信用等级公告

联合〔2019〕2049 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，“18 鲁招金 MTN001”和“18 鲁招金 MTN002”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

二〇一九年七月十九日

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

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

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 亿元	2023/4/23	AAA	AAA
18 鲁招金 MTN002	10 亿元	2023/10/17	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 19 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	41.76	44.06	36.40	69.34
资产总额(亿元)	485.24	489.36	502.83	590.45
所有者权益合计(亿元)	160.96	183.13	183.49	193.23
短期债务(亿元)	214.21	194.15	161.78	199.14
长期债务（亿元）	24.21	32.09	85.59	115.95
全部债务(亿元)	238.42	226.23	247.38	315.10
营业收入 (亿元)	441.66	361.67	370.61	106.25
利润总额 (亿元)	7.84	8.27	7.06	1.71
EBITDA(亿元)	26.62	25.97	20.90	--
经营性净现金流(亿元)	22.56	29.07	9.75	0.65
营业利润率(%)	7.72	8.66	7.94	7.99
净资产收益率(%)	2.32	3.46	2.74	--
资产负债率(%)	66.83	62.58	63.51	67.27
全部债务资本化比率(%)	59.70	55.27	57.41	61.99
流动比率(%)	63.40	64.23	76.13	90.40
经营现金流动负债比(%)	7.77	10.98	4.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.96	8.71	11.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.66	3.98	2.02	--

注：2019 年 1—3 月财务数据未经审计；所有者权益中含永续债和可续期公司债；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 张 超

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”）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，黄金采选核心业务收入持续增长，并维持较高的毛利率水平，公司整体经营较为稳定。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、公司短期债务占比高及 2019 年一季度债务大幅增加等因素对公司信用基本面可能产生的不利影响。

公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流入量对公司债券的保障能力强。

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。

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，并维持“18 鲁招金 MTN001”和“18 鲁招金 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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. 公司实际控制人为山东省招远市政府，对公司支持力度强，跟踪期内，通过货币资金的形式对公司进行增资。
3. 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。
4. 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。

关注

1. 公司所处行业资源竞争加剧，黄金采选冶炼业面临较激烈的市场竞争，跟踪期内，开采成本上升，综合毛利率有所下降。
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. 跟踪期内，公司债务规模增加，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。

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

山东招金集团有限公司（以下简称“公司”）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〔1998〕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，招远市国有资产监督管理局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%，为公司实际控制人。

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。

截至2019年3月底，公司内设财务部、信息中心、总经理办公室、党委办公室、人力资源部、法律事务部、审计部、矿业投资开发部、科技部、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2019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 2018 年底，公司资产总计 502.83 亿元，所有者权益合计 183.49 亿元（含少数股东权益 125.41 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 370.61 亿元，利润总额 7.06 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总计 590.45 亿元，所有者权益合计 193.23 亿元（含少数股东权益 129.09 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 106.25 亿元，利润总额 1.71 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

联合资信受托所评公司存续期内债券情况具体如表 1。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	起息日	到期兑付日	募集资金用途
18 鲁招金 MTN001	10.00	2018/04/23	2023/04/23	全部用于偿还金融机构借款
18 鲁招金 MTN002	10.00	2018/10/17	2023/10/17	全部用于偿还金融机构借款

资料来源：Wind

跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，公司既往还本付息情况良好。公司存续债券相关募集资金已按照规定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同

比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球

经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

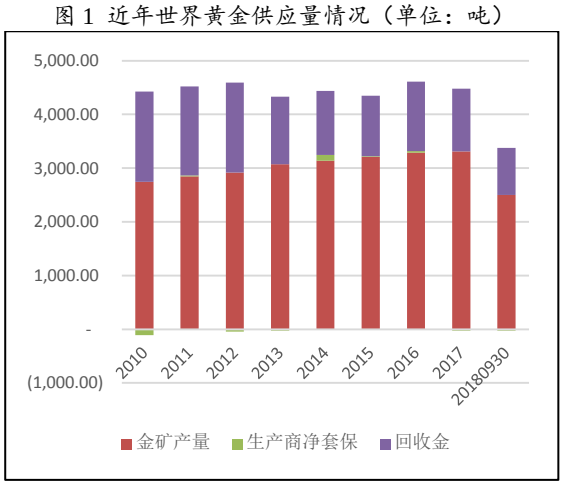
五、行业及区域经济环境

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。黄金由于其珍贵性，目前黄金用作国际储备、用作珠宝首饰；另外，由于其具有独一无二的物理、化学属性，亦在工业与科学技术上有广泛的应用。由于黄金同时兼备商品属性和金融属性，故其在供需变化、价格波动等方面较其他有色金属更为复杂。

国际供需情况

根据世界黄金协会的数据，2017 年全球黄金总供应量 4453.10 吨，总需求量为 4151.70 吨，整体仍呈一定供大于求的状况。具体来看，黄金总供应量中金矿产量呈逐年增加趋势，其在总供应量中的占比亦整体提高，2017 年为 74.39%；回收金自 2013 年供应量大幅下挫后，供应量多年维持在低位。与此同时，黄金总需求量中首饰需求和投资需求合计占比多年维持在 80%左右。2018 年 1—9 月，全球黄金总供应量 3347.70 吨，总需求量 2936.00 吨，供应量和需求量结构较 2017 年变化不大。

图 1 近年世界黄金供应量情况（单位：吨）



资料来源：世界黄金协会

图 2 近年世界黄金需求量情况（单位：吨）



资料来源：世界黄金协会

从产量分布来看，根据世界黄金协会统计，中国连续 11 年位列世界黄金产量第一，2017 年产量为 429.40 吨，占世界总产量 3291.80 吨的 13.05%；澳大利亚、俄罗斯和美国产量分别为 289.00 吨、272.30 吨和 243.60 吨，位列第二、三、四位。

国内供需情况

中国在连续 11 年位列世界黄金产量第一的同时，也已连续 5 年位列世界黄金消费量第一。不过，通过比较发现，中国黄金产量远不及消费量，所产生的缺口需要大量通过进口得到满足。2017 年，中国黄金产量（不含进口原料产金）为 426.14 吨，消费量为 1089.70 吨，缺口扩大为 662.93 吨。近年来，除 2010 年和 2014 年外，自给率均低于 50%，2017 年自给率进一步下降至 39.13%。2018 年 1—9 月，中国

黄金产量（不含进口原料产金）为 289.75 吨，消费量为 849.70 吨，缺口 559.96 吨，为 2017 年全年缺口的 84.47%，自给率为 34.10%。

资源方面，根据自然资源部 2018 年 10 月公布的《中国矿产资源报告 2018》，截至 2016 年底中国查明金矿资源储量 12166.98 吨，2017 年新增查明金矿资源储量 1104.35 吨，截至 2017 年底中国查明金矿资源储量 13195.56 吨。中国金矿资源主要分布在山东、云南、江西等地区，主要掌握 在大型黄金企业。2017 年，产金排名前十的黄金企业依次为：山东黄金集团有限公司、中国黄金集团公司、紫金矿业集团股份有限公司、山东招金集团有限公司、云南黄金矿业集团股份有限公司、湖南黄金集团有限责任公司、西部黄金股份有限公司、山东中矿集团有限公司、银泰资源股份有限公司、灵宝黄金集团股份有限公司。但由于矿石品位下降、难选冶资源开采的增多和安全环保投入的增加，导致黄金综合生产成本不断上升，2015 年、2016 年和 2017 年的综合生产成本分别为 192.78 元/克、196.16 元/克和 200.38 元/克。而 2018 年，新的《环境保护法》及其他相关法律的实施，将进一步增加黄金企业的开采成本，黄金企业的营业利润将进一步承压。

图 3 中国金矿资源分布情况



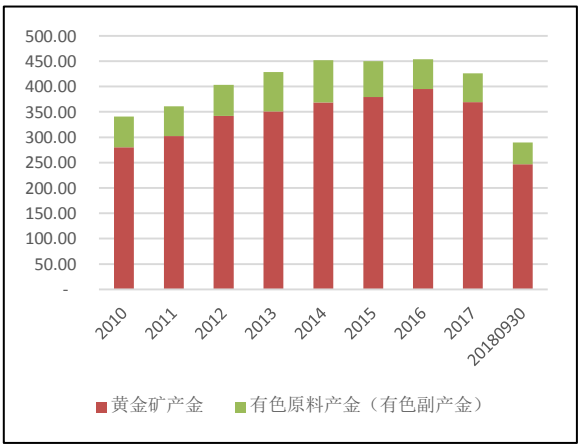
资料来源：中国地质调查局

产量方面，中国主要通过黄金矿产金和有色原料产金两种途径进行黄金生产，但黄金矿产金吨数占总产量比重一直维持在 80%以上，起到决定性作用。2017 年，中国黄金产量（不含进口原料产金）为 426.14 吨，较 2016 年下降 6.03%，而黄金矿产金同期下降 6.51%，主要原因为国内黄金企业矿石品位下降，低位的黄金价格使得黄金矿山企业的盈利空间进一步减小；部分省区出台自然保护区内矿业权清理工作方案，矿山企业面临较大环保压力，部分黄金矿山企业减产或关停整改，山东、江西、福建等重点产金地区的黄金产量都出现了不同程度的下降。除上述两种方式外，中国亦通过进口原料进行黄金生产，2017 年和 2018 年 1—9

月分别通过该方式生产黄金 91.35 吨和 83.08 吨。但究其本质，该途径仍依赖其他国家，即使中国企业直接对外进行矿山投资仍可能面临较大政策风险。根据中国黄金协会 2017 年 2 月印发的《黄金行业“十三五”发展规划》（以下简称“黄金十三五”），预计“十三五”期间黄金产量年平均增长率3%左右，2020 年规划黄金产量 500 吨/年（不包括进口原料产金 100 吨/年）；其中黄金矿山产金规划产量 415 吨/年，有色副产金规划产量 85 吨/年。

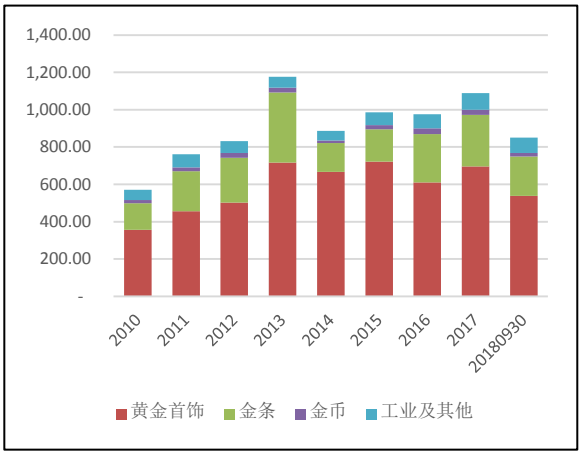
消费量方面，中国黄金首饰及金条消费量合计占总消费量比重一直维持在90%上下，其中黄金首饰消费量占总消费量比重一直持续维持在 60%以上。2017 年，中国消费量为 1089.70 吨，较 2016 年增加 11.66%，其中黄金首饰消费量 696.50 吨，金条消费量 276.39 吨，分别较 2016 年增加 13.96%和 7.28%。根据黄金十三五预测，2020 年黄金消费量为 1200 吨。结合黄金十三五对产量及消费量的预测和规划，2020 年中国黄金自给率为 41.67%，预计未来中国黄金对外依存度仍维持在较高水平。

图 4 近年中国黄金产量情况（单位：吨）



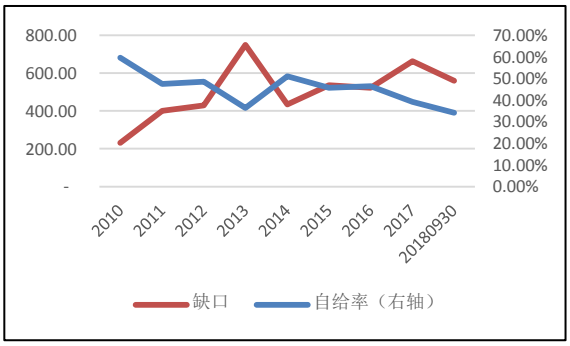
资料来源：中国黄金协会

图 5 近年中国黄金消费量情况（单位：吨）



资料来源：中国黄金协会

图 6 近年中国黄金供需缺口及自给率情况（单位：吨、%）

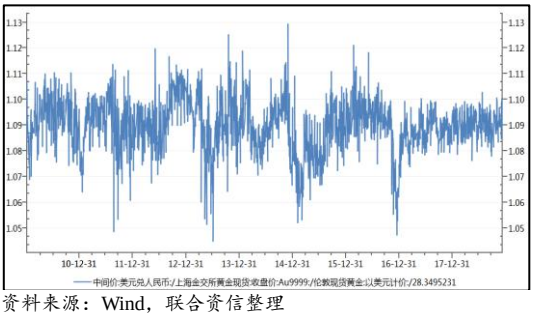


资料来源：中国黄金协会，联合资信整理

价格情况

中国黄金市场价格与国际市场黄金价格关联度极高，主要波动均由国际市场价格波动引起；除此之外，由于国际市场黄金价格主要以美元进行计价，故人民币兑美元的汇率波动亦反映到中国黄金市场价格的波动中。利用美元计价的伦敦现货黄金与上海黄金交易所黄金现货 AU9999 倒算出的人民币兑美元的汇率与中国人民银行每日公布的人民币兑美元的中间价相除，可以看出两者之商主要维持在 1.09 左右，波动很小。所以国内黄金市场价格波动主要可通过查看国际市场价格波动进行

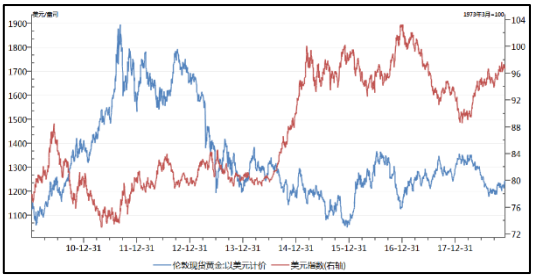
图 7 近年汇率波动对国内市场黄金价格影响情况



资料来源：Wind，联合资信整理

黄金价格自 2011 年 9 月从历史高位开始回落，自 2013 年下半年至今一直处于低位震荡形式，截至 2018 年底，伦敦现货黄金价格为 1281.65 美元/盎司，较 2017 年底的 1296.50 美元/盎司下跌 1.15%。由于黄金价格与美元指数呈现较强的负相关性，而美元指数与美国经济增长情况、政府财政赤字、通货膨胀水平等因素有关。

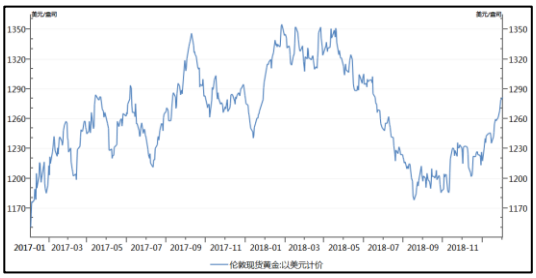
图 8 近年现货黄金价格及美元指数走势



资料来源：Wind

2017 年至今，黄金呈现先扬后抑的价格走势。以伦敦现货黄金为例，2016 年 12 月 30 日为 1159.10 美元/盎司，随后黄金价格震荡上行，于 2018 年 1 月 25 日上涨至该期间的最高价 1354.95 美元/盎司，自 2018 年 4 月下旬开始震荡下跌并于 2018 年 5 月中旬跌破 1300 美元/盎司的整数关口，随后黄金价格持续下跌并于 2018 年 8 月 17 日下跌至该期间的最低价 1178.40 美元/盎司；2018 年底黄金价格已回升至 1281.65 美元/盎司。其中，黄金价格自 2017 年年初开始了一次较为明显的上涨趋势的原因为美联储进行加息，但由于美联储 2017 年 9 月公布了缩表计划，黄金价格自此出现了较为明显的下跌并持续至 2017 年底；而 2018 年 4 月下旬受美联储紧缩货币政策预期压制和美元指数走强影响，黄金价格持续下跌。

图 9 近期现货黄金价格



资料来源：Wind

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，为公司实际控制人。

2. 竞争实力

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 2018 年底，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。

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，建有国家级的企业技术中心，为其研究开发与技术提升提供了良好的条件。截至 2018 年底，拥

有国家级企业技术中心、博士后科研工作站、院士工作站、国家地方联合工程实验室等高端科研平台 13 处。依托这些创新平台，以技术为核心，整合各方资源和人才优势，努力打造国内领先、国际一流的黄金科研基地，为产学研合作攻关制约行业发展的关键技术攻关提供了有力支撑。

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，代表了黄金选冶领域的先进水平。

深加工业是招金集团重点培育发展的优势产业。目前公司精炼能力超过 150 吨/年，居行业领先地位。公司在行业内相继研发首推了“足金 999‰”饰品、“梦幻硬金”以及“五九臻金”等新产品，迎合消费者需求的同时也引领了首饰消费的时尚。同时率先于行业内投资兴建了无尘车间，先后引进水平连铸机、高速抛光机、高速印花机、彩印机等行业一流设备，坯饼加工、超薄压制、硬金、彩印等多项工艺技术均达到了国内一流水平。招金已经发展成为同时拥有油压、倒模、彩印、硬金等多种工艺技术的国内最完整、技术最先进的单体综合工艺生产线的企业之一。

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。2018 年，受黄金板块业务收入增长的影响，公司实现营业收入 370.61 亿元，同比增长 2.47%，主要受公司黄金产品产销量增长所致。

从收入构成来看，黄金板块收入是公司最重要的收入来源，2018 年受加工业务规模扩大的影响，公司黄金板块收入 348.34 亿元，同比增长 6.52%。其中黄金加工业务收入同比增长 6.26%至 279.68 亿元，黄金采选业务收入同比增长 7.60%。公司商业板块主要为金银饰品零售、贵金属贸易及进口等，2018 年收入同比下降 65.55%至 8.95 亿元，主要系金银饰品零售收入大幅下降所致。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，2018 年该板块收入为 13.32 亿元，同比增长 53.63%，主要系租赁收入增加所致，占营业收入的比重较小。

毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 8.67%，同比下降 0.72 个百分点。分板块来看，公司黄金板块毛利率同比保持稳定，2018 年为 7.89%。黄金板块中采选板块毛利率较高，是公司利润的重要来源，2018 年为 38.17%，同比增长 0.51 个百分点，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，2018 年毛利率为 0.45%，同比下降 0.14 个百分点。公司商业板块受毛利率较高的金银饰品零售业务量大幅减少的影响，2018 年商业板块毛利率为 5.81%，同比减少 15.52 个百分点。其他业务板块毛利率为 31.01%，同比增加 16.13 个百分点，主要系租赁业务毛利率较高所致，但因业务份额较低对利润贡献较小。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 106.25 亿元，为 2018 年全年的 28.67%。同期公司综合毛利率为 8.52%，受黄金板块毛利率

下降影响，较 2018 年略有下降。

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，受加工板块收入增长的影响，公司营业收入有所增加，同时商业板块毛利率下降明显，公司综合毛利率有所下降。

表 2　公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	403.56	91.37	7.90	327.02	90.42	7.82	348.34	93.99	7.89	97.26	91.54	7.54
其中：采选	57.10	12.93	45.99	63.81	17.64	37.66	68.66	18.53	38.17	13.18	12.40	43.37
加工	346.46	78.44	1.63	263.21	72.78	0.59	279.68	75.46	0.45	84.09	79.14	1.93
商业板块	30.59	6.93	8.40	25.98	7.18	27.33	8.95	2.41	5.81	8.22	7.74	17.51
其他	7.51	1.70	29.69	8.67	2.40	14.88	13.32	3.59	31.01	0.76	0.72	35.00
合计	**441.66**	**100.00**	**8.31**	**361.67**	**100.00**	**9.39**	**370.61**	**100.00**	**8.67**	**106.25**	**100.00**	**8.52**

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

资料来源：公司提供

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 2018 年底，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。以澳大利亚联合矿石储量委员会（JORC）的标准测算，截至 2018 年底，公司拥有黄金矿产资源量 1231.61 吨，同比下降 1.61%，黄金可采储量 511.24 吨，同比下降 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相应下降。

表 3　公司黄金资源储备及矿权情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
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）	1235.52	1251.77	1231.61
黄金可采储量（吨）	548.81	528.14	511.24

注：2015 年公司探矿权及采矿权受权证合并影响，有所下降

资料来源：公司提供

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 2018 年底，瑞海矿业黄金资源储量增至 562.37 吨，金平均品位增至 4.42 克/吨。

2018 年公司通过地质探矿新增黄金资源储量 52.12 吨。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小幅下降。

表 4 近年来公司黄金资源获取情况

（单位：平方公里、吨）

	2016 年	2017 年	2018 年
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

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小幅下降，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，另外环保压力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。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 年公司实施基建技改项目 67 项，累计投资 6.68 亿元。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。

随着资源储量的小幅下降，公司自产金产量有所下降，2018 年为 19.13 吨，但是公司外购金及副产金产量大幅增长，公司黄金总产量稳中有升。

表 5 公司黄金产量情况（单位：吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
自产金	19.47	19.40	19.13
外购金及副产金	1.71	1.78	2.50
合计	**21.18**	**21.18**	**21.63**

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。2018 年，公司克金综合成本为 154.77 元/克，较 2017 年增长 9.96%。

表 6 2016—2018 年矿产金克金综合成本及增长率（元/克、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
克金综合成本	146.12	140.75	154.77
同比增长	8.30	-3.68	9.96

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。

2018 年，公司黄金冶炼规模有所下降，为 30.48 吨；精炼规模为 152.52 吨，较上年有所提升。

表 7 近年来公司黄金冶炼产品产量情况（单位：吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
冶炼金	50.85	32.19	30.48

精炼金	145.62	147.02	152.52

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
资料来源：公司提供

跟踪期内，黄金总产量稳中有升，开采成本的上涨积压了公司利润空间。

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，2018 年，公司全年黄金产品平均售价为 271.21 元/克，同比下降 1.84%。

表 8　近年来公司黄金冶炼产品售价情况

（单位：元/克、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
平均售价	267.41	276.29	271.21
同比增长	14.20	3.32	-1.84

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，2018 年该板块实现收入 8.95 亿元，同比下降 65.55%，主要因为公司缩减贵金属贸易及进口等业务的规模。

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，2018 年该板块实现收入 13.32 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，2019 年公司拟投资 25.47 亿元，实施基建技改项目 84 项，启动西海岸文化艺术小镇项目及青岛德兴路 29 号项目，加快

瑞海矿业、五彩龙、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 1.6 亿元，实施重点科研项目 49 项，以技术变革带动生产能力。探矿找矿方面，2019 年全公司年度探矿投资计划 8698 万元，新增金金属量计划 20700 千克,新增铜年度计划 1430 吨。

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 2016—2018 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 2019 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，截至 2018 年底，公司合并范围无变化。

截至 2018 年底，公司资产总计 502.83 亿元，所有者权益合计 183.49 亿元（含少数股东权益 125.41 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 370.61 亿元，利润总额 7.06 亿元。

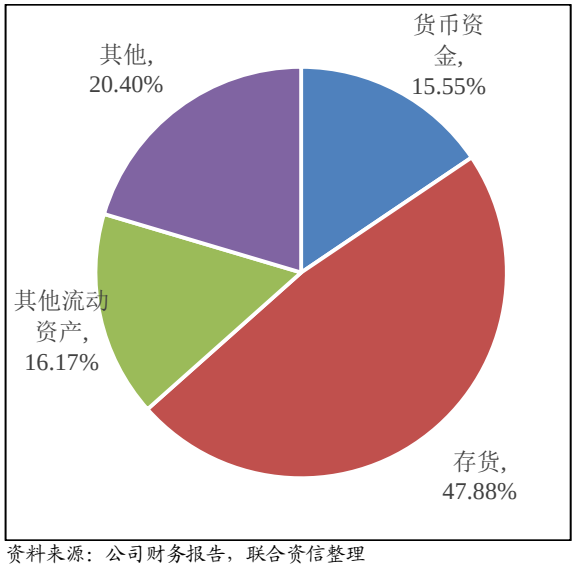
截至 2019 年 3 月底，公司资产总计 590.45 亿元，所有者权益合计 193.23 亿元（含少数股东权益 129.09 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 106.25 亿元，利润总额 1.71 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 502.83 亿元，同比增长 2.75%，其中流动资产占 33.91%，非流动资产占 66.09%，资产结构以非流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产 170.52 亿元，同比增长 0.31%，保持稳定。公司流动资产主要包括货币资金（占 15.55%）、存货（占 47.88%）和其他流动资产（占 16.17%）。

图 10 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2018 年底，公司货币资金 26.52 亿元，同比下降 29.95%，主要包括银行存款 16.83 亿元和其他货币资金 9.68 亿元；其中受限货币资金 4.07 亿元，占比 15.35%，主要是准备金和环境治理保证金。

截至 2018 年底，公司应收货币保证金 6.24 亿元，同比下降 32.1%，主要系交易所保证金下降所致，主要包括上海期货交易所保证金 0.83 亿元，大连商品交易所保证金 0.49 亿元，上海金交所二级代理户保证金 4.29 亿元。

截至 2018 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 9.29 亿元，同比增长 56.38%，主要系权益工具投资大幅增长所致。

截至 2018 年底，公司预付款项 3.23 亿元，同比下降 55.15%。其中，账龄在 1 年以内的占 89.69%，1 年以上的占 10.31%，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 2018 年底，公司其他应收款 5.16 亿元，同比下降 21.47%。账龄方面，1 年以内的占 39.41%，1~2 年的占 24.04%，2 年以上的占 36.55%。累计计提坏账准备 2.40 亿元，计提比例 31.70%，计提比例较高。

截至 2018 年底，公司存货 81.64 亿元，同比增长 22.56%，其中在产品 41.61 亿元（占 50.96%），库存商品 18.09 亿元（占 22.15%），消耗性生物资产 8.21 亿元（占 10.05%）及原材料 12.75 亿元（占 15.61%）。计提跌价准备 0.46 亿元，计提比例较低。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 27.57 亿元，同比下降 1.58%，主要系质押结构性存单和贷款及贴现资产净额减少所致，其中委托理财 20.12 亿元，贷款及贴现资产净额 3.90 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 332.31 亿元，同比增长 4.05%，主要系可供出售金融资产增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 6.86%）、固定资产（占 37.17%）、在建工程（占 10.86%）、无形资产（占 29.59%）和其他流动资产（占 6.56%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 22.80 亿元，同比增长 376.84%，主要系公司新投资了招远市金泽万方投资管理有限公司、华夏航空股份有限公司等所致。

截至 2018 年底，公司固定资产 123.51 亿元，同比下降 0.18%，主要由机器设备和房屋建筑物构成。2018 年公司固定资产累计折旧 60.81 亿元，计提减值准备 3.86 亿元。固定资产成新率 69.14%，成新率水平一般。截至 2018 年底，公司在建工程 36.10 亿元，同比增长 32.06%。

截至 2018 年底，公司无形资产 98.34 亿元，同比下降 14.56%，主要由土地使用权（占 14.56%）、矿权（占 84.99%）构成。

截至 2018 年底，公司商誉 6.23 亿元，同比下降 12.19%，主要系本期计提减值损失 0.86 亿元所致。

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 590.45 亿元，较 2018 年底增长 17.43%。其中流动资产 245.20 亿元，较 2018 年底增长 43.80%，主要系货币资金和其他流动资产增长所致；非流动资产 345.26 亿元，较 2018 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 2018 年底，公司所有者权益合计 183.49 亿元，同比保持稳定。截至 2018 年底，归属于母公司权益为 58.08 亿元，其中实收资本占 20.66%，资本公积占 32.73%,其他权益工具占 49.44%，未分配利润占-2.44%。截至 2018 年底，公司实收资本 12.00 亿元，同比增长 50%，主要系招远市财政局新增的 4.00 亿元注册资金所致；公司其他权益工具为 28.71 亿元，同比增长 16.14%，主要系发行 4 亿元可续期公司债券所致；公司未分配利润为-1.42 亿元，由盈余转为亏损，主要系为股东进行分红所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 193.23 亿元，较 2018 年底有所增加，主要系发行 3 亿元可续期公司债券所致。

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。

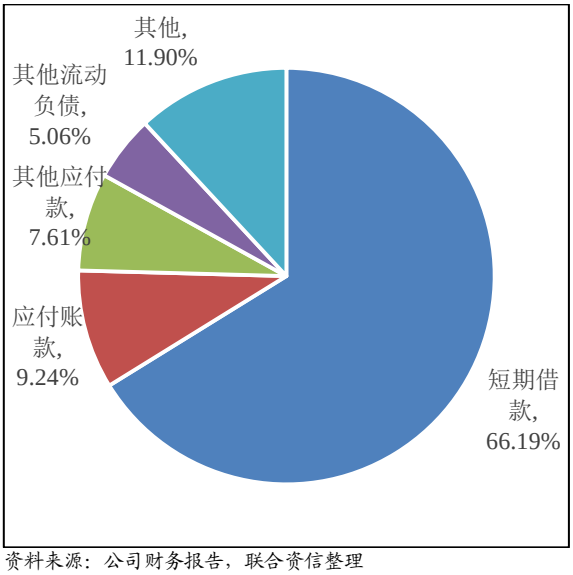
负债

截至 2018 年底，公司负债总额 319.34 亿

元，同比增长 4.28%。其中，流动负债占比为 70.14%，非流动负债占比为 29.86%，非流动负债占比有所上升。

截至 2018 年底，公司流动负债 223.97 亿元，同比下降 15.37%，主要系短期借款下降所致。流动负债主要由短期借款（占 66.19%）、应付账款（占 9.24%）、其他应付款（占 7.61%）和其他流动负债构成（占 5.06%）构成。

图 11　截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2018 年底，公司短期借款 148.24 亿元，同比下降 15.38%，主要是质押借款大幅下降所致。2018 年底质押借款全部偿还完毕，保证借款所占比重为 16.10%，信用借款所占比重为 83.90%。

截至 2018 年底，公司应付账款 20.70 亿元，同比下降 11.24%。公司应付账款中，主要系应付工程款以及原材料。

截至 2018 年底，公司其他应付款 17.05 亿元，同比增长 8.35%，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增加，应付质保金增加导致公司其他应付款有所增加。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 6.26 亿元，同比下降 28.19%，主要系偿还到期长期借款所致。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 11.33 亿元，同比下降 22.40%，主要系偿还 5 亿元的“17 招金 SCP001”和 5 亿元的“17 招金 SCP002”所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 95.36 亿元，同比增长 129.28%，主要系应付债券增长所致。非流动负债主要由应付债券（占 85.30%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 4.24 亿元，同比下降 69.98%。其中保证借款占 20.75%，信用借款占 79.25%。

截至 2018 年底，公司应付债券 81.35 亿元，同比增长 353.21%，主要系公司新发行 17.50 亿元的公司债券“18 招金 01”、13.00 亿元的公司债券“18 招金 02”、7.00 亿元的公司债券“18 招金 03”、5.00 亿元的“18 招金 MTN001”、5.00 亿元的“18 招金 MTN002”、10.00 亿元的“18 鲁招金 MTN001”和 10.00 亿元的“18 鲁招金 MTN002”所致。

有息债务方面，将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，截至 2018 年底，公司有息债务规模 247.38 亿元，同比增长 9.35%，债务规模有所上升（将其他流动负债中的短期融资券、吸收存款和向中央银行再贴现调整至短期债务和全部债务，截至 2018 年底，公司有息债务规模 251.72 亿元）。从债务结构看，公司有息债务中短期债务占比 64.40%，较去年底下降 20.42 个百分点，债务结构有所优化。

截至 2018 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 63.51%、57.41%和 31.81%，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较去年底增长 0.93 个、2.15 个和 16.90 个百分点。

图12　公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 397.22 亿元，较 2018 年底增长 24.39%。其中流动负债合计 271.23 亿元，较 2018 年底增长 21.10%，主要系其他流动负债增加所致；同期，公司非流动负债 125.99 亿元，较 2018 年底增长 32.11%，主要系应付债券增加所致。有息债务方面，截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 315.10 亿元，其中短期债务占 63.20%。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 67.27%、61.99%和 37.50%，负债水平偏高。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所上升，债务负担重，有息债务中短期债务占比有所下降，债务结构有所改善。

3. *盈利能力*

2018 年，受黄金加工业务规模增长的影响，公司营业收入 370.61 亿元，同比增长 2.47%；同期，公司营业成本同比增长 3.29%至 338.49 亿元，增长幅度略大于营业收入，导致公司营业利润率同比下降 0.72 个百分点至 7.94%。

2018 年，公司期间费用为 22.72 亿元，同比增长 13.20%，占营业收入的比例为 6.13%，较上年有所上升；其中销售费用 2.24 亿元，占营业收入的比例为 0.60%，基本保持稳定；管理费用为 11.59 亿元，同比下降 1.29%；财务费用为 7.56 亿元，同比增长 16.10%。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。

2018 年，公司资产减值损失 5.52 亿元，同比增长 23.05%，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。

2018 年，公司投资收益 2.44 亿元，同比增长 130.79%，主要系持有至到期投资在持有期间的投资收益同比增加 1.54 亿元所致。

受上述因素影响，2018 年公司实现利润总额 7.06 亿元，同比下降 14.57%。

盈利指标方面，受公司利润总额波动的影响，公司总资本收益率和净资产收益率三年均值为 2.32%和 2.87%，呈波动下降趋势；2018 年分别为 1.54%和 2.74%，同比分别减少 1.60 个和 0.72 个百分点，盈利水平较低。

图13　公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 106.25 亿元，为 2018 年全年的 28.67%，公司实现利润总额 1.68 亿元，为 2018 年全年的 24.74%；公司营业利润率 7.99%，较 2018 年保持稳定。

总体看，得益于黄金产品产销量的增长，跟踪期内公司收入有所增长；但是受商业板块毛利率明显下滑和期间费用占比上升的影响，跟踪期内公司盈利能力有所下降，盈利水平较低。

4. 现金流及保障

经营活动方面，受公司黄金加工业务规模增长影响，公司销售商品、提供劳务取得的现金有所增长，2018 年为 381.02 亿元，同比增长 14.30%；同期，公司收到的其他与经营活动有关的现金 43.19 亿元，同比增长 166.80%，主要系往来结算款增加 18.14 亿元所致；受以上因素影响，2018 年公司经营活动现金流入量为 424.21 亿元，同比增长 21.37%。2018 年，受黄金加工业务增长影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金 345.16 亿元，同比增长 27.88%；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 50.20 亿元，同比增长 66.80%；受以上因素影响，2018 年公司经营活动现金流出量为 414.46 亿元，同比增长 29.10%。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 9.75 亿元，同比下降 65.77%；同期现金收入比为 102.81%，较 2017 年增长 10.64 个百分点。

投资活动方面，公司收回投资收到的现金 69.28 亿元，同比增长 80.22%；受此影响，公司 2018 年投资活动现金流入 72.56 亿元，同比增长 75.00%。公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 25.63 亿元，同比增资 61.03%；公司投资支付的现金 93.72 亿元，同比增资 116.08%；受以上因素影响，公司 2018 年投资活动现金流出量为 126.32 亿元，同比增资 109.51%。2018 年，公司投资活动现金流量净额为-53.76 亿元，净流出规模较去年大幅下降。

2018 年，公司筹资活动前现金流量净额为-44.01 亿元，公司经营活动产生的现金流不能满足投资活动支出需求，对外筹资压力较大。

筹资活动方面，公司吸收投资收到的现金 8.24 亿元，同比下降 33.91%；取得借款和发行债券收到的现金 310.63 亿元，同比增长 26.64%；受以上因素影响，公司 2018 年筹资活动现金流入 319.05 亿元，同比增长 23.47%。公司偿还债务支付的现金 265.47 亿元，同比增长 11.70%；分配股利、利润或偿付利息支付的现金 20.51 亿元，同比下降 5.06%；受以上因素影响，公司 2018 年筹资活动现金流出量为 285.98 亿元，同比增长 10.09%。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 33.06 亿元，净筹资规模大幅增长，由净流出转为净流入状态。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流入量 108.31 亿元，为 2018 年全年的 25.53%，经营活动现金净流量 0.65 亿元，现金收入比下降至 100.01%。同期公司投资活动现金净流出 37.38 亿元，筹资活动现金净流入 68.94 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量净额大幅下降，现金收入比略有提高；投资活动现金流净流出规模大幅上升，对外筹资压力较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年公司流动比率和速动比率均有所增长，分别为 76.13%和 39.68%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 90.40%和 58.42%，较 2018 年底进一步回升。2018 年公司经营现金流动负债比率下降至 4.35%，公司经营性现金流对债务保障能力大幅下降。截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产为短期债务的 0.35 倍。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 20.90 亿元，同比下降 19.53%；同期 EBITDA 利息倍数下降至 2.02 倍，对利息的覆盖能力有所下降；全部债务/EBITDA 为 11.84 倍，同比有所上升；公司 EBITDA 对债务本息保障程度一般。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 2.19 亿元，担保比例为 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，目前被担保公司经营正常，或有负债风险可控。

截至2019年3月底，公司无重大未决诉讼事

项。

截至2019年3月底，公司共获得银行授信额度571.11亿元，未使用额度412.29亿元，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：G10370685000043208），截至2019 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. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额为123.90亿元，较年初增长12.91%。从资产结构来看，母公司资产中流动资产占51.00%，非流动资产占49.00%，其中其他流动资产、可供出售金融资产和长期股权投资占比较大，2018年底分别为42.10亿元、19.34亿元和22.57亿元，其他流动资产主要为理财及委托贷款、可供出售金融资产主要为按照成本计量的可供出售权益工具、长期股权投资主要系对子公司的投资。截至2019年3月底，母公司口径资产合计150.32亿元，较2018年底增长21.32%，主要由于其他流动资产增长所致。

截至2018年底，母公司所有者权益合计38.37亿元，较年初增长1.44%，主要系实收资本和其他权益工具增加所致；母公司所有者权益主要由股本（31.27%）、其他权益工具（占74.83%）和资本公积（占14.35%）构成，其中其他权益工具主要为永续债和可续期公司债。截至2019年3月底，母公司所有者权益合计40.42亿元，较2018年底增长5.35%，主要系其他权益工具增加所致。

截至2018年底，母公司负债规模85.35亿元，较年初增长18.95%。母公司负债中流动负债占74.38%，非流动负债占26.08%，流动负债占比较高。流动负债主要为短期借款55.55亿元和一年内到期的非流动负债5.00亿元，非流动负债主要为应付债券20.36亿元。截至2018年底，母公司资产负债率为69.039%，全部债务资本化比率为68.33%。截至2019年3月底，母公司负债规模109.89亿元，较2018年底增长28.48%，主要系应付债券增长所致，母公司负债中流动负债占比进一步下降至63.52%，资产负债率下降至73.11%，全部债务资本化比率下降至66.94%。整体看，母公司负债水平高，债务负担较重。

2018年，母公司营业收入为1.18亿元，主要为租赁收入及利息收入。同期，母公司营业成本为0.06亿元；母公司财务费用为3.63亿元；母公司投资收益为2.94亿元，主要为购买的持有至到期的金融资产产生的收益。较大规模的财务费用挤压母公司盈利空间，母公司实现净利润为0.40亿元，母公司盈利能力弱。2019年1—3月，母公司营业收入为0.43亿元，占2018年全年营业收入的36.44%；母公司财务费用为0.55亿元；母公司投资收益为0.11亿元。母公司实现净利润-0.39亿元。

2018年，母公司经营活动现金流净额为0.57亿元，保持经营活动现金流净流入。2018年，母公司投资活动现金流净额为-23.21亿元，其中投资支付现金为90.00亿元，主要是理财及委托贷款。2018年，母公司筹资活动现金流净额为27.26亿元，母公司仍面临较大的筹资压力。

2019年1—3月，母公司公司经营性现金净流量为0.09亿元；公司投资活动现金净流出为-24.45亿元；公司筹资活动现金流量净额25.41亿元。

整体看，母公司权益结构稳定性一般，债务负担较重，如不考虑其他权益工具，母公司财务实力较弱。母公司收入规模小，受财务费用规模较大的影响，母公司盈利较弱。母公司有较大的筹资压力。

8. 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、存续跟踪评级债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内的债券如表9所示，其中委托联合资信所评债券“18鲁招金MTN001”“18鲁招金MTN001”合计20.00亿元，于2023年到期；一年内到期债券余额合计20亿元，公司待偿付债券余额峰值为20.00亿元。因此，采用一年内到期债券余额和公司待偿付债券余额峰值测算公司存续期债券偿还能力。

表9 截至2019年3月底，公司发行债券情况

（单位：亿元）

债券名称	当前余额	到期日
19 山招 Y1	3.0	2022/3/25
19 山招 01	10.0	2024/2/1
19 鲁招金 SCP001	20.0	2019/10/18
18 鲁招金 MTN002	10.0	2023/10/17
18 山招 Y2	4.0	2021/8/10
18 鲁招金 MTN001	10.0	2023/4/23
16 鲁招金 MTN001	15.0	2021/8/18
15 鲁招金 MTN001	10.0	2020/10/30
合计	**82.0**	

注：涉及行权的债券，按最近行权日期考虑到期日

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2018年底，公司剔除受限后现金类资产32.33亿元，为一年内待偿还债券余额的1.62倍；公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为一年内待偿还债券余额的21.20倍和0.49倍。

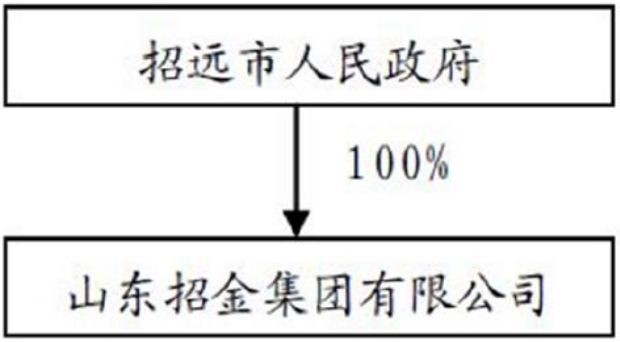
2018年，公司EBITDA为20.90亿元，为待偿还债券峰值规模的1.05倍。公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为待偿还债券峰值规模的21.20倍和0.49倍。

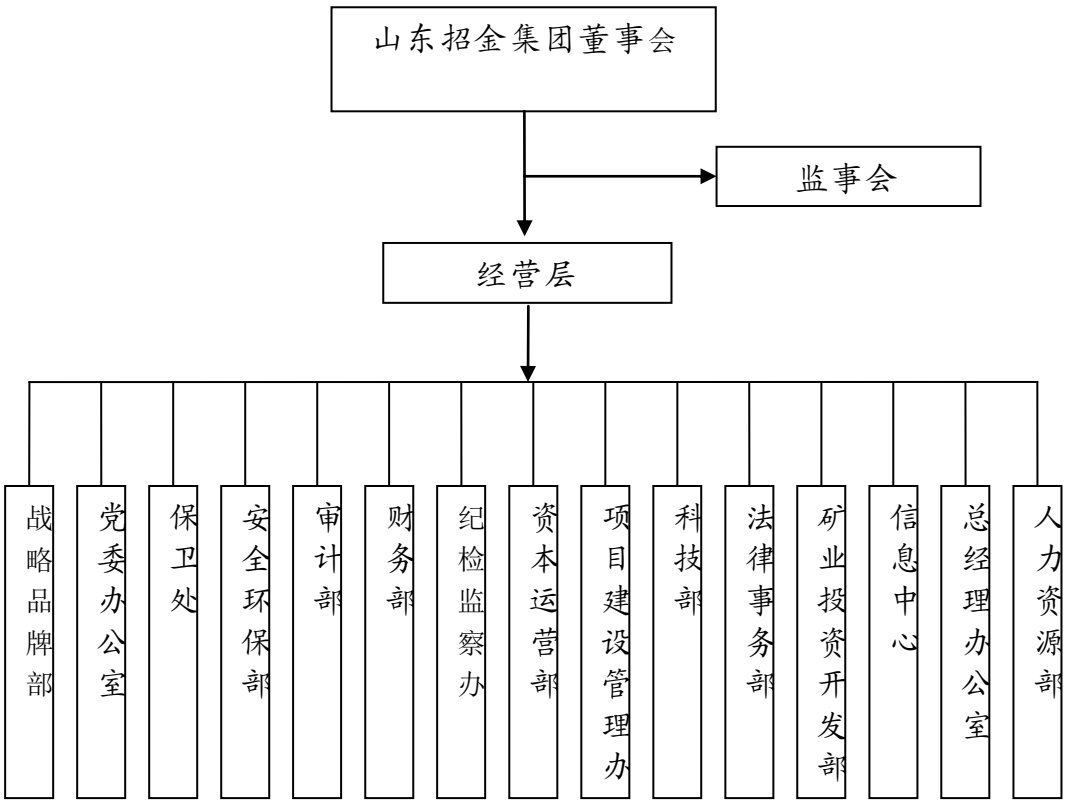
总体看，公司现金类资产、EBITDA和经营活动现金流入量对公司债券的保障能力一般。

十一、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，并维持“18鲁招金MTN001”和“18鲁招金MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 年底公司股权结构图及组织结构图





附件 2 截至 2018 年底公司合并报表范围内的子公司

序号	公司名称	注册资本（万元）	合并持股比例（%）	主营业务
1	招金有色矿业有限公司	12000	100	矿产资源投资
2	新加坡鲁银贸易有限公司	990 万美元	100	白银销售
3	山东招金地质勘察有限公司	3100	100	地质勘察
4	山东招金大厦综合开发有限公司	1000	100	房地产开发
5	山东招金教育产业发展有限公司	1000	100	教育咨询
6	北京鹭金科技发展有限公司	1000	100	技术开发咨询
7	招远市黄金物资供应中心有限公司	2000	100	物资购销
8	北京招金科技有限公司	1000	100	项目投资
9	山东招金卢金匠有限公司	520 万美元	100	金银制品
10	烟台金控投资中心（有限合伙）	20000	89.75	对外投资
11	招远招金光电子科技有限公司	3658	85.5	磁光开关
12	山东招金金银精炼有限公司	15000	80.5	金银精炼
13	山东招金投资股份有限公司	6000	74.75	期货贸易
14	山东金软科技股份有限公司	3000	67.37	软件
15	山东招金进出口股份有限公司	1000	54	进出口贸易
16	山东招金膜天股份有限公司	8037	55	净水材料
17	山东招金置业发展有限公司	3000	55	房地产开发
18	招金矿业股份有限公司	322070	35.32	金矿开采

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	41.76	44.06	36.40	69.34
资产总额(亿元)	485.24	489.36	502.83	590.45
所有者权益合计(亿元)	160.96	183.13	183.49	193.23
短期债务(亿元)	214.21	194.15	161.78	199.14
长期债务(亿元)	24.21	32.09	85.59	115.95
全部债务(亿元)	238.42	226.23	247.38	315.10
营业收入(亿元)	441.66	361.67	370.61	106.25
利润总额(亿元)	7.84	8.27	7.06	1.71
EBITDA(亿元)	26.62	25.97	20.90	--
经营性净现金流(亿元)	22.56	29.07	9.75	0.65
财务指标				
销售债权周转次数(次)	85.43	68.15	101.23	--
存货周转次数(次)	5.07	4.34	4.57	--
总资产周转次数(次)	0.96	0.74	0.75	--
现金收入比(%)	98.65	92.17	102.81	100.01
营业利润率(%)	7.72	8.66	7.94	7.99
总资本收益率(%)	3.03	3.14	1.54	--
净资产收益率(%)	2.32	3.46	2.74	--
长期债务资本化比率(%)	13.07	14.91	31.81	37.50
全部债务资本化比率(%)	59.70	55.27	57.41	61.99
资产负债率(%)	66.83	62.58	63.51	67.27
流动比率(%)	63.40	64.23	76.13	90.40
速动比率(%)	34.36	39.06	39.68	58.42
经营现金流动负债比(%)	7.77	10.98	4.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.66	3.98	2.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.96	8.71	11.84	--

注：2019 年 1—3 月财务数据未经审计；所有者权益中含永续债和可续期公司债；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 4 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 5-1　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 5-2　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。

附件 5-3　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