

赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司

公开发行 2017 年公司债券

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  
【548】号 01

债券简称：17 黄金债  
增信方式：黄金采矿权  
抵押担保  
债券剩余规模：7 亿元  
债券到期日期：2022 年  
02 月 27 日

债券偿还方式：每年付  
息一次，到期一次还本，  
附撰山子金矿采矿权有  
效期到期日所在的计息  
年度末有条件的投资者  
回售选择权、债券存续  
期第 3 年末一般投资者  
回售选择权

#### 分析师

姓名：  
孙振 宋根南

电话：  
0755-82871650

邮箱：  
sunzh@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

## 赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司 公开发行 2017 年公司债券 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 8 日	2017 年 6 月 23 日

### 评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司（以下简称“赤峰黄金”或“公司”，股票代码：600988.SH）及其 2017 年 2 月 27 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公司有色金属资源综合回收利用业务规模扩大、采购风险降低，黄金采矿权抵押有效提升了本期债券信用水平；同时鹏元也关注到公司采矿业面临一定的安全及环保风险，矿产黄金销售收入及主营业务盈利水平下降，存货存在跌价风险，资金周转、短期融资压力及偿债压力加大，以及本期债券抵押资产的评估价值存在下行风险等风险因素。

### 正面：

- 有色金属资源综合回收利用业务规模扩大，采购区域的扩展及供应商集中度的下降有利于分散风险。低品位复杂物料清洁高效回收项目二期工程（处理规模扩大至 13 万吨/年，以下简称“二期工程”）的投产使得子公司郴州雄风环保科技有限公司（以下简称“雄风环保”）业务规模持续扩大，2017 年雄风环保实现营业收入 18.76 亿元，同比增长 54.50%；雄风环保目前采购范围逐渐扩展至全国，前五大供应商集中度由 2016 年的 42.33%降低至 2017 年的 25.15%。
- 黄金采矿权抵押有效提升了本期债券信用水平。公司以其合法拥有的 4 宗黄金采矿权为本期债券提供抵押担保，评估价值合计为 10.75 亿元（评估基准日为 2017 年 9 月 30 日），抵押比率为 1.46，仍可有效提升本期债券的信用水平。

## 关注:

- **公司采矿业面临一定的安全及环保风险。**矿山生产环境复杂，造成安全环保事故的人为或非人为、可控或不可控因素较多且有不可预见性，国内整体安全、环保政策的趋紧缩减了 2017 年公司矿山的有效开工时间；2017 年公司采矿业安全生产费用同比大幅提高 147.87% 至 2,196.28 万元，未来公司可能存在由于国内安全环保政策变化对公司经营带来的合规风险及因需要增加安全环保投入而导致利润下降的风险。
- **矿产黄金销售收入及主营业务盈利水平下降。**2017 年，公司吉隆矿业和五龙黄金的采出矿量及采出矿品位均有所降低，且使用了品位较低的金原矿储备，受此影响公司矿产黄金实现销售收入 5.76 亿元，同比降低 26.45%；毛利率为 48.97%，同比降低 10.44 个百分点。受有色金属价格波动、采购方式变化及新生产线投产等影响，2017 年公司有色金属资源综合回收利用业务毛利率同比降低 1.79 个百分点至 17.45%。
- **需关注存货跌价风险。**2017 年末公司存货为 15.12 亿元，同比提高 78.85%，占总资产的比例同比提高 9.26 个百分点至 31.24%；公司存货规模大，占用公司资金，考虑公司产品价格波动较大，存货存在跌价风险。
- **经营活动现金流表现较差，资金周转及短期融资压力加大。**2017 年，公司经营活动现金净流出 37,806.08 万元，表现较差；净营业周期同比延长 17.91 天至 205.09 天，公司资金周转压力加大；公司黄金融资租赁减少，短期融资压力的加大使得公司在 2018 年一季度通过应付票据融资。
- **有息负债规模快速攀升，偿债压力加大。**截至 2018 年 3 月末，公司有息债务规模为 19.00 亿元，较 2016 年末增长 73.02%，占负债总额的 86.64%，且 2018 年需偿还本金 74,092.32 万元，公司面临一定的短期刚性债务压力。
- **本期债券抵押资产的评估价值存在下行风险。**公司以其合法拥有的 4 宗黄金采矿权为本期债券提供抵押担保，根据协议约定，2017 年公司聘请北京中锋资产评估有限责任公司进行重新评估；以 2017 年 9 月 30 日为评估基准日，该 4 宗黄金采矿权评估价值合计为 10.75 亿元，同比下降 10.76%；考虑到矿产资源可能随着开采而减少，且黄金价格波动性较强，未来抵押资产评估价值存在下行的风险。

**主要财务指标:**

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	505,682.35	483,925.49	384,460.34	342,981.33
归属于母公司所有者权益(万元)	278,347.54	275,334.45	247,340.46	213,582.15
资产负债率	43.37%	41.51%	33.88%	36.18%
有息债务(万元)	190,022.71	160,493.84	109,826.78	98,301.52
流动比率	1.71	1.97	1.32	1.30
速动比率	0.75	0.60	0.56	0.66
营业收入(万元)	47,371.78	258,700.86	211,210.46	159,115.85
营业利润(万元)	2,190.12	32,875.29	42,409.35	29,723.82
利润总额(万元)	3,478.17	32,859.43	43,248.86	31,679.02
综合毛利率	16.01%	24.52%	34.78%	33.51%
总资产回报率	-	9.38%	12.75%	14.44%
EBITDA(万元)	-	56,272.32	62,187.02	50,979.04
EBITDA利息保障倍数	-	6.21	12.54	11.56
经营活动现金流净额(万元)	50,889.45	-37,806.08	6,758.63	16,872.04

资料来源: 公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表, 鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕2396号文批准，公司于2017年2月27日公开发行人7亿元公司债券，票面利率为5.50%，本期债券募集资金全部用于补充流动资金。截至2018年4月末，本期债券募集资金已全部使用完毕。

## 二、发行主体概况

2017年，公司名称、控股股东、实际控制人和主营业务均未发生变化。2017年8月14日召开的公司第六届董事会第十三次会议、2017年10月11日召开2017年第一次临时股东大会审议通过了2017年中期资本公积金转增股本的相关议案，公司以未来实施分配方案时股权登记日的公司总股本为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股；2017年10月19日，公司发布《2017年半年度权益分派实施公告》，以资本公积金转增股本形成的新增无限售条件流通股份于2017年10月26日上市，公司实收资本由71,319.07万元变更为142,638.15万元。截至2018年3月末，公司注册资本和实收资本均为142,638.15万元。

截至2018年3月末，公司控股股东及实际控制人赵美光及其一致行动人赵桂香和赵桂媛<sup>1</sup>持有公司股份43,602.52万股，占公司总股本的30.57%，其中质押股份42,426.50万股，占其持股数的97.30%，占公司总股本的29.74%。考虑到股票市场波动较大，若实际控制人发生强行平仓的情况，可能会对公司控制权产生影响。

图1 截至2018年3月末公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司提供

2017年5月，公司出资60万元，与中钢集团天津地质研究院有限公司及自然人戴立军共同设立赤金（天津）地质勘查技术有限公司（以下简称“赤金地质勘查”）。

<sup>1</sup>因赵桂香和赵桂媛不便及时查询个人征信报告，公司未提供赵桂香和赵桂媛的个人征信报告。

**表1 2017年公司新纳入合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）**

企业名称	注册资本	持股比例	主营业务
赤金（天津）地质勘查技术有限公司	100.00	60%	地质勘查技术开发、转让、咨询服务

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产为 48.39 亿元，归属于母公司的所有者权益为 27.53 亿元，资产负债率为 41.51%。2017 年度，公司实现营业收入 25.87 亿元，利润总额 3.29 亿元，经营活动现金净流出 3.78 亿元。

截至 2018 年 3 月 31 日，公司总资产为 50.57 亿元，归属于母公司的所有者权益为 27.83 亿元，资产负债率为 43.37%。2018 年 1-3 月，公司实现营业收入 4.74 亿元，利润总额 3,478.17 万元，经营活动现金净流入 5.09 亿元。

### 三、运营环境

由于黄金开采受到严格的监管，全球黄金供应总量有所降低，黄金官方储备需求及投资需求的下滑导致全球黄金消费需求下降；国内矿产金受政策影响产量下滑，使得国内黄金产量自 2000 年以来首次下降，但大型黄金集团总体经营状况有所改善，且珠宝首饰用金的增长推动了国内黄金需求的增长

从供给端来看，由于黄金开采受到严格的监管，2017 年全球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，较多黄金矿业公司缩减开支，这将影响未来几年全球金矿产量的供应。

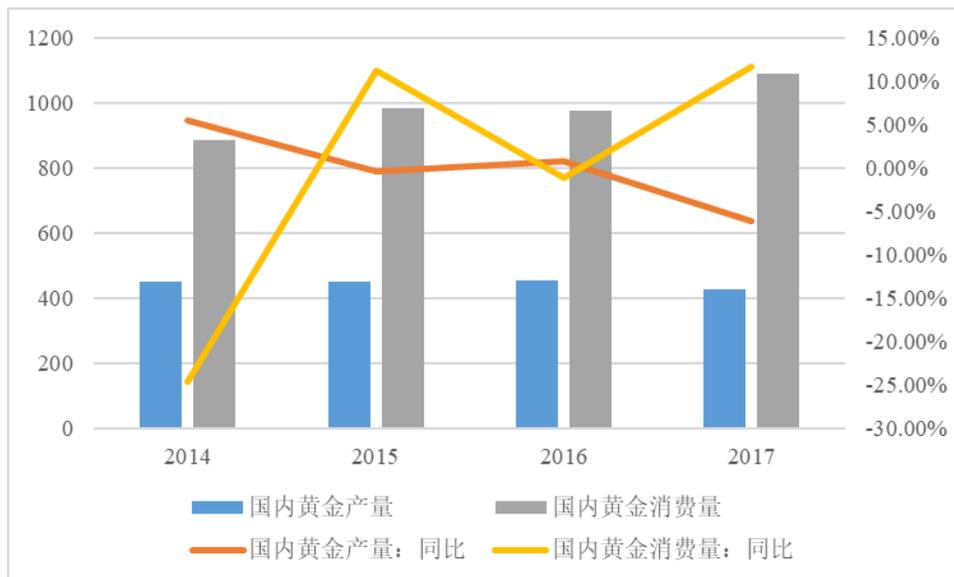
从国内来看，2000 年以来国内黄金产量首次出现大幅下滑，2017 年，国内全年生产黄金 426.14 吨，同比下降 6.03%，主要是因为国家先后出台环保税、资源税政策，自然保护区等生态功能区内矿业权退出，部分黄金矿山企业减产或关停整改，导致矿产金产量下降所致；其中黄金矿产金 369.17 吨，同比下降 6.51%；有色副产金 56.97 吨，同比下降 2.78%。2017 年国内黄金企业压力较大，但行业内集中度进一步提升，中国黄金、山东黄金、紫金矿业（国内）、山东招金、云南黄金、湖南黄金、山东中矿、西部黄金、银泰资源、灵宝黄金等十大企业集团黄金成品金产量占比 52.24%，同比增长 2.39 个百分点。黄金价格的总体上涨，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，同比增长 4.52%。

从需求端来看，由于各国央行和交易所交易基金的累计涨幅放缓，2017 年黄金购买量跌至 2009 年以来的最低水平，2017 年全球黄金需求为 4,071.7 吨，同比下降 7%。世界黄金消费主要

来自金饰制造、投资需求、工业需求以及官方部门购买。具体来看，金饰制造需求方面，2017年相对稳定的金价和全国经济状况的好转为金饰行业带来了转机，金饰需求为 2,123.26 吨，同比增长 4%，是 2013 年以来的首次年度增长，82 吨的全球增量中，印度和中国共同贡献了 75 吨；投资需求方面，2017 年全球金条和金币需求为 1,029 吨，同比下降 2%，全球黄金 ETF 持仓量呈现净流入态势，增加了 202.8 吨，但仅为 2016 年增持量的三分之一；工业需求方面，受益于智能手机、汽车和笔记本电脑新一代功能的日益普及，电子工业和其他工业用黄金需求量在 2017 年稳步增长，科技行业用金量出现了 2010 年以来的首次上升，同比增长 3% 至 333 吨；央行储备方面，2010 年以来世界各国央行成为黄金的净买方，2017 年各国央行官方的黄金储备处于下行趋势，总储备需求量同比下跌 5% 至 371.4 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，因此供需及价格受金融属性的影响更大。

从国内来看，我国连续 5 年成为世界第一黄金消费国，是全球最大的金条和金币市场。2017 年，中国黄金消费量 1,089.7 吨，同比增长 9.41%，其中黄金首饰、金条、金币、工业及其他分别用金 696.5 吨、276.39 吨、26 吨和 90.18 吨，分别同比增长 10.35%、7.28%、-16.64% 和 19.63%，仅金币用金出现了下跌，珠宝首饰用金的增长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。

图 2 近年中国黄金供需情况（单位：吨）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

### 2017 年以来黄金价格整体处于上升通道，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。下半年美元弱走势后于 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。

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全球经济回暖以及引发汇率战，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。

图 3 近年伦敦现货黄金价格走势



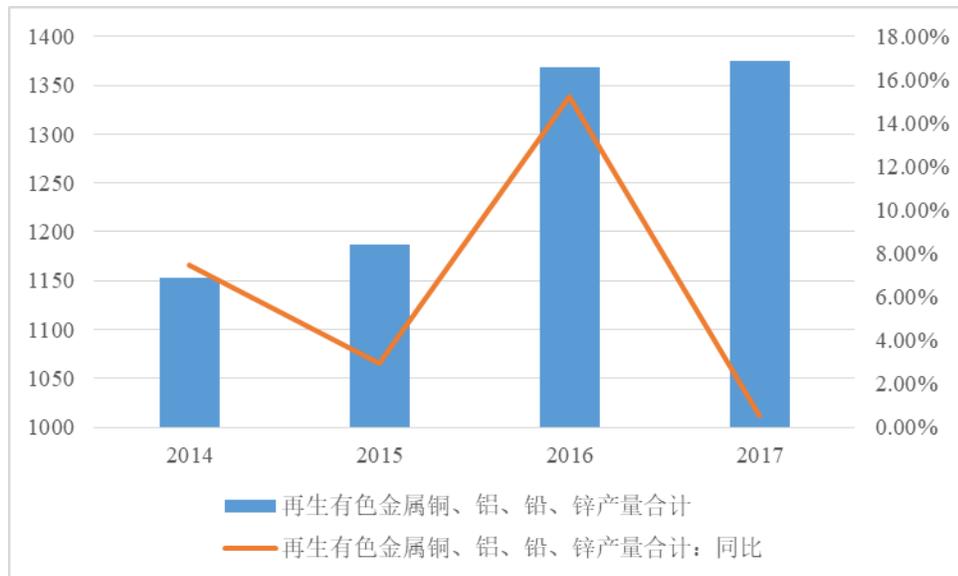
资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

### 2017年我国主要再生有色金属产量小幅增长，有色金属价格受供求、市场炒作等因素影响持续波动

有色金属综合回收利用行业主要业务为从有色金属冶炼废渣等物料中综合回收铋、银、金、钯等多种稀贵金属，主要原材料有湿法泥、烟尘灰、熔炼渣和阳极泥等。废弃资源的利用可以代替部分原生资源，资源回收符合国家减轻环境污染、坚持可持续发展的政策方向，因此资源回收行业有较好的行业前景。由于从原材料采购到产品实现销售需要经历的时间跨度较长，有色金属综合回收利用企业需要承担稀贵金属价格波动的风险。

2017年，我国主要再生有色金属（铜、铝、铅、锌）产量合计为1,375万吨，同比小幅增长0.51%。从回收情况来看，2017年废铜回收量约为320万吨，同比增长78.77%；2017年废铝回收量约为502万吨，同比增长13.32%。2017年，我国进口含铜、含铝废料共计573万吨，同比增长8.81%，其中，进口含铝废料217万吨，同比增长13.14%；进口含铜废料356万吨，同比增长6.34%。整体而言，我国再生有色金属产量有所增长，废铜、废铝等回收量有所增长，含铝、含铜等进口废弃物回收量亦有所增长。

图4 近年我国主要再生有色金属产量（单位：吨）



资料来源：中国报告网，鹏元整理

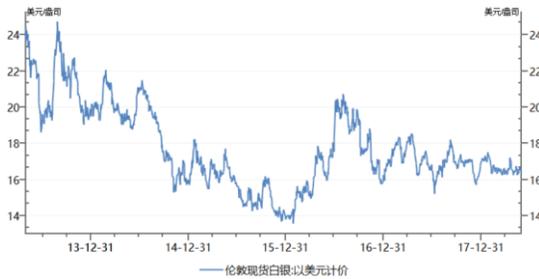
从价格上看，近年金属市场价格波动性依旧较强，以白银、铅、钯和铼为例；2017年后，白银在稀贵金属中表现较为疲弱，价格持续维持宽幅震荡，且整体呈下降趋势，摩根大通集团和加拿大丰业银行持有的空头头寸被认为是银价低迷的根本原因。白银矿山供应减少的情况预计至少会持续到2019年，目前银价相对较低，白银价格受自动驾驶汽车、绿色能源、卫生保健和珠宝消费用银增长以及市场避险需求回升的影响，可能在2018年下半年迎来上涨。

2017年铅价格波动上涨，涨幅7.71%，价格年度振幅为37.18%。具体来看，第一季度，铅的下游铅酸蓄电池行业因上年末提前透支需求导致上半年补库意愿不足，下游需求疲软使得铅价自2月份19,300元/吨左右回落至17,300元/吨左右。第二季度，国内冶炼厂集中检修，同时中央第三批环保督查自4月持续到6月，铅市场供应收缩。6月开始，市场上铅库存开始下降，加上冶炼厂检修较为集中，市场货源有限，现货价格逐步反弹至17,300元/吨以上。第三季度，受环保影响精矿及精炼铅产量增加有限，国内库存持续下降，9月国内铅市场库存不足2万吨，而期货持仓量最高超过15万手，国际上精铅受多重因素影响无法快速进入国内市场补充库存，铅价创年内新高，一路上涨至21,500元/吨以上。第四季度，铅价过高导致下游电池企业减产限产，市场需求降低，自10月中旬开始，铅价开始震荡下跌至年末的19,100元/吨左右，下跌幅度在11.46%。2018年铅酸蓄电池市场需求增长乏力，铅价格仍存在重心下移的可能。

2017年，钯现货价格受供给吃紧和汽车工业需求增加的影响持续增长，年涨幅约为56%，此外，钯价格上升还受益于美元贬值、对未来市场变化的预期以及地缘政治风险等因素；进入2018年，因钯价涨升动能衰竭，较多投资者获利离场，导致钯价格震荡下行。

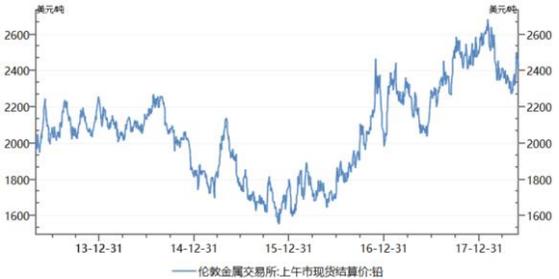
铋价格在2016年已至低谷，下降空间较小，2017年铋价格表现出稳中有涨的走势，除出现两次小幅回调外，其余月份基本以平稳或上调为主。

图 5 近年伦敦现货白银价格走势  
(单位：美元/盎司)



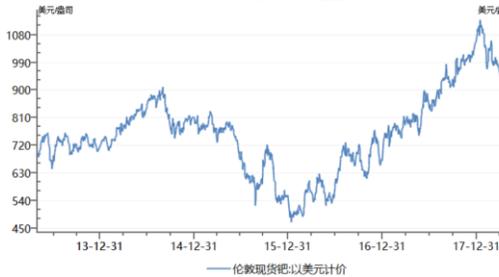
资料来源：wind资讯，鹏元整理

图 6 近年伦敦现货铅价格走势  
(单位：美元/吨)



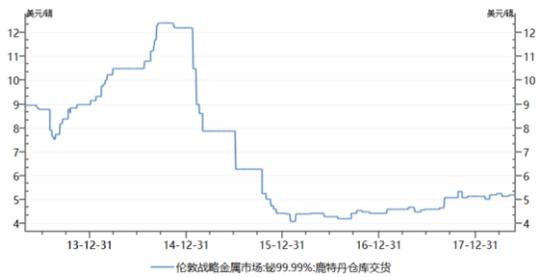
资料来源：wind资讯，鹏元整理

图 7 近年伦敦现货钯价格走势  
(单位：美元/盎司)



资料来源：wind资讯，鹏元整理

图 8 近年伦敦战略金属市场 99.99%铋价格走势  
(单位：美元/磅)



资料来源：wind资讯，鹏元整理

**永兴县有色金属行业整合政策继续执行；受产业转型升级影响，当地企业生产的有色金属冶炼废渣数量有所降低，且成本有所提高**

有色金属综合回收利用行业上游行业为有色金属冶炼行业，为节省有色金属冶炼废渣运输成本，有色金属综合回收利用企业通常围绕在有色金属矿产资源丰富地区和有色金属冶炼工业发达地区，呈现一定的区域性。有色金属冶炼废渣等物料类型多样、分布分散，对有色金属综合回收利用企业规模扩张形成一定的制约。因此有色金属冶炼行业的经营状况对有色金属综合回收利用行业的原材料供应和盈利状况都将产生一定影响。

永兴县矿产资源丰富，已发现矿产22种，已探明资源储量的矿产8种，总资源储量为3.38亿吨，主要包括无烟煤、铁、锰、有色金属（主要为铅、铜、锌、钛等），以及砷、高岭土及石膏等非金属材料，有“中国银都”之称。依托自然资源，有色金属相关行业已成为永兴县的支柱产业。但此前永兴县企业规模偏小，多采用“无矿开采”的循环经济模式，永兴县为加快推进当地金银冶炼产业（包括有色金属相关行业）整合升级，实现可持续发展，于2011年11月25日发布了《关于加快推进金银冶炼产业整合升级的实施意见》（永发【2011】18号），其中明确指

出：全县现有规模以上金银冶炼产业企业131家，通过逐年淘汰退出、兼并重组、整合升级等方式，确保实现全县金银冶炼企业在2012年12月底前整合到50家以内，在2015年12月底前整合到30家以内的目标；依法实施强制性清洁生产审核，在2013年12月31日前，全面完成金银冶炼企业第一轮清洁生产审核工作，重点企业每两年进行一次强制性清洁生产审核；积极引导向太和项目区和柏洞项目区集群发展，凡新进入规划园区内的金银冶炼投资项目，必须投资1亿元、年产值5亿元、年增税收1,000万元以上，经县金银冶炼企业整合升级工作指导小组办公室审核同意，再办理相关手续。截至2018年5月末，上述文件仍在执行中，永兴县金银冶炼行业部分小规模生产企业被淘汰，清洁生产审核未达标的企业被强制性停产或关闭。

2017年5月，中央第六环境保护督查组入驻永兴县，对涉重金属产业结构调整项目进行了实地督察，抽检企业目前均处于停产/限产阶段；此外，湖南省多次召开会议，推进有色金属产业转型升级。受产业转型升级影响，2017年永兴县共生产白银3,556.5吨、黄金2.4吨、铋802.7吨、其他有色金属22.2万吨，实现税收1亿元，同比有不同幅度的下降。永兴县金属冶炼的中小型企业发展受到限制，符合节能环保理念的大型企业将获得新的成长空间；永兴县有色金属冶炼废渣数量有所降低，且废渣成本有所提高，或对永兴县有色金属综合回收利用企业原材料供应的稳定性及企业的盈利造成不利影响，拥有可靠原材料供应来源的企业或将获益。

#### 四、经营与竞争

公司主营业务仍为黄金采选与销售、资源综合回收利用；资源综合回收利用业务分为有色金属资源综合回收利用与废弃电器电子产品处理，其中子公司雄风环保从事有色金属资源综合回收利用，子公司安徽广源科技发展有限公司（以下简称“广源科技”）从事废弃电器电子产品拆解。雄风环保“6万吨低品位复杂物料稀贵金属清洁高效回收项目”于2016年7月投产后产能逐渐释放，并于2017年实施二期工程（处理规模扩大至13万吨/年）；二期工程于2017年7月投产，雄风环保生产规模扩大，2017年公司实现资源综合回收利用收入19.68亿元，同比增长56.46%；受到国内整体安全、环保政策的影响，公司黄金矿山子公司有效开工时间缩减，且公司调整了生产计划，2017年采出、入选矿石品位及黄金产销量均低于2016年同期，采矿业实现营业收入5.76亿元，同比降低27.22%，综合影响下公司实现营业收入25.87亿元，同比增长22.49%。

毛利率方面，有色金属资源综合回收利用业务的毛利率受有色金属价格波动、采购方式变化及新生产线投产等影响有所降低，废弃电器电子产品处理业务盈利能力也有所下降，综合影响下2017年公司资源综合回收利用业务毛利率同比降低3.09个百分点；2017年公司降低了入选矿石品位，受此影响公司采矿业务毛利率同比降低了10.18个百分点，综合影响下2017年公

司综合毛利率为 24.52%，同比降低 10.26 个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
资源综合回收利用	196,758.99	17.71%	125,758.76	20.80%
采矿业	57,566.99	48.97%	79,093.08	59.15%
<b>主营业务合计</b>	<b>254,325.98</b>	<b>24.78%</b>	<b>204,851.84</b>	<b>35.60%</b>
其他业务	4,374.89	9.45%	6,358.63	8.31%
<b>合计</b>	<b>258,700.86</b>	<b>24.52%</b>	<b>211,210.46</b>	<b>34.78%</b>

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司金原矿产量大幅降低；受入选矿石量品双降的影响，公司矿产黄金的收入及盈利能力均有所降低；考虑入选矿石品位直接影响生产成本，黄金价格直接影响销售收入，未来需关注公司可用矿石品位及黄金价格的波动对矿产黄金盈利的影响

公司采矿业务仍主要由吉隆矿业、华泰矿业和五龙黄金三家子公司负责运营，截至2017年末，公司拥有8宗采矿权和12宗探矿权<sup>2</sup>，较2016年末增长4宗探矿权，系原“撰山子金矿外围勘探”重新划分为5宗探矿权所致<sup>3</sup>，公司8宗采矿权备案的地质储量合计为605.31万吨，剩余可采储量合计为534.97万吨。截至2018年4月末，公司已提交国土资源管理部门评审备案的黄金资源储量约55.75吨，具有一定的矿产资源储量。

表3 截至 2017 年末公司主要黄金矿产资源情况（单位：年、万吨/年）

项目	矿区名称	所属子公司	平均品位 (克/吨)	地质储量 (万吨)	剩余可采储量 (万吨)	可采年限	核定生产能力
采矿权	撰山子矿区 <sup>4</sup>	吉隆矿业	14.71	60.90	34.60	3.00	12.00
采矿权	五龙黄金采矿权	五龙黄金	6.85	218.25	215.60	21.83	10.00
采矿权	红花沟一采区	华泰矿业	7.27	128.33	103.91	29.38	3.89
采矿权	莲花山五采区	华泰矿业	9.49	37.75	20.78	7.29	3.00
采矿权	莲花山 3、7 号脉	华泰矿业	11.46	41.76	41.76	13.92	3.00
采矿权	红花沟 86 号脉	华泰矿业	5.28	40.14	40.14	13.38	3.00
采矿权	莲花山 26 号脉	华泰矿业	9.11	34.82	34.82	11.61	3.00
采矿权	彭家沟矿区	华泰矿业	5.79	43.36	43.36	14.45	3.00
探矿权	撰山子金矿外围勘探	吉隆矿业	-	-	-	-	-
探矿权	撰山子金矿四采区勘探	吉隆矿业	9.68	1.22	1.22	-	-
探矿权	撰山子金矿五采区	吉隆矿业	12.18	9.15	9.15	-	-

<sup>2</sup> 华泰矿业于 2016 年初取得 6 宗探矿权，目前均处于普查阶段，未编制地质储量报告进行评审备案。

<sup>3</sup> 实际是将已探测到地质储量的区域划出去，原“撰山子金矿外围勘探”探矿权证仍保留，并继续探矿。

<sup>4</sup> 公司于 2017 年 10 月完成了撰山子采矿许可证续展手续的办理，并取得国土资源部门核发的新采矿许可证。

	勘探						
探矿权	撰山子金矿六采区勘探	吉隆矿业	12.81	17.27	17.27	-	-
探矿权	撰山子金矿七采区勘探	吉隆矿业	12.88	17.72	17.72	-	-
探矿权	里滚子金矿详查	五龙黄金	5.77	22.16	22.16	-	-

资料来源：公司提供

2017年公司金原矿开采产能未发生变动，仍为40.89万吨/年，但公司金原矿总产量为31.59万吨，同比下降36.41%，主要系吉隆矿业和五龙黄金金原矿产量均有较大降幅所致；吉隆矿业和五龙黄金产量下降的原因主要有两点：其一是受国内整体安全、环保政策的影响，有效开工时间缩减；其二是吉隆矿业和五龙黄金在2013-2015年生产压力较大，造成一定程度的三级矿量失衡，2017年公司以掘进工程为主，侧重点放在了扭转三级矿量不平衡的情况，导致吉隆矿业和五龙黄金的采出矿量及采出矿品位均有所降低。华泰矿业产能利用率持续处于较低水平，2017年产量变动较小。

五龙黄金采矿许可证的生产规模为10万吨/年，但随着近年开拓工程的实施，五龙黄金产能已超过25万吨/年，公司在2016年7月已向国土资源部门申请变更采矿证的生产规模，相关事宜仍在办理过程中，截至本报告出具日尚无法预计变更完成的时间。

**表4 公司金原矿开采情况（单位：吨/年、吨）**

矿区名称	2017年			2016年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
吉隆矿业	120,000.00	87,530.00	72.94%	120,000.00	178,796.00	149.00%
华泰矿业	188,900.00	51,568.44	27.30%	188,900.00	51,331.34	27.17%
五龙黄金	100,000.00	176,825.73	176.83%	100,000.00	266,673.81	266.67%
<b>合计</b>	<b>408,900.00</b>	<b>315,924.17</b>	<b>77.26%</b>	<b>408,900.00</b>	<b>496,801.15</b>	<b>121.50%</b>

资料来源：公司提供

2017年公司金原矿选冶能力较2016年没有变化。2017年，公司金原矿入选量为432,461.66吨，同比降低8.38%；相对于金原矿产量，金原矿入选量变动相对较小，主要系公司使用了以前年度的金原矿储备。

黄金产出量受金原矿入选量和入选矿石品位的双重影响，黄金产出比主要受入选矿石品位影响。2017年公司开采的金原矿及动用的金原矿储备品位较低，公司黄金产量和产出比分别为2,056.35千克和4.75克/吨，分别同比下降28.29%和21.88%。

**表5 公司金原矿选冶情况**

项目	2017年	2016年
选冶能力（吨/年）	495,000.00	495,000.00
入选量（吨）	432,461.66	472,013.60

黄金产量（克）	2,056,351.96	2,867,617.84
产出比（克/吨）	4.75	6.08

资料来源：公司提供

销售方面，公司矿产黄金主要销售客户仍为上海黄金交易所会员紫金银辉，2017年向紫金银辉的销售额为51,503.98万元，占公司矿产黄金销售收入的89.47%。2017年公司黄金销售模式没有变化，紫金银辉将公司生产的黄金产品运抵其仓库，对非标准金锭或金精矿粉进行称重、取样、化验，确定品位后，将其加工为标准黄金，再全部通过交易所网上交易平台进行交易，以交易所当天所报市价进行销售，具体销售价格和销售时间，由公司销售部门根据行情和价格预判自行确定。

公司矿产黄金产销率保持在100%。得益于黄金市场价格处于上升通道，2017年公司黄金平均售价为279.95元/克，同比增长2.56%。但价格上涨仍无法抵消产量下降的影响，2017年公司矿产黄金实现销售收入57,566.99万元，同比降低26.45%；毛利率为48.97%，同比降低10.44个百分点，主要系入选矿石品位较低所致。入选矿石品位直接影响生产成本，黄金价格直接影响销售收入，未来需关注公司可用矿石品位及黄金价格的波动。

**表6 公司矿产黄金产销情况**

项目	2017年	2016年
产量（克）	2,056,351.96	2,867,617.84
销量（克）	2,056,351.96	2,867,617.84
产销率	100%	100%
平均售价（元/克）	279.95	272.95
收入（万元）	57,566.99	78,270.55
毛利率	48.97%	59.41%

资料来源：公司提供

**公司采矿业面临一定的安全及环保风险，未来公司可能存在由于国家政策变化对公司经营带来的合规风险及因需要增加安全环保投入而导致利润下降的风险**

公司所属矿山的采矿方式为地下开采，开采工序涉及到爆破，存在一定的危险性。此外，公司在采矿工序中需要使用爆破品，在选矿工序中需要使用剧毒化学品氰化钠，在冶炼工序中需要使用腐蚀性化学品王水等，同时由于公司采矿涉及多项风险，包括自然灾害、设备故障及其他突发性事件等，这些风险可能导致公司的矿山受到不可预见的财产损失和人员伤亡。公司在矿产资源开采、选冶过程中伴有可能影响环境的废弃物，如废石、废渣的排放。矿产资源的开采，不仅会产生粉尘及固体废物污染，还可能导致地貌变化、植被破坏、水土流失等现象的发生，进而影响到生态环境的平衡。一旦发生严重的安全生产事故或环境污染，将给公司造成停业整顿、行政处罚及其他损失，可能对公司的业务前景、财务状况及经营业绩造成重大不利

影响。

公司设有专职的安全生产监督部门，制订了一系列安全生产管理制度及安全教育培训制度，并就爆破品、腐蚀性和剧毒化学品的采购、运输、保管和使用制定了一系列操作程序和安全规范指引，以保证公司财产和员工人身的安全。公司已建立遵守国家环境保护条例、控制污染物排放的环保体系；按照国家规范的标准和管理要求采矿、选矿和冶炼，按照较高的标准制定并严格执行安全生产的相关规章制度，投入资金建设环保设施，建立了完善的环保管理与监督体系，以避免因环保安全等问题对公司造成不利影响。但值得注意的是，矿山生产环境复杂，造成安全环保事故的人为或非人为、可控或不可控因素较多且有不可预见性，国内整体安全、环保政策的趋紧缩减了公司矿山的有效开工时间；2017年公司采矿业安全生产费用同比大幅提高147.87%至2,196.28万元，未来公司可能存在由于国内安全环保政策变化对公司经营带来的合规风险及因需要增加安全环保投入而导致利润下降的风险。

**表7 公司采矿业安全生产费用投入情况（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
安全费用投入	2,196.28	886.05

资料来源：公司提供

**新生产线的投产及产能释放大幅提高了雄风环保低品位复杂物料处理的规模，推动有色金属资源综合回收利用业务收入快速增长**

随着业务规模扩张，2017年公司实现资源综合回收利用收入19.68亿元，同比增长56.46%，其中雄风环保实现营业收入18.76亿元，占比95.33%。“6万吨低品位复杂物料稀贵金属清洁高效回收项目”及二期工程的投产使得雄风环保产品种类有所增长，雄风环保收入及毛利率情况如下表所示。

**表8 2016-2017年雄风环保收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
银	91,912.13	18.03%	67,410.78	19.31%
铅	16,368.84	13.44%	12,182.63	18.04%
钡	21,092.10	16.81%	4,087.93	18.50%
金	17,182.38	17.10%	5,761.27	23.07%
铋	6,849.35	18.85%	6,926.72	19.99%
海绵铜	4,193.06	21.92%	3,242.40	33.16%
铈	3,320.73	38.25%	453.04	23.30%
铟	3,866.57	16.91%	4,267.11	13.37%
锡	4,186.56	25.74%	4,802.57	34.45%
氯化钡	-	-	6.84	-8.86%

氧化铋	-	-	0.51	-102.01%
粗铅	6,634.70	8.94%	5,970.79	12.53%
其他贵金属	12,008.81	13.91%	6,321.71	8.37%
<b>合计</b>	<b>187,615.23</b>	<b>17.45%</b>	<b>121,434.30</b>	<b>19.24%</b>

资料来源：公司提供

雄风环保“6万吨低品位复杂物料稀贵金属清洁高效回收项目”于2016年7月投产后产能逐渐释放，二期扩建工程于2017年7月投产，雄风环保生产规模扩大，2017年银、钨和金的产能分别增长至360,000.00千克/年、1.10吨/年和0.70吨/年。雄风环保低品位复杂物料处理的规模加大，2017年为7.56万吨，同比增长102.68%，主要产品中银、铅、钨和金的产量均有所提高，产能利用率有不同程度的提高。雄风环保产品的产能利用率还会受到原料品种的影响，2017年雄风环保供货渠道有所改变，导致原料品种有所改变，处理的渣料中所含铋的平均品位有所下降，导致铋的产量略有下降。

**表9 2016-2017年雄风环保有色金属资源综合利用业务主要产品生产情况**

产品	项目	2017年	2016年
银	产能（千克/年）	360,000.00	215,000.00
	产量（千克）	352,594.55	209,923.08
	产能利用率	97.94%	97.63%
铅	产能（吨/年）	17,000.00	17,000.00
	产量（吨）	16,021.99	14,239.71
	产能利用率	94.25%	83.76%
钨	产能（吨/年）	1.10	0.30
	产量（吨）	1.08	0.24
	产能利用率	98.18%	80.00%
金	产能（吨/年）	0.70	0.30
	产量（吨）	0.69	0.23
	产能利用率	98.98%	77.30%
铋	产能（吨/年）	1,600.00	1,600.00
	产量（吨）	1,118.94	1,396.57
	产能利用率	69.93%	87.28%

注：本表中铅相关数据包含粗铅。

资料来源：公司提供

产品定价方面，雄风环保主要产品是各类金属锭，为标准化产品，具有公开市场报价。其产品销售价格一般参考上海有色金属网公布的当日金属现货价格，如产品金属含量低于上海有色金属网公布的标准产品金属含量，则产品价格当日标准产品的价格基础上下浮一定比例，最终与客户协商确定。雄风环保主要有色金属销量随产量增减而变动，2017年雄风环保主要金属产品中，除金属铋产量减少导致销量减少外，其余金属如银、铅、钨和金，销量均有所提升。

**表10 2016-2017年雄风环保有色金属资源综合利用业务主要产品销售情况**

产品	项目	2017年	2016年
银	销量（公斤）	347,743.93	213,394.03
	销售均价（元/公斤）	2,643.10	3,158.98
	产销率	98.62%	101.65%
铅	销量（吨）	10,549.90	10,576.18
	销售均价（元/吨）	15,515.64	11,518.94
	产销率	92.03%	102.20%
钯	销量（吨）	1.11	0.32
	销售均价（元/克）	190.28	126.10
	产销率	102.78%	133.33%
金	销量（吨）	0.63	0.22
	销售均价（元/克）	274.85	260.77
	产销率	91.30%	95.65%
铋	销量（吨）	1,173.80	1,346.29
	销售均价（元/吨）	58,352.14	51,450.09
	产销率	104.90%	96.40%

资料来源：公司提供

销售结算方面，对于大多数客户，雄风环保采取全额预收、先款后货的结算方式，对于极少数信用程度较好的长期客户，雄风环保允许客户预付一定比例的货款，客户待收货后再支付尾款。雄风环保客户多为各类有色金属贸易公司及有色金属加工企业，其生产的各类金属锭经进一步提纯或加工处理后应用于终端消费市场。雄风环保老客户主要集中在湖南，但随着“6万吨低品位复杂物料稀贵金属清洁高效回收项目”及二期工程的投产，雄风环保产品结构有所变动，外省客户不断增多，上海、山东、河北、安徽、重庆、江西、云南、广东等均有新增客户，前五大客户亦有所变动。2017年，雄风环保前五大客户销售收入合计数有所提高，但受营业规模增大的影响，前五大客户销售占比降低至36.01%。

**表11 2016-2017年雄风环保有色金属资源综合利用业务前五名客户情况（单位：万元）**

时间	客户名称	销售收入	销售占比
2017年	永兴县长鑫铋业有限责任公司	19,690.29	10.50%
	永兴贵研资源有限公司	10,979.94	5.85%
	永兴县富兴贵金属有限责任公司	10,643.43	5.67%
	永兴县瑞琦金属材料有限公司	9,563.31	5.10%
	上海旭银贸易有限公司	9,360.98	4.99%
	<b>合计</b>	<b>67,568.77</b>	<b>36.01%</b>
2016年	永兴县富兴贵金属有限责任公司	24,059.73	19.81%
	永兴县瑞琦金属材料有限公司	15,098.50	12.43%
	永兴县红树叶金属矿产贸易有限公司	9,485.44	7.81%

湖南金旺铋业股份有限公司	9,004.29	7.41%
郴州铭华金属矿产工贸有限公司	5,291.71	4.36%
合计	62,939.67	51.83%

资料来源：公司提供

生产规模的扩大促使雄风环保加大了采购力度，采购区域的扩展及供应商集中度的下降有利于分散经营风险，但公司存货中原材料和半成品规模大幅增长；受有色金属价格波动、采购方式变化及新生产线投产影响，雄风环保有色金属资源综合回收利用业务盈利能力有所降低，未来需关注有色金属价格波动对该业务盈利的影响

原材料采购方面，雄风环保生产所需的主要原材料为含有铋、银、金、钯、铅、金等有色金属成份的有色金属冶炼废渣，具体包括阳极泥、银渣料、铋物料、铜物料、含钯废淬渣、铅渣等；生产辅料包括煤油、烧碱、焦炭、盐酸、铁粉等。雄风环保采购计划主要根据生产计划制定，生产部门判断原料的可回收性及回收价值，业务部根据成本及金属现货报价，与供应商开展商务谈判，确定原料价格后与供应商签订合同。随着生产规模的扩大及产品结构的调整，2017年雄风环保新增采购含钯废淬渣、熔炼渣等原材料的采购。

受原材料中有价金属含量及终端产品价格影响，2017年有色金属采购单价较2016年有较大变动，其中原材料阳极泥采购单价为122,904.31元/吨，是2016年的8.55倍；银渣料采购单价166,264.57元/吨，是2016年的6.55倍。生产规模的扩大使得2017年雄风环保原材料采购金额同比大幅增长，但雄风环保部分原材料如阳极泥、矿渣等加工周期较长，且部分原材料未及使用，使得公司存货中原材料和半成品规模大幅增长。

此外，2017年公司实现其他业务收入0.44亿元，主要为雄风环保根据白银价格波动情况，从事贸易活动，外购1#银后直接销售得到的3,889.02万元销售收入。

表12 2016-2017年雄风环保有色金属资源综合回收利用业务主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨、万元）

原材料名称	2017年			2016年		
	采购量	采购单价	采购金额	采购量	采购单价	采购金额
阳极泥	2,767.81	122,904.31	34,017.64	23,630.46	14,376.05	33,971.27
银渣料	3,905.74	166,264.57	64,938.66	7,325.84	25,372.77	18,587.69
铜物料	1,165.56	25,384.65	2,958.74	55.56	65,744.62	365.28
含钯废淬渣	6,850.07	12,853.75	8,804.91	-	-	-
铋物料	659.45	17,169.98	1,132.27	776.11	25,560.68	1,983.79
烟灰	7,246.42	6,310.73	4,573.02	2,387.46	12,258.41	2,926.65
湿法泥	-	-	-	2,978.00	5,555.56	1,654.44
铅渣	9,389.60	11,931.67	11,203.36	8,535.43	14,975.90	12,782.57
粗银	-	-	-	91.14	3,331.86	30,367.14

钼物料	13.65	2,398,711.0	3,274.16	-	-	-
熔炼渣	19,035.17	34,545.37	65,757.70	-	-	-
锗尘	278.21	17,504.37	486.99	-	-	-
<b>合计</b>	-	-	<b>197,147.46</b>	-	-	<b>102,638.83</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

永兴县有色金属冶炼产业的升级使得雄风环保在原材料采购上逐渐与规模较大、资质信誉状况优良的大公司采购合作，采购范围逐渐扩展至全国；叠加生产能力的增加使得采购的原材料有所变动的的影响，近年雄风环保供应商结构持续调整，2017年前五大供应商亦有所变动。受采购总金额增大的影响，2017年雄风环保对前五大供应商原料采购占比为25.15%，同比降低17.18个百分点，供应商集中度有所下降。雄风环保采购区域的扩展及前五大供应商集中度的下降有利于分散风险。

表13 2016-2017年雄风环保有色金属资源综合回收利用业务前五名供应商情况（单位：万元）

时间	供应商名称	采购金额	采购占比
2017年	内蒙古兴安银铅冶炼有限公司	23,001.62	8.33%
	汉中锌业有限责任公司	16,206.94	5.87%
	衡阳水口山金信铅业有限责任公司	12,134.01	4.39%
	陕西东岭冶炼有限公司	9,960.12	3.61%
	永兴县荣善金属贸易有限责任公司	8,148.50	2.95%
	<b>合计</b>	<b>69,451.18</b>	<b>25.15%</b>
2016年	永兴银都实业有限公司	24,677.07	18.50%
	永兴县荣善金属贸易有限公司	8,896.65	6.67%
	陕西东岭冶炼有限公司	8,852.52	6.64%
	海城诚信有色金属有限公司	7,247.30	5.43%
	永兴县驰明金属材料贸易有限公司	6,800.92	5.09%
	<b>合计</b>	<b>56,474.46</b>	<b>42.33%</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年雄风环保主要有色金属销售收入均有所增长，但大部分有色金属毛利率均有所降低，如银、铅、钼、金和铋产品毛利率的毛利率均有不同幅度的降低，主要原因有三点：其一是有色金属价格的波动对销售收入及采购成本均有一定影响；其二是永兴县有色金属冶炼产业的升级使得雄风环保在原材料采购上逐渐与规模较大、资质信誉状况优良的大公司采购合作，且采购范围逐步扩展到全国，使得采购成本有所增长；其三是二期工程于2017年7月投产，生产指标调试及工艺的磨合阶段使得生产成本有所增加。值得注意的是，2017年银、铅和钼市场价格波动较大，有色金属价格直接影响雄风环保资源回收成本和再生金属销售价格，未来需持续关注有色金属价格波动对有色金属资源综合回收利用业务盈利水平的影响。

公司2014年收购雄风环保100%股权时，与雄风环保原股东签署了《盈利补偿协议书》及《补

充协议》，根据北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的雄风稀贵股东全部权益价值评估报告，雄风环保在2015-2017年净利润预测数分别不低于8,500万元、13,800万元和14,300万元。2017年度，雄风环保扣除非经常损益及节约的利息费用影响后的净利润为20,109.73万元，超过承诺方对雄风环保2017年净利润的承诺数额。

此外，子公司广源科技从事废弃电器电子产品处理业务，目前处理产品类别主要为电视机、微型计算机、空调、洗衣机及电冰箱等，年处理能力110万台。2017年度，广源科技处理各类废弃电器电子产品109.99万台。截至2017年末，广源科技总资产为29,200.24万元，净资产17,112.51万元；2017年度，广源科技实现营业收入13,469.13万元、营业利润2,058.27万元，净利润1,815.11万元。根据《关于安徽广源科技发展有限公司之股权转让及增资协议》，原股东承诺2015-2017年净利润分别不低于1,300万元、1,900万元和2,800万元，即三年累计值不低于6,000万元。2017年度，广源科技扣除非经常损益及因建设新的生产线而增加的利息支出影响后的净利润为1,995.10万元，2015-2017年广源科技三年累计实现净利润7,034.12万元，高于承诺利润。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（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1季度财务报表，报告采用新会计准则编制。2017年公司合并范围新增赤金地质勘查。公司自2017年5月28日执行财政部新发布的《企业会计准则第42号》，自2017年6月12日执行财政部修订后的《企业会计准则第16号》；公司根据《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30号）要求，在利润表的“营业利润”项目之上单独列报“资产处置收益”项目，原在“营业外收入”和“营业外支出”的部分非流动资产处置损益，改为在“资产处置收益”中列报，并相应追溯重述了比较报表。本报告2016年数据采用2017年审计报告期初数。

**表14 追溯调整对合并财务报表的影响（单位：万元）**

利润表影响项目	合并财务报表	
	本期影响金额	上年调整金额
资产处置收益	24.97	113.86
营业外收入	-43.65	-115.61
其中：非流动资产处置利得	-43.65	-115.61
营业外支出	-18.68	-1.74
其中：非流动资产处置损失	-18.68	-1.74

资料来源：公司 2017 年审计报告

### 资产结构与质量

公司资产规模有所增长，以存货、厂房、井建设施、机器设备及商誉等为主，需关注存货跌价风险

截至 2017 年末，公司资产总额 483,925.49 万元，同比增长 25.87%，主要系留存收益累积及发行本期债券所致；公司经营规模持续扩大，预付款项、存货和固定资产等与主营业务密切相关的资产项目随之增长。

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产组成。2017 年末，公司货币资金为 6,997.72 万元，同比降低 72.52%，主要系购买原材料和购建在建工程所致，其中 240 万元作为银行黄金租赁套期保值保证金使用受限。2018 年 3 月末，公司货币资金增加至 11,560.20 万元，主要系雄风环保销售回款增多所致。公司应收账款主要为雄风环保的应收货款，雄风环保主要采用全额预收、先款后货的结算方式，因此公司应收账款规模不大；2017 年雄风环保营业规模有所增大、新增较多客户，受此影响公司 2017 年末应收账款为 7,779.43 万元，同比增长 153.04%；公司应收账款余额中，99.87%集中在一年以内，集中度很高，主要是应收永兴县富兴贵金属有限责任公司、永兴县富恒贵金属有限责任公司和永兴县长鑫铋业有限责任公司的货款。公司预付款项主要是预付原材料采购款及投标保证金，2017 年末为 16,089.12 万元，同比增长 128.64%，主要系本期缴纳 8,062.00 万元投标保证金所致；2018 年 3 月末，公司预付款项为 37,119.92 万元，同比增长 130.71%，主要系雄风环保预付采购原材料款增长所致。公司其他应收款主要为应收中华人民共和国环境保护部（以下简称“环保部”）的环保补贴款和国元期货有限公司的黄金套期保值保证金，2017 年末为 21,235.77 万元，主要系应收环保部的环保补贴款大幅增长所致；应收环保部的环保补贴款为 18,703.03 万元，占当期末其他应收款余额的 80.67%，考虑到环保部已对该笔款项进行认定，未来该笔款项回收风险不大，但回款时间尚不确定。公司存货主要系雄风环保有色金属资源综合回收利用业务产生，雄风环保采购力度随着业务规模的扩大而扩大，但雄风环保部分原材料如阳极泥、矿渣等加工周期较长，且部分原

材料未及使用，公司存货中原材料和半成品增加，2017年末公司存货为151,159.26万元，同比增长78.85%，其中原材料和半成品账面价值分别为86,722.99万元和44,138.05万元，分别占存货账面价值的57.37%和29.20%；2017年末公司存货占总资产的比例同比提高9.26个百分点至31.24%，占用公司资金，考虑到公司产品价格波动较大，未来需关注存货跌价风险。公司其他流动资产主要系衍生工具（套保合约）、应交税金和结构性存款，2017年末公司其他流动资产账面价值为14,580.54万元，同比增长30.51%，主要系应交税金和结构性存款大幅增长所致；雄风环保于2018年1季度开始使用银行承兑汇票进行短期融资，将银行承兑汇票保证金计入其他流动资产，受此影响2018年3月末公司其他流动资产为34,263.95万元，较2017年末增长135.00%。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产、商誉和长期待摊费用组成。因二期工程及矿山子公司井巷工程结转入固定资产，2017年末公司固定资产及在建工程反向变动，2017年末公司固定资产为157,950.55万元，同比增长46.86%，在建工程为8,378.27万元，同比降低66.77%。公司无形资产主要包括采矿权和土地，受摊销影响，2017年末公司无形资产为29,874.33万元，同比降低10.76%。公司商誉仍为收购雄风环保和广源科技形成的商誉，二者分别为44,141.62万元和4,196.89万元，2017年末公司商誉仍为48,338.51万元；未来被收购公司经营成果存在不达预期的可能性，商誉可能存在一定的减值风险。2018年3月末公司长期待摊费用为12,168.32万元，主要为勘探费。

截至2017年末，公司资产中受限的保证金、结构性存款、土地使用权、采矿权等账面价值合计为30,948.47万元，占资产总额的6.40%。整体来看，公司资产规模有所增长，以存货、厂房、井建设施、机器设备及商誉等为主，需关注存货跌价风险。

**表15 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	11,560.20	2.29%	6,997.72	1.45%	25,467.31	6.62%
预付款项	37,119.92	7.34%	16,089.12	3.32%	7,036.98	1.83%
其他应收款	19,652.97	3.89%	21,235.77	4.39%	14,780.10	3.84%
存货	132,825.78	26.27%	151,159.26	31.24%	84,518.25	21.98%
其他流动资产	34,263.95	6.78%	14,580.54	3.01%	11,171.65	2.91%
<b>流动资产合计</b>	<b>237,204.98</b>	<b>46.91%</b>	<b>217,841.84</b>	<b>45.02%</b>	<b>146,048.73</b>	<b>37.99%</b>
固定资产	156,162.67	30.88%	157,950.55	32.64%	107,554.42	27.98%
在建工程	12,635.32	2.50%	8,378.27	1.73%	25,211.07	6.56%
无形资产	29,210.12	5.78%	29,874.33	6.17%	33,477.79	8.71%
商誉	48,338.51	9.56%	48,338.51	9.99%	48,338.51	12.57%
长期待摊费用	12,168.32	2.41%	12,214.14	2.52%	12,161.65	3.16%

非流动资产合计	268,477.37	53.09%	266,083.65	54.98%	238,411.61	62.01
资产总计	505,682.35	100.00%	483,925.49	100.00%	384,460.34	100.00

资料来源：公司 2017 年审计报告和未经审计的 2018 年 1 季度财务报表，鹏元整理

## 资产运营效率

### 公司净营业周期有所延长，资金周转压力加大

公司应收账款主要为雄风环保的应收货款，雄风环保主要采用全额预收、先款后货的结算方式，因此公司应收账款规模不大，应收账款周转天数持续处于较低水平。2017年末公司应收账款和存货同比大幅增长，但营业收入及营业成本的大幅提高使得应收账款周转天数和存货周转天数分别小幅延长至7.55天和217.26天。公司二期工程及井巷工程的开展使得应付项目款大幅增长至年末的11,175.66万元，且营业规模的扩大使得应付材料款有所增长，对上游供应商资金的较多占用使得2017年公司应付账款周转天数延长至19.72天。整体来看，2017年公司净营业周期主要受存货周转天数影响延长至205.09天，资金周转压力加大。存货规模的攀升拉长了公司流动资产周转天数；新增固定资产带来的效益尚未完全释放，叠加采矿业务收入降低的影响，2017年公司固定资产周转天数延长至184.73天。

表16 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	7.55	6.33
存货周转天数	217.26	197.29
应付账款周转天数	19.72	16.44
净营业周期	205.09	187.18
流动资产周转天数	253.19	239.15
固定资产周转天数	184.73	162.48
总资产周转天数	604.21	619.95

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

### 受有色金属资源回收板块的拉动，公司营业收入持续增长，但主营业务盈利水平下降

雄风环保生产规模扩大，受此影响2017年公司实现资源综合回收利用收入19.68亿元，同比增长56.46%；受到国内整体安全、环保政策的影响，公司黄金矿山子公司有效开工时间缩减，且公司调整了生产计划，2017年采出、入选矿石品位及黄金产销量均低于去年同期，采矿业实现营业收入5.76亿元，同比降低27.22%，综合影响下公司实现营业收入25.87亿元，同比增长22.49%。毛利率方面，有色金属资源综合回收利用业务的毛利率受有色金属价格波动、采购方

式变化及新生产线投产影响有所降低，废弃电器电子产品处理业务盈利能力也有所下降，综合影响下2017年公司资源综合回收利用业务毛利率同比降低3.09个百分点；2017年公司降低了入选矿石品位，受此影响公司采矿业务毛利率同比降低了10.18个百分点，综合影响下2017年公司综合毛利率为24.52%，同比降低10.26个百分点。

随着业务扩张、研发支出增多及有息债务规模的扩大，公司销售费用、管理费用及财务费用均有一定的涨幅。2017年，公司销售费用为194.70万元，同比增长43.59%，其中人工费用、差旅费及其他费用均有一定程度的提高；管理费用为24,557.63万元，同比提高7.01%，主要系研发支出直接材料同比有较大幅度增长所致；受本期债券发行的影响，2017年末公司有息债务大幅增长，财务费用随之攀升，2017年为7,628.68万元，同比增长132.50%。但受公司营业收入有所增长的影响，2017年公司期间费用率变动较小。2017年公司扣除非经常性损益的营业利润为26,918.39万元，同比降低40.69%。

2017年，公司公允价值变动收益为6,435.01万元，主要系公司租入黄金后，持有期间的公允价值变动；投资损失为5,557.19万元，主要是由于黄金租赁到期后，公司在市场上买入黄金归还银行导致的投资损失；由于公司进行黄金租赁以实现短期融资，公司公允价值变动收益及投资收益易受黄金价格波动的影响。其他收益为5,079.08万元，主要为与收益相关的增值税退税及项目专项款等政府补助，占当期公司利润总额的15.46%。

**表17 公司主要盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	47,371.78	258,700.86	211,210.46
公允价值变动收益	-595.62	6,435.01	-11,143.75
投资收益	16.31	-5,557.19	8,164.42
营业利润	2,190.12	32,875.29	42,409.35
扣除非经常性损益的营业利润	1,455.71	26,918.39	45,388.68
利润总额	3,478.17	32,859.43	43,248.86
净利润	3,409.40	28,222.86	33,712.14
综合毛利率	16.01%	24.52%	34.78%
期间费用率	13.34%	12.52%	12.48%
总资产回报率	-	9.38%	12.75%
营业收入增长率	27.39%	22.48%	32.74%
净利润增长率	256.81%	-16.28%	42.40%

注：扣除非经常性损益的营业利润为排除公允价值变动收益、其他收益和投资收益影响后的营业利润。

资料来源：公司2017年审计报告和未经审计的2018年1季度财务报表，鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金流表现较差，投资净支出规模较大，短期融资压力加大

2017 年公司实现净利润 28,222.86 万元，同比下降 16.28%；近年“6 万吨低品位复杂物料稀贵金属清洁高效回收项目”及二期工程的建设使得公司固定资产规模持续增长，受此影响近年非付现费用持续增长，2017 年为 16,471.09 万元，同比增长 3.74%；2017 年公司有息债务增幅较大，财务费用同比有较大增幅，且公司有 5,557.19 万元的投资损失，使得非经营损益有所增长。剔除非付现费用及非经营损益影响后，2017 年公司 FFO 为 53,434.39 万元，同比变动不大；生产规模的扩大使得 2017 年雄风环保原材料采购金额同比大幅增长，但雄风环保部分原材料如阳极泥、矿渣等加工周期较长，且部分原材料未及使用，使得公司存货中原材料和半成品规模大幅增长，叠加经营性应收项目的增长，营运资本的占用程度有所加大，受此影响公司经营性现金流持续弱化，2017 年公司经营活动现金净流出 37,806.08 万元，表现较差。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入规模较小，主要是广源科技投资理财产品到期收回；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 23,809.78 万元，主要用于二期工程、矿山子公司井巷工程等在建项目；投资支付的现金为 10,400.00 万元，主要为广源科技投资理财产品支付的现金。2017 年公司投资活动现金净流出 24,305.44 万元。

公司经营活动及投资活动的现金缺口依靠筹资解决。2017 年公司筹资活动现金流入主要系取得借款、本期债券募集资金及黄金租赁融资款收到的现金；筹资活动现金流出主要系偿付银行借款本息及买入黄金归还银行支付的现金。2017 年合作银行收缩了相关业务，公司黄金融资租赁受阻，短期融资压力的加大使得公司在 2018 年一季度通过应付票据融资；考虑合作银行存在中止该业务的可能，公司短期融资压力或将持续加大。

表18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
净利润	28,222.86	33,712.14
非付现费用	16,471.09	15,878.02
非经营损益	8,740.44	4,109.08
<b>FFO</b>	<b>53,434.39</b>	<b>53,699.24</b>
<b>营运资本变化</b>	<b>-91,240.48</b>	<b>-46,940.61</b>
其中：存货减少（减：增加）	-66,540.18	-18,058.98
经营性应收项目的减少（减：增加）	-72,831.95	-12,694.05
经营性应付项目增加（减：减少）	48,131.65	-16,187.58
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-37,806.08</b>	<b>6,758.63</b>
<b>投资活动的现金流量净额</b>	<b>-24,305.44</b>	<b>-37,653.20</b>

筹资活动产生的现金流量净额	40,781.93	13,724.64
现金及现金等价物净增加额	-21,329.59	-17,169.93

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

### 公司有息负债规模快速攀升，偿债压力加大

随着公司融资规模的增大，公司负债总额持续增长，2018 年 3 月末为 219,325.76 万元，较 2016 年末增长 68.41%；受留存收益累计影响，2018 年 3 月末公司所有者权益为 286,356.59 万元，较 2016 年末增长 12.64%。综合影响下 2018 年 3 月末公司产权比率提高至 76.59%，所有者权益对负债的保障能力有所减弱。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债总额	219,325.76	200,880.03	130,236.05
所有者权益	286,356.59	283,045.46	254,224.29
产权比率	76.59%	70.97%	51.23%

资料来源：公司 2017 年审计报告和未经审计的 2018 年 1 季度财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、应付票据、应付账款、应交税费和其他应付款。截至 2018 年 3 月末，公司短期借款余额为 12,892.92 万元，较 2016 年末增长 125.94%，主要系雄风环保为满足生产经营需要增加流动资金借款所致。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债全部为黄金租赁，2017 年末为 59,459.40 万元，同比降低 26.73%，主要系合作银行收缩了相关业务所致。公司黄金融资租赁受阻，因此在 2018 年一季度加大了票据融资力度，2018 年 3 月末公司应付票据大幅增长至 45,000.00 万元。2017 年，公司二期工程及井巷工程的开展使得应付项目款大幅增长至年末的 11,175.66 万元，且营业规模的扩大使得应付材料款有所增长，年末公司应付账款为 16,787.04 万元，是 2016 年末的 16.72 倍。2017 年末公司应交税费为 3,131.58 万元，同比大幅降低 69.03%，主要系 2017 年初公司支付 2016 年应交个人所得税和企业所得税所致。公司其他应付款主要包括工程款、押金保证金和往来款，2017 年末为 5,890.81 万元，同比增长 62.68%，主要系应付往来款及工程款大幅增长所致。

表20 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	12,892.92	5.88%	12,892.92	6.42%	5,706.23	4.38%
以公允价值计量且其变动计入当期损	53,868.50	24.56%	59,459.40	29.60%	81,149.25	62.31%

益的金融负债						
应付票据	45,000.00	20.52%	-	-	3,600.00	2.76%
应付账款	15,439.46	7.04%	16,787.04	8.36%	1,004.21	0.77%
应交税费	1,935.27	0.88%	3,131.58	1.56%	10,111.66	7.76%
其他应付款	5,238.46	2.39%	5,890.81	2.93%	3,621.17	2.78%
<b>流动负债合计</b>	<b>138,922.82</b>	<b>63.34%</b>	<b>110,621.84</b>	<b>55.07%</b>	<b>110,346.39</b>	<b>84.73%</b>
长期借款	8,660.00	3.95%	8,660.00	4.31%	9,500.00	7.29%
应付债券	69,601.29	31.73%	79,481.52	39.57%	9,871.30	7.58%
<b>非流动负债合计</b>	<b>80,402.94</b>	<b>36.66%</b>	<b>90,258.18</b>	<b>44.93%</b>	<b>19,889.66</b>	<b>15.27%</b>
<b>负债合计</b>	<b>219,325.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>200,880.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>130,236.05</b>	<b>100.00%</b>
<b>有息债务</b>	<b>190,022.71</b>	<b>86.64%</b>	<b>160,493.84</b>	<b>79.90%</b>	<b>109,826.78</b>	<b>84.33%</b>

资料来源：公司 2017 年审计报告和未经审计的 2018 年 1 季度财务报表，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券。截至2018年3月末，公司长期借款为8,660.00万元，系向交通银行股份有限公司郴州分行取得的最高额抵押借款，利率为5.46%，抵押物为土地使用权及在建工程。公司应付债券为雄风环保2015年1月发行的1亿元集合债券及本期债券，2017年末为79,481.52万元；雄风环保于2018年1月26日提前兑付了集合债券剩余本金及利息，受此影响2018年3月末公司应付债券较2017年末降低12.43%。

公司有息债务为短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、应付票据、长期借款和应付债券。受本期债券发行、应付票据及短期借款规模增长影响，公司有息债务规模持续攀升，截至2018年3月末，公司有息债务规模为190,022.71万元，较2016年末增长73.02%，占负债总额的86.64%，且2018年偿还金额较大；公司面临一定的刚性债务压力，且短期偿债压力较大。

**表21 截至 2017 年末公司有息债务偿债计划（单位：万元）**

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
本金	74,092.32	3,140.00	2,840.00	80,421.52

资料来源：公司提供，鹏元整理

从长期偿债能力指标来看，2018年3月末公司资产负债率提高至43.37%，主要系公司融资力度增大，有息债务规模扩大所致。从短期偿债能力指标来看，公司取得部分融资资金购买了较多原材料，且半成品较多，存货规模大幅提高，叠加预付款项、其他流动资产等的增长，2017年末公司流动比率增长至1.97；公司速动比率同比变动不大，2017年末为0.60，速动资产对流动负债的保障能力较弱。2017年公司EBITDA受利润总额下降的影响有所下降，叠加有息债务规模的扩大使得利息支出增多，EBITDA利息保障倍数降低至6.21。

**表22 公司主要偿债能力指标**

项目	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	43.37%	41.51%	33.88%
流动比率	1.71	1.97	1.32
速动比率	0.75	0.60	0.56
EBITDA（万元）	-	56,272.32	62,187.02
EBITDA 利息保障倍数	-	6.21	12.54
有息债务/EBITDA	-	2.85	1.77
经营性净现金流/流动负债	0.37	-0.34	0.06
经营性净现金流/负债总额	0.23	-0.19	0.05

资料来源：公司 2017 年审计报告和未经审计的 2018 年 1 季度财务报表，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

### 黄金采矿权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平，但其评估价值存在下行的风险

公司以其合法拥有的4宗黄金采矿权为本期债券提供抵押担保。担保范围包括但不限于本期债券应偿付的本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他公司需支付的费用。担保期限为自抵押物登记备案完成之日起至本期债券足额还本付息后终止。根据公司2016年7月8日提供的《承诺函》，公司用于本期债券抵押的4宗黄金采矿权不存在重复抵押的情况。根据《赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司公开发行2016年公司债券采矿权抵押合同》之补充协议，当全部抵押采矿权的价值可能低于本次债券未偿还本金及一年利息的1.2倍时，公司应及时通知海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”），并委托海通证券认可的并具备相应资质的资产评估机构进行评估；如全部抵押采矿权的评估价值低于本次债券未偿还本金及一年利息（以下简称“抵押比率”）的1.2倍时，公司应在三个工作日内确定追加现金或其他资产。如同意追加现金资产，应在十个工作日内将资金划至为本次发行开立的偿债账户；如同意追加资产，应在二十个工作日内完成追加资产专项审计并配合海通证券完成抵押备案。

根据《赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司公开发行2017年公司债券募集说明书（面向合格投资者）》，“抵押期间，发行人应聘请经受托管理人认可的并具备相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行评估。年度评估报告的基准日期应为抵押期间每年的9月30日，出具时间应不迟于抵押期间每年的12月31日，发行人在评估报告出具后的10个工作日内，向受托管理人提供其认可的有资质的资产评估机构出具的资产评估报告。”

按照约定，2017年公司聘请北京中锋资产评估有限责任公司对黄金采矿权做了最新一期评估。根据公司提供的经北京中锋资产评估有限责任公司出具的4宗黄金采矿权的采矿权评估报告，该4宗黄金采矿权以2017年9月30日为评估基准日，评估方法为折现现金流量法，评估价值

合计为10.75亿元，同比下降10.76%；抵押资产的抵押比率为1.46，有效提升了本期债券的信用水平。考虑到矿产资源可能随着开采而减少，且黄金价格波动性较强，未来抵押资产评估价值存在下行的风险。

**表23 本期债券抵押资产情况（单位：万元）**

抵押资产名称	评估价值	评估基准日	评估报告文号	备案通知书
莲花山金矿区 26 号脉岩金矿采矿权	20,139.63	2017.9.30	中锋矿报字（2017）第 008 号	内国土资采抵备字【2016】037 号
莲花山金矿区 3、7 号脉采矿权	32,375.81	2017.9.30	中锋矿报字（2017）第 010 号	内国土资采抵备字【2016】039 号
红花沟矿区一采区采矿权	21,140.05	2017.9.30	中锋矿报字（2017）第 009 号	内国土资采抵备字【2016】049 号
撰山子金矿采矿权	33,870.95	2017.9.30	中锋矿报字（2017）第 011 号	内国土资采抵备字【2016】036 号
<b>合计</b>	<b>107,526.44</b>	-	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

## 七、评级结论

二期工程的投产使得雄风环保业务规模持续扩大，雄风环保目前采购范围逐渐扩展至全国，前五大客户集中度有所降低，采购风险有所降低。此外，黄金采矿权抵押有效提升了本期债券信用水平。同时我们也关注到公司采矿业面临一定的安全及环保风险，即未来公司可能存在由于国内安全环保政策变化对公司经营带来的合规风险及因需要增加安全环保投入而导致利润下降的风险。吉隆矿业和五龙黄金的采出矿量及采出矿品位均有所降低，且使用了五龙黄金品位较低的金原矿储备，受此影响公司矿产黄金的销售收入和毛利率均有所降低。公司存货规模大幅提升，占用公司资金，考虑公司产品价格波动较大，存货存在跌价风险。2017年公司经营活动现金净流出规模较大，净营业周期有所延长，黄金融资租赁受阻，公司资金周转及短期融资压力加大。公司有息债务规模快速增长，偿债压力加大且面临一定的短期偿债压力。此外，本期债券抵押资产的评估价值存在下行风险。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级维持为AA+，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

## 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	11,560.20	6,997.72	25,467.31	43,038.24
应收账款	1,782.16	7,779.43	3,074.44	4,353.94
预付款项	37,119.92	16,089.12	7,036.98	6,819.38
其他应收款	19,652.97	21,235.77	14,780.10	7,256.21
存货	132,825.78	151,159.26	84,518.25	66,459.26
其他流动资产	34,263.95	14,580.54	11,171.65	6,641.75
<b>流动资产合计</b>	<b>237,204.98</b>	<b>217,841.84</b>	<b>146,048.73</b>	<b>134,568.78</b>
可供出售金融资产	5,230.41	5,230.41	5,230.41	230.41
固定资产	156,162.67	157,950.55	107,554.42	83,094.99
在建工程	12,635.32	8,378.27	25,211.07	14,679.52
无形资产	29,210.12	29,874.33	33,477.79	41,092.73
开发支出	464.73	449.91	399.93	316.65
商誉	48,338.51	48,338.51	48,338.51	48,338.51
长期待摊费用	12,168.32	12,214.14	12,161.65	12,262.42
递延所得税资产	1,003.25	945.61	2,677.83	839.03
其他非流动资产	3,264.03	2,701.92	3,360.01	7,558.31
<b>非流动资产合计</b>	<b>268,477.37</b>	<b>266,083.65</b>	<b>238,411.61</b>	<b>208,412.55</b>
<b>资产总计</b>	<b>505,682.35</b>	<b>483,925.49</b>	<b>384,460.34</b>	<b>342,981.33</b>
短期借款	12,892.92	12,892.92	5,706.23	17,068.50
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	53,868.50	59,459.40	81,149.25	57,921.31
应付票据	45,000.00	-	3,600.00	4,800.00
应付账款	15,439.46	16,787.04	1,004.21	3,179.16
预收款项	2,066.11	5,514.02	995.44	127.84
应付职工薪酬	2,083.01	2,836.93	3,260.77	3,312.79
应交税费	1,935.27	3,131.58	10,111.66	6,696.45
应付利息	399.08	4,109.14	897.66	972.14
其他应付款	5,238.46	5,890.81	3,621.17	9,602.86
<b>流动负债合计</b>	<b>138,922.82</b>	<b>110,621.84</b>	<b>110,346.39</b>	<b>103,681.06</b>
长期借款	8,660.00	8,660.00	9,500.00	8,668.00
应付债券	69,601.29	79,481.52	9,871.30	9,843.71
长期应付款	-	-	0.00	300.00
递延收益	1,995.00	2,020.00	500.00	600.00
递延所得税负债	107.49	57.50	18.36	1,008.90
<b>非流动负债合计</b>	<b>80,402.94</b>	<b>90,258.18</b>	<b>19,889.66</b>	<b>20,420.61</b>

<b>负债合计</b>	<b>219,325.76</b>	<b>200,880.03</b>	<b>130,236.05</b>	<b>124,101.67</b>
实收资本	142,638.15	142,638.15	71,319.07	71,319.07
资本公积	23,042.75	23,042.75	94,361.82	93,213.38
专项储备	1,793.73	1,930.61	1,333.69	849.65
未分配利润	110,872.91	107,761.54	80,325.87	48,200.05
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>278,347.54</b>	<b>275,334.45</b>	<b>247,340.46</b>	<b>213,582.15</b>
少数股东权益	8,009.05	7,711.02	6,883.83	5,297.51
<b>所有者权益合计</b>	<b>286,356.59</b>	<b>283,045.46</b>	<b>254,224.29</b>	<b>218,879.66</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>505,682.35</b>	<b>483,925.49</b>	<b>384,460.34</b>	<b>342,981.33</b>

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 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
<b>一、营业总收入</b>	<b>47,371.78</b>	<b>258,700.86</b>	<b>211,210.46</b>	<b>159,115.85</b>
其中：营业收入	47,371.78	258,700.86	211,210.46	159,115.85
<b>二、营业总成本</b>	<b>45,916.07</b>	<b>231,807.43</b>	<b>165,935.66</b>	<b>132,194.16</b>
其中：营业成本	39,786.50	195,261.16	137,745.07	105,799.22
税金及附加	509.85	3,245.87	1,765.22	691.71
销售费用	72.34	194.70	135.59	117.42
管理费用	4,566.40	24,557.63	22,948.32	22,109.24
财务费用	1,679.49	7,628.68	3,281.09	4,445.89
资产减值损失	-698.51	919.38	60.37	-969.33
加：公允价值变动净收益	-595.62	6,435.01	-11,143.75	3,609.36
投资收益	16.31	-5,557.19	8,164.42	-807.23
资产处置收益	-	24.97	113.86	
其他收益	1,313.72	5,079.08	-	
<b>三、营业利润</b>	<b>2,190.12</b>	<b>32,875.29</b>	<b>42,409.35</b>	<b>29,723.82</b>
加：营业外收入	1,291.07	103.95	1,677.89	1,971.40
减：营业外支出	3.02	119.81	838.38	16.20
<b>四、利润总额</b>	<b>3,478.17</b>	<b>32,859.43</b>	<b>43,248.86</b>	<b>31,679.02</b>
减：所得税费用	68.76	4,636.57	9,536.71	8,004.99
<b>五、净利润</b>	<b>3,409.40</b>	<b>28,222.86</b>	<b>33,712.14</b>	<b>23,674.03</b>
归属于母公司所有者的净利润	3,111.37	27,435.67	32,125.82	23,124.53
少数股东损益	298.03	787.19	1,586.32	549.51

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 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
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	65,695.01	297,759.95	218,754.79	168,225.94
收到的税费返还	1,313.72	3,123.56	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	23,068.53	57,510.92	29,245.20	23,675.49
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>90,077.26</b>	<b>358,394.43</b>	<b>248,000.00</b>	<b>191,901.43</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	21,872.27	299,641.77	177,545.31	122,066.97
支付给职工以及为职工支付的现金	2,814.78	14,422.13	14,754.90	16,369.77
支付的各项税费	7,079.06	40,136.99	20,995.70	16,237.42
支付其他与经营活动有关的现金	7,421.69	41,999.62	27,945.47	20,355.23
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>39,187.81</b>	<b>396,200.50</b>	<b>241,241.37</b>	<b>175,029.40</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>50,889.45</b>	<b>-37,806.08</b>	<b>6,758.63</b>	<b>16,872.04</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>				
收回投资收到的现金	-	9,780.00	-	-
取得投资收益收到的现金	-	86.34	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	37.99	183.24	-
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>-</b>	<b>9,904.34</b>	<b>183.24</b>	<b>-</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,425.17	23,809.78	32,836.44	21,911.98
投资支付的现金	-	10,400.00	5,000.00	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	-	524.50
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>4,425.17</b>	<b>34,209.78</b>	<b>37,836.44</b>	<b>22,436.48</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-4,425.17</b>	<b>-24,305.44</b>	<b>-37,653.20</b>	<b>-22,436.48</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>				
吸收投资收到的现金	-	40.00	-	27,000.00
取得借款收到的现金	-	15,258.95	9,500.00	31,867.54
发行债券收到的现金	-	69,510.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	37,438.59	55,577.54	93,333.35	16,032.28
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>37,438.59</b>	<b>140,386.49</b>	<b>102,833.35</b>	<b>74,899.82</b>
偿还债务支付的现金	10,000.00	8,912.26	25,736.50	29,695.17
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,381.42	4,781.45	4,217.86	3,549.96
支付其他与筹资活动有关的现金	63,718.96	85,910.85	59,154.34	10,385.86
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>79,100.39</b>	<b>99,604.56</b>	<b>89,108.71</b>	<b>43,630.99</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-41,661.80</b>	<b>40,781.93</b>	<b>13,724.64</b>	<b>31,268.83</b>
<b>四、汇率变动对现金的影响</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

五、现金及现金等价物净增加额	4,802.48	-21,329.59	-17,169.93	25,704.39
----------------	----------	------------	------------	-----------

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表

### 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	28,222.86	33,712.14	23,674.03
加：资产减值准备	919.38	60.37	-969.33
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,581.05	7,143.90	5,853.15
无形资产摊销	5,935.67	8,557.90	9,363.37
长期待摊费用摊销	34.99	115.85	218.10
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-24.97	-113.86	-
固定资产报废损失	10.69	696.68	-
公允价值变动损失	-6,435.01	11,143.75	-3,609.36
财务费用	7,861.18	3,376.29	3,865.40
投资损失	5,557.19	-8,164.42	807.23
递延所得税资产减少	1,732.22	-1,838.80	7.11
递延所得税负债增加	39.14	-990.54	938.28
存货的减少	-66,540.18	-18,058.98	-52,728.50
经营性应收项目的减少	-72,831.95	-12,694.05	31,319.63
经营性应付项目的增加	48,131.65	-16,187.58	-1,867.07
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-37,806.08</b>	<b>6,758.63</b>	<b>16,872.04</b>

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

指标名称	2018年3月	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数(天)	-	7.55	6.33	4.93
存货周转天数(天)	-	217.26	197.29	136.43
应付账款周转天数(天)	-	19.72	16.44	7.60
净营业周期(天)	-	205.09	187.18	133.76
流动资产周转天数(天)	-	253.19	239.15	191.96
固定资产周转天数(天)	-	184.73	162.48	158.43
总资产周转天数(天)	-	604.21	619.95	556.77
综合毛利率	16.01%	24.52%	34.78%	33.51%
期间费用率	13.34%	12.52%	12.48%	16.76%
总资产回报率	-	9.38%	12.75%	14.44%
FFO(万元)	-	53,434.39	53,699.24	40,147.98
营运资本变化(万元)	-	-91,240.48	-46,940.61	-23,275.94
产权比率	76.59%	70.97%	51.23%	56.70%
有息债务(万元)	190,022.71	160,493.84	109,826.78	98,301.52
资产负债率	43.37%	41.51%	33.88%	36.18%
流动比率	1.71	1.97	1.32	1.30
速动比率	0.75	0.60	0.56	0.66
EBITDA(万元)	-	56,272.32	62,187.02	50,979.04
EBITDA利息保障倍数	-	6.21	12.54	11.56
有息债务/EBITDA	-	2.85	1.77	1.93

注：2015年应付账款周转天数的计算未考虑应付票据。

资料来源：公司2015、2017年审计报告及未经审计的2018年1季度财务报表，鹏元整理

## 附录五 截至2017年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例		表决权比例	业务性质
		直接	间接		
赤峰吉隆矿业有限责任公司	17,500	100.00%		100.00%	黄金开采
赤峰华泰矿业有限责任公司	2,000		100.00%	100.00%	黄金开采
辽宁五龙黄金矿业有限责任公司	4,000		100.00%	100.00%	黄金开采
丹东同兴选矿有限责任公司	500		100.00%	100.00%	黄金选冶
郴州雄风环保科技有限公司	32,289	100.00%		100.00%	有色金属资源综合回收利用
安徽广源科技发展有限公司	4,477.6	55.00%		55.00%	废弃电器电子产品拆解
赤金（天津）地质勘查技术有限公司	100.00	60.00%		60.00%	地质勘查

资料来源：公司2017年审计报告及国家企业信用信息公示系统，鹏元整理

## 附录六 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2 ] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2 ] \}$
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 + 应付票据 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 长期借款 + 应付债券

## 附录七 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。