

湖南黄金股份有限公司

2012 年公司债券(第一期)
2018 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【394】号 01

债券简称：
12 湘金 01

债券剩余规模：
5 亿元

债券到期日期：
2019 年 11 月 7 日

债券偿还方式：
每年付息一次，到期一
次还本，付第 5 年末公
司上调票面利率选择权
和投资者回售选择权

分析师

姓名：
钟继鑫 宋根南

电话：
0755-82872242

邮箱：
zhongjx@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

湖南黄金股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 6 月 19 日	2017 年 5 月 3 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湖南黄金股份有限公司（以下简称“湖南黄金”或“公司”，股票代码：002155.SZ）及其 2012 年 11 月 7 日公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司收入和利润进一步增长，经营现金流表现良好，净营业周期进一步缩短，在积极地地质勘探下资源储量整体保持增长；但我们也关注到公司主要产品价格波动性较大，公司经营面临的不确定性仍较大，存在关联交易，近年资产减值损失较多，仍存在一些安全生产和环保隐患等风险因素。

正面：

- 公司收入和利润进一步增长。2017 年公司主要产品黄金、铋和钨市场行情持续回暖，公司各产品产量、销量保持增长，销售均价整体保持上升，公司实现收入 103.26 亿元、净利润 2.93 亿元，分别同比增长 52.27%、138.47%。
- 公司经营活动现金流表现良好，净营业周期进一步缩短。2017 年，公司经营活动现金流净流入 4.79 亿元。在营业收入大幅增长情况下，公司应收账款和存货仅小幅增长，公司净营业周期进一步缩短至 22.64 天。
- 公司拥有完整的产业链和独特的产品组合，资源储量整体保持增长。公司拥有勘探、采矿、选矿、冶炼、精练、深加工为一体的完整产业链和独特的金铋钨产品组合。截至 2017 年末，公司保有资源储量矿石量 6,837 万吨，同比增长 6.52%。

关注：

- **黄金价格易受宏观环境影响，铋、钨行业存在周期性波动，可能带来公司收入与利润的较大波动。**目前贸易保护主义、局部战争、部分经济体回暖等影响黄金价格的因素更加复杂多样；铋价格在扩产情况下于 2017 年 5 月份开始回调，未来仍需要关注有色金属行情对公司经营的影响。
- **公司存在一定规模的关联交易。**2017 年，公司关联采购金额为 9.98 亿元，占总采购额的 12.86%；关联销售 4.90 亿元，占总销售额的 5.18%，尤其在原材料采购对关联方有一定依赖性。
- **资产减值损失较大。**2016-2017 年，公司资产减值损失金额分别为 7,630.45 万元、7,238.10 万元，规模较大，主要涉及长账龄的其他应收款坏账计提、老旧生产线的固定资产减值计提和采矿权减值计提。
- **部分矿山存在安全生产和环保隐患。**2017 年公司安全生产及环保治理工作较为有效，但仍存在一些安全和环保隐患。

主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	681,962.50	688,631.51	648,952.78	574,454.63
归属于母公司所有者权益合计（万元）	461,482.87	456,085.07	431,653.66	338,357.91
有息债务（万元）	142,175.47	138,267.97	122,443.08	166,575.22
资产负债率	31.22%	32.67%	32.75%	40.40%
流动比率	1.26	1.24	1.61	1.04
速动比率	0.97	0.86	1.11	0.73
营业收入（万元）	304,857.40	1,032,575.12	678,113.52	579,242.34
营业利润（万元）	5,228.10	37,667.14	15,227.62	-40.56
净利润（万元）	5,125.03	29,326.92	12,297.92	1,464.59
综合毛利率	7.56%	12.25%	15.76%	13.31%
总资产回报率	-	6.00%	3.43%	1.37%
EBITDA（万元）	-	65,537.86	45,978.73	31,566.45
EBITDA 利息保障倍数	-	10.56	6.41	4.10
经营活动现金流量净额（万元）	-564.54	47,869.17	46,040.90	60,322.28

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表，2015 年数据采用 2016 年年初数据，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2012 年 11 月 7 日发行 7 年期 5 亿元公司债券，募集资金用于优化公司债务结构、偿还债务和补充流动资金。截至 2017 年末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2017-2018年3月末，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人未发生变化。控股股东湖南黄金集团有限责任公司持股比例仍为39.91%，实际控制人仍为湖南省人民政府国有资产监督管理委员会，其持有湖南黄金集团76.74%的股份。

公司主营业务未发生变化。2017 年公司纳入财务报表合并范围的子公司增加 1 家，处置子公司 3 家，具体情况如表 1 所示。公司注销的 3 家公司规模较小，未对公司合并报表产生实质性影响。

表 1 2017 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2017 年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖南昌安井巷工程有限责任公司	100%	800	井巷工程施工承包	设立
2、2017 年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
新疆辰州矿产投资有限公司	80%	3,000	矿山投资	矿山不具备勘查与开发利用价值
沅陵县清源环保有限公司	100%	1,000	磷酸钠生产、销售	公司压缩管理层级
安化华峰物业管理有限公司	100%	50	物业管理	公司压缩管理层级

资料来源：公司 2017 年年度报告，鹏元整理

截至 2017 末，公司资产总额 68.86 亿元，归属于母公司所有者权益合计 45.61 亿元，资产负债率为 32.67%。公司 2017 年度实现营业收入 103.26 亿元，利润总额 3.60 亿元，经营活动现金净流入 4.79 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 68.20 亿元，归属于母公司所有者权益合计 46.15 亿元，资产负债率为 31.22%。公司 2018 年 1-3 月，公司实现营业收入 30.49 亿元，利润总额 0.53 亿元，经营活动现金净流出 0.06 亿元。

三、运营环境

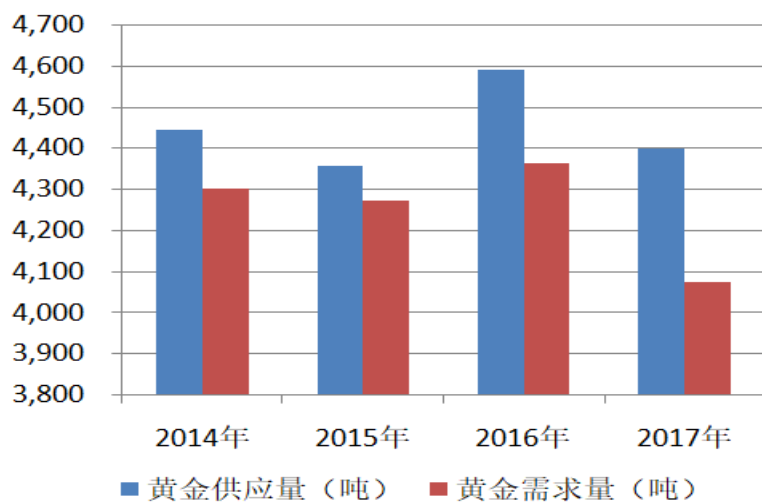
（一）黄金

2017 年世界黄金供需量均出现下滑；国内黄金产量受环保政策影响亦下滑，但消费量增长，大型黄金集团总体业务收入增加

从供给端来看，2017 年世界实物黄金供应总量为 4,398 吨，同比下降 4.19%。2013 年开始，全球金矿开发项目的投资支出持续下降，2014 年以来处于较低水平，原因是矿山开发成本不断上行，在当前金价水平下，黄金企业扩张的动力不足，较多黄金矿业公司在缩减开支，这将影响到未来几年金矿产量的供应。

从需求端来看，2017 年世界实物黄金需求总量为 4,072 吨，同比下降 6.66%。世界黄金消费主要来自珠宝首饰、工业用金、投资以及央行储备等领域。具体来看：珠宝首饰和工业用金是代表性的实物消费，其中珠宝首饰用金占比最大，约为 52%；工业用金占 8%。2017 年全球经济回暖下，黄金的珠宝首饰需求为 2,135.60 吨，比 2016 年增长了 82.10 吨，但仍比 2013 年减少了 566 吨。在经济向好趋势下，黄金刚性需求将保持平稳增长。而投资需求一直在波动中，2017 年，黄金投资需求为 1,231.90 吨，占黄金需求的 30%，比 2016 年减少 364 吨。黄金兼具“金融属性”和“商品属性”，由于首饰、工业消费稳定性相对较强，因此价格受金融属性的影响更大。

图 1 全球黄金供需情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

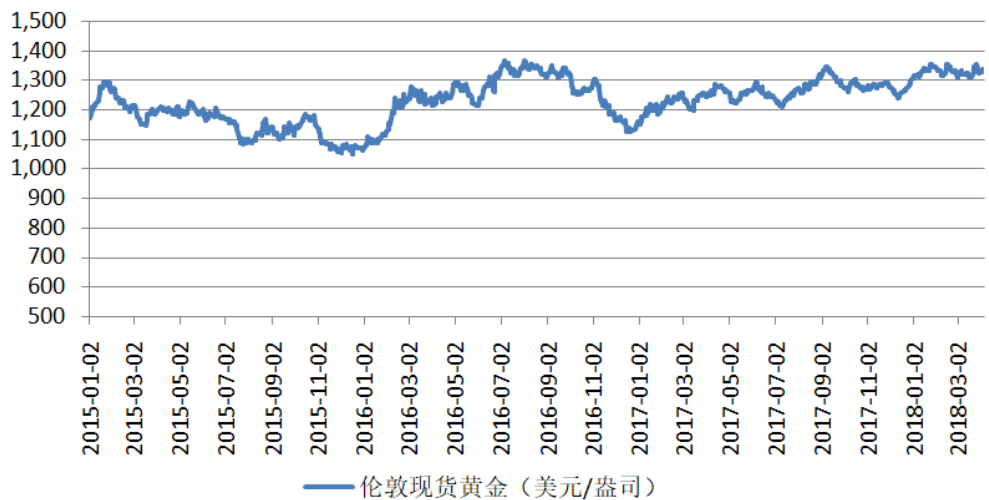
我国拥有全球最大的金条和金币市场，2017 年，全国黄金消费量 1,089 吨，相比 2016 年增长 113.69 吨，其中珠宝首饰的增长极大推动了黄金需求增长，更轻便、时尚设计感更强的高端金饰产品需求不断增加。产量方面，2017 年全国黄金产量为 426 吨，相比上

年减少 27.34 吨。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，导致黄金产量自 2000 年以来首次出现大幅下滑。但行业内集中度进一步提升，中国黄金、山东黄金、紫金矿业（国内）、山东招金、云南黄金、湖南黄金、山东中矿、西部黄金、银泰资源、灵宝黄金等十大企业集团黄金成品金产量占比 52.24%，相比上年增长 2.39 个百分点。价格的总体上涨，也一定程度上改善了国内大型黄金企业的生存情况，据中国黄金协会统计，十大黄金企业集团主营业务收入达 4,042.38 亿元，比去年增长了 4.52%。

2017 年以来黄金价格处于上升通道，短期内通胀预期可能助推金价继续上行

作为一种避险资产，黄金价格的主要影响因素有全球经济、政治因素。2017 年上半年，政治不确定性引发的避险需求是驱动金价阶段性上涨的最主要因素。下半年美元弱势后于 9 月开始企稳，原因包括人民币快速升值的告一段落、美国税改计划的快速推进提振美国经济信心、美联储 9 月对外公布缩表计划导致流动性收紧，由此抑制了金价表现，价格有所回落。以伦敦黄金交易所的现货金价为为例，2017 年末黄金价格较年初增长了 12.64%。

图 2 伦敦黄金交易的金现货价格走势



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

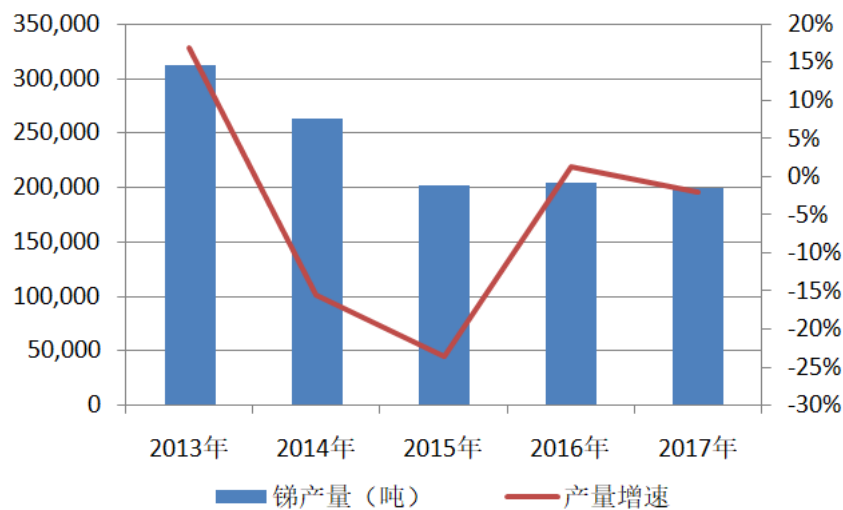
进入 2018 年，由于贸易保护主义影响，市场担忧贸易战可能影响到全球经济回暖以及引发的汇率战，导致金价出现上涨。虽然 2018 年美国预计将完成数次加息，但在通胀预期走高和油价连创新高下，实际利率可能出现承压甚至下行，从而利好金价。

(二) 锑

2017 年我国锑行业发展状况有所改善，产量稳定，价格回升，但行业前景仍存在不确定性

我国是全球锑储量最丰富的国家，同时也是第一大生产国和供应国。在经历了周期性低谷之后，2017 年我国锑业发展实现触底回暖，具体表现为：生产基本稳定、需求平稳上升、市场价格回升。2017 年，全国锑产量为 19.94 万吨，同比减少 2.03%，自 2014 年大幅下滑后，2016-2017 年全国锑产量触底企稳，主要是国内塑料制品、合成纤维、合成橡胶等下游应用领域发展平稳，对阻燃剂的需求保持上升趋势。

图 3 我国锑产量情况

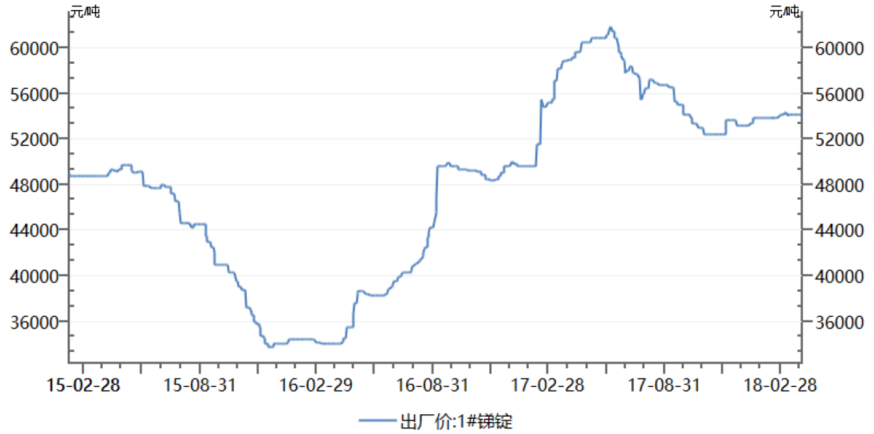


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016 年初以来，锑价同样触底反弹，锑价大幅上涨，主要原因包括：一是环保督查对供给有所收缩，供需关系进入紧平衡状态；二是打击走私的力度不断加大和出口政策放宽，非正规渠道出口量有所减少，出口秩序有所好转；三是收储等相关产业政策助力，市场预期进一步改善；四是锑价长期低位运行，有色金属价格普涨带动锑价上涨。

2017 年 5 月后，随着中央环保督察组离开产锑大省湖南省，市场对环保限制带来的恐慌情绪有所减弱，锑价开始回落；而且下游需求仍旧疲软，导致前期囤货的不少企业开始降价出货，缓解库存压力。国庆节后，随着锑价逼近成本线，更多的供应商表现了低价不出的态度，使得价格维持在 53,000-54,000 元/吨左右。

图 4 近年 1#铈锭出厂价格



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

铈产业曾经在工业化进程中作出了较大贡献，但是，随着科学技术的进步，铈产业在经济和社会发展中的地位出现下降。目前铈产业规模仅占国内有色金属市场规模的 0.3%。铈的一些成熟应用领域，如铅酸蓄电池、电力电缆、化学纤维以及塑料制品等市场已经度过了高速成长期。在美日等发达国家，铈在阻燃剂市场的应用高达 80%~90%，而国内缺乏对卤系阻燃剂全面、科学的认识，使得无卤阻燃剂对卤系阻燃剂形成替代，并造成明显减量，国内仅有 5%左右的铈系阻燃剂，市场极为狭小，影响了铈行业的发展。

生产端，经过多开发，目前我国铈矿资源品位明显下降，伴生的汞、砷、铅等有害元素也越来越多，选矿、冶炼过程的污染问题较多。现在主流的冶炼工艺仍采用传统的鼓风机、反射炉技术，污染治理的难度比较大，使得行业成为环保督察的重点。生产企业也相应进行了一定程度的环保升级和改造，使得企业生产成本上升。本轮铈价格上涨只是回归到合理水平，铈产能过剩问题仍然突出，同质化竞争仍激烈，未来在下游需求稳定、开发成本和环保成本提高的情况下，铈生产企业生存状况仍不乐观。

四、经营与竞争

公司主要从事黄金、铈、钨等矿资源的勘探、开采、选冶及相关产品的生产和销售业务等。业务按主要产品可划分为黄金、铈、钨三大板块，其中铈产品包括氧化铈、精铈、含量铈以及深加工产品乙二醇铈，钨产品主要为仲钨酸铵。公司的其他业务收入系开采销售副产品、铜精矿、提供劳务及贸易业务等收入。

收入方面，2017 年公司实现营业收入 103.26 亿元，同比大幅增长 52.27%，各类产品均实现大幅增长。从收入结构来看，随着外购非标金冶炼业务增长，黄金销售业务作为公司主要收入来源比重进一步提升，2017 年黄金业务收入占营业收入的 83.00%，较上年提

升 3.25 个百分点。

2017 年公司综合毛利率为 12.25%，同比减少 3.51 个百分点。分产品看，2017 年，低毛利的外购非标金毛利率进一步下降，加之销售占比进一步提升，导致公司黄金业务毛利率较上年减少 4.54 个百分点，也是公司综合毛利率下降的最主要原因；精铋的自产矿使用量占比提升，2017 年精铋的毛利率有大幅增加；含量铋大部分用自产矿，但品位下降造成单位成本上升，毛利率增幅较小；氧化铋大部分用外购原料生产，毛利率亦增幅较小；2017 年公司钨矿品位降低，钨业务毛利率较上年有所下降。

公司毛利润主要来自黄金及铋业务。2017 年公司毛利润达 12.65 亿元，同比增长 18.33%。其中，黄金业务占比 54.27%；铋业务（精铋、含量铋、氧化铋、乙二醇铋）占比 40.42%。

表 2 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
黄金	857,026.44	8.01%	540,767.31	12.55%
精铋	44,457.17	41.03%	27,899.23	26.50%
含量铋	15,270.97	55.69%	11,335.10	51.86%
氧化铋	75,419.02	32.05%	59,612.10	31.41%
乙二醇铋	6,813.18	2.79%	3,970.67	-9.57%
钨品	24,921.20	17.77%	18,130.92	20.49%
其他	8,667.14	26.43%	16,398.19	22.59%
合计	1,032,575.12	12.25%	678,113.52	15.76%

资料来源：公司 2017 年年报，鹏元整理

2017 年公司主要产品价格量价齐升，公司盈利规模进一步扩大，但黄金价格易受宏观环境影响，铋、钨行业存在周期性波动，未来公司经营存在不确定性

黄金业务方面，公司目前是国内十大黄金矿山开发企业之一，2017 年公司的矿产金产量占全国的 1.35%，黄金产量占全国的 7.46%。公司于 2002 年 4 月获得上海黄金交易所综合类会员资格，所产标准黄金全部通过交易所网上交易平台进行，以交易所当天所报市价进行销售，交易的结算与交收均由金交所处理。公司所产标准黄金主要来自于自产金和外购非标准黄金¹（以下简称“非标金”）再提纯，其中外购非标金业务的一般经营模式为：公司自原料供应商那里提货，控制非标金物权后，预付 90%-95% 的货款，再运回公司入库验收，并进行计量、化验和加工，待非标金加工成标准黄金并通过上海黄金交易所交易

¹我国标准黄金的成色为 AU9999、AU9995、AU999、AU995；规格为 50 克、100 克、1 公斤、3 公斤、12.5 公斤。

后结算尾款，最终结算价格为交易双方确认的交易价格减去一定的加工成本及税费。针对自产金，其销售价格为交易时点交易所同类产品价格。子公司金精矿销售价格为交易双方谈判协商并通过合同予以确认的价格。

2017 年黄金价格震荡上行，市场行情较好，公司继续扩大产销量，2017 年公司黄金产量和销量分别同比大幅增长 53.33%、51.43%，公司黄金销售均价提高 4.67%，促进公司实现黄金业务收入 85.70 亿元，同比增长 58.48%。

表 3 2016-2017 年公司主要产品产销情况

产品	指标	2017 年	2016 年
黄金	总产能（千克/年）	50,000	50,000
	总产量（千克）	31,770	20,720
	其中：自产金（千克）	4,967	4,802
	产能利用率	63.54%	41.44%
	销量（千克）	31,583	20,856
	销售均价（万元/千克）	27.14	25.93
	库存量（千克）	1,123	936
锑产品	总产能（吨/年）	62,000	62,000
	其中：氧化锑（吨/年）	32,000	32,000
	精锑（吨/年）	30,000	30,000
	总产量（吨）	33,376	30,246
	产能利用率	53.83%	48.78%
	销量（吨）	34,152	32,253
	销售均价（万元/吨）	4.16	3.19
钨产品	总产能（标吨/年）	3,000	3,000
	总产量（标吨）	2,314	2,011
	产能利用率	77.13%	67.03%
	销量（标吨）	2,219	2,060
	销售均价（万元/标吨）	11.23	8.80
	库存量（标吨）	98	3

注：产能利用率=当期产品总产量/当期产品总产能。

资料来源：公司 2017 年年度报告，鹏元整理

成本方面，自产金和外国金的成本差异较大，自产金是公司通过矿石开采冶炼而来，毛利率达到 50% 左右，而外购金是公司采购非会员黄金企业的非标金再加工提纯，采购的非标金纯度一般达到 99%，成本接近标准金价格，实际公司仅赚取微薄加工费，因此毛利率很低。由于 2017 年非标金业务占比进一步提升，黄金业务毛利率减少 4.54 个百分点。

表 4 黄金业务毛利率分析表（单位：万元/千克）

项目	2017年	2016年	同比增长
黄金销售均价	27.14	25.93	4.67%
其中：自产金销售均价	24.70	23.74	4.04%
外购金销售均价	27.58	26.59	3.72%
黄金单位销售成本	24.96	22.68	10.05%
毛利率	8.01%	12.55%	-4.54%

资料来源：公司提供，鹏元整理

近几年公司通过上海黄金交易所黄金现货延期交易和上海期货交易所黄金期货交易等两种方式进行黄金套期保值业务，在一定程度上规避了黄金价格下跌的风险，锁定自产金业务的利润。2017年度公司自产金套期保值业务交易量累计为902千克，外购非标黄金、境内收购原料含金及进口原料相关计价金属实行全额套保。但需要注意的是，套期保值业务对相关人员的专业素质要求较高，并对公司风险控制要求较高，如操作不当或判断失误，可能造成公司利润损失。

铋产品业务方面，公司是国内第二大铋矿企业，公司铋制品主要销售给下游氧化铋生产企业、中间贸易商。2017年全行业铋价格继续上涨，公司铋产品销售均价提升30.41%，公司铋产品以氧化铋和精铋为主，当年铋产品销量同比增长5.89%，实现收入（包括精铋、含量铋、氧化铋、乙二醇铋）14.20亿元，同比增长38.07%。成本方面，产品原料来源分为自产及外购两种，外购成本比自产成本高。2017年，不同产品的单位成本变化不同。精铋产品往年用外购原料较多，2017年自产原料比例提升，单位成本下降，毛利率大幅提升14.53个百分点；含量铋仍然以自产为主，但品位降低造成生产成本上升，毛利率仅小幅增长；氧化铋仍通过外购原料生产，价格上升带动原料同步上升，毛利率仅略微提高。整体来看，铋业务毛利率增加3.63个百分点。

表 5 铋产品业务毛利率分析表（单位：万元/吨）

项目	2017年	2016年	同比增长
铋产品销售均价	4.16	3.19	30.41%
其中：自产铋销售均价	4.17	3.21	29.91%
外购铋销售均价	4.14	3.16	31.01%
铋产品单位销售成本	2.66	2.21	20.36%
毛利率	36.00%	32.37%	3.63

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司钨产品业务以生产、销售仲钨酸铵（APT）为主。2017年，钨产品市场价格同样

保持上涨，公司钨产品销售均价同比增长 27.61%，销量同比增长 7.72%。得益于销量和价格提升，2017 年钨产品销售收入同比增长 37.45%。成本方面，公司钨的成本大幅上升，除对外采购钨成本上升外，还有原因是公司钨矿品位下降，导致钨业务毛利率同比减少 2.72 个百分点。

表 6 钨产品业务毛利率分析表（单位：万元/标吨）

项目	2017 年	2016 年	同比增长
钨产品销售均价	11.23	8.80	27.61%
其中：自产钨销售均价	11.24	8.80	27.73%
外购钨销售均价	11.22	8.80	27.50%
钨产品单位销售成本	9.24	7.00	32.00%
毛利率	17.77%	20.49%	-2.72%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司拥有精铋、铋产品、钨品出口贸易资格，资质齐全，有效保障了公司铋钨业务的开展。公司的铋、钨产品主要是以销定产，不设代理商，由子公司湖南辰州矿业有限责任公司及子公司常德辰州铋品有限责任公司负责国内销售业务。公司已在全国各重点省份建立了营销网络，主要国内客户为氧化铋生产加工企业、硬质合金生产企业及拥有相关出口配额的企业。

公司子公司湖南省中南铋钨工业贸易有限公司（以下简称“中南铋钨”）专门负责进出口业务。公司与铋、钨产品的主要客户合作关系较为稳定，一般采用“款到发货”的结算方式，部分长期客户享有 1-3 个月的信用期，收款期为 1-3 个月。在主要产品价格整体回升及国外下游需求增长情况下，2017 年公司实现外销收入 3.52 亿元，同比增长 22.33%。我们也注意到，2017 年公司汇兑损失 352.34 万元，而 2016 年汇兑收益 504.60 万元。根据汇率波动敏感性分析，以 2017 年末为基准，如果人民币对美元汇率提高/降低 5%，税后净利润将会分别增加/减少人民币 733.65 万元，公司面临一定汇率波动风险。

总体来看，2017 年，有色金属行业持续回暖，公司主要产品价格整体保持上涨，公司国内国外的销售收入均保持增长，但目前贸易保护主义、局部战争、部分经济体回暖等影响黄金价格的因素更加复杂多样；铋价格在扩产情况下于 2017 年 5 月份开始回调，未来仍需要关注有色金属行业价格波动对公司经营造成的不确定性。

公司的矿产资源主要为金铋钨共（伴）生矿，拥有完整的产业链和较强的差异化竞争实力，2017 年的产能利用率有所提升

公司的矿产资源主要为金铋钨共（伴）生矿，目前主要大型矿区包括沃溪矿区、黄金洞金矿矿区、万古金矿、龙山矿区等。经过多年的研究发展和技术沉淀，公司拥有集矿山

勘探、开采、选矿、冶炼、精炼、深加工及销售于一体的完整产业链。在黄金品位较低的不利情况下，依靠金锑钨共（伴）生矿精细分离选冶技术，形成了独特的金锑钨产品组合，在黄金行业形成差异化竞争。

表 7 截至 2017 年末公司黄金采矿区明细

矿区	平均品位 (克/吨)	地质储 量(万 吨)	剩余可 采储量 (万吨)	2017 年 入选量 (万吨)	2017 年黄金产出量 (千克)
沅陵沃溪金锑钨矿	7.82	206.4	165.1	33.50	1,339.67
洪江响溪金锑矿	2	21.7	17.4	8.23	90.40
溆浦龙王江金矿	3.26	18.5	14.8	2.75	55.4
甘肃录斗艘金锑矿	4.48	18.8	15.0	14.84	400.83
新龙矿业龙山金锑矿	3.06	157.7	126.2	25.17	524.07
隆回金杏金矿	1.39	72.7	58.2	12.51	180.15
新邵辰鑫	0.81	12.8	10.2	-	-
黄金洞金矿	3.97	644.4	515.5	48.6	1,585.4
万古金矿	6.37	442.1	353.7	23.6	762.7
浏阳枞冲金矿	4.3	28.7	23.0	0.6	28.9
合计	-	1,623.80	1,299.10	169.79	4,967.52

资料来源：公司提供

探矿方面，公司主要采用坑探加钻探结合的探矿手段。采矿均为地下机械化开采。选矿环节，不同矿区根据不同矿石品质采用不同工艺，有阶段磨矿、重浮联合选矿工艺，一段磨矿、单一浮选工艺；一段磨矿、重浮联合选矿工艺等，对金、锑、钨三矿进行有效回收。在冶炼和加工环节，在经一系列火法、湿法工艺处理后产出产品或合质金。2017 年，公司拥有 50 吨/年黄金生产线、3 万吨/年精锑冶炼生产线、3.2 万吨/年多品种氧化锑生产线、3,000 吨/年仲钨酸铵生产线，公司未新增生产线，各产品产能与 2016 年持平。

随着各产品产量的提升，2017 年公司产能利用率有所增长，黄金、锑、钨的产能利用率分别为 63.54%、53.83%、77.13%（详见表 3）。但黄金、锑的产能利用率仍较低，主要系公司增加外购原料有一定难度。未来受市场需求不确定性和采购难易程度影响，产能利用率将会波动。

黄金租赁业务逐渐成为公司主要融资方式，有效满足了公司日常经营周转

黄金租赁业务是指公司向银行租赁黄金并适时卖出以获得生产经营周转资金，同时约定租赁期限和租赁费用等融资成本，待租赁期满后，归还同等数量、同等品种的黄金并以人民币方式支付黄金租赁费用的业务。2017 年，公司开展黄金租赁业务有两种业务方式：

（1）公司在与银行签订黄金租赁业务合约的同时委托银行根据租赁黄金的数量及期限进行相应远期套期保值；（2）租赁的黄金由公司结合外购合质金的情况自行销售，黄金租

赁到期后，公司以外购合质金加工所产黄金归还银行。2017 年公司开展黄金租赁的数量为 1,620 千克，融资金额为 4.51 亿元，其中通过第一种方式开展黄金租赁的黄金为 1,520 千克，融资金额 4.23 亿元；通过第二种方式开展黄金租赁的黄金为 100 千克，融资金额 0.28 亿元。近年，黄金租赁业务逐渐成为公司主要的融资方式，用途是满足生产经营周转资金。该融资方式具有高流动性和灵活性特征，契合公司经营所需，但需要注意的是，由于远期黄金价格的不确定性，公司在租赁期满归还黄金的成本存在过高的可能。

在建项目逐步推进，部分项目通过非公开发行股票完成融资，公司资金压力有所减小

为了保持市场竞争力，公司持续推进矿产资源的勘探和新资源的整合以及现有工程项目的改造。2017 年，公司完成基本建设投资 5.38 亿元，投入金额在近年持续增长。其中，大部分重点工程得到稳步推进：辰州矿业沃溪坑口技术改造工程的回风竖井已投入生产运行，主提升竖井完成了井筒装备安装，开始井塔施工；黄金洞矿业本部采选 1600t/d 提质扩能工程的“金塘三号脉盲竖井”工程完成工勘施工；大万矿业 1400t/d 提质扩能项目的 1# 明竖井提升系统及地面工程基本完成；新龙矿业本部羊皮河尾矿库工程的主体工程完成建设。此外，新开工项目有 100t 黄金精炼深加工、加工贸易项目，完成了项目工业用地办理，2017 年 9 月 28 日开工建设，2017 年末完成了综合楼和安检化验楼桩基等工程；辰州矿业替代原火法冶炼矿浆电解新工艺制备精镭项目在 2017 年末已完成征地工作。

表 8 截至 2017 年末主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	计划投资	累计投资	2017年工程进度	2016年工程进度	资金来源
辰州矿业环境治理工程	17,000.00	10,180.28	59.88%	45.45%	自筹
沃溪坑口技改竖井项目工程	20,611.33	7,352.53	35.67%	26.89%	定增资金
辰州矿业陶金坪勘察项目开拓工程	9,000.00	6,877.66	76.42%	73.52%	自筹
黄金洞大万杨洞源竖井工程	3,493.22	3,417.22	97.82%	37.45%	定增资金
新邵辰州新搬迁厂房工程	32,063.00	2,070.95	6.46%	5.82%	定增资金
100t 黄金精炼深加工、黄金进口加工贸易项目	10,311.10	1,315.52	12.76%	0.00%	自筹
新龙矿业马家岭公路改造工程	1,238.00	1,113.06	89.91%	71.49%	自筹
合计	93,716.65	28,910.00			-

资料来源：公司年报，鹏元整理

公司前期投入较大的安化渣滓溪项目的开拓及附属工程、环境改造工程、冶炼工程、石板冲尾矿库工程已经在 2017 年全部完工，转为固定资产。该项目总投资 2.94 亿元。随着各项工程的投入使用及镭价上升，安化渣滓溪项目也实现扭亏为盈，2017 年实现收入 2.56 亿元，净利润 137.33 万元。

截至 2017 年末，公司主要在建项目预计总投资 9.37 亿元，后续尚需投资 6.48 亿元。

考虑到安化渣滓溪项目的改造已经完工、部分在建项目已经在 2016 年通过非公开发行股票解决资金需求，后续需自筹资金较少，短期内公司资本支出压力有所下降。

值得注意的是，在建项目的建设进度受多因素影响面临一定不确定性。总投资 3.65 亿元的辰州锑业替代原火法冶炼矿浆电解新工艺制备精锑项目原计划于 2017 年末达到预定可使用状态，后因规划用地重新调整，周边关系协调及行政报批手续的衔接等原因导致该项目预计完工时间延期至 2019 年末，影响公司对该项目的工艺改进和环境治理。此外，项目延期可能带来预期收益下降、加大公司资金成本等不利影响。

2017 年公司资源储量整体进一步增长，但规模仍较小，影响公司经营扩张

矿产行业对资源依赖程度较高，资源储量对公司业务发展具有重要意义。公司及下属子公司的金锑钨伴生矿、共生矿和多金属矿主要分布在湖南怀化、益阳、邵阳、永州等地区。公司系国内十大黄金矿山开发企业之一，也是全球第二大锑矿开发企业，矿产资源较为丰富。

截至 2017 年底，公司拥有和控制矿业权 43 个，其中：探矿权 26 个，面积 302.8 平方公里；采矿权 17 个，面积 49.17 平方公里。探矿权同比去年减少主要是因为公司清算并注销控股子公司新疆辰州矿产投资有限公司，不再纳入公司合并范围。

2017 年，公司为探矿增储而发生的地质勘探支出金额为 3.70 亿元，其中资本化金额 2 亿元，当年新增各类金属的金属量如表 9 所示。

表 9 2017 年公司新增资源储量情况

矿区	金金属量（千克）	锑金属量（吨）	钨金属量（吨）
辰州矿业沃溪坑口	2,631.00	10,542.00	501.00
鱼儿山坑口	1,013.00	47.00	280.00
渣滓溪锑矿	-	35,179.00	-
大溶溪钨矿	-	-	2,152.00
陶金坪金矿	2,021.00	-	-
甘肃加鑫	3,922.00	-	-
甘肃录斗艘	1,262.00	290.00	-
黄金洞矿业黄金洞金矿	4,324.00	-	-
黄金洞矿业万古金矿	1,520.00	-	-
新龙矿业龙山金锑矿	1,064.00	8,746.00	-
合计	17,757.00	54,804.00	2,933.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2017 年末，公司保有资源储量矿石量 6,837 万吨，金属量：金 132,505 千克，锑 235,028 吨，钨 104,588 吨。公司积极进行地质勘探、技术改造及外部收购增加公司的保有资源储量，但公司资源储量规模仍相对较小，品位不高，主要的大型矿山沃溪矿区、龙山矿区剩余可开采量较小（详见表 7），其他小型矿山和新开发矿山较多，但未来是否具

有开采价值仍存在不确定性，一定程度影响了公司经营扩张。

公司存在一定规模的关联交易

同一控制下关联企业、湖南黄金集团另一子公司湖南中南黄金冶炼有限公司（以下简称“中南冶炼”）主要从事高砷金精矿和复杂金的冶炼加工，由于目前中南冶炼未取得上海黄金交易所的标准黄金产品交割资质，因而公司收购其生产的非标金，并通过公司精炼加工提纯后，生产出可以在上海黄金交易所交割的标准金锭；公司控股子公司中南锑钨是长期从事进出口业务和国内贸易的企业，中南冶炼通过中南锑钨进口国外原料、中南锑钨通过湘金国际投资有限公司（以下简称“湘金国际”，系湖南黄金集团全资子公司）进口国外原料，有利于提高中南锑钨的品牌影响力，上述举措可以实现双方的优势互补和专业化协作，提高公司的规模和影响力。

近几年公司与关联方的存在一定规模的购销活动，2017年，公司关联采购金额为9.98亿元，占总采购额的12.86%；关联销售4.90亿元，占总销售额的5.18%，尤其在原材料采购对中南冶炼有一定依赖性。

表 10 2016-2017 年公司关联交易情况（单位：万元）

关联交易方	关联交易内容	2017年		2016年	
		金额	占比	金额	占比
采购：					
中南冶炼	采购原料	97,540.66	12.57%	92,860.93	17.69%
湘金国际	采购原料	1,249.23	0.16%	7,386.15	1.41%
其他关联方	采购原料	1,005.99	0.13%	317.56	0.06%
合计		99,795.88	12.86%	100,564.64	19.16%
销售：					
中南冶炼	销售商品	46,640.38	4.93%	42,001.27	6.16%
湖南宝山有色金属矿业有限责任公司	提供劳务	2,058.15	0.22%	1,747.07	0.26%
其他关联方		326.82	0.03%	626.37	0.09%
合计	-	49,025.35	5.18%	44,374.71	6.51%

注：占比指占同类交易金额的比例。

资料来源：公司2017年年度报告，鹏元整理

2017年公司安全生产及环保治理工作较为有效，但仍存在一定安全生产和环保隐患

2017年，公司的安全环保投入1.38亿元；全年百万工时伤害率3.62，比上年度下降8.93%。全年未发生重大交通、设备、火灾事故，具有一定的安全保障。但公司矿山较多，安全管理仍需精细化，部分矿山仍存在一定的安全隐患。例如，2017年湖南省安全生产监督管理局通报了公司安全条件不达标的情况：公司所属的安化湘安钨业地下矿山风险管控不到位，发生事故的可能性较大，存在安全条件不达标、警示标志不全、无受电弓和顶

棚装置、监控室人员定位存在系统失效等问题；安化渣滓溪尾矿未履行闭库“三同时”手续；石板冲尾矿库建设试运行期限已过，但未组织工程验收等问题。截至 2017 年末，公司已完成上述问题的整改。

环保方面，截至 2017 年末公司有两起涉及环境污染责任纠纷的诉讼、仲裁事项，涉及金额 420 万元。

安全生产与环保治理工作的顺利进行是保证采矿生产型企业正常经营、稳步发展的基础。目前，公司的安全和环保隐患较小，但不排除出现安全环保事故造成企业较大经济损失、大额赔偿和行政处罚，进而影响公司的稳定经营。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析是基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表。公司财务报表均采用新会计准则编制，以下分析 2016 年数据采用 2017 年年初数据。2017 年，公司纳入合并报表范围的新增子公司 1 家，减少子公司 3 家，具体情况如表 1 所示。

2017 年主管税务机关对公司多家子公司的历史纳税情况进行稽查并对公司做出补缴的处理，导致公司减少 2016 年度净利润 160.25 万元，减少 2015 年及以前年度净利润 103.30 万元。公司对上述事项做会计差错追溯调整了 2016 年及以前年度的相关报表项目，上述追溯调整事项对公司 2017 年 1 月 1 日的合并资产负债表和 2016 年度合并利润表项目产生的影响如表 11 所示。

表 11 前期差错更正对公司财务报表的影响情况（单位：万元）

项目	调整前金额	调整金额	调整后金额
资产负债表 2017 年 1 月 1 日金额			
其他应收款	5,167.19	12.79	5,179.99
其他流动资产	52,053.65	-2.85	52,050.81
递延所得税资产	11,901.90	0.18	11,902.08
应交税费	4,538.46	273.68	4,812.14
年初未分配利润	154,800.37	-263.55	154,536.82
利润表 2016 年度金额			
营业成本	571,237.93	6.77	571,244.70
税金及附加	4,182.73	4.78	4,187.51
管理费用	69,834.02	12.48	69,846.50

资产减值损失	7,629.48	0.97	7,630.45
所得税费用	2,993.49	135.24	3,128.73

资料来源：公司 2017 年年报，鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，资产质量尚可

得益于经营积累，2017年公司资产规模稳步增长。截至2017年末，公司资产总额为68.86亿元，同比增长6.11%。从资产结构来看，公司非流动资产占比较高，符合矿业勘探、开采和冶炼的经营特性。截至2018年3月末，因支付2017年薪酬予员工，公司资产规模较期初略有下降。

公司流动资产以货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产为主。截至2017年末，因理财产品到期现金回笼，公司货币资金较2016年末增长43.36%，其中使用权受限资金为131.45万元。公司应收票据全部为银行承兑汇票，大部分来自锑钨客户，2017年末余额同比大幅增长71.87%，主要系公司锑钨销售增长和票据未到期导致期末的票据余额增多。而应收账款缓慢增长，其中，账龄在1年以内（含）金额占比94.63%，账龄较短，总体风险可控，但需要关注应收账款前五名合计金额1.23亿元，占应收账款总额比例为58.46%，集中度较上年有所提升。公司预付款项主要是预付的采购非标金等款项。2017年末预付款项较上年大幅增长40.79%，主要系待结算的预付客户购货款增加所致，账龄在1年以内（含）金额占比93.62%。公司存货主要由原材料、在产品、库存商品构成，2017年末存货价值相比上年略有增长，当年未计提跌价准备，其中，原材料主要为消耗材料，如化学药剂、炸药、焦、煤、铁矿石等，近年保持稳定；库存商品主要是外购非标金，近年保持较快增长。2018年3月末公司存货较期初减少29.42%，主要系公司销售商品所致。其他流动资产主要为理财产品、预缴的企业所得税和增值税，2017年末余额同比大幅减少37.95%，主要是理财产品到期现金回笼所致。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和长期待摊费用构成。公司固定资产以房屋及建筑物、机器设备为主，2017年增加的固定资产主要为安化渣滓溪开拓及附属工程、安化渣滓溪环境改造工程等在建工程转固部分。在建工程以探矿、采矿、工程改造及相关附属工程为主。2017年随着多个项目建设的不断投入并完工转固，在建工程账面价值较2016年下降29.70%。近年公司每年的固定资产投入在5-6亿左右，扣除折旧和报废后，公司的固定资产和在建工程两者合计价值保持稳定增长。公司无形资产主要是采矿权和探矿权，2017年增长主要系辰州矿业的沃溪矿区采矿权和新龙的龙山金锑矿采矿权账

面值增加，使得期末无形资产账面价值同比增长23.46%。长期待摊费用主要为地质勘探支出和资源补偿费，2017年末账面价值同比增长12.34%，系公司加大地质勘探支出所致。

除少量货币资金受限外，其他资产的所有权或使用权未受到限制。整体来看，公司资产总额稳步增长，拥有一定规模的货币资金、应收票据、存货和理财产品等可变现资产，资产质量尚可。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	25,262.66	3.70%	42,728.22	6.20%	29,804.95	4.59%
应收票据	22,421.59	3.29%	28,186.09	4.09%	16,400.05	2.53%
应收账款	22,361.74	3.28%	18,975.29	2.76%	17,884.60	2.76%
预付款项	25,288.71	3.71%	13,348.57	1.94%	9,480.94	1.46%
存货	44,447.20	6.52%	62,976.70	9.15%	60,924.21	9.39%
其他流动资产	43,980.05	6.45%	32,298.33	4.69%	52,050.81	8.02%
流动资产合计	194,238.33	28.48%	206,132.45	29.93%	197,010.94	30.36%
固定资产	247,181.95	36.25%	249,378.64	36.21%	226,749.92	34.94%
在建工程	41,737.65	6.12%	36,416.73	5.29%	51,802.53	7.98%
无形资产	62,269.73	9.13%	62,691.47	9.10%	50,780.22	7.82%
长期待摊费用	116,418.76	17.07%	114,426.58	16.62%	101,853.79	15.70%
非流动资产合计	487,724.18	71.52%	482,499.07	70.07%	451,941.85	69.64%
资产总计	681,962.50	100.00%	688,631.51	100.00%	648,952.78	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表，鹏元整理

资产运营效率

公司经营模式成熟，资产运营效率有所提高

公司黄金产品在上海黄金交易所交易，并与交易所办理结算手续，账款回收时间较快；公司与铋、钨产品的主要客户合作关系较为稳定，一般采用“款到发货”的结算方式，部分长期客户享有1个月的信用期，收款期为1-3个月。2017年公司营业收入增长较快，公司应收账款的催收力度有所加大和期末未出现偶发性的黄金库存暂缓出货，使得应收账款和存货规模增长较慢，两者周转效率加快，促进公司净营业周期进一步缩短至22天，运营效率较高。公司非标金采购一般在控制物权后预付不超过95%的货款，待上市交易后结清尾款；而纯碱、磷酸等其他原材料则实行“零库存”管理，即公司收到货物后，再按照实际使用量结算货款，因此公司整体对供应商的账期较短，2017年末未再出现偶发性的材料款结算暂缓，公司应付账款周转效率下滑。

巷道、厂房和设备等固定资产是公司最主要资产，在公司收入较快增长下，公司对在建工程投入和转固规模保持稳定，因此固定资产周转效率加快。

表 13 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	6.43	8.71
存货周转天数	24.61	33.15
应付账款周转天数	8.40	13.28
净营业周期	22.64	28.58
流动资产周转天数	70.28	91.78
固定资产周转天数	83.00	116.78
总资产周转天数	233.17	324.75

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入和盈利规模保持双增长，但需关注资产减值损失对短期利润造成的影响

2017年，由于主要产品销售量及价格的增长，公司整体实现收入103.26亿元，同比大幅增长52.27%。收入增长的很大一部分来自于外购非标金等金属的加工冶炼，该项业务毛利率较低，仅为1.25%，且在2017年因非标金冶炼业务占比提升，拉低公司综合毛利率至12.25%。但公司毛利仍同比增长18.33%。

2017年公司费用支出减少，销售费用、管理费用和财务费用均有不同程度下降。其中，占期间费用近九成的管理费用支出6.83亿元，同比减少1,574.78万元，主要是费用化的勘探支出和研发支出减少、摊销费减少。公司的期间费用率也下降至7.36%，费用控制较好。

公司资产减值损失保持在较大规模。2017年，公司资产减值损失达7,238.10万元，包括：一、因公司向湖南省国土资源厅缴纳的矿山治理备用金账龄较长，公司按账龄分析组合的会计政策计提其他应收款减值2,030.93万元；二、因火法生产线鼓风机系列资产生产设备等不再适用新工艺技术，后续不再使用，公司计提固定资产减值3,102.95万元；三、因龙洞锑矿等矿山的经济价值较低和东安县源头铅锌矿与森林公园部分重叠而退出采矿，公司计提无形资产减值损失2,065.18万元。上述资产减值损失预计对公司的可持续经营影响较小，但一定程度影响了公司当期利润。

得益于毛利增加、期间费用下降和理财收益增长，2017年公司实现净利润29,326.92万元，同比大幅增长138.47%，公司盈利能力增强，资产收益率提升。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
----	--------------	--------	--------

营业收入	304,857.40	1,032,575.12	678,113.52
资产减值损失	-460.31	7,238.10	7,630.45
营业利润	5,228.10	37,667.14	15,227.62
利润总额	5,261.90	36,013.50	15,426.65
净利润	5,125.03	29,326.92	12,297.92
综合毛利率	7.56%	12.25%	15.76%
期间费用率	5.80%	7.36%	11.61%
总资产回报率	-	6.00%	3.43%
净资产收益率	-	6.52%	3.16%
营业收入增长率	-	52.27%	17.07%
净利润增长率	-	138.47%	739.68%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现良好，资本支出持续保持较大规模

随着公司经营性利润规模扩大，公司经营活动的现金生成能力也增强，2017 年，公司实现 FFO 为 69,881.20 万元，同比增长 37.37%。但应收款项和预付非标金贷款的增加占用了一定规模的营运资本，导致当期经营活动现金净流入额与上年相比基本持平。总体而言，公司经营活动现金流仍表现良好。

投资活动方面，随着安化渣滓溪环境改造工程、新龙羊皮河尾矿库等项目建设的不断投入，近几年公司投资活动现金流均表现为大额净流出。未来，公司在建的沃溪坑口技改竖井项目、新邵辰州新搬迁厂房等项目仍需投入大量资金，主要在建项目后续资金投入预计为 6.48 亿元，预计公司将保持较大规模的资金投入。

公司近年通过外部融资补充资金量。2017 年，公司筹资活动主要是银行借款和黄金租赁的偿还和续贷，当期净流入 9,918.06 万元。这些资金大部分属短期性，需要关注利率上行对公司财务成本的影响。未来，由于部分在建项目已经在 2016 年通过非公开发行股票解决资金需求，预计公司的筹资力度将下降。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
净利润	29,326.92	12,297.92
非付现费用	32,627.62	32,655.86
非经营损益	7,926.66	5,918.52
FFO	69,881.20	50,872.30
营运资本变化	-22,012.02	-4,831.39
其中：存货减少（减：增加）	-2,052.50	-16,652.77

经营性应收项目的减少（减：增加）	-21,546.54	-11,771.92
经营性应付项目的增加（减：减少）	1,587.02	23,593.30
经营活动产生的现金流量净额	47,869.17	46,040.90
投资活动产生的现金流量净额	-44,933.75	-73,015.34
筹资活动产生的现金流量净额	9,918.06	38,232.33
现金及现金等价物净增加额	12,922.57	11,488.68

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平保持稳定，偿债压力不大

由于对外借款增加，截至2017年末，公司负债总额相比2016年末略有增长，所有者权益因经营利润的积累亦稳定增长。总体而言，负债与所有者权益比率保持稳定，权益对负债的保障程度仍较好。截至2018年3月末，因应付职工薪酬减少，公司负债有所下降，负债与所有者权益比率下降。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	212,915.68	225,002.59	212,537.12
所有者权益	469,046.82	463,628.93	436,415.66
负债与所有者权益比率	45.39%	48.53%	48.70%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表，鹏元整理

公司负债以流动负债为主，流动负债主要由短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、应付账款、应付职工薪酬、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2017年末公司短期借款全部为信用借款，规模同比增长5.69%。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债主要是黄金租赁款，近年较快增长。相比银行借款，黄金租赁模式附带套期保值功能，且手续更加便捷，租赁期为357至365天不等。应付账款主要是应付原材料款及应付工程款，2016年末因有一笔外购非标金在行情波动情况下未与供应商达成一致价格，相比往常延迟加工销售并结算材料款，使得当年应付账款规模较大，2017年末未出现该情况，因此公司应付的原材料款大幅减少59.41%。应付职工薪酬主要是公司计提的当期职工工资和应交社会保险费，随着总薪酬的上涨而增加。其他应付款大幅增长，主要是新增应付湖南国土资源厅的采矿权价款和关联方拆借资金，期末无账龄超过1年的重要其他应付款，拆借款已于2018年1月还清。一年内到期的非流动负债全部为即将到期的“15湘金01”债券，该债券将于2018年6月到期，到期日公司需偿还本息31,350万元。

公司非流动负债主要是应付债券，即公司于2012年发行的“12湘金01”5亿元公司债

券，该债券利率5.7%，将于2019年11月到期。

截至2018年3月末，公司有息债务合计142,175.47万元，有息债务占公司总负债的比重为66.78%，较2016年末占比提升9.17个百分点，主要系黄金租赁借款增长所致。需要关注的是，公司有息债务以短期性债务为主，包括“15湘金01”需要在2018年偿还，公司还面临一定长期性资金压力，可能对公司造成流动性压力。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9,669.58	4.54%	8,317.06	3.70%	7,869.42	3.70%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	52,594.78	24.70%	45,059.28	20.03%	34,791.91	16.37%
应付账款	13,066.13	6.14%	15,263.75	6.78%	27,024.99	12.72%
应付职工薪酬	23,749.62	11.15%	34,817.45	15.47%	29,665.45	13.96%
其他应付款	14,674.85	6.89%	19,975.49	8.88%	11,522.99	5.42%
一年内到期的非流动负债	29,976.74	14.08%	29,953.48	13.31%	-	-
流动负债合计	153,829.16	72.25%	165,895.81	73.73%	122,393.57	57.59%
应付债券	49,934.37	23.45%	49,924.65	22.19%	79,781.75	37.54%
非流动负债合计	59,086.52	27.75%	59,106.78	26.27%	90,143.56	42.41%
负债总额	212,915.68	100.00%	225,002.59	100.00%	212,537.12	100.00%
其中：有息债务	142,175.47	66.78%	138,267.97	61.45%	122,443.08	57.61%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表，鹏元整理

从公司各项偿债指标来看，截至2018年3月末，公司资产负债率为31.22%，相比2016年末减少1.53个百分点，整体负债水平较低。由于公司短期性有息债务增加，2017年末公司流动比率和速动比率下降，短期偿债能力一般。

随着利润总额增长，2017年公司EBITDA同比大幅增长42.54%，使得EBITDA对有息债务的本金和利息保障能力增强。此外，虽然债务增长导致经营性净现金流对负债的覆盖率下降，但仍保持在良好水平。总体而言，公司经营对债务的保障能力仍较强。

表 18 公司偿债能力指标

项目	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	31.22%	32.67%	32.75%
流动比率	1.26	1.24	1.61
速动比率	0.97	0.86	1.11
EBITDA（万元）	-	65,537.86	45,978.73
EBITDA 利息保障倍数	-	10.56	6.41
有息债务/EBITDA	-	2.11	2.66

债务总额/EBITDA	-	3.43	4.62
经营性净现金流/流动负债	-	0.29	0.38
经营性净现金流/负债总额	-	0.21	0.22

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表，鹏元整理

六、评级结论

2017 年，公司主要产品价格继续回升，公司各产品产量、销量保持增长，销售均价整体保持上升，使得公司收入和利润均实现大幅增长。公司经营活动现金流表现良好，在营业收入大幅增长情况下，公司应收账款和存货仅小幅增长，促进净营业周期进一步缩短。公司拥有独特的金铋钨产品组合，通过积极的地质勘探，公司资源储量整体保持增长。

同时我们注意到，目前贸易保护主义、局部战争、部分经济体回暖等影响黄金价格的因素更加复杂多样，铋价格在扩产情况下于 2017 年 5 月份开始回调，未来公司经营面临的不确定性仍较大。公司存在一定规模的关联交易，尤其原材料采购对关联方有一定依赖性。受其他应收收款坏账计提、老旧生产线的固定资产减值计提和采矿权减值计提等影响，近年公司资产减值损失较大。公司部分矿山仍存在安全问题受到监管部门通报，涉及的环境污染责任纠纷未结案，不排除出现安全环保事故造成企业较大经济损失、大额赔偿和行政处罚，进而影响公司的稳定经营。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为 **AA+**，评级展望维持为稳定，本期债券信用等级维持为 **AA+**。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	25,262.66	42,728.22	29,804.95	26,831.95
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	2,797.51	2,736.30	5,285.40	2,672.52
应收票据	22,421.59	28,186.09	16,400.05	9,263.07
应收账款	22,361.74	18,975.29	17,884.60	14,910.49
预付款项	25,288.71	13,348.57	9,480.94	15,031.09
其他应收款	7,678.86	4,882.94	5,179.99	7,344.93
存货	44,447.20	62,976.70	60,924.21	44,271.43
其他流动资产	43,980.05	32,298.33	52,050.81	28,437.06
流动资产合计	194,238.33	206,132.45	197,010.94	148,762.55
可供出售金融资产	110.13	110.13	110.13	150.88
长期股权投资	2,434.18	2,437.34	2,484.05	2,558.28
固定资产	247,181.95	249,378.64	226,749.92	213,205.05
在建工程	41,737.65	36,416.73	51,802.53	52,209.69
工程物资	1,068.38	505.91	117.27	92.80
无形资产	62,269.73	62,691.47	50,780.22	55,240.71
商誉	6,141.85	6,141.85	6,141.85	6,141.85
长期待摊费用	116,418.76	114,426.58	101,853.79	84,712.71
递延所得税资产	10,361.55	10,390.41	11,902.08	11,380.11
非流动资产合计	487,724.18	482,499.07	451,941.85	425,692.08
资产总计	681,962.50	688,631.51	648,952.78	574,454.63
短期借款	9,669.58	8,317.06	7,869.42	63,948.85
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	52,594.78	45,059.28	34,791.91	19,360.29
应付账款	13,066.13	15,263.75	27,024.99	15,134.58
预收款项	3,237.22	6,821.66	5,557.81	3,521.52
应付职工薪酬	23,749.62	34,817.45	29,665.45	24,486.83
应交税费	4,253.70	4,182.07	4,812.14	1,736.79
应付利息	2,582.06	1,481.11	1,124.38	1,286.30
应付股利	24.47	24.47	24.47	24.47
其他应付款	14,674.85	19,975.49	11,522.99	10,615.92
一年内到期的非流动负债	29,976.74	29,953.48		3,573.98
流动负债合计	153,829.16	165,895.81	122,393.57	143,689.53
应付债券	49,934.37	49,924.65	79,781.75	79,692.10
长期应付款	3,712.67	3,712.67	3,712.67	3,712.67

递延收益	5,439.48	5,469.46	6,649.14	4,973.43
递延所得税负债				19.13
非流动负债合计	59,086.52	59,106.78	90,143.56	88,397.32
负债合计	212,915.68	225,002.59	212,537.12	232,086.85
股本	120,203.95	120,203.95	120,203.95	113,186.40
资本公积	129,106.66	129,106.66	129,106.66	56,817.14
其他综合收益	41.41	-5.74	-66.81	0.00
专项储备	1,951.78	1,706.06	1,547.59	1,578.78
盈余公积	26,325.46	26,325.46	26,325.46	26,278.10
未分配利润	183,853.62	178,748.69	154,536.82	140,497.48
归属于母公司所有者权益合计	461,482.87	456,085.07	431,653.66	338,357.91
少数股东权益	7,563.95	7,543.86	4,762.00	4,009.87
所有者权益合计	469,046.82	463,628.93	436,415.66	342,367.78
负债和所有者权益总计	681,962.50	688,631.51	648,952.78	574,454.63

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	304,857.40	1,032,575.12	678,113.52	579,242.34
营业收入	304,857.40	1,032,575.12	678,113.52	579,242.34
二、营业总成本	299,886.24	994,560.87	661,813.27	579,154.47
营业成本	281,804.15	906,119.73	571,244.70	502,132.18
营业税金及附加	855.26	5,176.03	4,187.51	1,934.95
销售费用	668.15	3,305.32	3,570.41	3,769.45
管理费用	15,779.82	68,271.72	69,846.50	63,361.25
财务费用	1,239.17	4,449.97	5,333.70	5,839.23
资产减值损失	-460.31	7,238.10	7,630.45	2,117.41
加：公允价值变动收益	-	-	-15.09	171.54
投资收益	207.39	1,070.53	-1,022.27	-299.97
资产处置收益	0.84	-2137.81	-35.27	-
其他收益	48.70	720.17	-	-
三、营业利润	5,228.10	37,667.14	15,227.62	-40.56
加：营业外收入	143.15	79.34	790.11	3,122.20
减：营业外支出	109.35	1,732.98	591.08	1,423.23
四、利润总额	5,261.90	36,013.50	15,426.65	1,658.41
减：所得税费用	136.87	6,686.58	3,128.73	193.82
五、净利润	5,125.03	29,326.92	12,297.92	1,464.59

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	304,699.98	946,830.53	681,998.85	639,885.61
收到的税费返还			87.83	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	4,513.66	1,392.05	3,330.65	2,613.79
经营活动现金流入小计	309,213.64	948,222.58	685,417.34	642,499.39
购买商品、接受劳务支付的现金	269,110.04	776,169.06	524,838.69	452,387.79
支付给职工以及为职工支付的现金	25,515.33	60,832.79	56,218.19	60,833.57
支付的各项税费	4,166.16	20,311.57	16,232.11	16,458.69
支付其他与经营活动有关的现金	10,986.65	43,040.00	42,087.45	52,497.07
经营活动现金流出小计	309,778.18	900,353.42	639,376.44	582,177.12
经营活动产生的现金流量净额	-564.54	47,869.17	46,040.90	60,322.28
收回投资收到的现金	13,525.56	113,755.60		
取得投资收益收到的现金		3.00	3.00	3.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.89	59.45	85.08	93.49
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			699.79	0.00
收到其他与投资活动有关的现金		601.00		0.00
投资活动现金流入小计	13,527.45	114,419.05	787.88	96.49
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,717.09	61,352.80	45,803.22	60,212.52
投资支付的现金	25,000.00	98,000.00	28,000.00	1,412.73
投资活动现金流出小计	30,717.09	159,352.80	73,803.22	61,625.25
投资活动产生的现金流量净额	-17,189.64	-44,933.75	-73,015.34	-61,528.76
吸收投资收到的现金		3,700.00	82,049.06	0.00
取得借款收到的现金	25,644.89	142,511.23	111,717.90	225,349.97
收到其他与筹资活动有关的现金	15,250.55	46,818.38	65,979.99	75,115.68
筹资活动现金流入小计	40,895.44	193,029.61	259,746.94	300,465.65
偿还债务支付的现金	32,361.57	141,868.02	170,578.28	234,427.71
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	367.87	11,804.33	5,651.43	5,537.09
支付其他与筹资活动有关的现金	7,876.89	29,439.20	45,284.89	63,440.44
筹资活动现金流出小计	40,606.34	183,111.55	221,514.61	303,405.25
筹资活动产生的现金流量净额	289.10	9,918.06	38,232.33	-2,939.60
汇率变动对现金的影响	-	69.10	230.79	212.45
现金及现金等价物净增加额	-17,465.08	12,922.57	11,488.68	-3,933.63

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	29,326.92	12,297.92	1,464.59
加：资产减值准备	7,238.10	7,630.45	2,117.41
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	17,322.34	16,360.91	17,203.03
无形资产摊销	3,191.18	2,641.30	2,284.62
长期待摊费用摊销	4,876.00	6,023.20	4,149.92
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	3,368.50	126.35	-9.88
固定资产报废损失	-	-	397.82
公允价值变动损失	-	15.09	-171.54
财务费用	4,134.84	5,295.88	6,270.46
投资损失	-1,070.53	1,022.27	299.97
递延所得税资产减少	1,493.85	-521.94	-2,569.39
递延所得税负债增加	-	-19.13	17.05
存货的减少	-2,052.50	-16,652.77	3,496.87
经营性应收项目的减少	-21,546.54	-11,771.92	30,427.13
经营性应付项目的增加	1,587.02	23,593.30	-5,055.79
经营活动产生的现金流量净额	47,869.17	46,040.90	60,322.28

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	7.56%	12.25%	15.76%	13.31%
期间费用率	5.80%	7.36%	11.61%	12.60%
总资产回报率	-	6.00%	3.43%	1.37%
FFO	-	69,881.20	50,872.30	31,454.06
产权比率	45.39%	48.53%	48.70%	67.79%
资产负债率	31.22%	32.67%	32.75%	40.40%
流动比率	1.26	1.24	1.61	1.04
速动比率	0.97	0.86	1.11	0.73
EBITDA (万元)	-	65,537.86	45,978.73	31,566.45
EBITDA 利息保障倍数	-	10.56	6.41	4.10
有息债务/EBITDA	-	2.11	2.66	5.28
债务总额/EBITDA	-	3.43	4.62	7.36
经营性净现金流/流动负债	-	0.29	0.38	0.42
经营性净现金流/负债总额	-	0.21	0.22	0.26

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付债券 + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款中拆借资金

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。