信用等级公告

联合[2018] 1796 号

联合资信评估有限公司通过对山东招金集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东招金集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，维持 “18 鲁招金 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

山东招金集团有限公司跟踪评级报告

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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 鲁招金 MTN001	10.00 亿元	2023/04/23	AAA	AAA

评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	39.36	41.76	44.06	43.85
资产总额(亿元)	438.22	485.24	489.36	511.49
所有者权益合计(亿元)	158.56	160.96	183.13	183.28
短期债务(亿元)	165.65	214.21	194.15	192.54
长期债务（亿元）	39.33	24.21	32.09	51.64
全部债务(亿元)	204.98	238.42	226.23	244.18
营业收入 (亿元)	398.45	441.66	361.67	87.79
利润总额 (亿元)	5.40	7.84	8.27	1.57
EBITDA(亿元)	25.15	26.62	25.97	--
经营性净现金流(亿元)	8.46	22.56	28.49	0.53
营业利润率(%)	7.34	7.72	8.66	7.75
净资产收益率(%)	2.07	2.32	3.46	--
资产负债率(%)	63.82	66.83	62.58	64.17
全部债务资本化比率(%)	56.39	59.70	55.27	57.12
流动比率(%)	67.23	63.40	64.23	70.92
经营现金流动负债比(%)	3.68	7.77	10.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.15	8.96	8.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.58	2.72	3.43	--

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2018 年 3 月底所有者权益中含永续债 24.71 亿元；其他流动负债中的短期融资券调整至短期债务和全部债务。

分析师
李小建　常启睿　王 宁

邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，山东招金集团有限公司（以下简称“公司”或“招金集团”）作为国内大型黄金生产企业之一，继续保持在资源禀赋及技术水平等方面的综合竞争优势，黄金资源储量进一步增加，黄金采选核心业务收入持续增长，并维持较高的毛利率水平。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到行业竞争激烈、黄金价格波动较大及公司短期债务占比高等因素对公司信用基本面可能产生的不利影响。

公司持续进行的资源整合收购及改扩建项目的完工投产有望增加公司资源储量，提升公司生产能力，对公司的信用基本面形成较好的支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持山东招金集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“18 鲁招金 MTN001”的信用等级为 AAA。

优势

1. 作为中国主要的黄金生产企业之一，公司持续进行外部收购，并推进周边和深部探矿，丰富的黄金资源储备为公司长期发展奠定良好基础。
2. 公司历来重视科技创新和技术进步，各项经济技术指标均达到全国同行业领先水平。
3. 跟踪期内，公司黄金采选核心业务收入持续增长，并维持较高毛利率水平。
4. 公司 EBITDA 及经营活动现金流量对存续债券的覆盖程度高。

关注

1. 公司所处行业资源竞争激烈，黄金采选冶炼业面临较激烈的市场竞争，业务规模和毛利率均有所下降。
2. 公司所处行业周期性明显，黄金价格波动对

公司盈利能力影响大。

3. 公司短期债务占比较高，债务结构有待优化，存在一定的短期支付压力。
4. 公司所有者权益性稳定性偏弱，母公司财务实力一般。

声　明

一、本报告引用的资料主要由山东招金集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东招金集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于山东招金集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

招金集团的前身系山东招金集团公司，是由 1992 年 6 月 28 日成立的山东省招远市黄金集团公司变更而来，为招远市市属国有独资公司。1998 年 12 月，招远市国有资产管理局以招国资[1998]81 号文件《关于授权山东招金集团公司统一经营国有资产的批复》，授权公司经营 8 家净资产总额为 4.18 亿元的市属企业；1999 年 3 月，公司注册资本增至 5.10 亿元。2001 年 12 月，经招远市人民政府批准，实行国有资产授权经营，将山东招金集团公司改组为山东招金集团有限公司；2008 年 6 月，招远市国有资产监督管理局以招国资[2008]12 号文《关于资本公积转增实收资本的批复》同意公司以资本公积转增资本，注册资本增至 8.00 亿元；2018 年 6 月 12 日，招金集团召开股东会议，决定对招金集团以货币形式增资 4 亿元人民币。增资完成后，公司注册资本及实收资本由 8 亿元增至 12 亿元，相关工商登记变更手续已于 2018 年 7 月 4 日办理完毕。截至目前，公司注册资本 12 亿元，招远市人民政府（以下简称“招远市政府”）出资 12 亿元，占注册资本的 100%，为实际控制人。

公司主营业务包括黄金的采选、加工和销售，以及金银食品零售、贵金属贸易及进口等各种商业服务业及黄金经纪投资等金融服务业务。

截至2018年3月底，公司下设财务部、信息中心、内控管理部、总经理办公室、党委办公室、法律事务部、审计部、矿业事业部、安全环保部、保卫处、项目建设管理办、战略与品牌部和资本运营部等15个职能部门。截至2018年3月底，公司纳入合并报表范围的直接控股和全资子公司共计18家，下属的控股子公司招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”）于2006年12月在香港联合交易所主板上市，股票代码：HK1818。

截至 2017 年底，公司资产总计 489.36 亿元，所有者权益合计 183.13 亿元（含少数股东权益 126.04 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 361.67 亿元，利润总额 8.27 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总计 511.49 亿元，所有者权益合计 183.28 亿元（含少数股东权益 126.78 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 87.79 亿元，利润总额 1.57 亿元。

公司地址：山东省招远市盛泰路北埠后东路东；法定代表人：翁占斌。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

“18 鲁招金 MTN001”募集资金 10.00 亿元，存续期为 2018 年 4 月 23 日至 2023 年 4 月 23 日。募集资金全部用于偿还金融机构借款。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 鲁招金 MTN001	10.00	10.00	2018/04/23	2023/04/23

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步

显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016

年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

黄金（Gold）是化学元素金（化学元素符号 Au）的单质形式，是一种软的、金黄色的、抗腐蚀的贵金属。金是最稀有、最珍贵和最被人看重的金属之一。它不仅是用于储备和投资的特殊通货，同时又是首饰业、电子业、现代通讯、航天航空业等部门的重要材料。目前，全世界查明的黄金金属基础储量约为 10 万吨，资源主要集中于南非、澳大利亚、秘鲁、俄罗斯、美国及中国等国家。

1. 中国黄金市场

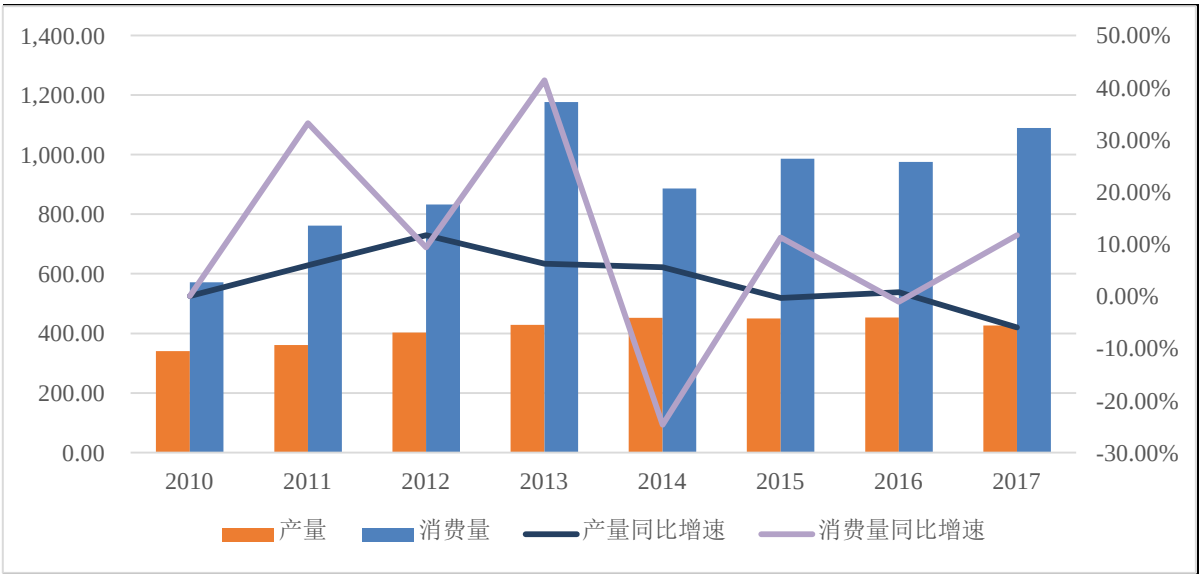
供给

根据国土资源部2017年的统计数据，中国黄金查明资源储量1.22万吨，新增查明资源储量824.50吨。中国黄金资源特点为分布广泛，但储量相对集中，中东部地区是中国探明金矿资源、储量相对集中的地区，中国五大金矿开采地区分别为山东、河南、江西、云南和内蒙古，这五个省区产量合计占官方黄金矿山生产率的50%以上。中国各类金矿的构成主要包括脉金、砂金和伴生金，其中脉金储量最为丰富。

2005年以来，中国矿产金产量不断增长，2008 年中国矿产金产量首次超越南非成为世界第一大黄金生产国，2012年起全国矿产金产量超过400吨/年，随着国家先后出台环保

税、资源税政策，以及自然保护区等生态功能区内矿业权退出，部分黄金矿山企业减产或关停整改，2017年黄金产量自2000年以来首次出现大幅下滑，2017年累计生产矿产金426.14吨，同比下降6.03%，但中国继续保持世界第一大黄金生产国的地位。

图 1　中国黄金供需情况（单位：吨/年）



资料来源：Wind资讯，联合资信整理

需求

根据 WGC 的统计，2013 年，中国已成为世界上最大的黄金市场，中国市场对黄金的需求约占全球黄金需求量的三分之一。中国的黄金消费结构较为单一，大部分用于首饰用金。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。据中国黄金协会最新统计数据显示，2017 年，全国黄金消费量 1089.07 吨，同比增长 11.66%，其中：黄金首饰 696.50 吨，同比增长 10.35%；金条 276.39 吨，同比增长 7.28%；金币 26.00 吨，同比下降 16.64%；工业及其他 90.18 吨，同比增长 19.63%。随着国内高端消费的持续复苏及二三线城市消费需求的崛起，国内黄金首饰销售继续回暖。同时，受房地产、证券市场等金融市场波动的影响，实物黄金投资产品需求增加。黄金首饰、金条销售和工业用金量继续保持增长趋势，仅金币销售量出现了下跌。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。

黄金价格

上海黄金交易所成立标志着中国黄金价格真正与国际接轨，国内金价与国际金价开始联动，此后上海黄金现货价格与国际金价[1]基本同步变化。近年来决定黄金价格走势的主要推动力是以投资和避险需求为代表的金融属性需求，传统的生产与消费因素影响相对较小。

2013 年，黄金价格全年呈现震荡下跌的走势，国际金价以 1693.75 美元/盎司开盘，此后黄金价格便开始了持续全年的下跌走势。2013 年底黄金价格收于 1201.50 美元/盎司，全年累计下跌幅度超过 25%，黄金价格跌幅创 30 年以来最大，同时也是 2000 年以来首个年度黄金价格总体下跌的年份。上海黄金

[1] 本文中国际金价采用伦敦金属交易所现货黄金价格。

交易所的“9999 金”在 2013 年初以人民币 331.47 元/克开盘，最高至 339.83 元/克，于 2013 年底跌至年内最低点 236.46 元/克。2013 年黄金价格暴跌，究其原因，主要由于：美国经济形势持续改善、美联储宣布缩减 100 亿美元 QE 规模及各国央行实行宽松的货币政策，再加上塞浦路斯债务危机爆发，塞浦路斯政府宣布抛售 10 吨黄金储备来筹措部分资金激发市场对陷入欧债危机的南欧国家抛售黄金储备的预期，一系列因素致使黄金价格遭到打压，价格走势急转直下。

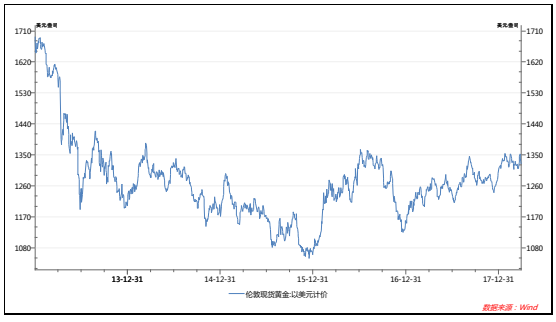
2014 年，受美国经济复苏、国际原油价格暴跌及地缘政治等多方面因素影响，黄金价格整体波动较大，虽然较 2013 年黄金价格已呈现跌势放缓的趋势，但黄金价格仍然在全年弱势低走。2014 年初，受美联储延缓货币收紧政策预期及美国经济增长放缓等因素影响，国际金价在经历了 2013 年的大幅下挫后，出现了连续上涨的行情。2014 年 3 月受乌克兰局势恶化影响，黄金价格一度上涨至月 1385.00 美元/盎司，此后，在标普 500 指数超过 2000 点、美国经济等指标强劲及原油价格大幅下跌等因素的影响下，国际金价跌破 1150.00 元/盎司，并于 2014 年底收于 1199.25 美元/盎司。上海黄金交易所的“9999”金以人民币 242.30 元/克开盘，最高至约 273.29 元/克，最低至人民币 225.30 元/克，2014 年底收于 240.59 元/克。

2015 年，在强势美元的压力之下，黄金价格全年承压下行。2015 年国际金价以 1172.00 美元/盎司开盘并于 2015 年 1 月 22 日到达年内高点 1295.75 美元/盎司，最终收于 1062.25 美元/盎司，全年累计下跌幅度约 9.36%。上海黄金交易所的“9999”金以人民币 240.60 元/克开盘，最高至约 260.80 元/克，最低至人民币 217.19 元/克，2015 年底收于 222.86 元/克。2015 年黄金价格下跌主要是由于：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；美元加息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。

2016 年，受英国脱离欧盟、美国大选等频繁发生的风险事件影响，投资者避险需求增强，使得黄金价格逐渐走强，国际金价最高触及 1366.25 美元/盎司。2016 年 12 月，随着美国经济、就业等数据的好转，美联储加息政策落地，但由于市场对美联储此次加息行为早有预期，黄金市场价格受此次加息行为影响不大，美联储加息公布当日，国际金价小幅下挫至 1122.50 美元/盎司，较上一日下降 1.79%，黄金价格随后便逐步回升，截至 2016 年 12 月 31 日，国际金价回升至 1159.10 美元/盎司。

进入 2017 年，投资者“避险”需求仍是影响国际金价的主要因素，国际金价震荡上升，但 2017 年全年金价多数时间在 1200 美元/盎司到 1300 美元/盎司窄幅波动，值得关注的是，2017 年金价在诸多利空事件（英国大选、美联储三次加息及美国税改等）频发的状况下，金价并没有出现大幅下挫，截至 2017 年 12 月 30 日，国际金价上涨至 1296.50 美元/盎司，同比增长 11.85%。

图 2 伦敦现货黄金价格走势 （单位：美元/盎司）



资料来源：Wind 资讯

综上，短期内与美元指数负相关的黄金价格会出现一定程度的回落，但美联储的加息行为早已不是影响黄金价格的唯一决定性

因素，市场对风险（世界经济下滑、地缘政治风险）的共同认知也是导致黄金价格变动的重要力量。

2. 行业政策

黄金是稀缺资源，世界各国都十分重视黄金资源的开发。中国对黄金行业的发展一贯实行支持鼓励的产业政策，《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。

2006 年国务院发布《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。同时，国家对黄金企业在税金征收、地质勘查方面也给予了政策支持。2010 年 7 月《关于促进黄金市场发展的若干意见》为中国黄金市场发展方向提出了指导性意见，并明确提出对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。

2012 年 11 月工业和信息化部发布《关于促进黄金行业持续健康发展的指导意见》，为引导黄金行业健康发展，促进黄金资源有序开发，提高资源利用水平，推动黄金产业结构调整，加快黄金产业转型升级，工信部指导相关企业、协会及政府部门，要加强金矿地质勘查、促进资源节约与节能减排、推进企业兼并重组、加快企业技术改造、推进两化深度融合、增强科技创新能力、积极发展黄金服务业、实施“走出去”战略。2013 年 1 月，国土资源部发布《关于金矿资源合理开发利用“三率”指标要求（试行）的公告》，对“三率”（开采回采率、选矿（冶）回收率和共伴生矿产资源综合利用率）提出明确指标要求，新建或改扩建的黄金矿山企业的“三率”必须达到公告所示要求，在生产的矿山要在公告发布两年内达到要求。

2015 年 3 月，中国人民银行、国家海关总署联合发布的《黄金及黄金制品进出口管理办法》中同意使得除银行等金融机构外，经国务院批准的年矿产金 10 吨以上、生产过程中污染物排放达到国家环保标准的矿产企业也可以申请办理黄金进出口业务。2015 年 9 月 25 日，紫金矿业获中国人民银行批复允许从事黄金进口业务，成为国内首家获得黄金进口业务资质的矿产企业。

《工业节能“十二五”规划》（以下简称“规划”）的推出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，对生产运营成本产生一定影响。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》，并于 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%至 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。2016 年 5 月 9 日，财政部、国家税务总局发布《关于全面推进资源税改革的通知》，对 21 种资源品目（如金矿、铁矿及铜矿）和未列举名称的其他金属矿实行从价计征，计税依据由原矿销售量调整为原矿、精矿（或原矿加工品）、氯化钠初级产品或金锭的销售额。

2017 年 1 月，工信部发布的《工业和信息化部关于推进黄金行业转型升级的指导意见》中指出中国黄金行业在快速发展的同时也存在一些问题，主要表现在：黄金矿业资源整合进展缓慢、地质勘查工作滞后及黄金饰品附加值不高等方面，并提出了加强地质勘查、促进国际合作；加快基地建设、推进资源整合；提高安全水平，保护生态环境等主要任务。

总体来看，主管部门重视黄金资源的开发，在以政策支持黄金企业的同时，也积极引导黄金行业转型升级，提高行业集中度，

加大安全环保力度。

3. 行业关注

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。在近年来行业景气运行的背景下，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。此外，黄金矿山经过长期的开采，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。除了品位下降之外，国内黄金矿山企业还不得不面对成本上升的问题。采矿设备、电力、燃料和劳动力成本上升均比平均CPI通胀率要快很多，2002年至2012年间的金价上涨在一定程度上缓解了这一问题，但2013年~2015年黄金价格的大幅走低，平均现金利润大幅下降，许多小型低效的运营商出现亏损严重的情况，这也加速了矿山关闭和缩短其服务年限，再加上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。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；但在黄金价格高位运行的环境下，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。

综合分析，预计未来黄金行业内兼并重组力度将持续加大，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至目前，公司注册资本 12.00 亿元，招远市人民政府持有公司 100%股权，为实际控制人。

2. 竞争实力

公司以黄金资源的开发和生产为主，是中国大型黄金生产企业之一。

公司系国内大型黄金生产企业之一，黄金资源储量丰富，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 2017 年底，公司拥有探矿权 42 个，探矿权面积 629.16 平方公里；拥有采矿权 40 个，采矿权面积 162.20 平方公里，具备明显的资源优势。

公司是中国黄金交易所首批会员单位和首批可提供标准金锭的合格精炼企业，全国十佳矿山企业之一；公司是上海黄金交易所指定的全国首批 10 家“可提供标准金锭企业”之一，产品注册商标为“招金”牌。公司目前为山东省唯一一个国家级黄金矿产资源综合利用示范基地，先后被列为“山东省重点企业集团”、“全国 520 户重点企业”，并连续十年入选“中国企业 500 强”。

3. 技术水平

公司历来重视技术实力的提升，建有国家级的招金集团技术中心，为其研究开发与技术提升提供了良好的硬件条件。截至 2017 年底，公司共拥有“国家级企业技术中心”、“山东省黄金工程技术研究中心”、“山东省贵金属分离与综合利用重点实验室”3 个科技创新平台，拥有“博士后工作站”和“院士工作站”等 5 个产学研合作机构，设立了采矿、选矿、氰化、冶炼等 7 处试验基地，并与中科院黄金技术应用研究中心合作成立了“中国科学院—金都黄金科技中心”，成为中科院在山东设立的唯一一家黄金科研基地，上述机构的设立为公司研发与技术实力的提升提供了良好的硬件支持。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司拥有集采矿、选矿、冶炼、精炼及金银首饰等于一体的完整产业链。2017 年，受黄金板块业务收入下降的影响，公司实现营业收入 361.67 亿元，同比下降 18.11%，主要受公司将山东招金集团黄金冶炼有限公司的股权无偿划转至招远市国有资产监督管理局，冶炼板块收入下降所致。

从收入构成来看，黄金板块收入是公司最重要的收入来源，2017 年受加工业务规模有所下降的影响，公司黄金板块收入同比下降 18.97%至 327.02 亿元。其中黄金加工业务收入同比下降 24.03%至 263.21 亿元，黄金采选业务收入同比增长 11.75%。公司商业板块主要为金银饰品零售、贵金属贸易及进口等，2017 年收入同比下降 15.07%至 25.98 亿元。公司其他业务主要为矿山资源开发、膜处理及水处理设备制造、建筑房地产等，2017 年该板块收入为 8.67 亿元，同比增长 15.45%，占营业收入的比重较小。

毛利率方面，2017 年公司毛利率为 9.39%，同比增长 1.08 个百分点。分板块来看，公司黄金板块毛利率同比略有下降，2017 年为 7.82%。黄金板块中采选板块毛利率较高，是公司利润的重要来源，2017 年为 37.66%，同比下降 8.33 个百分点，但仍维持在较高的盈利水平；公司加工板块只收取少量加工费，毛利率较低，对公司的利润贡献小，2017 年毛利率为 0.59%，同比下降 1.04 个百分点。公司商业板块大力拓展附加值高的金银饰品零售业务，2017 年商业板块毛利率为 27.33%，同比上升 18.93 个百分点。其他业务板块毛利率为 14.88%，同比下降 14.81 个百分点，但因业务份额较低对利润贡献较小。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 87.79 亿元，占 2017 年全年的 24.27%。同期公司综合毛利率为 8.25%，受商业板块毛利率下降影响，较 2017 年有所下降。

总体看，跟踪期内，黄金板块仍是公司主要的收入及利润来源，受加工板块收入下降的影响，公司营业收入有所下降，同时商业板块毛利率增长明显，公司综合毛利率有所增长。

表 2 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
黄金板块	323.88	81.28	7.98	403.56	91.37	7.90	327.02	90.42	7.82	78.79	89.75	7.36
其中：采选	52.67	13.22	41.79	57.10	12.93	45.99	63.81	17.64	37.66	12.28	13.99	43.89
加工	271.21	68.06	1.41	346.46	78.44	1.63	263.21	72.78	0.59	66.51	75.76	0.62
商业板块	54.51	13.68	2.04	30.59	6.93	8.40	25.98	7.18	27.33	6.53	7.44	18.84
其他	20.07	5.04	17.49	7.51	1.70	29.69	8.67	2.40	14.88	2.47	2.81	8.25
合计	**398.45**	**100.00**	**7.64**	**441.66**	**100.00**	**8.31**	**361.67**	**100.00**	**9.39**	**87.79**	**100.00**	**8.25**

资料来源：公司提供

注：1. 部分合计数与各分项数直接相加之和在尾数上有差异，这些差异是由于四舍五入造成；2. 因招金膜天部分收入计入商业板块，2016 年其他板块收入大幅下降。

2. 黄金板块

公司主要从事黄金的采选、加工和销售等业务。

资源储量

作为中国最大的黄金生产企业之一，公司具有丰富的黄金资源储备。截至 2017 年底，公司拥有探矿权 42 个，探矿权面积 629.16 平方公里；拥有采矿权 40 个，采矿权面积 162.20 平方公里。以澳大利亚联合矿石储量委员会（JORC）的标准测算，截至 2017 年底，公司拥有黄金矿产资源量 1251.77 吨，同比增长 1.32%，黄金可采储量 548.14 吨，同比下降 3.77%。

表 3　公司黄金资源储备及矿权情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
探矿权（个）	41	44	42
探矿权面积（平方公里）	745.60	681.48	629.16
采矿权（个）	36	40	40
采矿权面积（平方公里）	137.33	162.11	162.20
黄金矿产资源量（吨）	1228.01	1235.52	1251.77
黄金可采储量（吨）	544.13	548.81	528.14

资料来源：公司提供

注：2015 年公司探矿权及采矿权受权证合并影响，有所下降。

黄金资源获取方面，公司近年来通过市场资源并购和提高现有矿山周边和深部找矿力度两种方式提高现有矿山储量。

公司于 2015 年收购山东瑞银矿业发展有限公司（以下简称“山东瑞银”）63.86%股权，山东瑞银持有莱州市瑞海矿业有限公司（以下简称“瑞海矿业”）83%的股权，从而间接控制莱州市三山岛北部海域金矿探矿权。当期该矿区面积为 17.91 平方公里，金平均品位 4.30 克/吨，黄金资源储量约为 470.47 吨，为目前中国最大的单体金矿之一。截至 2017 年底，瑞海矿业黄金资源储量增至 539.05 吨。

2015 年，公司投资地质探矿资金 1.34 亿元，黄金勘探钻孔 734 个，完成坑探进尺 4.18 万米，完成钻探进尺 20.42 万米，探矿新增黄金资源储量 69.20 吨。2016 年，公司投资地质探矿资金 1.34 亿元，完成坑探工程 3.91 万米，钻探工程 18.95 万米，探矿新增黄金资源储量 61.45 吨。2017 年，公司投资地质探矿资金 1.39 亿元，新增黄金资源储量 60.54 吨。

表 4 近年来公司黄金资源获取情况

（单位：平方公里、吨）

	2015 年	2016 年	2017 年
收购探矿权面积	17.91	48.91	--
收购采矿权面积	--	0.52	--
收购黄金资源储量	470.47	1.93	--
探矿新增黄金资源储量	69.20	61.45	60.54

资料来源：公司提供

总体看，公司资源储备充足，能够保障持续经营，跟踪期内公司黄金资源储量进一步增加，公司积极拓展新的资源储备，不断提升黄金核心资产。同时，联合资信也关注到，国内黄金企业均加大对黄金资源的收购力度，竞争程度也日益激烈，给公司未来资源获取带来一定的压力。

生产经营

公司生产可以分为采选和冶炼加工两大环节，其中采选环节主要是公司利用自有矿山开采含金矿石，经选矿后生产金精矿；冶炼环节主要是公司下属精炼厂，利用矿产金和外购粗金冶炼标准金。

矿石采选方面，公司矿山采选业务主要由招金矿业运营。伴随着公司资源储量的增加，公司强化基建技改项目建设质量和速度，采选矿能力有所增长。2017 年公司累计完成采矿量 622.19 万吨、掘进量 45.17 万米及采矿处理量 744.93 万吨。

随着资源储量的增加，公司加大生产力度、

提高采选能力，自产金产量有所增长，2017 年为 19.40 吨，整体保持稳定。

表 5 公司黄金产量情况（单位：吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
自产金	18.14	19.47	19.40
外购金及副产金	2.91	1.71	1.78

资料来源：公司提供

生产成本方面，近年公司克金综合成本整体呈上升趋势，主要因为公司近年来收购招远市埠外的矿山，这些矿山相对于埠内矿山，品位较低、开采难度较大，相应地导致公司原材料价格和用工成本等生产成本有所提高。2017 年，公司克金综合成本为 140.75 元/克，较 2016 年底有所下降，总体保持稳定 。

表 6 2015~2017 年矿产金克金综合成本及增长率（元/克、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
克金综合成本	134.92	146.12	140.75
同比增长	0.86	8.30	-3.68

资料来源：公司提供

矿石冶炼方面，公司冶炼业务主要由下属招金矿业股份有限公司金翅岭金矿（粗炼）、山东国大黄金股份有限公司（以下简称“国大公司”）、山东招金金银精炼有限公司（以下简称“精炼公司”）负责。国大公司主要业务为冶炼外购金精矿，精炼公司是通过上海黄金交易所认证可提供金锭的首批合格精炼企业，其业务为精炼招金矿业生产的合质金、含量金以及外购粗金，产品为达到国际市场交易标准的 1 号、2 号金锭。

2017 年，受冶炼板块企业招金冶炼股权无偿划转影响，公司黄金冶炼规模有所下降，为 32.19 吨，产能利用率为 87.14%；精炼规模为 147.02 吨，整体保持稳定，产能利用率为 100.00%，整体产能利用水平较高。

表 7 近年来公司黄金冶炼产品产量情况（单位：吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
冶炼金	47.28	50.85	32.19
精炼金	124.14	145.62	147.02

资料来源：公司提供

注：上表中冶炼金主要为粗炼金产品；精炼金主要是公司外购粗金及合质金等，精炼后产生的标准金。

公司冶炼单位具有较强的资源综合利用能力，其“清洁利用含砷碳金资源新工艺研究与应用”、“无废料提出有价元素”、“复杂金精矿资源无废化关键技术集成研究与应用”、“复杂含金矿物无废料提取多种元素新工艺体系研究与应用”等技术先后获得中国黄金协会、山东省和国家科技进步奖；“含砷金精矿提金尾渣再提金银的方法”、“两段焙烧法从含砷碳金精矿中回收 Au、Ag、Cu、As、S 生产工艺”、“一种提金氰化液的净化方法”、“一种从提金尾渣中浮选铜、铅、锌精矿的方法”等获得发明专利授权，代表了黄金冶炼领域的先进水平。

精炼公司引入了国际先进的黄金精炼工艺-瑞典波立登精炼技术及自动化控制技术，该技术具有适应性强、自动化程度高、生产周期短、产品质量稳定、无污染等优点；其研制的“SBRF-E 法金银精炼提纯新工艺”获得中国黄金协会科学技术二等奖。此外，精炼公司检测中心装备了国际先进的等离子体发射光谱仪和原子吸收光谱仪等分析测试设备，配备了高精度的称量仪器和全封闭的废气排放系统，是全国装备一流的金银检测机构。

跟踪期内，公司矿产采选能力有所增长，产能利用率高。

黄金销售

公司精炼制成标准金锭，在上海黄金交易所进行销售。公司是上海黄金交易所指定的全国首批 10 家“可提供标准金锭企业”之一，产品注册商标为“招金”牌。根据中国目前的相关规定，标准金锭的销售必须在上海黄金交易所进行且必须是在上海黄金交易所注册的品牌。同时上海黄金交易所在公司所在地招远市设有

标准金锭交割仓库，因此公司生产的标准金锭基本不存在销售及回款问题，变现能力很强。

近年来，国际黄金价格波动幅度较大，公司黄金产品平均售价在波动中有所增长，2017年，公司全年黄金产品平均售价为276.29元/克，同比增长3.32%。

表8 近年来公司黄金冶炼产品售价情况

（单位：元/克、%）

项目	2015年	2016年	2017年
平均售价	234.16	267.41	276.29
同比增长	-7.68	14.20	3.32

资料来源：公司提供

为避免黄金价格大幅波动对公司带来的风险，公司利用黄金期货和T+D业务对冲黄金价格波动风险，对主要产品进行合理套期保值，有效化解经营风险，平抑公司经营业务的波动。公司成立了“金融衍生品交易风控委员会”，制定了《金融衍生品交易管理办法》和《关于套期保值操作规范的指导意见》，对该项业务进行严格管理，使公司的衍生品交易始终保持正常运作。公司也设置专职黄金销售人员，在公司制定的销售制度和销售策略制约下，根据黄金市场价格的长期走势和即时变化，进行黄金销售，实现销售价格最优。

3. 商业板块

公司商业板块主要包括金银饰品零售、贵金属贸易及进口等各种商业服务业及黄金经纪投资等金融服务业务，2017年该板块实现收入25.98亿元，同比下降15.07%，主要因为公司缩减贵金属贸易及进口等业务的规模。

金银饰品销售

公司为充分发挥资源优势，通过延伸黄金产业链，获取利润最大化，主要通过下属公司招远市招金银楼有限公司（以下简称“招金银楼”）从事黄金珠宝终端销售。招金银楼为目前招金旗下黄金珠宝零售品牌，拥有独具优势的“万足金”饰品、“梦幻硬千足金”和“黄金电铸摆件”等产品。该业务原材料来源全部为上海黄金交易所，经山东招金卢金匠有限公司加工后由招金银楼进行销售。

软件开发

为充分发挥专业优势，公司通过设立矿山类软件公司从事软件开发。山东金软科技有限公司成立于2001年，注册资本3000万元，专门为矿山企业提供生产采矿数字化、安全数字化和经营管理信息化整体解决方案。该公司下游客户主要为各类矿山企业。

黄金投资经纪金融服务业

公司黄金投资经纪金融服务业主要包括山东招金投资股份有限公司（以下简称“招金投资”）及招金期货有限公司（以下简称“招金期货”）等下属公司。

招金投资是国内最早介入黄金交易领域的专业投资机构，专业从事黄金、白银等贵金属代理交易以及相关产业的投资、管理和咨询服务，交易规模连续六年位列上海黄金交易所前三，连续五年雄踞综合类会员榜首位置，黄金代理交易量、白银成交量连年排名第一，连续八年被金交所评定为优秀会员单位。

招金期货是经中国证监会批准国内大型期货公司，注册资本10000万元，是鲁中地区唯一一家期货公司，其分别在北京、上海、大连、福州、潍坊等地设有营业部，具有商品期货经纪业务和金融期货经纪业务资格。同时也是山东省内首家获批期货投资咨询业务资格的期货公司。

4. 其他板块

公司其他非金业务主要包括有色矿山资源开发、膜处理、水处理设备制造和房地产开发等，由公司子公司招金有色矿业有限公司（以下简称“招金有色”）、山东招金膜天有限责任公司（以下简称“招金膜天”）和山东招金置业发展有限公司（以下简称“招金置业”）负责，2017年该板块实现收入8.67亿元。

招金有色主营铁、银、铜、铅、锌、钒、

钼等有色金属矿产资源的勘探与采选冶，注册资本金 1.20 亿元。招金有色坚持以有色金属矿业开发为主导，立足山东，面向全国，积极参与国内外有色金属矿产资源的整合与开发。招金有色拥有隆化招金有色矿业有限公司、和静招金有色矿业有限公司 2 个全资子公司和赤城县明珠矿业有限公司 1 个控股公司，在中色地科矿产勘查股份有限公司、新疆汇祥永金矿业有限公司、哈密红石矿业有限公司 3 家企业参股。

公司水处理和房地产业务占收入比重很小。房地产方面，公司主要从事三线以下城市的房地产开发，整体开发体量较小。未来国家对房地产行业的调控政策对公司地产业务可能产生一定负面影响，但对公司总体经营情况影响有限。积极发展其他业务有助于改善公司目前业务结构单一的状况，但由于缺乏相关领域的行业经验，公司面临一定的跨行业经营风险。

5. 在建项目

项目建设方面，2018 年公司拟投资 6.30 亿元，实施基建技改项目 18 项，重点启动瑞海矿业、五彩龙井巷工程建设项目，加快夏甸金矿、大尹格庄金矿、蚕庄金矿、早子沟金矿等深部开拓工程建设，提高生产接续能力。科研项目方面，公司拟投入 1.94 亿元，实施重点科研项目 47 项，以技术变革带动生产能力。探矿找矿方面，公司计划投入探矿资金 0.87 亿元，完成探矿新增黄金资源储量 45 吨，铜资源储量 4000 吨以上。

6. 未来发展

公司未来将继续坚持对外开发、资源收购，积极参与境内外矿业资源的开发，同时加强对收购企业的技术改造及基础设施建设工程，进一步提升公司核心竞争力。具体来看，公司将加大对外开发力度，在国内以新疆、甘肃两大地区作为重点进行开发，同时辐射辽宁和内蒙古；在国外将对资源前景好、政策稳定、投资前景优良的国家进行合理布局。在科技创新方面，公司将充分利用技术中心的平台作用，采取联合攻关、自主研发和引进消化新技术相结合的方法实现科技创新。

“十三五”期间，公司将以投资为动力，以实业为根基，以金融为枢纽，形成“实业、投资、金融”三位一体的发展格局，实现从产业经营集团向产业投资集团转型。

总体看，公司坚持对外开发的战略规划目标较为清晰，为公司的长期发展奠定良好基础。

九、财务分析

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告，山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 18 家，较 2016 年底减少 2 家。其中，2017 年 1 月，公司收到招远市国有资产监督管理局《关于划转山东招金集团招远黄金冶炼有限公司股权的批复》（招国资[2016]31 号）文，同意将公司的全资子公司山东招金集团黄金冶炼有限公司（以下简称“招金冶炼”）的股权无偿划转至招远市国有资产监督管理局；2017 年 7 月，北京招金资源投资有限公司更名为北京招金科技有限公司，后者注销登记；内蒙古招金资源有限公司不再纳入合并范围。公司合并范围的变化对财务数据可比性影响不大

截至 2017 年底，公司资产总计 489.36 亿元，所有者权益合计 183.13 亿元（含少数股东权益 126.04 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 361.67 亿元，利润总额 8.27 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总计 511.49 亿元，所有者权益合计 183.28 亿元（含少数股东权益 126.78 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 87.79 亿元，利润总额 1.57 亿元。

1. 资产质量

资产

截至 2017 年底，公司资产总额 489.36 亿元，同比增长 0.85%，其中流动资产占 34.74%，非流动资产占 65.26%，资产结构以非流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产 169.98 亿元，同比下降 7.70%，主要受存货下降影响。公司流动资产主要包括货币资金（占 22.27%）、存货（占 39.19%）和其他流动资产（占 16.48%）。

截至 2017 年底，公司货币资金 37.86 亿元，同比增长 16.62%，主要包括银行存款 30.25 亿元和其他货币资金 7.60 亿元；其中受限货币资金 4.60 亿元，占比 12.07%，主要是履约保证金和环境治理保证金。

截至 2017 年底，公司应收货币保证金 9.20 亿元，同比下降 36.40%，主要系上海金交所二级代理户保证金下降所致，主要包括上海期货交易所保证金 1.71 亿元（占 18.62%），大连商品交易所保证金 1.26 亿元（占 13.67%），上海金交所二级代理户保证金 5.42 亿元（占 58.86%）。

截至 2017 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 5.94 亿元，同比下降 33.23%，主要系衍生金融资产规模下降所致，其中债券工具投资 0.69 亿元（占 11.64%），权益工具投资 5.24 亿元（占 88.29%）。

截至 2017 年底，公司预付款项 7.19 亿元，同比增长 5.81%。其中，账龄在 1 年以内的占 96.13%，1 年以上的占 3.87%，综合账龄较短，账龄超过 1 年的预付款项，主要系因结算手续不完备而未结算。

截至 2017 年底，公司其他应收款 6.57 亿元，同比下降 5.19%。其中与关联方之间往来款 2.07 亿元（占 31.50%）。账龄方面，1 年以内的占 39.62%，1~2 年的占 30.96%，2 年以上的占 29.42%。累计计提坏账准备 2.17 亿元，计提比例 24.80%，计提比例较高。

截至 2017 年底，公司存货 66.61 亿元，同比下降 21.05%，主要受冶炼板块招金冶炼股权整体划转影响所致，其中在产品 34.66 亿元（占 52.03%），库存商品 15.91 亿元（占 23.88%），消耗性生物资产 8.12 亿元（占 12.20%）及原材料 7.39 亿元（占 11.09%）。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 28.01 亿元，同比增长 68.82%，主要系委托理财规模增加所致，其中委托理财 19.39 亿元（占 69.22%），贷款及贴现资产净额 4.22 亿元（占 15.08%）。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 319.38 亿元，同比增长 6.08%，主要系无形资产增加所致。公司非流动资产以固定资产（占 38.74%）、在建工程（占 8.56%）、无形资产（占 36.04%）和其他流动资产（占 8.23%）为主。

截至 2017 年底，公司固定资产 123.73 亿元，同比增长 2.84%，主要由机器设备（占 59.09%）和房屋建筑物（占 39.16%）构成。2017 年公司固定资产累计折旧 52.64 亿元，计提减值准备 2.27 亿元。固定资产成新率 69.84%，成新率水平一般。截至 2017 年底，公司在建工程 27.34 亿元，同比下降 5.14%，本期转入固定资产的金额为 12.28 亿元。

截至 2017 年底，公司无形资产 115.09 亿元，同比增长 17.31%，主要由土地使用权（占 12.73%）、矿权（占 83.20%）及海域使用权（占 15.08%）构成，其中海域使用权 17.36 亿元，为 9 月股东投入。

截至 2017 年底，公司商誉 7.10 亿元，同比下降 11.91%，主要系本期计提减值损失 0.96 亿元所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 511.49 亿元，较 2017 年底增长 4.52%。其中流动资产 190.22 亿元，较 2017 年底增长 11.90%，主要系存货和其他流动资产增长所致；非流动资产 321.28 亿元，较 2017 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构保持稳定；流动资产中现金类资产充裕，存货占比较大。公司整体资产质量良

好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 183.13 亿元，同比增长 13.77%,主要系少数股东权益的增长所致。截至 2017 年底，归属于母公司权益为 57.08 亿元，其中实收资本占 14.01%，资本公积占 33.46%, 其他权益工具占 43.31%，未分配利润占 7.29%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 183.28 亿元，较 2017 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模有所增长，但其他权益工具及少数股东权益占比高，公司所有者权益稳定性偏弱。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额 306.23 亿元，同比下降 5.57%。其中，流动负债占比为 86.42%，非流动负债占比为 13.58%，非流动负债占比有所上升。

截至 2017 年底，公司流动负债 264.64 亿元，同比下降 8.90%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债下降所致。流动负债主要由短期借款（占 66.20%）、应付账款（占 8.81%）、其他应付款（占 5.95%）和其他流动负债构成（占 5.52%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 175.18 亿元，同比增长 5.01%，主要是信用借款有所增长所致。2017 年底质押借款所占比重为 5.84%，保证借款所占比重为 17.62%，信用借款所占比重为 76.54%。

截至 2017 年底，公司应付账款 23.32 亿元，同比增长 4.43%。公司应付账款中，主要系应付工程款以及原材料。

截至 2017 年底，公司其他应付款 15.73 亿元，同比下降 19.47%，主要由往来借款以及质量保证金等构成，随着公司基建技改工程陆续转固，应付质保金减少导致公司其他应付款有所减少。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.71 亿元，同比下降 63.20%，主要系偿还面值 12 亿元的“12 招金券”所致。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 14.60 亿元，同比下降 29.95%，主要系偿还面值 10 亿元的“16 招金 SCP001”和面值 10 亿元的“16 招金 SCP002”所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 41.59 亿元，同比增长 23.13%，主要系应付债券增长所致。非流动负债主要由长期借款（占 33.99%）、应付债券（占 43.16%）和递延收益（占 10.56%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 14.14 亿元，同比下降 4.19%。其中质押借款占 14.61%，信用借款占 79.17%.

截至 2017 年底，公司应付债券 17.95 亿元，同比增长 89.92%，主要系公司新发行面值 5 亿元的“17 招金 01”和面值 3.5 亿元的“17 招金 02”公司债券所致。

截至 2017 年底，公司递延收益 4.39 亿元，同比下降 0.83%，其中涉及政府补助的大额项目主要包括山东黄金资源综合利用示范基地项目（2.53 亿元）及教育产业项目基建支出（0.50 亿元）等。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司有息债务规模 226.23 亿元，同比下降 5.11%，债务规模有所下降。从债务结构看，公司有息债务以短期债务为主，占比 85.82%，较去年底下降 4.03 个百分点，债务结构有待优化。

截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.58%、55.27%和 14.91%，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较去年底下降 4.25 个和 4.43 个百分点，长期债务资本化比率较去年底增长 1.84 个百分点。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 328.21 亿元，较 2017 年底增长 7.18%。其中流动负债合计 268.20 亿元，较 2017 年底增长 1.34%；同期，公司非流动负债 60.01 亿元，较 2017 年底增长 44.28%，主要系应付债券增加所致。有息

债务方面，截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 244.18 亿元，其中短期债务占 78.85%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.17%、57.12%和 21.98%，负债水平偏高。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所下降，有息债务以短期债务为主，债务结构有待进一步改善。

3. 盈利能力

2017 年，受黄金加工业务规模下降的影响，公司营业收入 361.67 亿元，同比下降 18.11%；同期，公司营业成本同比下降 19.08%至 327.71 亿元，下降幅度略大于营业收入，导致公司营业利润率同比增长 0.94 个百分点至 8.66%。

2017 年，公司期间费用为 20.07 亿元，同比下降 8.92%，占营业收入的比例为 5.55%，较上年有所上升；其中销售费用 1.82 亿元，占营业收入的比例为 0.50%，基本保持稳定；管理费用为 11.75 亿元，同比下降 14.62%，主要系公司采取降本增效等措施，业务招待费、修理费、办公费、差旅费等减少所致；财务费用为 6.51 亿元，同比增长 15.12%。总体来看，公司期间费用规模较大，管理费用占比较高，对公司的盈利能力有所侵蚀。

2017 年，公司资产减值损失 4.49 亿元，同比增长 64.63%，主要系受部分矿山已探明及控制的矿产储量低下或划入保护区无法生产等影响，公司对其相关固定资产、无形资产、存货及商誉提取了减值准备所致。

2017 年，公司投资收益 1.06 亿元，同比增长 3.05 亿元，较上年由负转正，主要系处置交易性金融资产产生的投资损失大幅下降所致。

受上述因素影响，2017 年公司实现利润总额 8.27 亿元，同比增长 5.43%。

盈利指标方面，受公司利润总额快速增长的影响，公司总资本收益率和净资产收益率三年均值为 3.11%和 2.84%，呈上升趋势；2017 年分别为 3.14%和 3.46%，同比分别增长 0.11 个和 1.14 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 87.79 亿元，为 2017 年全年的 24.27%，公司实现利润总额 1.57 亿元，为 2017 年全年的 19.01%；受期间费用占营业收入比重上升和综合毛利率下降影响，公司营业利润率 7.75%，较 2017 年下降 0.91 个百分点。

总体看，受 2016 年以来黄金价格回升影响，跟踪期内公司盈利能力有所提升，但盈利能力一般。

4. 现金流及保障

经营活动方面，受公司黄金加工业务规模下降影响，公司销售商品、提供劳务取得的现金有所下降，2017 年为 333.34 亿元，同比下降 23.49%；同期，公司收到的其他与经营活动有关的现金 16.19 亿元，同比下降 9.59%；受以上因素影响，2017 年公司经营活动现金流入量为 349.53 亿元，同比下降 22.94%。2017 年，受黄金加工业务下降影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金 269.90 亿元，同比下降 30.12%；受支付的往来结算款大幅增长影响，公司支付的其他与经营活动有关的现金 30.10 亿元，同比增长 30.39%；受以上因素影响，2017 年公司经营活动现金流出量为 321.04 亿元，同比下降 25.52%。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 28.49 亿元，同比增长 26.27%；同期现金收入比为 92.17%，较 2016 年下降 6.48 个百分点。

投资活动方面，公司收回投资收到的现金 38.44 亿元，同比增长 37.09%；受此影响，公司 2017 年投资活动现金流入 41.46 亿元，同比增长 26.27%。公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 15.91 亿元，同比下降 22.03%；公司投资支付的现金 43.37 亿元，同比下降 11.44%；受以上因素影响，公司 2017 年投资活动现金流出量为 60.29 亿元，同比下降 16.73%。2017 年，公司投资活动现金流量净额为-18.83 亿元，净流出规模较去年大幅下降。

2017 年，公司筹资活动前现金流量净额为 9.66 亿元，公司经营活动产生的现金流可以满足投资活动支出需求，对外筹资压力较小。

筹资活动方面，公司吸收投资收到的现金 12.47 亿元，同比下降 37.89%；取得借款收到的现金 236.81 亿元，同比下降 2.66%；发行债券收到的现金 8.49 亿元；受以上因素影响，公司 2017 年筹资活动现金流入 258.40 亿元，同比下降 4.38%。公司偿还债务支付的现金 237.65 亿元，同比增长 10.24%；分配股利、利润或偿付利息支付的现金 21.60 亿元，同比下降 13.67%；受以上因素影响，公司 2017 年筹资活动现金流出量为 259.78 亿元，同比增长 0.28%。2017 年，公司筹资活动现金流量净额为-1.38 亿元，净筹资规模大幅下降，由净流入转为净流出状态。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量 87.44 亿元，为 2017 年全年的 25.02%，经营活动现金净流量 0.53 亿元，现金收入比上升至 94.24%。同期公司投资活动现金净流出 10.87 亿元，筹资活动现金净流入 8.14 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量净额有所增长，现金收入比略有下降；投资活动现金流净流出规模大幅下降，对外筹资压力较小。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年公司流动比率和速动比率均呈增长趋势，分别为 64.23%和 39.06%。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 70.92%和 43.29%，较 2017 年底进一步回升。2017 年公司经营现金流动负债比率增至 10.77%，公司经营性现金流对债务保障能力有所提升。整体看，公司短期偿债能力较弱，但较前期有所提升。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 25.97 亿元，同比下降 2.42%；同期 EBITDA 利息倍数增长至 3.43 倍，对利息的覆盖能力逐年增强；全部债务/EBITDA 为 8.71 倍，同比有所下降；公司 EBITDA 和现金流能够为债务本息提供良好保障。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 20.00 亿元，担保比例为 10.92%，被担保对象为招远市国有资产经营有限公司、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，目前被担保公司经营正常，或有负债风险可控。

截至2018年3月底，公司涉及未决诉讼2件，其中公司作为被诉方2件，涉及案件金额约0.90亿元，涉案金额较小。

截至2018年3月底，公司共获得银行授信额度561.35亿元，未使用额度317.15亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司招金矿业为H股上市公司，具有直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1037068500004320 8），截至 2018 年 7 月 11 日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清的信贷中有 3 笔垫款、1 笔关注类贷款及 1 笔关注类票据贴现，均由银行系统造成。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及宏观经济及行业环境的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、母公司财务分析

截至 2017 年底，山东招金集团有限公司母公司总资产 109.73 亿元，同比增长 31.72%，主要系长期股权投资和无形资产增加所致；所有者权益 37.82 亿元，同比增长 17.83%，主要系未分配利润增加所致，资产负债率 65.53%，同比增长 4.06 个百分点。2017 年，山东招金集团有限公司母公司实现营业收入 0.65 亿元，同比下降 37.27%，实现利润总额 0.09 亿元，同比下

降 39.84%，主要系营业外支出增加所致。

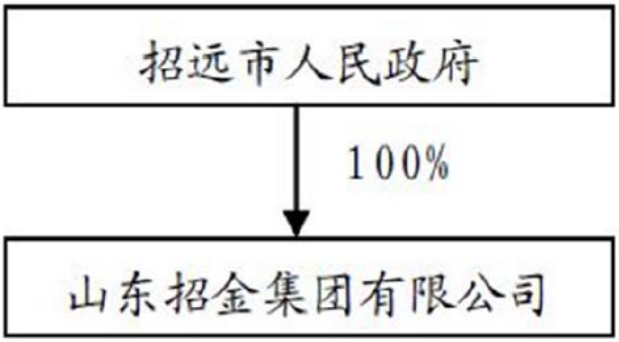
十一、存续债券偿还能力分析

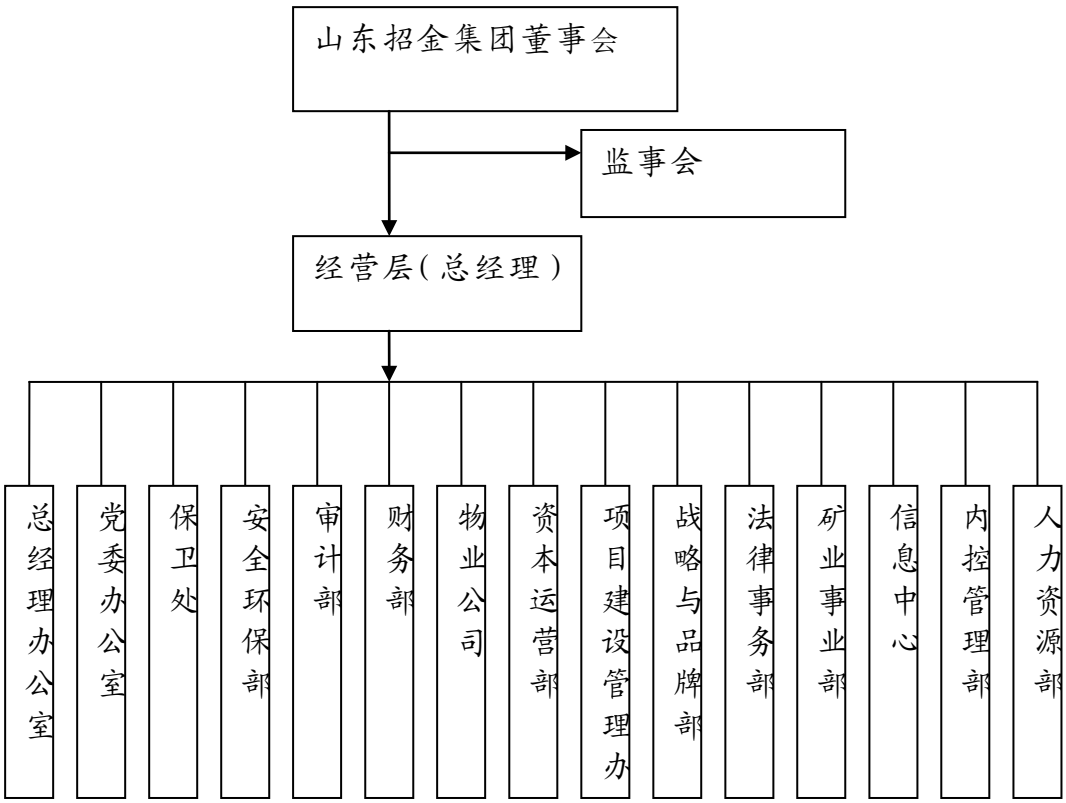
公司于2018年4月23日发行了中期票据“18鲁招金MTN001”，目前余额10.00亿元。2017年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为25.97亿元、349.53亿元和28.49亿元，分别为存续债券应偿还本金的2.60倍、34.95倍和2.85倍。公司EBITDA及经营活动现金流量对存续债券保障能力强。

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持山东招金集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“18 鲁招金 MTN001”的信用等级为 AAA。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.36	41.76	44.06	43.85
资产总额(亿元)	438.22	485.24	489.36	511.49
所有者权益合计(亿元)	158.56	160.96	183.13	183.28
短期债务(亿元)	165.65	214.21	194.15	192.54
长期债务(亿元)	39.33	24.21	32.09	51.64
全部债务(亿元)	204.98	238.42	226.24	244.18
营业收入(亿元)	398.45	441.66	361.67	87.79
利润总额(亿元)	5.40	7.84	8.27	1.57
EBITDA(亿元)	25.15	26.62	25.97	--
经营性净现金流(亿元)	8.46	22.56	28.49	0.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	106.66	85.43	68.15	--
存货周转次数(次)	5.12	5.07	4.34	--
总资产周转次数(次)	0.99	0.96	0.74	--
现金收入比(%)	101.96	98.65	92.17	94.24
营业利润率(%)	7.34	7.72	8.66	7.75
总资本收益率(%)	3.13	3.03	3.14	--
净资产收益率(%)	2.07	2.32	3.46	--
长期债务资本化比率(%)	19.88	13.07	14.91	21.98
全部债务资本化比率(%)	56.39	59.70	55.27	57.12
资产负债率(%)	63.82	66.83	62.58	64.17
流动比率(%)	67.23	63.40	64.23	70.92
速动比率(%)	34.42	34.36	39.06	43.29
经营现金流动负债比(%)	3.68	7.77	10.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.58	2.72	3.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.15	8.96	8.71	--

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2018 年 3 月底所有者权益中含永续债 24.71 亿元；其他流动负债中的短期融资券调整至短期债务和全部债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（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
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%

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（非流动）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

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。