

湖南黄金股份有限公司

2012 年公司债券(第一期)

2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：  

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【55】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，附第 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 邓艰

电话：
0755-82872242

邮箱：
zhongjx@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

湖南黄金股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）2019 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	2019 年 5 月 23 日	2018 年 6 月 19 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 2019 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经营现金流表现良好，净营业周期进一步缩短，在积极地质勘探下保有金属量整体保持增长；但我们也关注到公司资源储量规模相对较小影响公司经营扩张，铋、钨行业存在周期性波动影响相关业务业绩的稳定性，存在关联交易，存在一些安全生产和环保隐患等风险因素。

正面：

- 公司营业收入进一步增长，经营活动现金流表现良好，净营业周期进一步缩短。2018 年，公司实现营业收入 124.61 亿元，同比增长 20.68%；公司经营活动现金流净流入 7.79 亿元；在周转效率较快的外购非标金业务带动下，公司净营业周期进一步缩短至 19.28 天。
- 公司拥有完整的产业链和独特的产品组合，保有金属量保持增长。公司拥有勘探、采矿、选矿、冶炼、精炼、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 2018 年末，公司保有金属量：金 138.6 吨，铋 256,941 吨，钨 109,116 吨，相比上年稳步增长。

关注:

- **公司资源储量规模仍相对较小。**2018 年公司自产的矿产金产量 4,860 千克，占全国的 1.21%。公司出窿的黄金矿石量不大，主要的大型矿山剩余可开采量较小。其他小型矿山和保有储量中探矿权较多，开发利用经济价值尚不确定，一定程度影响了公司经营扩张。
- **铋、钨行业存在周期性波动，短期内相关业务业绩存在波动。**2018 年铋价格出现下降，钨价格大幅增长，铋、钨业务在公司的收入占比 12.66%，毛利占比 44.75%。2019 年铋品价格面临供给增大而需求减缓影响，存在下行压力；钨品价格也受需求放缓影响预计将回落。
- **公司存在一定规模的关联交易。**2018 年，公司关联采购金额为 11.36 亿元，占总采购额的 10.66%；关联销售 5.62 亿元，占总销售额的 4.43%，尤其在原材料采购对关联方有一定依赖性。
- **部分矿山存在安全生产和环保隐患。**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。2018 年，公司下属的矿山受环保处罚共计 203.04 万元。

主要财务指标（单位：万元）:

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	722,767.64	688,742.18	688,631.51	648,952.78
归属于母公司所有者权益合计	490,230.08	483,231.42	456,085.07	431,653.66
有息债务	139,986.55	111,278.80	138,267.97	122,443.08
资产负债率	30.91%	28.49%	32.67%	32.75%
流动比率	0.98	0.95	1.24	1.61
速动比率	0.64	0.62	0.86	1.11
营业收入	456,099.58	1,246,090.97	1,032,575.12	678,113.52
营业利润	5,195.80	35,677.73	37,667.14	15,227.62
净利润	4,544.49	25,921.52	29,326.92	12,297.92
综合毛利率	5.81%	9.87%	12.25%	15.76%
总资产回报率	-	5.86%	6.00%	3.43%
EBITDA	-	68,774.46	65,537.86	45,978.73
EBITDA 利息保障倍数	-	10.82	10.56	6.41
经营活动现金流量净额	-29,614.35	77,911.91	48,470.17	46,040.90

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，2017 年数据采用 2018 年期初数，中证鹏元整理

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 2018 年末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2018-2019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的持股比例仍为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。2018 年公司纳入财务报表合并范围的子公司减少 1 家：新邵辰鑫矿产有限责任公司（以下简称“新邵辰鑫”）。新邵辰鑫属于无开采价值的僵尸企业，于 2018 年 12 月实施破产清算，受此影响，公司将应收新邵辰鑫往来款 3,216.78 万元全额计提坏账准备。。

表 1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

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
新邵辰鑫矿产有限责任公司	55%	829	铅矿、锌、金矿开采	探矿效果不佳，无开采价值

资料来源：公司 2018 年年度报告，中证鹏元整理

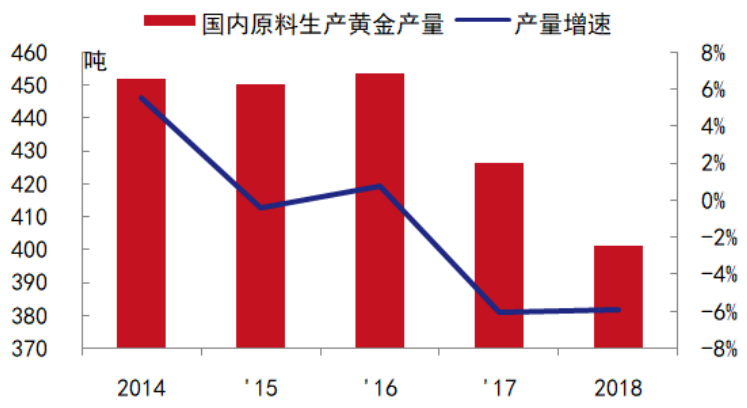
三、运营环境

（一）黄金

我国黄金行业总体运行平稳，但仍面临资源和环境双重制约，生产成本逐年上涨

2018年，我国共生产黄金513.9吨，同比下降0.7%，产金量连续12年位居全球第一，但受国内金矿资源品位下降及自然保护区、生态功能区矿业权清理整顿等影响，利用国内原料生产黄金401.1吨，同比下降5.9%。而利用进口原料生产的黄金较快增长。

图1 我国自产黄金产量逐渐减少



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

随着黄金资源品位下降、原材料价格上升、人工费用上涨等影响，矿产开发利用难度进一步加大，开采成本不断提高，黄金勘察及采选冶固定资产投资呈下降态势，黄金吨矿综合成本大幅提升。2018年，金矿采选行业实现利润93亿元，金冶炼行业实现利润80亿元，分别同比降低1.0%和1.1%。

在全国矿产金产量下降情况下，大型黄金集团产量呈增长态势，中国黄金、山东黄金、紫金矿业、山东招金等十二家大型黄金企业集团黄金产量占全国产量（含进口料）的比重由52.42%提高至55.08%，矿产金产量占全国的比重由40.65%提高至44.55%，其背后的原因是近年来不断推进科技创新、优化产业结构的成果。未来金行业发展面临的生态环保及资源压力将更为突出，正在转型升级和具有资源综合利用的技术的企业将有更强的竞争力。

美联储暂停加息确立，全球避险情绪仍浓厚，2019年金价有望震荡上涨

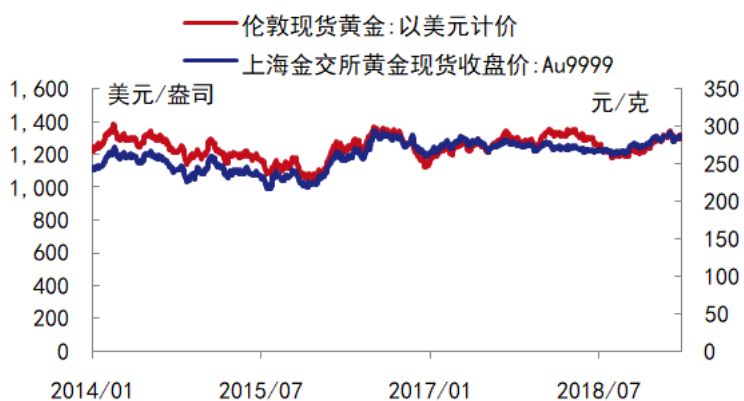
美国经济和政策是影响金价变动的重要因素。历史上看美联储加息周期停止后，国际金价的下跌压力将明显缓解。2019年3月，美联储发表声明暂缓加息，并将2019年加息预期从此前两次下调至零，并计划9月份结束缩表。美联储还下调了经济展望，预计2019年GDP增长2.1%，而不是此前预期的2.3%。美联储声明发布后，现货黄金暴涨12美元至1,313.58美元/盎司。

随着美联储停止加息和计划结束缩表，美元指数有望震荡回落，并支撑2019年黄金价格中枢上移，而具体走势将跟随避险情绪而波动。一方面，美联储对通胀预期也略微调低，预计2019年整体通胀率为1.8%，美国通胀缺乏上涨的动力无法推动国际金价的上涨。另一方面，当前国际风险事件有长期化的趋势（英国脱欧延期，中美贸易谈判可能延期，美国国会分裂也将长期化），宏观多空因素交织，避险情绪或反复出现有望推动国际金价震荡

上涨。

国内黄金的定价交易平台为上海黄金交易所，国内黄金价格的定价基础来自国际金价，但国内外价格存在一定差异。2018年国内金价小幅收高，全年结算均价相比2017年略微下降，降幅小于国际金价，相对于国际金价走势更强主要是由于2018年人民币汇率明显贬值近5.4%造成的。展望2019年，预期人民币汇率将保持基本稳定，甚至存在升值可能，预计国内金价涨幅将低于国际金价。

图2 金价在2018年四季度开始反弹



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

(二) 铋

铋行业持续供过于求，铋价下行，短期内行业前景仍不乐观

2018年铋市场价格总体呈现稳中偏弱的运行态势，虽然有环保督查、中美贸易战、打击走私等支撑上涨的因素陆续出现，但行情受政策影响非常短暂，每次上涨后很快就会回落。铋价仍主要受供需关系影响，行业仍处于供过于求状态。2018年国内铋精矿累计产量为8.96万吨，同比增长13.22%。国内铋锭（99.65%）平均报价为51,322元/吨，同比下降6.2%。三氧化二铋（99.5%）平均报价为46,410元/吨，同比下降7.2%。

图3 铟锭价格呈下降趋势



资料来源: Wind资讯, 中证鹏元整理

铟产业曾经在工业化进程中作出了较大贡献,在国民经济多个领域都有广泛应用,但是,随着科学技术的进步,铟产业在经济和社会发展中的地位出现下降。目前铟产业规模仅占国内有色金属市场规模的0.3%。铟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,铟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,国内仅有5%左右的铟系阻燃剂,市场极为狭小,影响了铟行业的发展。2019年,世界经济增速将放缓,中国经济也面临下行压力,铟主要应用领域的发展预计将进一步放缓,铟需求将保持稳定。同时,国外多个冶炼厂和矿山开工建设,供给过剩形势不变,而国内环保成本提高,铟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、铟、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、铟、钨三大板块,其中铟产品包括氧化铟、精铟、含量铟以及深加工产品乙二醇铟,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,2018年公司实现营业收入124.61亿元,同比增长20.68%,从收入结构来看,随着外购非标金加工业务增长,黄金销售业务作为公司主要收入来源比重进一步提升,2018年黄金业务收入占营业收入的86.63%,较上年提升3.63个百分点。

2018年公司综合毛利率为9.87%,同比减少2.38个百分点,原因是自产金、铟价格下降及毛利微薄的外购非标金业务比重增加。分产品看,2018年,自产金的毛利率下降和低毛利的非标金业务占比进一步提升,导致公司黄金业务毛利率较上年减少1.92个百

分点，也是公司综合毛利率下降的最主要原因。铋业务（精铋、含量铋、氧化铋、乙二醇铋）的毛利率有所提升，主要是高毛利的自产铋收入占比提高。钨品受价格增长而毛利率提升，但其收入规模相对偏小，对公司毛利润贡献有限。

公司毛利润主要来自黄金及铋业务。2018 年公司毛利润达 12.30 亿元，同比减少 2.70%。其中，黄金业务毛利润同比减少 4.24%，占比 53.43%；铋业务占比 37.55%。

表 2 2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
黄金	1,079,452.40	6.09%	857,026.44	8.01%
精铋	43,572.82	43.85%	44,457.17	41.03%
含量铋	7,810.46	59.27%	15,270.97	55.69%
氧化铋	67,480.17	33.32%	75,419.02	32.05%
乙二醇铋	7,431.71	-0.14%	6,813.18	2.79%
钨品	31,430.05	28.08%	24,921.20	17.77%
其他	8,913.36	25.41%	8,667.14	26.43%
合计	1,246,090.97	9.87%	1,032,575.12	12.25%

资料来源：公司 2018 年年报，中证鹏元整理

2018 年黄金业务规模持续增长，但毛利下滑，预计 2019 年金价上行将利好公司业绩

黄金业务方面，公司目前是国内十大黄金矿山开发企业之一，2018 年公司的矿产金产量 4,860 千克，占全国的 1.21%，黄金产量 39,533 千克，占全国的 9.86%。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⁶（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。子公司的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。

2018 年公司黄金产量和销量分别同比大幅增长 24.44%、27.88%。根据公司经营目标，2019 年业务规模预计将进一步增长。2018 年上海黄金交易所黄金结算均价略有下降，公司的黄金销售价格也随之略降。

⁶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。

表 3 2017-2018 年公司主要产品产销情况

产品	指标	2018 年	2017 年
黄金	总产能（千克/年）	50,000	50,000
	总产量（千克）	39,533	31,770
	其中：自产金（千克）	4,860	4,967
	产能利用率	79.07%	63.54%
	销量（千克）	40,389	31,583
	库存量（千克）	267	1,123
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）	31,836	33,376
	产能利用率	51.35%	53.83%
	销量（吨）	31,223	34,152
	库存量（吨）	2,123	1,510
钨产品	总产能（标吨/年）	3,000	3,000
	总产量（标吨）	2,290	2,314
	产能利用率	76.33%	77.13%
	销量（标吨）	2,174	2,219
	库存量（标吨）	214	98

注：产能利用率=当期产品总产量/当期产品总产能。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

成本方面，自产金和外购金的成本差异较大，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，公司仅赚取微薄加工费，因此毛利率很低。由于黄金均价下降，2018 年自产金和外购金的毛利率均出现下降，加之 2018 年非标金业务占比进一步提升，黄金业务综合毛利率为 6.09%，同比减少 1.92 个百分点。

表 4 黄金业务毛利率分析表（单位：万元/千克）

项目	2018 年	2017 年	同比增长
黄金销售均价	26.73	27.14	-1.51%
其中：自产金销售均价	24.14	24.70	-2.29%
外购金销售均价	27.08	27.58	-1.81%
黄金生产成本	25.10	24.96	0.55%
其中：自产金单位成本	11.84	11.75	0.73%
外购金单位成本	26.93	27.40	-1.70%

注：自产金业务中包含金精矿生产销售，因此计算的销售均价低于外购金。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，锁定自产金及外购金业务的利润。2018 年度公司自产金套期保值业务交易量累计为 550 千克，外购非标黄金、境内收购原料含金及进口原料含金实行全额套保。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、钨产品价格周期性波动，未来相关业务业绩存在一定不确定性

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。2018 年全行业铋价格结束上涨周期，价格有所回落，公司铋产品销售均价下降 2.69%，公司铋产品以氧化铋和精铋为主，当年铋产品销量同比下降 8.58%，原因是铋市场需求减弱导致订单减少，实现收入（包括精铋、含量铋、氧化铋、乙二醇铋）12.63 亿元，同比下降 11.03%。

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。2018 年，自产原料和外购的成本均与上年基本持平，但自产原料的使用比例提升，导致综合单位成本相比上年下降。尽管产品价格下降，铋产品综合毛利率基本与 2017 年持平，为 36.59%。2019 年铋品行业面临供给增大而需求减缓影响，存在下行压力，公司自给原料的供应量受储量规模等因素影响也难以大幅提升，公司铋业务业绩存在一定不确定性。

表 5 铋产品业务毛利率分析表（单位：万元/吨）

项目	2018 年	2017 年	同比增长
铋产品销售均价	4.04	4.16	-2.69%
其中：自产铋销售均价	4.05	4.15	-2.46%
外购铋销售均价	4.03	4.16	-3.05%
铋产品生产成本	2.57	2.66	-3.58%
其中：自产铋单位成本	1.81	1.82	-0.54%
外购铋单位成本	3.81	3.81	0.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司钨产品业务以生产、销售仲钨酸铵（APT）为主。2018 年，钨产品市场价格继续保持上涨，公司钨产品销售均价同比增长 28.71%，销量略有下降。成本方面，公司外购钨的单位成本也顺势增长，自产钨的成本有所下降，原因是沃溪矿山中的钨品位上升。得益于售价大幅上涨和综合成本的下降，2018 年公司钨业务毛利率大幅增加 10.31 个百分点，达到 28.08%。2019 年钨市场不确定因素增多，下游需求增长继续放缓，市场需求压力较大；钨中间产品价格承压，预计钨市场价格回落至合理的区间运行。

表 6 钨产品业务毛利率分析表（单位：万元/标吨）

项目	2018 年	2017 年	同比增长
----	--------	--------	------

钨产品销售均价	14.46	11.23	28.71%
其中：自产钨销售均价	14.43	11.24	28.44%
外购钨销售均价	14.49	11.22	29.13%
钨产品单位销售成本	10.40	9.24	12.57%
其中：自产钨单位成本	7.93	8.64	-8.22%
外购钨单位成本	13.79	10.79	27.80%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拥有精锑、锑产品、钨品出口贸易资格，资质齐全，有效保障了公司锑钨业务的开展。公司的锑、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锑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锑生产加工企业、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锑钨工业贸易有限公司（以下简称“中南锑钨”）专门负责进出口业务，公司售往国外的锑制品和钨制品主要通过该子公司。公司与锑、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。受锑价下降、国外下游需求放缓影响，2018 年公司实现对外销售收入 3.21 亿元，同比下降 8.89%。我们也注意到，2018 年公司汇兑收益 342.94 万元，而 2017 年汇兑损失 352.34 万元。根据汇率波动敏感性分析，以 2018 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 662.04 万元，公司面临一定汇率波动风险。

总体来看，2018 年，有色金属保持周期性波动，公司不同产品的业绩表现出现分化，黄金和锑的价格出现下降，钨价保持反弹。2019 年，黄金价格预计将反弹并利好公司业绩，但需要关注锑、钨行业价格波动对公司经营造成的影响。

公司的矿产资源主要为金锑钨共（伴）生矿，拥有完整的产业链和较强的差异化竞争实力，产能保持稳定，产能利用率有所波动

公司的矿产资源主要为金锑钨共（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。

2018 年，公司入选的矿石黄金平均品位（黄金产出量/入选量/10）为 2.8449 克/吨，相比上年下降 0.0808 克/吨。

表 7 截至 2018 年末公司黄金采矿区明细

矿区	权利类型	平均品位 (克/吨)	地质储量 (万吨)	剩余可 采储量 (万吨)	2018 年 入选量 (万吨)	2018 年黄 金产出量 (千克)
黄金洞金矿	采矿权	4.18	531.8	452.0	50.0	1,428.0
大万公司万古金矿	采矿权	5.63	422.6	359.2	25.7	906.0
浏阳枞冲金矿	采矿权	3.02	25.8	21.9	0.2	9.0
龙山金铋矿	采矿权	4.12	181.9	154.6	26.3	568.0
隆回杏枫山金矿	采矿权	1.63	598.9	509.1	15.0	202.0
沃溪金铋钨矿	采矿权	8.02	369.9	314.4	34.2	1,319.0
洪江响溪金铋矿	采矿权	1.92	11.8	10.0	8.1	93.0
溆浦龙王江金矿	采矿权	3.52	10.7	9.1	0.4	7.0
甘肃录斗艘金矿	采矿权	3.45	121.6	103.4	14.2	421.0
洪江断坑金矿	探矿权	3.42	24.5	-	-	-
溆浦南江坪金矿	探矿权	1.36	148.4	-	-	-
甘肃以地南金矿	探矿权	3.15	906.4	-	-	-
甘肃下看木仓金矿	探矿权	6.38	87.0	-	-	-
甘肃南办老豆金矿	探矿权	3.85	47.4	-	-	-
甘肃老虎山金矿	探矿权	2.39	54.8	-	-	-
合计		-	3,543.5	1,933.7	174.1	4,953.0

注：2018 年黄金产出量数据取自各子公司的出窿金属量（出窿矿石量*出窿品位），辰州矿业期末外购原料结存中有 83.1217 千克属于其他子公司产品内销结存，但在辰州矿业存货中以原料列式。此外，后期要经过选矿、冶炼、精炼等工艺环节，中间会有损耗，导致各矿山的产量合计数大于合并口径的产量。
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、铋、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。2018 年，公司拥有 50 吨/年黄金生产线、3 万吨/年精铋冶炼生产线、3.2 万吨/年多品种氧化铋生产线、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 2017 年持平。

2018 年公司黄金、铋、钨的产能利用率分别为 79.07%、51.35%、76.33%（详见表 3），非标金冶炼业务量增长带动黄金产能利用率大幅提升。铋、钨产能利用率略有下降。铋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。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。2018 年公司开展黄金租赁的数量为 1,620 千克，融资金额为 4.41 亿元，其中通过第一种方式开展黄金租赁的黄金为 1,260 千克，融资金额 3.42 亿元；通过第二种方式开展黄金租赁的黄金为 360 千克，融资金额 0.99 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，公司资金压力不大

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。2018 年，公司完成基本建设投资 5.46 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主体工程 2#明竖并于 2018 年末竣工投产；黄金洞矿业本部采选 1600t/d 提质扩能工程的主要工程已开始投入运行，年选矿处理规模达到 50 万吨，后期主要进行采选系统的完善；大万矿业 1400t/d 提质扩能项目主要提升系统投入运行，年选矿处理规模已达 25 万吨，达到设计产能的 60%；新龙矿业本部羊皮河尾矿库工程的主体工程完成建设。新邵辰州锑业替代原火法冶炼矿浆电解新工艺制备精锑项目在 2017 年末已完成征地工作，正在推进主体工程建设招标工作。上述四个项目预计将于 2019 年末完全投产。

2018 年 10 月 18 日，公司氧化锑塑料母粒第一期生产线（1000t/年）正式投产，该生产线投产将提升公司锑业务的深加工能力，提高公司锑产品的附加值。

表 8 截至 2018 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	2018年工程进度	2017年工程进度	资金来源
辰州矿业环境治理工程	17,000.00	10,304.11	60.61%	59.88%	自筹
沃溪坑口技改竖井项目工程	20,611.33	12,284.35	59.60%	35.67%	定增资金
辰州矿业陶金坪勘察项目开拓工程	9,000.00	7,024.14	78.05%	76.42%	自筹
黄金洞大万杨洞源竖井工程	6,000.00	4,798.80	79.98%	56.95%	定增资金
新邵辰州新搬迁厂房工程	32,063.00	2,266.85	7.07%	6.46%	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	4,116.38	39.92%	12.76%	自筹
新龙矿业马家岭公路改造工程	1,500.00	1,348.20	89.88%	74.20%	自筹
新龙矿业横山冲尾矿库工程	5,000.00	557.50	11.15%	2.53%	自筹

辰州矿业三供一业分离工程	4,458.72	2,144.52	48.10%	0.00%	自筹
黄金洞华家湾竖井工程	3,321.75	384.03	11.56%	0.36%	定增资金
辰州矿业尾矿库扩容整改工程	2,000.00	1,733.40	86.67%	0.00%	自筹
合计	111,265.90	46,962.28	-	-	-

资料来源：公司 2018 年年报，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司主要在建项目预计总投资 11.13 亿元，后续尚需投资 6.43 亿元。考虑到多数重点项目已经在 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不大。

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。新邵辰州铋业替代原火法冶炼矿浆电解新工艺制备精铋项目原计划于 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。辰州矿业环境治理工程由于受矿区偏重于生产设备改造的影响，环境治理工程在 2018 年项目进度放缓，暂无完工期限计划。项目的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。

2018 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铋钨伴生矿、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，也是全球第二大铋矿开发企业，矿产资源较为丰富。

截至 2018 年底，公司拥有和控制矿业权 40 个，其中：探矿权 25 个，面积 301.12 平方公里；采矿权 15 个，面积 48.42 平方公里。2018 年，公司为探矿增储而发生的掘进支出金额为 4.08 亿元，其中资本化金额 1.91 亿元，当年新增各类金属的金属量如表 9 所示。

表 9 2018 年公司新增金属量情况

矿区	金金属量（千克）	铋金属量（吨）	钨金属量（吨）
辰州矿业沃溪坑口	2,546	9,925	561
甘肃加鑫	3,863	131	-
黄金洞矿业万古金矿	1,964	-	-
新龙矿业本部龙山金铋矿	1,062	6,636	-
黄金洞矿业本部	4,345	-	-
安化渣滓溪铋矿	-	19,112	161
湘安钨业	-	-	2,708
合计	13,780	35,804	3,430

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司保有资源储量矿石量 6,314.6 万吨，金属量：金 138.6 吨，铋 256,941

吨，钨 109,116 吨，金属量相比上年稳步增长。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，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），其他小型矿山和保有储量中探矿权较多，开发利用经济价值尚不确定，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，2018 年，公司关联采购金额为 11.36 亿元，占总采购额的 10.66%；关联销售 5.62 亿元，占总销售额的 4.43%，尤其在原材料采购对中南冶炼有一定依赖性。

表 10 2017-2018 年公司关联交易情况（单位：万元）

关联交易方	关联交易内容	2018 年		2017 年	
		金额	占比	金额	占比
采购：					
中南冶炼	采购原料	104,975.02	9.85%	97,540.66	12.57%
湘金国际	采购原料	1,433.38	0.13%	1,249.23	0.16%
其他关联方	采购原料、接受劳务	7,182.14	0.67%	1,005.99	0.13%
合计		113,590.54	10.66%	99,795.88	12.86%
销售：					
中南冶炼	销售商品	52,964.16	4.18%	46,640.38	4.93%
湖南宝山有色金属矿业有限责任公司	销售商品、提供劳务	3,012.08	0.24%	2,058.15	0.22%
其他关联方	销售商品、提供劳务	200.38	0.02%	326.82	0.03%
合计		56,176.62	4.43%	49,025.35	5.18%

资料来源：公司 2018 年度报告，中证鹏元整理

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

2018 年，公司的安全环保投入近 2 亿元；全年百万工时伤害率 2.38，比上年度进一步

下降 34.21%。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。

环保方面，2018 年，公司下属矿山安化渣滓溪、甘肃辰州、新龙矿业分别受到当地环保部门的环境处罚，公司共受罚 203.04 万元，并完成了整改。

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 2018 年审计报告及未经审计的 2019 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。2018 年，公司纳入合并报表范围的子公司减少 1 家，具体情况如表 1 所示。

公司自 2018 年 1 月 1 日执行财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）相关规定，以下 2017 年末数据采用 2018 年年初数据。

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，近年公司资产规模稳步增长。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 72.28 亿元，较 2017 年末增长 4.96%。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。

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 2018 年末，公司货币资金余额 4.07 亿元，其中使用权受限资金为 177.27 万元。2019 年一季度货币资金减少的主要原因是购买银行理财产品。公司应收票据全部为银行承兑汇票，大部分来自锑钨客户，2018 年末余额有所减少。应收账款规模也有所下降，其中，账龄在 1 年以内（含）金额占比 91.74%，账龄较短，总体风险可控，但应收账款前五名合计金额 8,727.81 万元，占应收账款总额比例为 53.26%，集中度较高。公司预付款项主要是预付的采购非标金款项，随着外购非标金业务持续扩张，待结算的预付供应商购货款也相应

增长，账龄在1年以内（含）金额占比97.96%。公司存货主要由原材料、在产品、库存商品构成，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；在产品主要是金精矿和锑精矿，库存商品主要是外购非标金，2018年末在产品余额大幅增加而库存商品大幅减少，主要是期末子公司辰州矿业待加工的金精矿、锑精矿结存较多，而结存的外购非标金成品减少。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，2018年末余额同比大幅减少60.80%，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，2018年增加的固定资产主要来自沃溪坑口技改竖井项目、附属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。2018年多个建设项目不断投入和完工转固，在建工程账面价值较2017年末下降。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，2018年公司矿业权没有明显增加，无形资产账面价值摊销后略有下降。长期待摊费用主要是资本化的地质勘探支出，2018年末账面价值同比增长6.74%，系公司持续地质勘探支出所致。

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、存货和矿业权等可变现资产，资产质量尚可。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24,104.38	3.34%	40,728.03	5.91%	42,728.22	6.20%
应收票据	17,137.65	2.37%	19,750.36	2.87%	28,186.09	4.09%
应收账款	27,228.26	3.77%	14,474.39	2.10%	18,975.29	2.76%
预付款项	32,910.09	4.55%	15,357.80	2.23%	13,348.57	1.94%
存货	70,242.09	9.72%	58,493.22	8.49%	62,976.70	9.15%
其他流动资产	21,361.30	2.96%	12,659.34	1.84%	32,298.33	4.69%
流动资产合计	202,741.90	28.05%	169,347.40	24.59%	206,132.45	29.93%
固定资产	285,699.43	39.53%	288,856.37	41.94%	249,378.64	36.21%
在建工程	34,789.16	4.81%	31,489.68	4.57%	36,922.64	5.36%
无形资产	59,925.68	8.29%	60,586.47	8.80%	62,691.47	9.10%
长期待摊费用	123,688.60	17.11%	122,133.89	17.73%	114,426.58	16.62%
非流动资产合计	520,025.75	71.95%	519,394.78	75.41%	482,499.07	70.07%
资产总计	722,767.64	100.00%	688,742.18	100.00%	688,631.51	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

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。2018年公司周转效率较快的外购非标金业务规模占比进一步提升，使得公司应收账款和存货周转效率加快，促进公司净营业周期进一步缩短至19.28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，应付账款的周转天数较少。

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，总资产周转效率进一步改善。

表 12 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	4.83	6.43
存货周转天数	19.47	24.61
应付账款周转天数	5.02	8.40
净营业周期	19.28	22.64
流动资产周转天数	54.24	70.28
固定资产周转天数	77.75	83.00
总资产周转天数	198.96	233.17

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入增长但利润下降，未来需关注有色金属的价格波动

2018年，由于外购非标金加工业务增长，公司整体实现收入124.61亿元，同比增长20.68%；公司综合毛利率为9.87%，同比减少2.38个百分点。公司自2016年以来收入较快增长，主要来自于外购非标金的加工冶炼，该项业务毛利率很低，2018年仅为0.03%，此外，2018年自产金、铋价格下降，也是公司盈利下降的主要因素。

2018年公司期间费用规模略有增长。公司费用以管理费用及研发费用为主，2018年公司的勘探支出摊销金额增长、勘探中的物料消耗增加。公司非标金加工冶炼业务增长较快，

但这项业务的相关费用较少，使得公司期间费用率进一步降低。

公司近年均有一定规模的资产减值损失。2018年，公司资产减值损失达3,162.64万元，包括：一、东安新龙矿山正在履行关闭，注销采矿权，无形资产减值损失1,075.94万元；二、公司联营企业溆浦县华能矿业有限公司破产清算，公司全额计提长期股权投资损失711.36万元；三、洪江市辰州矿产开发有限责任公司亏损，计提商誉减值737.50万元。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。

受毛利下降及递延所得税费用增加影响，2018年公司实现净利润25,921.52万元，同比下降11.61%，资产收益率有所下降。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	456,099.58	1,246,090.97	1,032,575.12
资产减值损失	0.00	3,162.64	7,238.10
营业利润	5,195.80	35,677.73	37,667.14
利润总额	4,986.48	35,161.55	36,013.50
净利润	4,544.49	25,921.52	29,326.92
综合毛利率	5.81%	9.87%	12.25%
期间费用率	4.43%	6.39%	7.36%
总资产回报率	-	5.86%	6.00%
净资产收益率	-	5.42%	6.52%
营业收入增长率	-	20.68%	52.27%
净利润增长率	-	-11.61%	138.47%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现良好，资本支出保持较大规模，筹资需求减少

2018 年，公司经营性利润有所下降，使得公司经营活动的现金生成规模减少，FFO 为 65,701.02 万元，同比减少 5.98%。但应收款项和存货的占款规模下降，及收到大额退还的预缴所得税 6,736 万元，导致当期经营活动现金净流入额大幅增加。总体而言，公司经营活动现金流仍表现良好，同比增加 60.74%。

投资活动方面，随着沃溪坑口技改竖井项目工程、新邵辰州新搬迁厂房工程等项目建设的不断投入及勘探支出的资本化，近几年公司购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金保持在 5-6 亿元左右，导致投资活动现金流均表现为大额净流出。未来，公司在建工程后续仍需资金投入预计为 6.43 亿元，加上为保持资源储量而必要的勘探支出，预计公司将保持较大规模的资金投入。

2018年，由于经营活动现金流良好，公司筹资压力减轻，主要是“15湘金01”债的到期偿还及黄金租赁的减少，当期筹资活动现金净流出33,477.59万元。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，加之2019年黄金行情看好将促进公司业务良好运行，预计公司的筹资压力不大。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
净利润	25,921.52	29,326.92
非付现费用	31,591.18	32,627.62
非经营损益	8,188.32	7,926.66
FFO	65,701.02	69,881.20
营运资本变化	12,210.88	-21,411.02
其中：存货减少（减：增加）	4,404.32	-2,052.50
经营性应收项目的减少（减：增加）	3,547.73	-21,546.54
经营性应付项目的增加（减：减少）	4,258.83	2,188.02
经营活动产生的现金流量净额	77,911.91	48,470.17
投资活动产生的现金流量净额	-46,742.14	-45,534.75
筹资活动产生的现金流量净额	-33,477.59	9,918.06
现金及现金等价物净增加额	-2,046.01	12,922.57

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

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2018年有息债务减少，期末的公司负债总额相比2017年末有所下降，所有者权益因经营利润的积累亦稳定增长。2019年一季度，有息债务增加导致负债总额增长。截至2019年3月末，公司负债与所有者权益比率为44.74%，权益对负债的保障程度仍较好。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	223,414.87	196,240.58	225,002.59
所有者权益	499,352.77	492,501.60	463,628.93
负债与所有者权益比率	44.74%	39.85%	48.53%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

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。2018年末公司短期借款大幅增加206.60%，主要是公司债券“15湘金01”到期后公司采用短期借款方式补充流动资金。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，近年保持在3-5亿元。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352至365天不等。应付账款主要是应付原材料款及应付工程款，2018年末余额保持稳定。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。其他应付款在2018年末同比减少27.74%，主要是2017年新增的关联方拆借资金已于2018年1月还清，期末公司有一笔应付湖南省自然资源厅采矿权价款6,900万元超过1年期，原因是沃溪坑口采矿权续期，但对价款尚未达成一致。一年内到期的非流动负债全部为本期债券，该债券将于2019年11月到期，到期日公司需偿还本息52,850万元。随着本期债券转为一年内到期非流动负债，公司非流动负债规模大幅减少。

截至2019年3月末，公司有息债务合计139,986.55万元，近年保持稳定。需要关注的是，目前公司有息债务均为短期性债务，公司对在建项目的投入和勘探支出属于长期资产购建，债务期限存在部分错配，可能会造成一定的流动性压力。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	37,500.00	16.78%	25,500.00	12.99%	8,317.06	3.70%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	52,504.08	23.05%	35,802.90	18.24%	45,059.28	20.03%
应付账款	23,167.51	10.37%	16,047.21	8.18%	15,263.75	6.78%
应付职工薪酬	18,492.17	8.28%	29,058.84	14.81%	34,817.45	15.47%
其他应付款	16,895.81	7.56%	15,522.25	7.91%	21,481.06	9.55%
一年内到期的非流动负债	49,982.47	22.37%	49,975.90	25.47%	29,953.48	13.31%
流动负债合计	206,100.46	92.25%	179,091.86	91.26%	165,895.81	73.73%
应付债券	-	0.00%	-	0.00%	49,924.65	22.19%
非流动负债合计	17,314.41	7.75%	17,148.72	8.74%	59,106.78	26.27%
负债总额	223,414.87	100.00%	196,240.58	100.00%	225,002.59	100.00%
其中：有息债务	139,986.55	62.66%	111,278.80	56.71%	138,267.97	61.45%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

从公司各项偿债指标来看，截至2019年3月末，公司资产负债率为30.91%，近年保持在较低水平。由于公司短期性有息债务增加，2018年末公司流动比率和速动比率下降，短期偿债压力加大。

公司费用化的利息支出和勘探支出摊销增加，使得2018年公司EBITDA同比增长4.94%，EBITDA对有息债务的本金和利息保障能力增强。此外，经营性净现金流增长使其对债务的覆盖率增强。总体而言，公司经营对债务的保障能力仍很强。

表 17 公司偿债能力指标

项目	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	30.91%	28.49%	32.67%
流动比率	0.98	0.95	1.24
速动比率	0.64	0.62	0.86
EBITDA (万元)	-	68,774.46	65,537.86
EBITDA 利息保障倍数	-	10.82	10.56
有息债务/EBITDA	-	1.62	2.11
债务总额/EBITDA	-	2.85	3.43
经营性净现金流/流动负债	-	0.44	0.29
经营性净现金流/负债总额	-	0.40	0.21

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年5月21日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，最近三年公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

公司拥有完整的产业链和独特的产品组合，2018年在持续地勘探投入下，资源储量保持稳定增长。依托公司持有的上海黄金交易所综合类会员资格，2018年公司外购非标金业务继续大幅扩张，净营业周期也进一步缩短，同时，经营活动现金流表现良好。

但公司的黄金储量规模仍较小，大型矿山剩余可开采量较少，新开发矿山的开采价值存在不确定性，一定程度影响了公司经营扩张。有色金属行业存在周期性波动，公司业绩存在波动，自产金、锑价格下降也是2018年公司利润下降的主要原因。公司作为矿石生产企业，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。此外，公司存在一定规模的关联交易。

基于上述情况，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	24,104.38	40,728.03	42,728.22	29,804.95
固定资产	285,699.43	288,856.37	249,378.64	226,749.92
长期待摊费用	123,688.60	122,133.89	114,426.58	101,853.79
总资产	722,767.64	688,742.18	688,631.51	648,952.78
短期借款	37,500.00	25,500.00	8,317.06	7,869.42
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	52,504.08	35,802.90	45,059.28	34,791.91
一年内到期的非流动负债	49,982.47	49,975.90	29,953.48	-
应付债券	-	-	49,924.65	79,781.75
长期应付款	4,917.19	4,917.19	3,712.67	3,712.67
总负债	223,414.87	196,240.58	225,002.59	212,537.12
有息债务	139,986.55	111,278.80	138,267.97	122,443.08
所有者权益合计	499,352.77	492,501.60	463,628.93	436,415.66
营业收入	456,099.58	1,246,090.97	1,032,575.12	678,113.52
营业利润	5,195.80	35,677.73	37,667.14	15,262.89
净利润	4,544.49	25,921.52	29,326.92	12,297.92
经营活动产生的现金流量净额	-29,614.35	77,911.91	48,470.17	46,040.90
投资活动产生的现金流量净额	-15,495.15	-46,742.14	-44,933.75	-73,015.34
筹资活动产生的现金流量净额	28,485.85	-33,477.59	9,918.06	38,232.33
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	4.83	6.43	8.71
存货周转天数	-	19.47	24.61	33.15
应付账款周转天数	-	5.02	8.40	13.28
净营业周期	-	19.28	22.64	28.58
流动资产周转天数	-	54.24	70.28	91.78
固定资产周转天数	-	77.75	83.00	116.78
总资产周转天数	-	198.96	233.17	324.75
综合毛利率	5.81%	9.87%	12.25%	15.76%
期间费用率	4.43%	6.39%	7.36%	11.61%
总资产回报率	-	5.86%	6.00%	3.43%
净资产收益率	-	5.42%	6.52%	3.16%
营业收入增长率	-	20.68%	52.27%	17.07%
净利润增长率	-	-11.61%	138.47%	739.68%
资产负债率	30.91%	28.49%	32.67%	32.75%

流动比率	0.98	0.95	1.24	1.61
速动比率	0.64	0.62	0.86	1.11
EBITDA（万元）	-	68,774.46	65,537.86	45,978.73
EBITDA 利息保障倍数	-	10.82	10.56	6.41
有息债务/EBITDA	-	1.62	2.11	2.66
债务总额/EBITDA	-	2.85	3.43	4.62
经营性净现金流/流动负债	-	0.44	0.29	0.38
经营性净现金流/负债总额	-	0.40	0.21	0.22

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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

附录三 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。