1.73	2.16	--	--
黄金克金成本（元/克）	200	197	153	216
主要黄金冶炼厂	河南中原黄金冶炼厂	山东黄金矿业（莱州）有限公司精炼厂	紫金矿业集团股份有限公司黄金冶炼厂和福建金山黄金冶炼厂	山东国大黄金股份有限公司和山东招金金银精炼有限公司

资料来源：联合资信整理

注：1. 样本取自银行间债券交易市场及证券交易市场；2. 黄金金属储量包括金矿及伴生金矿储量；3. 部分企业黄金收入包括矿产金、冶炼金及贸易金收入。

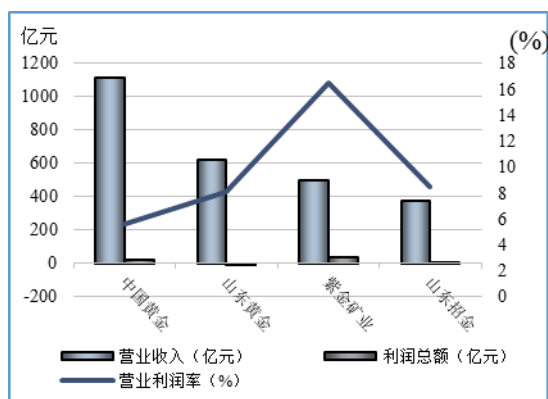
从股东背景看，四大金企均具有国企背景，中国黄金为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）全资独资企业，持有其上市子公司中金黄金股份有限公司 50.01%股权；山东黄金为山东省人民政府国有资产监督管理委员会全资控股，持有其上市子公司 50.25%股权；闽西兴杭国有资产投资经营有限公司为福建省上杭县财政局全资子公司，持有紫金矿业 29.18%股权，为其第一大股东，因此福建省上杭县财政局为紫金矿业实际控制人；山东招金为山东省招远市市属国有独资企业，持有其控股上市子公司招金矿业股份有限公司 36.63%股权，招远市人民政府为山东招金的实际控制人。

从生产经营情况看，资源储量方面，截至 2013 年底，四大金企保有黄金金属储量分别为 1819.67 吨、1472.00 吨、1192.22 吨和 1582.70 吨，黄金资源储备资源丰富为四大金企保证利润空间、抵抗黄金价格下跌风险提供保障；矿产金方

面：2013 年，四大金企分别生产矿产金 39.43 吨、35.31 吨、31.69 吨和 20.11 吨，同比分别变动 10.76%、10.45%、-0.97%和 11.17%。近年黄金价格下跌，部分黄金生产企业下调冶炼金生产比重，2013 年，四大金企分别生产冶炼金 83.16 吨、178.89 吨、77.00 吨和 131.84 吨，同比分别变动为-43.50%、47.75%、32.76%和 9.16%。

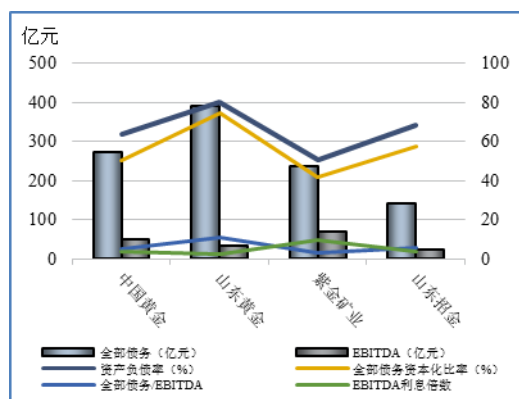
从盈利能力方面看，黄金生产企业盈利能力与金矿入选品位、冶炼金收入所占比重等因素关联度较高，通常金矿入选品位越低、冶炼金收入占比越大，公司盈利能力指标越弱。紫金矿业部分金矿品位很高，例如旗下云南华西元阳金矿品位为 10.99 克/吨，吉尔吉斯坦 taror 金矿品位为 7.23 克/吨，致使其克金成本在四大金企中低于其他三家。2013 年，紫金矿业克金成本为 153 元/克，低于其他三家金企，成本低导致其利润水平在四大金企中最高，当年营业利润率为 16.49%。

图 16 2013 年四大金企盈利能力比较图



资料来源：各公司年报，联合资信整理

图 17 2013 年四大金企偿债能力比较



资料来源：各公司年报，联合资信整理

从资本结构方面看，紫金矿业的资本债务结构相对处于较合理水平，而山东黄金的债务负担最重，其资产负债率和全部债务资本化比率 2013 年高达 80.16% 和 74.71%。近年，山东黄金实施“走出去”战略，在扩大对在建三山岛金矿 8000 吨/日探建结合工程、焦家金矿采选 6000 吨/日扩建工程等项目投资的同时，积极洽谈各类股权或资源收购事宜，导致其债务负担持续加重。

从偿债能力方面看，中国黄金、紫金矿业和山东招金的 EBITDA 均能够很好的覆盖利息支出，2013 年全部债务/EBITDA 分别为 5.31 倍、3.39 倍和 5.88 倍，EBITDA 利息倍数分别为 4.10 倍、9.50 倍和 3.81 倍，紫金矿业的整体偿债能力仍强于其他三家金企。但山东黄金近年因资源及股权收购增大，负债水平持续增

高，整体偿债能力走弱；2013 年受前期收购的子公司福克斯矿业和金创公司亏损并表影响，山东黄金盈利大幅下滑，EBITDA 存在特殊变化，导致当年其全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 11.20 倍和 2.48 倍。

整体看，目前存续企业规模大，储量丰富。联合资信同时关注到，近两年存续企业因黄金价格的快速下跌，其盈利能力下降明显，随着大规模资源并购导致的投资风险急剧增加，企业的债务指标快速上升，债务负担趋重，可能对黄金企业信用基本面形成一定冲击。

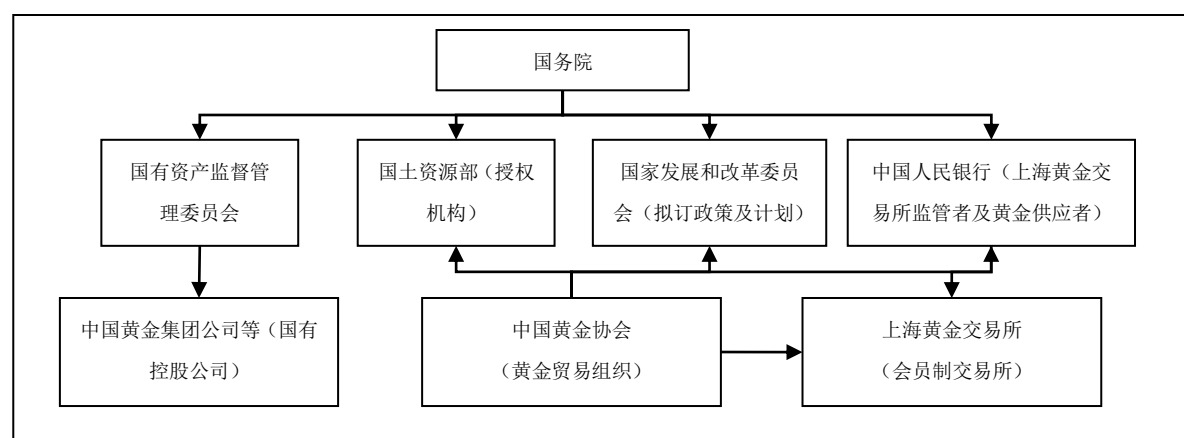
三、行业监管及政策环境

1. 监管体系

国务院赋予中国人民银行管理黄金储备、监督管理黄金市场和黄金衍生产品、监督管理黄金进出口的职责和权力。根据上述制度安排，中国人民银行直接管理上海黄金交易所。国家发展和改革委员会负责制定黄金行业相关政策及发展规划。

国土资源部作为国务院地质矿产主管部门，主管全国矿产资源勘察、开采的监督管理工作，省、自治区、直辖市人民政府地质矿产主管部门主管本行政区域内矿产资源勘查、开采的监督管理工作。

图 18 中国黄金行业组织机构图



资料来源：世界黄金协会和China Financial Services

中国黄金协会是经国家经济贸易委员会和中国民政部正式批准和注册登记，

由黄金行业的企事业单位和与黄金相关的企事业单位、社团组织自愿组成的全国性、非营利性、自律性的社会组织。中国黄金协会旨在与世界各国、各地区的有关组织和机构，通过多种形式、多种渠道，开展国际间合作与交流，同时，也为国家发展和改革委员会制定政策和计划提供相关依据并服务于中国人民银行及上海黄金交易所。

上海黄金交易所实行会员制组织形式，会员为从事黄金业务的金融机构、从事黄金、白银、铂等贵金属及其制品的生产、冶炼、加工、批发、进出口贸易的企业法人，现有会员 162 家，交易所会员依其业务范围分为金融类会员、综合类会员和自营会员。金融类会员可进行自营和代理业务及批准的其它业务，综合类会员可进行自营和代理业务，自营会员可进行自营业务。目前会员单位中年产金量约占全国的 80%；用金量占全国的 90%；冶炼能力占全国的 90%。标准黄金、铂金交易通过交易所的集中竞价方式进行，实行价格优先、时间优先撮合成交。非标准品种通过询价等方式进行，实行自主报价、协商成交。会员可自行选择通过现场或远程方式进行交易。目前上海黄金交易所拥有金融类会员 25 家，外资金融类会员 4 家，综合类会员 130 家，自营类会员 3 家。由于黄金交易所会员标准金的销售通过交易所进行，根据市场供需决定最终价格，因此，下游客户与上游黄金生产商无直接交流，不存在议价问题。当黄金价格发生变化时，下游金饰制造业等都将被动接受价格变动，成本直接进行传导。

2. 总体规划

2012 年 11 月 19 日，工业和信息化部公布《关于促进黄金行业持续健康发展的指导意见》（工信部原[2012]531 号），指出了黄金行业“十二五”期间的发展规划，主要目标为：“十二五”期间，国内黄金工业结构调整和产业转型升级取得明显进展，工业增加值年均增长 12%以上，产业发展规模和质量进一步提高。具体目标包括：

（1）资源勘查实现突破。“十二五”期间，通过加强资源勘查，新增黄金资源储量 4000~5000 吨，扣除黄金开采消耗 3000 吨左右，到 2015 年全国保有黄金资源储量达到 8000~9000 吨，比“十一五”期间增长 20%以上。

（2）黄金产量持续增长。“十二五”期间，国内黄金产量年平均增长率保持 3~5%，到 2015 年，黄金产量达到 420 吨，力争实现 450 吨。“十二五”期间生

产黄金 1900~2100 吨，比“十一五”期间增长 30%以上。

(3) 结构调整取得成效。通过加大兼并重组力度，企业数量从“十一五”末期的 700 多家减少到 600 家左右，形成 1 个 50 吨级、2 个 40 吨级、1 个 30 吨级、1 个 20 吨级、2 个 10 吨级的黄金企业集团公司。到 2015 年，十大黄金集团公司产量达到 260 吨，比 2010 年增加 100 吨，大中型黄金企业的黄金产量占全国的 70%以上。

(4) 科技创新取得进展。加大科技投入，加强产学研用相结合，低品位、难处理金矿资源综合利用技术水平进一步提高，到“十二五”末，全行业资源综合利用水平达到 70%以上；高效节能设备得到广泛应用，科技创新对产业发展的贡献率明显提高。

(5) “绿色矿山”建设水平得到提高。尾矿综合利用率达到 20%，矿区绿化覆盖率达到 80%，矿山损毁土地得到全面复垦利用，矿山地质环境治理恢复保证金缴存率达到 100%，做到黄金生产增长和生态环境保护治理同步，实现黄金工业可持续发展。

总体来看，“十二五”规划将进一步推进黄金资源的有效配置，同时提高黄金企业生产科技创新能力，“绿色矿山”的推进及建设将有助于黄金行业长期可持续发展。

3. 相关政策法规

黄金是稀缺资源，对于国民经济发展具有重要意义，中国对黄金行业的发展一贯实行支持鼓励及保护性开采的产业政策，《中华人民共和国矿产资源法》规定，黄金属保护性开采的特定矿种，在开采审批中，由国家黄金行业主管部门与资源管理部门共同审批。近年来，国家陆续出台多项政策，在税金征收、地质勘察、融资授信等方面给予黄金企业政策支持，对促进中国黄金行业产业集中度的提升和黄金企业的发展起到了良好的助推作用。

表 6 1983 年以来黄金行业相关政策

发布时间	发布单位	政策名/文件名	主要内容
1983 年 6 月	国务院	《中华人民共和国金银管理条例》	国家对金银实行统一管理、统购统配的政策，中国人民银行负责管理国家金银储备；负责金银的收购与配售，会同国家物价主管机关制定和管理金银收购与配售价格，会同有关国家主管机关审批经营（包括加工、销售）金银制品

1988 年	国务院	《关于对黄金矿产实行保护性开采的通知》	禁止个体采金
1994 年 9 月	冶金部	《黄金地质勘探资金管理暂行办法》	
1996 年 8 月	国务院	《中华人民共和国矿产资源法》	矿产资源勘察、开采事宜；开采矿产资源，必须按国家规定缴纳资源税和资源补偿费
1998 年 2 月	国务院	《矿产资源开采登记管理办法》	采矿许可证有效期，按照矿山建设规模确定：大型以上的，采矿许可证有效期最长为 30 年；中型的，采矿许可证有效期最长为 20 年；小型的，采矿许可证有效期最长为 10 年
1998 年 2 月	国务院	《矿产资源勘查区块登记管理办法》	国家对矿产资源勘查实行统一的区块登记管理制度；国家实行探矿权有偿取得的制度，逐年缴纳
1999 年 12 月	国家质量技术监督局	《金银饰品标识管理规定》	国内生产并在国内销售的金银饰品，应当标明生产企业执行的国家标准、行业标准、地方标准或者经备案的企业标准编号
2001 年 10 月	中国人民银行	《国家税务总局关于调整岩金矿产资源税有关政策的通知》	
2002 年 9 月	财政部、国家税务总局	《关于黄金税收政策问题的通知》	黄金生产和经营单位销售黄金（不包括以下品种：成色 AU9999、AU9995、AU999、AU995；规格为 50 克、100 克、1 公斤、3 公斤、12.5 公斤的黄金）和黄金矿砂（含伴生金），免征增值税；进口黄金（含标准黄金）和黄金矿砂免征进口环节增值税
2002 年 10 月	上海黄金交易所	《黄金交易所管理办法》	
2004 年 5 月	发改委	《办理开采黄金矿产批准书管理规定》	
2006 年	国务院	《对矿产资源开发进行整合意见的通知》	提出对包括金、铜、锌等 15 个重要矿种的资源开发进行整合，以提高产业集中度、扶植优势企业做大做强。
2008 年 5 月	中国人民银行	《金融法规金银管理条例》	金银收购统一由中国人民银行办理。在中华人民共和国境内，一切单位和个人不得计价使用金银，禁止私相买卖和借贷抵押金银。除经中国人民银行许可、委托的以外，任何单位和个人不得收购金银
2010 年 7 月	人民银行等国家六部门	《关于促进黄金市场发展的若干意见》	符合行业规划和产业政策的大型黄金企业扩大授信额度、发放并购贷款、支持发行债务工具等意见
2011 年 10 月	国务院	《中华人民共和国资源税暂行条例》	黄金作为稀缺的有色金属，目前仍然从量征收资源税
2012 年 11 月	工信部	《关于促进黄金行业持续健康发展的指导意见》	提出中国“十二五”期间黄金行业发展的目标，即“十二五”期间，黄金工业结构调整和产业转型升级取得明显进展，工业增加值年均增长 12% 以上，产业发展规模和质量进一步提高

资料来源：联合资信整理

近年对黄金行业影响重大的政策主要为 2011 年 10 月 10 日国务院公布修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》，于 2011 年 11 月 1 日起施行。该条例中增加了从价定率的资源税计征办法，规定原油、天然气税率均为 5%~10%。同时将焦煤和稀土矿分别在煤炭资源和有色金属原矿资源中单列，相应提高这两种重要稀缺资源的税额标准。黄金作为稀缺的有色金属，目前仍然从量征收资源税，

从现阶段的黄金价格来看，对相关企业的生产成本影响有限；若未来实行从价征收，相关企业的税负水平将有所加重，但考虑到黄金下游旺盛的投资性需求，黄金生产企业有望将相当一部分税负向下游转嫁。

四、行业关注

1. 产业结构不合理及资源利用率低

2013 年，中国国内四大金企合计产金 126.54 吨，其余现有的 700 多个黄金矿山企业中，黄金产量在半吨以下的企业约占 70%，其合计黄金产量仅占总产量的 15%；黄金产品结构单一，部分高精尖深加工产品依然需要进口，中国黄金精深加工的工艺技术、装备水平、产品质量和品牌建设，与发达国家相比仍有较大差距。同时，由于企业规模小，技术水平低，目前中国每生产 1 吨黄金平均消耗储量 1.7 吨，其中大型矿山平均在 1.5 吨左右，而小矿山则高达 2 吨以上，资源浪费严重，资源利用率处于较低水平。

2. 资源保障程度低及生产成本日益上升

中国黄金产量增长速度一直以来存在与探明黄金资源储量增长幅度不匹配的状态，可供开采的基础储量保障年限短。多年来中国黄金基础储量一直在 1900 吨左右，静态保障年限仅 4 年，与其他主要产金国相比差距较大，如南非为 6000 吨，静态保障年限 12 年；俄罗斯和澳大利亚均为 5000 吨左右，静态保障年限 15 年左右。中国国内黄金矿山经过长期开采，大部分矿山出现矿石品位下降，部分矿山出现资源枯竭，资源接替困难现象；同时，新建矿山普遍存在开采难度大的问题，使矿产开发对企业科技及装备水平的依赖性日益增强，随着能源及人工成本的上升，行业整体生产成本呈上升趋势。

3. 行业竞争日趋激烈

作为资源类行业，黄金矿产资源保有量在很大程度上决定了黄金企业的发展空间和核心竞争力；在行业景气下行时，资源保有量也是抵御黄金价格下跌风险、保障企业利润的主要因素。近年各大黄金生产企业对于黄金资源储量的竞争日趋激烈，矿权占有成本迅速上升，行业竞争风险加大。另一方面，由于自有矿山的供给能力有限，为保持行业内的地位，中国各独立黄金生产企业持续扩大冶炼规

模，并加大了外购原料（粗金）的规模，原料竞争激烈，一定程度上影响了黄金生产企业盈利能力的提升。

4. 生态建设和环保任务繁重

由于中国国内小黄金企业所占比例较高，环保投入不足，废水污染、植被破坏、地质灾害、尾矿库崩溃等矿山环境问题时有发生。《工业节能“十二五”规划》的推出进一步体现了政府对环境保护和节能减排工作的重视，金属矿产领域的政策和标准更趋严格，也将对黄金企业的生产运营成本产生一定影响。

5. 安全生产形势严峻

黄金企业安全生产形势严峻主要体现在三个方面：一是黄金矿山安全基础薄弱，老旧设备多，装备水平低，抵御事故风险能力较差；二是部分非法矿山关闭后死灰复燃，乱采滥挖；三是大型矿山周边的非法采矿多，有的甚至盗采矿山的保安矿柱和残矿，安全隐患大。

6. 美国退出QE后的黄金价格走势影响突出

随着美国经济走好，失业率下降，美联储 2014 年 10 月底决定退出量化宽松政策，美元走强的预期加大，由于黄金价格受美元影响明显，黄金价格存在持续走低的风险，但美国经济走好同时，通胀因素逐渐变强，投资者为规避通胀风险而投资黄金的可能性加大，由于市场预期美联储为控制通胀于 2015 年加息的可能性较大，黄金价格走势存在一定的不确定性。

五、行业展望

2014 年，黄金行业进入低速增长阶段，上半年黄金价格受美国量化宽松政策预期退出影响进一步下跌，下半年伴随美国通胀预期增强，黄金价格趋于稳定，但在投资需求持续不振的影响下，行业的收入规模及盈利能力持续下降，行业景气度仍低迷。

展望 2015 年，在黄金价格方面，随着美国量化宽松政策退出，美国失业率下降及经济增速好于预期，美联储为控制经济通胀，其加息可能性加大，黄金价格存在一定下跌空间，同时，中国经济增速进一步下调，货币政策趋于宽松，给

予黄金价格一定支撑条件，黄金价格未来走势存在一定不确定性；在竞争格局方面，国内以大型黄金集团企业为主导的行业发展战略格局已经初步形成，未来随着对原材料和资源储量争夺日趋激烈，行业内兼并重组力度预计将持续加大，行业集中度将不断提高，产业发展规模和质量将进一步提高，从而推动行业清洁生产、绿色矿山建设、减少对环境和生态的不利影响；在财务表现方面，近两年黄金企业因黄金价格的快速下跌，其盈利能力下降明显，部分企业随着大规模资源并购导致的投资风险急剧增加，企业债务指标快速上升，债务负担趋重，偿债表现可能有所弱化。

综上所述，预计短期内黄金行业整体景气度不会明显回升，行业内部信用品质将进一步分化，部分黄金企业将受大规模资源并购方案失败影响，信用品质水平将有所下降；但从长远来看，国家在产业政策、行政项目审批、探（采）矿权管理、金融市场建设等方面不断加大改革力度，有利于大型黄金企业发展，同时，黄金行业依靠产品的强流动性以及矿产金盈利保障，未来仍可维持整体“较好”的信用品质评价，行业展望维持“稳定”。