

跟踪评级公告

联合[2012] 1350 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国黄金集团公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“09黄金债”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日
评级业务专用章

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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国黄金集团公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 黄金债	20 亿元	2009/4/26-2016/4/26	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	46.77	63.66	103.36	80.38
资产总额(亿元)	347.60	431.40	532.18	633.45
所有者权益合计(亿元)	108.97	161.39	220.76	246.51
短期债务(亿元)	69.22	75.87	98.73	115.00
全部债务(亿元)	154.59	161.54	180.22	234.01
营业收入(亿元)	345.43	512.29	791.23	762.36
利润总额(亿元)	12.12	31.94	47.42	31.82
EBITDA(亿元)	25.28	50.49	71.74	--
经营性净现金流(亿元)	23.67	30.06	35.87	26.02
营业利润率(%)	9.52	11.30	10.03	7.83
净资产收益率(%)	7.05	14.38	15.24	--
资产负债率(%)	68.65	62.59	58.52	61.09
全部债务资本化比率(%)	58.66	50.02	44.95	48.70
流动比率(%)	91.32	92.36	106.86	116.20
全部债务/EBITDA(倍)	6.12	3.20	2.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.20	7.98	8.25	--
经营现金流/流动负债(%)	18.01	19.57	18.00	--

注: 2012 年三季度报表未审计。

分析师

祖 宇

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 中国黄金产量创出新高, 并保持世界第一大黄金生产国的地位; 在全球经济不确定性加大、地缘政治以及欧债危机的影响下, 黄金价格保持高位, 黄金行业景气运行。

中国黄金集团公司(以下简称“公司”)是中国特大型黄金生产企业之一。跟踪期内, 公司资源储量和黄金产量进一步增加, 收入规模较快扩张, 综合盈利能力较强; 公司债务规模持续增长, 但债务负担保持适宜水平, 整体偿债能力强。公司现金类资产、经营活动现金流以及EBITDA对公司待偿还债券具有良好的保障能力。

综合分析, 联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为AAA, 评级展望为稳定, 并维持“09黄金债”的信用等级为AAA。

优势

1. 全球经济不确定性增强使黄金价格高位运行, 黄金行业景气度有望持续。
2. 公司黄金资源保有储量保持增长, 2011年黄金产量增加明显, 收入和利润规模大幅提高。
3. 公司债务负担保持适宜水平, 得益于较好的盈利情况, 整体偿债能力有所增强。
4. 公司现金类资产、经营现金流和EBITDA规模大, 对“09黄金债”形成较好覆盖。

关注

1. 行业景气使黄金原料竞争激烈, 黄金采选冶炼业面临较激烈的市场竞争。
2. 公司处于强周期行业, 收入规模和利润水平对宏观经济及黄金价格波动敏感。
3. 公司单体矿山规模偏小, 不利于规模效应的发挥; 公司未来仍面临较大规模的资本支出, 债务规模将保持增长。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国黄金集团公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国黄金集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国黄金集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国黄金集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国黄金集团公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业概况

中国黄金集团公司（以下简称“公司”）是根据《国务院关于组建中国黄金集团公司有关问题的批复》于 2003 年 1 月组建成立的国有独资企业，截至 2011 年底，公司注册资本 20 亿元，实收资本 23.40 亿元。

公司经营范围包括地质勘查、生产、冶炼、工程招标、黄金生产的副产品及其制品的销售等。公司本部下设企业管理部、规划发展部、资产财务部、资源开发部、地质资源部、投资管理部、生产运营部、安全环保部等职能部门，2011 年底纳入合并范围的二级子公司 57 家。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额为 532.18 亿元，所有者权益合计为 220.76 亿元（其中少数股东权益 111.82 亿元）。2011 年，公司实现营业收入 791.32 亿元，利润总额 47.42 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为 35.87 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 633.45 亿元，所有者权益合计为 246.51 亿元（其中少数股东权益 128.11 亿元）。2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 762.36 亿元，利润总额 31.82 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为 26.02 亿元。

公司注册地址：北京市东城区柳荫公园南街 1 号；法定代表人：孙兆学。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地

产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。

货币政策方面，2011 年，央行共 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 6 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元，同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%，比年初增加 4.86 万亿元，同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经

济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

1. 行业运行情况

黄金的供给主要来自矿产金、各国央行抛售储备金和再生金，其中矿产金和再生金是两大市场供给主体。据 WGC 统计，2011 年全球共生产矿产金（不包括生产商净套保）2810 吨，同比增长达 4.62%，高于 2010 年 3.75% 的增速。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呈持续增长趋势，但受生产商惜售、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，全球再生金产量自 2009 年起持续小幅下降，2011 年共计 1612 吨，同比下降 2.30%。2012 年上半年，全球黄金产量合计 2129.40 吨，同比基本保持稳定。得益于基本平稳的金矿产量，全球矿产金产量合计 1380.20 吨，同比基本持平。主要受金价走势不明朗和上游供应不足等因素影响，2012 年第二季度全球再生金产量仅 363.70 吨，同比下降 12.19%，并低于近五年来的季度平均产量；但总体来看，由于一季度金价的高企，2012 年上半年全球再生金总产量与上年基本持平，为 755.20 吨。

黄金的需求主要来自工业和首饰用金、各国中央银行的货币储备以及个人投资等。2008 年以前，首饰用金约占世界黄金需求的 60~70% 左右，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。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，以投资为目的的黄金需求明显增长，2011 年黄金投资需求量所占比重已达 40.35%。根据 WGC 统计，2011 年全世界共消费黄金 4067 吨，同比小幅增长 0.40%；其中工业用金 463 吨、珠宝用金 1963 吨、投资用金 1641 吨。2012 年上半年，全球黄金消费量合计 2087.60 吨，同比下降 5.11%，但仍比近 5 年的平均消费量高 14% 左右；其中首饰用金消费

938.10 吨，同比下降 8.77%，主要是由于金价的高位抑制了首饰消费；工业和牙科用金 219.90 万吨，同比下降 6.07%，主要是随着技术进步，部分材料实现了替代；可确认投资用金 709.40 吨，同比下降 3.61%，主要是二季度金价走势不明朗，导致交易型指数基金持仓量下降较多所致。总体来看，2012 年上半年黄金投资需求仍处于旺盛水平，较近 5 年各年上半年投资消费量平均值仍高 15% 左右。

总体来看，跟踪期间内世界黄金需求主要由投资性需求带动。在全球宏观经济不确定性增强、全球资本市场低利率运行及主要黄金消费国中国、印度、越南等国面临较高通货膨胀率的背景下，预计未来一段时期内，全球投资避险需求可能进一步增长并传导至黄金市场。但随着国际经济形势向好，预计需求增速将有所放缓。

跟踪期间内，中国黄金矿山数量减少到千家以内，主要集中于山东、河南、福建、内蒙古、湖南、陕西等 10 个重点产金省（区），其矿产金产量合计约占全国矿产金产量的 65%。2011 年，中国黄金集团公司、紫金矿业股份有限公司、山东黄金集团公司、山东招金集团公司等黄金产量排名前 10 位的中国大型黄金企业合计生产黄金 184.02 吨，占全国黄金产量的 50.98%。黄金行业“小而散”的局面逐步改善，大型企业主导行业发展的格局已初步形成。国内消费方面，2011 年，全国黄金消费量 761.05 吨，比上年增加 189.54 吨，同比增长 33.2%。其中：黄金首饰 456.66 吨，同比增长 27.9%；金条 213.85 吨，同比增长 50.7%；金币 20.80 吨，同比增长 25.2%；工业用金 53.22 吨，同比增长 12.3%；其他用金 16.52 吨，同比增长 93.9%。2012 年上半年，中国黄金消费量 400.10 吨，同比增长 3.01%，其中首饰消费 250.40 吨，同比基本持平，投资消费 149.70 吨，同比增长 6.62%。随着中国金融市场的发展，投资者对黄金保值避险功能及投资组合多元化等方面需求不断增强，国内黄金需求仍有增长空间。

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。跟踪期间内，受到欧洲债务危机以及美联储量化宽松政策的影响，国际金价加速上扬，并在 2011 年下半年触及此轮行情高点。近期，虽然受美元走强影响，金价出现一定调整，但总体来看，上涨趋势仍在延续。国内黄金价格跟随国际金价走势，亦基本保持了整体上涨趋势。2011 年四季度，上海黄金交易所现货价基本处于 320~360 元/克之间。2012 年美元价格波动，美国经济数据喜忧参半，EQ3 刺激金价短期内波动上扬，国际市场黄金价格呈震荡之势。受国际市场黄金价格走势的影响，中国市场黄金价格亦呈震荡之势。

图 1 国内外黄金现货价格走势



资料来源：Wind 资讯

总体看，国际经济形势的不确定性及其相应的避险性投资需求，短期内仍将支持黄金价格的高位运行。但随着全球经济的复苏，以及矿山黄金产量的提升等因素变化，未来黄金价格有波动调整的可能。

作为具备商品和货币双重属性的黄金，其重要地位不可动摇，近年来经济走势和金融市场的波动推动其消费和投资的需求不断增长；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，有利于包括公司在内的大型黄金企业发展。综合分析，黄金行业未来发展前景良好。

五、基础素质分析

公司是中国最大的黄金生产企业，下属黄金矿山遍布全国各主要产金地区。从储量规模来看，公司拥有丰富的多金属资源，控制的黄金储量占全国的 30% 以上，发展潜力巨大。截至 2011 年底，公司共有探矿权 202 个，面积 4408.78 平方公里；采矿权 109 个，面积 396.82 平方公里；保有黄金金属量约 1520.96 吨，铜金属量 977.26 万吨，钼金属量 200.47 万吨，铁矿石量 2838.48 万吨。

从矿产金产量来看，公司矿产金规模已经超过紫金矿业，目前已经初步形成 15 个大型生产基地的战略布局。2011 年，公司黄金产量 162.09 吨，其中矿产金 32.23 吨（紫金矿业为 28.62 吨），处于全国龙头水平。

技术方面，公司拥有较好的科研机构 and 研发团队，在处理金矿资源开发利用，精炼等方面技术先进。近年来，公司在科研方面的投入年均约 3.5 亿元。公司的难选冶黄金资源生物预氧化处理技术和难选冶黄金资源原矿焙烧技术是国家重大攻关课题，被国家发改委列为高新技术产业化示范工程。

作为中国黄金生产企业中唯一的央企，公司在资源扩张方面获得国家的大力支持，近几年资源储备迅速增加。公司是国务院批准的唯一一家能在国际上以“借金还金”形式进行黄金贷款的试点企业，是中国在世界黄金协会的唯一会员单位；享受国家每年拨付一定数量财政资金用于黄金地质勘探，并在中央矿产资源补偿费、资源保护项目经费等方面得到政府支持。2011 年公司共获得财政补贴 8.95 元，其中获国资委“走出去”项目补贴 5 亿元，应急救援补贴 1.16 亿元，示范项目补贴 0.96 亿元、奖励项目 0.78 亿元，技术创新 0.37 亿元。

总体看，公司资源储量丰富，黄金产量规模处于行业龙头，获得政府的大力支持，规模优势明显。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度、高管人员等方面无重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

公司业务集黄金采选、冶炼、精炼于一体。在金价高企的背景下，公司经营规模不断扩大。2011 年公司实现营业收入 791.23 亿元，同比增长 54.45%；利润总额 47.42 亿元，同比增长 48.49%。2012 年 1-9 月，公司实现营业收入 762.36 亿元，同比增长 52.90%，利润总额 31.82 亿元，同比下降 16.49%，主要是金价、铜产品价格波动所致。

跟踪期内公司营业收入的增长主要来自冶炼业务规模的扩大和贸易规模的增长。受原料金价格高位等因素影响，冶炼业务成本较高，毛利率较低；同时贸易业务受市场竞争激烈和贸易市场波动等因素影响，盈利能力很弱且不稳定。上述两项业务占收入比重迅速增长，使 2011 年以来公司综合毛利率持续下降，2012 年前三季度，公司综合毛利率降至 8.37%。

表 1 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元）

分版块收入	2010年		2011年	
	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率
矿山企业	104.74	49.68%	134.86	51.28%
冶炼企业	175.15	1.61%	274.24	1.47%
商贸企业	340.17	1.25%	631.10	0.85%
其他企业	78.90	4.24%	44.82	8.45%
合并抵销	190.02	--	300.29	--
其他业务	3.36	47.31%	6.50	32.18%
合计	512.29	11.71%	791.23	10.53%

资料来源：审计报告

公司利润主要来源仍是矿产金，因此矿山类企业的收入和盈利情况决定了公司总体业绩

水平。2011 年，得益于金价的高企，矿山类企业收入同比增长 28.76%，毛利率提高 1.60 个百分点。2012 年前三季度，公司矿山类企业实现收入 112.18 亿元，毛利率 46.21%。

储量方面，2011 年公司地质探矿新增资源储量：金金属量 215 吨、铜金属量 37 万吨、钼金属量 58 万吨。公司加大探矿力度，甘肃李子、吉林海沟、河南金源等企业增储效果明显。同时，公司成功整合金厂峪周边金顶山桑家峪金矿，收购上海凯暄矿产资源公司全部股权，收购辽宁柏杖子金矿、金泰金矿和红旗金矿，通过整合收购新增黄金储量 30.7 吨。2011 年公司在黄金资源收购方面尝试新的运作方式-“会同模式”：即通过最大限度地取得当地政府支持，以取得区内核心矿权；由政府出面运用国家有关政策整合区内其他矿权，并由政府出面协调解决矿山开发中的各种问题，保障外部环境畅通；汇集集团地质专家制定找矿方案。总体看，相比其他大型黄金生产企业，公司在全国范围内的资源并购，政策优势明显。

黄金产量方面，2011 年，公司黄金产量 162.09 吨，同比增长 27.97%。其中矿产金产量 32.23 吨，同比基本持平。2011 年公司黄金产量的增长主要来自外购金精矿生产的冶炼金和外购粗金精炼生产的标准金。

表 2 跟踪期内公司黄金产量情况（单位：吨）

项 目	2010年	2011年	2012年1-9月
标准金	126.66	162.09	126.89
其中：矿产金	32.20	32.23	25.82

资料来源：公司提供

目前公司的在建项目主要为增加采选矿业务规模，随着规划布局的 23 个大型生产基地建设的推进，未来公司矿产金产量仍有一定增长空间。

除黄金外，近年来公司有色金属业务快速发展。2011 年公司完成矿山铜产量 6.15 万吨，同比增长 13.89%。目前内蒙古乌山二期项目已投产，公司有色金属产量将有所提升；未来随

着西藏甲玛铜矿二期项目的投产，公司自产有色金属产量有望获得进一步提升。

表3 跟踪期内公司铜产量情况（单位：吨）

项 目	2010年	2011年	2012年9月
矿山铜	54000	61500	51524.05
电解铜	8312	7523	5879.68

资料来源：公司提供

公司约有黄金生产企业 45 家，单一金矿规模普遍不大，矿山企业产金规模 3 吨以上的 2 家，单体产金 1 吨以上的 13 家。总体看，公司下属矿山企业存在小、散和竞争力不强的状况，不利于规模效应的发挥。

2. 未来发展

根据规划，公司在“十二五”期间将构造“中金黄金”、“中金国际”、“中金珠宝”、“中金建设”、“中金资源”和“中金辐照”六大板块，拓展公司业务范围，提高产品附加值。截至 2015 年，公司计划实现资源储量：黄金 2000 吨、铜 1600 万吨、钼 220 万吨。产量分别达到黄金 260 吨（矿产金 80 吨）、铜 14 万吨、钼 1.5 万吨。

公司未来计划实行大基地建设，在资源条件较好的地区参与整合，扩大单体矿山规模。公司西藏甲玛、甘肃阳山、内蒙古太平三个黄金生产基地的资源储量均在百吨以上，规划年产黄金均达到 5 吨以上。随着未来大基地建设的推进和多金属业务的拓展，公司下属矿山企业多、小、散的格局有望改善，整体竞争力有望提高。

为实现大型生产基地部署的推进，公司加快资源扩张和占领，在资源竞争日益激烈的背景下，公司将面临较大规模的资本支出。同时公司依托现有及在建生产基地，充分发掘存量资产的发展潜力，实现产能的扩张和整合，扩大生产规模。现有矿山企业的扩能技改也将使公司面临较大规模的投入。根据公司规划，2013 年和 2014 年公司分别计划投资规模约为 199.00

亿元和 154.90 亿元，面临一定资金压力。

八、财务分析

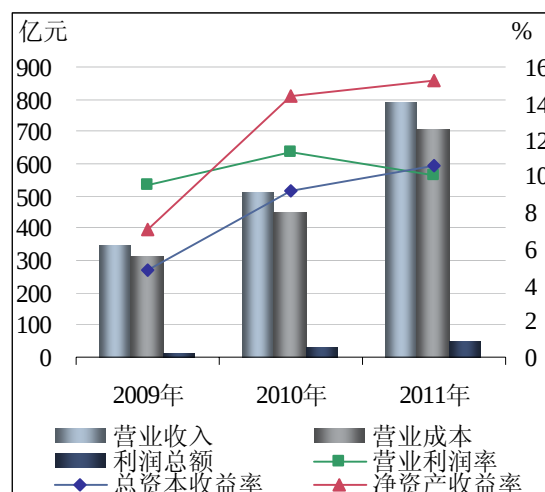
公司提供的 2009-2011 年财务报表经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2012 年 1-9 月财务报表未经审计。

截至 2011 年底，公司合并资产总额为 532.18 亿元，所有者权益合计为 220.76 亿元（其中少数股东权益 111.82 亿元）。2011 年，公司实现营业收入 791.32 亿元，利润总额 47.42 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为 35.87 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司合并资产总额为 633.45 亿元，所有者权益合计为 246.51 亿元（其中少数股东权益 128.11 亿元）。2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 762.36 亿元，利润总额 31.82 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为 26.02 亿元。

1. 盈利能力

图2 公司收入和利润情况



资料来源：审计报告

主要得益于金价的上涨、贸易规模和冶炼规模的增长，跟踪期内公司收入规模快速增长。2011 年公司实现营业收入 791.23 亿元，同比增长 54.45%。2012 年前三季度，公司实现营业收

入 762.36 亿元，同比增长 52.90%。黄金价格的攀升带动公司利润水平的提升，2011 年公司下属矿业类企业毛利率上升 1.60 个百分点，达到 51.28%；公司实现利润总额 47.42 亿元，同比增长 48.49%；受贸易和冶炼业务毛利率低影响，公司综合毛利率略有下降，为 10.53%。

期间费用方面，2011 年随着经营规模的扩大，公司期间费用继续攀升，全年三费合计 36.02 亿元，同比增长 13.07%。期间费用占营业收入比重为 4.55%，同比下降 1.67 个百分点。公司期间费用的增长主要来自管理费用和财务费用。公司历史负担较重，下属企业众多，经营状况不一，管理费用规模一直较大。2011 年公司管理费用 25.33 亿元，同比增长 7.64%。财务费用方面，公司近年来有息债务规模快速上升，是财务费用持续增长，2011 年为 7.17 亿元，同比增长 24.49%。

从盈利指标来看，2011 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 10.03%、10.56%和 15.24%；除营业利润率受贸易业务规模增长略有下降外，总资本收益率和净资产收益率分别同比增长 1.41 和 0.86 个百分点。公司综合盈利能力有所提高。

2012 年前三季度，公司实现营业收入 762.36 亿元，同比增长 52.90%。2012 年前三季度，黄金价格有所波动，且公司外购金精矿和粗金价格较快上升；同期公司管理费用同比大幅增长。受上述因素影响，2012 年前三季度公司实现利润 31.82 亿元，同比下降 16.49%。公司收入构成中，贸易占比进一步增大，导致公司营业利润率下降至 7.83%。

总体来看，公司主业突出，多金属业务持续发展，受益于行业整体景气，跟踪期内综合盈利能力明显提高。未来随着下属矿业类企业产能规模的增长，公司整体盈利能力有望继续提升。

2. 现金流

公司经营性现金流入主要来自销售商品、

提供劳务收到的现金。2011 年，随着收入规模的增长，公司经营活动现金流入同比增长 21.62%。受当期经营性应收科目增长影响，公司现金收入比为 87.08%，同比下降 22.83 个百分点。公司收现质量有所下降，总体处于尚可水平。2011 年公司经营性净现金流为 35.87 亿元，同比增长 19.33%。主要是得益于净利润的增长。

投资活动方面，2011 年公司投资活动现金净流出 35.85 亿元，与 2010 年基本持平。公司筹资活动前产生的现金流量净额为 0.02 亿元，经营性净现金流对投资需求的覆盖程度有所提高。

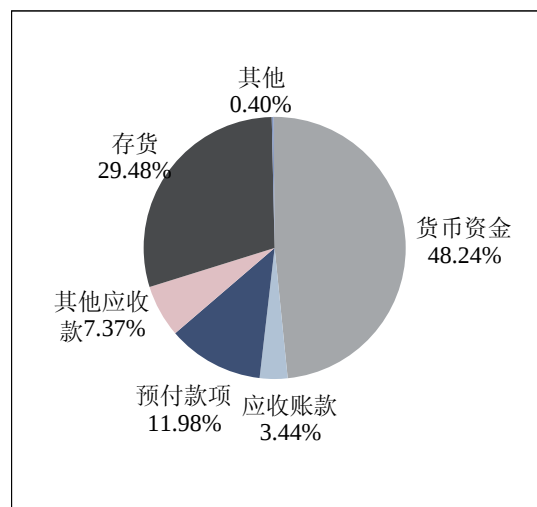
筹资活动方面，2011 年公司筹资活动现金流入量为 151.98 亿元，同比下降 12.87%；筹资活动现金净流量为 39.89 亿元。

2012 年 1~9 月，公司经营活动净现金流为 26.02 亿元，现金收入比回升至 102.52%，处于较好水平；投资活动净现金流为-91.65 亿元，主要是资源并购支付资金较多所致；筹资性净现金流为 42.73 亿元。

总体来看，公司经营活动获现能力较强，但近期公司投资支出较大，对外部融资依赖程度有所加强。

3. 资本及债务结构

图 3 截至 2011 年底公司流动资产构成情况



资料来源：审计报告

截至 2011 年底，公司资产总额为 532.18 亿元，同比增长 23.36%，其中货币资金、预付款项、存货、固定资产、在建工程 and 无形资产均有不同程度增长。截至 2011 年底，公司资产中流动资产占 40.02%，非流动资产占 59.98%。公司资产以非流动资产为主，符合行业特点。

截至 2011 年底，公司货币资金为 102.73 亿元，同比增长 61.83%。2011 年底，公司货币资金中其他货币资金 1.22 亿元。公司货币资金较充裕，占流动资产比率较高。

截至 2011 年底，公司预付款项为 25.51 亿元，同比增长 79.83%，主要是预付大型基建项目及原料采购所致。

截至 2011 年底，公司其他应收款为 13.78 亿元，同比增长 44.37%。公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，账龄 1 年以内的占 43.90%，5 年以上的占 34.35%，账龄较长，存在坏账风险。2011 年底，公司其他应收款计提坏账准备 5.19 亿元，计提比例 27.35%。

截至 2011 年底，公司存货 62.77 亿元，同比增长 22.06%，主要是公司黄金产量增长，导致原材料和库存商品增加所致。2011 年底，公司存货中，原材料占 37.54%、自制半成品及在产品占 11.55%、库存商品占 47.95%。

截至 2011 年底，公司非流动资产主要由固定资产（占 35.85%）、无形资产（29.67%）、在建工程（9.75%）和商誉（10.79%）构成。

截至 2011 年底，公司固定资产 114.42 亿元，同比增长 19.15%，主要为在建工程转入的厂房设备及建筑物等。

截至 2011 年底，公司无形资产 94.70 亿元，同比增长 5.75%。公司无形资产主为采矿权和探矿权，占无形资产的 84.74%。

截至 2011 年底，公司在建工程 31.13 亿元，同比增长 18.29%，主要是内蒙矿业乌山二期工程项目投入较多所致。

截至 2011 年底，公司所有者权益 220.76 亿元，同比增长 36.78%。其中，资本公积增长 19.17 亿元，主要是公司收到国有经济布局和结

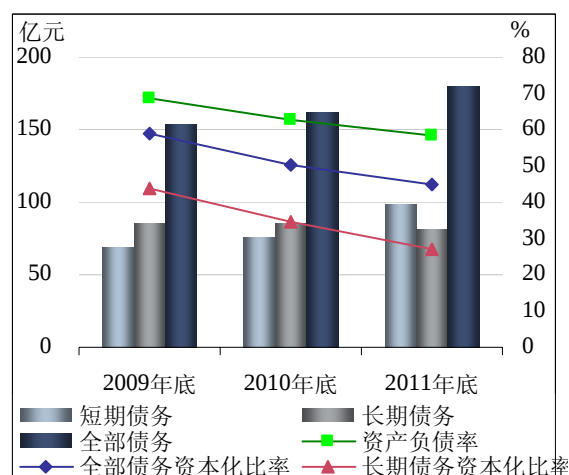
构调整资金以及安全生产保障能力建设专项资金合计 6.16 亿元，增加资本公积；公司控股上市公司中金黄金股份有限公司 2011 年度非公开定向增发股票，其子公司吸收外部股东增资，以及同一控制下企业合并，导致公司合并口径报表增加资本公积 15.52 亿元。同期，受利润规模增加影响，公司未分配利润增长 13.60 亿元。

截至 2011 年底，公司所有者权益中实收资本占 10.60%、资本公积占 24.12%、盈余公积占 0.59%、未分配利润占 13.83%、少数股东权益占 50.65%，所有者权益稳定性一般。

截至 2011 年底，公司负债总额为 311.42 亿元，较 2010 年底增长 15.34%，增加以短期借款、一年内到期的非流动负债和应付债券为主。其中流动负债占 63.99%，非流动负债占 36.01%，公司负债主要以流动负债为主。

截至 2011 年底，公司全部债务 180.22 亿元，同比增长 11.57%。近年来公司推动资源并购、建设大型矿产基地，使债务规模持续增长。从结构来看，近年来公司债务结构有短期化趋势，截至 2011 年底，公司短期债务 98.73 亿元，同比增长 30.13%，占全部债务的 54.78%；长期债务 81.49 亿元，同比下降 4.87%，占全部债务的 45.22%。总体看，公司目前债务结构基本合理。

图 4 公司债务负担变化情况



资料来源：审计报告

债务负担方面, 2011 年底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 58.52% 和 44.95%, 同比分别下降 4.07 和个百分点 5.08 个百分点。公司债务负担有所减轻, 总体处于适宜水平。

截至 2012 年 9 月底, 公司资产总额 633.45 亿元, 较 2011 年底增长 19.03%。主要是由于公司冶炼规模扩大及业务拓展带动存货规模、预付工程款及其他应收款增长。同期公司所有者权益构成无明显变化, 得益于利润的增长, 所有者权益规模较 2011 年底上升 11.66%。

截至 2012 年 9 月底, 公司债务规模继续上升至 234.01 亿元, 较 2011 年底增长 29.84%。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 61.09% 和 48.70%, 债务负担仍处于适宜水平。

总体看, 随着业务规模的扩大, 资源并购和大型矿产基地建设, 公司资产和债务规模持续扩张。公司资金主要来自经营获现、银行借款和债券融资, 并有股权融资渠道作为补充, 融资渠道较丰富。公司债务结构基本合理, 近年来债务负担保持适宜水平。未来公司债务规模将保持增长, 但基于对黄金行业的景气预期和公司主要项目的陆续竣工投产, 预计公司经营获现能力有望保持较强, 债务负担仍将处于可控水平。

4. 偿债能力

截至 2011 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 106.86% 和 75.37%, 同比分别大幅上升 14.51 个百分点和 16.50 个百分点; 2012 年 9 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 116.20% 和 81.69%, 较 2011 年底分别上升 9.34 个百分点和 6.32 个百分点; 公司流动资产对流动负债的保障程度明显提升, 处于较好水平。截至 2012 年 9 月底, 公司现金类资产 80.38 亿元, 为短期债务的 69.90%, 现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。从现金流保障程度来看, 近三年公司经营现金流动负债比平均为 18.47%, 2011 年为 18.00%, 经营性净现金流对流动负债的保

障程度尚可。综合来看, 公司短期偿债能力较强。

2011 年公司全部债务/EBITDA 的比率为 2.51 倍; 公司 EBITDA 利息倍数为 8.25 倍。公司长期偿债能力较强。

截至 2012 年 9 月底, 公司对外担保 2.11 亿元, 大部分属于历史遗留问题, 目前部分被担保企业处于非正常经营状态, 公司存在或有负债风险。

截至 2012 年 9 月底, 公司累计获得银行授信 497.31 亿元, 已使用 129.34 亿元, 剩余 367.97 亿元, 公司间接融资渠道畅通。

截至 2012 年底, 公司存续期债务为额度 20 亿元、期限 5+2 年的企业债 (“09 黄金债”), 该债券无担保。2011 年公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别是 “09 黄金债” 35.59 倍、1.79 倍和 3.59 倍, 对 “09 黄金债” 具有较好的覆盖能力。近三年, 公司现金类资产对 “09 黄金债” 的覆盖倍数平均为 4.01 倍, 2012 年 9 月底为 4.02 倍, 保障程度较高。

5. 抗风险能力

公司是中国黄金行业龙头企业, 在资源储备、黄金产量和政策支持等方面均有明显优势, 整体盈利能力较强。近年来, 公司资产和债务规模持续扩张, 债务结构基本合理, 债务负担保持适宜水平。公司融资渠道丰富, 未来盈利预期较好, 整体抗风险能力强。

九、结论

综合考虑黄金行业的景气状态, 中国对黄金产业的支持与政策保护, 以及公司资源储备增长、建设项目逐步投产所带来的产能扩大等因素, 联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 并维持 “09 黄金债” 的信用等级为 AAA。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	466942.41	634773.60	1027266.12	48.32	798021.78
交易性金融资产			4.43	--	4.43
应收票据	783.69	1785.95	6310.31	183.76	5822.32
应收账款	22732.34	28921.54	73366.34	79.65	105504.94
预付款项	276863.15	141863.16	255107.38	-4.01	654661.32
应收利息	141.09	129.07	458.45	80.26	509.32
应收股利			595.18	--	117.36
其他应收款	84121.94	95460.89	137813.24	27.99	358019.44
存货	347864.50	514283.55	627740.75	34.33	813550.60
其他流动资产	619.85	1043.29	1044.39	29.80	2860.56
流动资产合计	1200068.97	1418261.05	2129706.60	33.22	2739072.07
非流动资产：					
可供出售金融资产	86544.22	82678.32	50501.40	-23.61	61525.83
持有至到期投资	40.10	40.10	40.10	0.00	1000.10
长期股权投资	57805.85	68615.10	85279.62	21.46	122582.15
投资性房地产	11864.28	12161.14	11933.84	0.29	11667.61
固定资产	731567.10	960319.02	1144227.97	25.06	1167032.16
在建工程	283387.85	263147.69	311267.24	4.80	486180.17
工程物资	4570.33	2032.60	6179.50	16.28	27134.61
固定资产清理	24.04	0.00	0.00	-100.00	54.65
生产性生物资产	206.34	226.73	0.00	-100.00	0.00
无形资产	683499.96	895462.37	946965.87	17.71	1019613.40
商誉	324657.57	338607.32	344506.16	3.01	374447.35
长期待摊费用	75552.94	92962.36	105215.34	18.01	138050.23
递延所得税资产	8816.81	10861.96	15869.83	34.16	16804.45
其他非流动资产	7376.17	168662.24	170127.87	380.26	169356.20
非流动资产合计	2275913.55	2895776.95	3192114.73	18.43	3595448.90
资产总计	3475982.52	4314038.00	5321821.32	23.73	6334520.98

附件 1-2 合并资产负债表（负债及权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	631227.60	751985.85	818467.34	13.87	1073804.18
应付票据	5500.00	3241.53	200.00	-80.93	3800.00
应付账款	156596.25	232500.10	272854.73	32.00	373654.88
预收款项	92549.99	160942.65	162693.17	32.59	256788.95
应付职工薪酬	33585.46	39518.18	43560.97	13.89	44554.83
应交税费	36183.90	38538.73	88087.46	56.03	46041.21
应付利息	11309.90	12536.04	20868.02	35.83	11882.19
应付股利	0.00	0.00	8118.40	--	29986.45
其他应付款	291314.58	288503.39	397245.68	16.77	412980.69
一年内到期的非流动负债	55455.00	3471.61	168603.80	74.37	72408.00
其他流动负债	357.60	4367.35	12217.36	484.51	31318.20
流动负债合计	1314080.28	1535605.43	1992916.91	23.15	2357219.59
非流动负债：					
长期借款	535726.28	538352.85	347354.09	-19.48	321976.93
应付债券	318026.36	318299.55	467586.84	21.25	868077.84
长期应付款	3330.18	15590.45	15339.52	114.62	13842.02
专项应付款	20530.54	19310.45	19764.10	-1.88	23334.59
预计负债	429.40	142.06	683.48	26.16	683.48
递延所得税负债	134635.24	189500.21	178017.00	14.99	191988.80
其他非流动负债	59533.87	83288.32	92583.45	24.71	92335.04
非流动负债合计	1072211.88	1164483.90	1121328.50	2.26	1512238.70
负债合计	2386292.15	2700089.33	3114245.41	14.24	3869458.28
所有者权益：					
实收资本(或股本)	234023.80	234023.80	234023.80	0.00	234023.80
资本公积	295241.74	340843.32	532516.40	34.30	540925.99
专项储备	3172.31	6853.81	8213.12	60.90	12182.10
盈余公积	7205.57	8427.81	12960.57	34.12	12960.57
未分配利润	58555.82	169458.74	305412.36	128.38	387622.43
外币报表折算差额	1522.91	1638.87	-3762.82	--	-3726.50
归属于母公司权益合计	599722.15	761246.34	1089363.43	34.78	1183988.39
少数股东权益	489968.22	852702.33	1118212.49	51.07	1281074.30
所有者权益合计	1089690.37	1613948.67	2207575.92	42.33	2465062.69
负债和所有者权益总计	3475982.52	4314038.00	5321821.32	23.73	6334520.98

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	3454268.50	5122864.00	7912334.65	51.35	7623608.23
减: 营业成本	3114776.38	4523045.51	7079508.07	50.76	6985386.83
营业税金及附加	10731.55	20738.85	38962.11	90.54	40915.18
销售费用	17033.22	25591.48	35139.41	43.63	27366.83
管理费用	155737.18	235363.16	253348.97	27.54	203957.98
财务费用	50082.21	57605.97	71714.77	19.66	65712.58
资产减值损失	7545.20	6633.83	6492.31	-7.24	866.80
加: 公允价值变动收益			-7.26	--	
投资收益	12444.43	20236.51	26999.57	47.30	10580.40
汇兑收益					
二、营业利润	110807.18	274121.70	454161.32	102.45	309982.42
加: 营业外收入	22499.49	54057.65	27666.92	10.89	15239.06
减: 营业外支出	12153.22	8802.11	7586.64	-20.99	7016.36
三、利润总额	121153.45	319377.23	474241.60	97.85	318205.13
减: 所得税费用	44336.48	87356.20	137877.30	76.35	92497.20
四、净利润	76816.97	232021.03	336364.31	109.26	225707.93
其中: 归属于母公司的净利润	29248.06	113981.56	151033.17	127.24	95803.07
少数股东损益	47568.92	118039.47	185331.14	97.38	129904.86

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	3507682.94	5630332.31	6890097.92	40.15	7816086.59
收到的税费返还	343.67	306.00	1017.66	72.08	3585.79
收到其他与经营活动有关的现金	237913.72	222601.38	227579.75	-2.20	281942.45
经营活动现金流入小计	3745940.33	5853239.70	7118695.33	37.85	8101614.82
购买商品、接受劳务支付的现金	3029199.51	4950142.57	6054852.61	41.38	7127700.72
支付给职工以及为职工支付的现金	139085.56	177810.83	211845.96	23.42	170839.38
支付的各项税费	89184.26	176834.81	262492.02	71.56	236073.00
支付其他与经营活动有关的现金	251793.72	247867.49	230829.08	-4.25	306806.52
经营活动现金流出小计	3509263.05	5552655.70	6760019.67	38.79	7841419.61
经营活动产生的现金流量净额	236677.28	300584.00	358675.66	23.10	260195.21
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	36977.76	6411.13	9946.25	-48.14	1838.26
取得投资收益收到的现金	9625.39	12123.37	10882.58	6.33	7510.85
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收	3432.41	2416.30	3061.59	-5.56	1270.28
处置子公司及其他单位收到的现金净额	2014.26	19579.82	16951.83	190.10	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	14826.09	--	0.00
投资活动现金流入小计	52049.83	40530.62	55668.35	3.42	10619.39
购建固定资产、无形资产等支付的现金	481050.28	326129.66	329375.12	-17.25	476336.14
投资支付的现金	60598.91	7377.77	71204.50	8.40	395169.73
取得子公司等支付的现金净额	76128.78	65031.78	13609.24	-57.72	54823.51
支付其他与投资活动有关的现金				--	743.24
投资活动现金流出小计	617777.96	398539.20	414188.86	-18.12	927072.61
投资活动产生的现金流量净额	-565728.14	-358008.58	-358520.51	-20.39	-916453.22
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	36964.06	242217.24	302001.39	185.83	4570.00
取得借款收到的现金	1834640.00	1502110.97	1156165.00	-20.62	1701715.00
收到其他与筹资活动有关的现金			61612.00	--	
筹资活动现金流入小计	1871604.06	1744328.21	1519778.39	-9.89	1706285.00
偿还债务支付的现金	1357399.14	1403231.77	977060.09	-15.16	1167460.12
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	86350.78	107345.20	133727.03	24.44	110373.64
支付其他与筹资活动有关的现金	707.10	7489.88	10075.00	277.47	1200.00
筹资活动现金流出小计	1444457.02	1518066.86	1120862.12	-11.91	1279033.75
筹资活动产生的现金流量净额	427147.03	226261.35	398916.27	-3.36	427251.25
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-3060.01	-1005.57	-6578.89	46.63	-237.58
五、现金及现金等价物净增加额	95036.17	167831.19	392492.52	103.22	-229244.34
加: 期初现金及现金等价物余额	371906.24	466942.41	634773.60	30.64	1027266.12
六、期末现金及现金等价物余额	466942.41	634773.60	1027266.12	48.32	798021.78

附件 3-2 合并现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	76816.97	232021.03	336364.31	109.26
加：资产减值准备	7545.20	6633.83	6492.31	-7.24
固定资产折旧及其他	60889.62	74138.81	88575.81	20.61
无形资产摊销	13455.69	21272.26	31244.57	52.38
长期待摊费用摊销	8707.93	26859.85	36359.34	104.34
处置固定资产、无形资产等损失	3022.86	2052.47	-563.00	--
固定资产报废损失				
公允价值变动损失			7.26	--
财务费用	52058.08	62292.58	82091.13	25.58
投资损失	-12444.43	-20236.51	-26999.57	47.30
递延所得税资产减少	-1565.14	-2045.16	-5057.58	79.76
递延所得税负债增加	-1030.07	3826.28	-8590.75	188.79
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-137922.50	-179274.94	-128748.05	-3.38
经营性应收项目的减少	-18566.38	-49992.72	-109842.05	143.23
经营性应付项目的增加	185709.44	123036.22	57341.94	-44.43
其他				
经营活动产生的现金流量净额	236677.28	300584.00	358675.66	23.10

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	146.89	188.95	143.36	157.74	--
存货周转次数(次)	8.95	10.49	12.40	11.14	--
总资产周转次数(次)	0.99	1.32	1.64	1.41	--
现金收入比(%)	101.55	109.91	87.08	96.82	102.52
盈利能力					
营业利润率(%)	9.52	11.30	10.03	10.31	7.83
总资本收益率(%)	4.76	9.14	10.56	8.97	--
净资产收益率(%)	7.05	14.38	15.24	13.34	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	43.93	34.67	26.96	32.67	32.56
全部债务资本化比率(%)	58.66	50.02	44.95	49.21	48.70
资产负债率(%)	68.65	62.59	58.52	61.77	61.09
偿债能力					
流动比率(%)	91.32	92.36	106.86	99.40	116.20
速动比率(%)	64.85	58.87	75.37	68.31	81.69
经营现金流动负债比(%)	18.01	19.57	18.00	18.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.20	7.98	8.25	7.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.12	3.20	2.51	3.44	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.21	-0.04	0.00	-0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-6.77	-0.91	0.00	-1.63	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。