

赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司
公开发行 2017 年公司债券
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：

赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司 公开发行 2017 年公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【204】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：
邓艰 钟继鑫

电话：
0755-82820859

邮箱：
dengj@cspengyuan.com

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：0755-82827897

网址：

www.cspengyuan.com

	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 6 月 11 日	2018 年 6 月 8 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 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海外并购丰富了公司资源储备，公司业务规模进一步扩大，黄金采矿权抵押能够提升本期债券信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司采矿业面临一定的安全及环保风险，公司国内采矿业务表现欠佳、郴州雄风环保科技有限公司（以下简称“雄风环保”）经营受限，相关业务收入大幅下滑，公司盈利能力大幅减弱，需关注 Lane Xang Minerals Limited（以下简称“万象矿业”）的持续经营情况，公司存货存在跌价风险、商誉存在减值风险，公司资金支出压力较大，有息债务规模快速攀升，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：

- 海外并购丰富了公司资源储备，公司业务规模进一步扩大。公司于 2018 年 11 月 30 日完成 CHIJIN Laos Holdings Limited（原名 MMG Laos Holdings Limited，以下简称“MMG Laos”）的并购交易，公司通过其持有老挝最大矿山 Sepon 铜金矿的独立运营权，截至 2017 年末，其拥有铜资源量 24.4 百万吨，平均品位为 2.40%；金资源量 11 百万吨，平均品位为 3.6 克/吨，公司拟开采至 2027 年。
- 黄金采矿权抵押能够提升本期债券信用水平。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 9.51 亿元（评估基准日为 2018 年 9 月 30 日），抵押比率为 1.29，能够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；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。2018 年，公司采矿业安全费用投入 1,699.18 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。
- **国内采矿业表现欠佳、雄风环保经营受限，相关业务收入大幅下滑，公司盈利能力大幅减弱。** 2018 年，公司金原矿入选量减少、矿石品位较低，矿产金收入同比下降 28.91%；2018 年，雄风环保原材料采购不足、整体开工率不足，经营受限，其收入同比下降 28.30%。上述因素叠加大规模资产减值损失影响，2018 年公司净利润实现-1.14 亿元，同比下降 140.25%。此外，考虑到公司 2018-2019 年 3 月新增较大规模高成本融资，需关注后续财务费用对利润的侵蚀情况。
- **需关注万象矿业的持续经营情况。** 万象矿业近年经营亏损。经过多年开采，万象矿业的铜矿石品位较低，其生产成本及分摊的折旧摊销额加大，2018 年 MMG Laos 净利润大幅下降至-4.08 亿元。考虑到万象矿业铜矿开采接近尾声、金矿仍在资源探测阶段，预计短期内万象矿业持续亏损，需关注未来其持续经营情况。
- **公司存货存在跌价风险、商誉存在减值风险。** 2018 年末公司存货为 20.43 亿元，同比提高 35.15%，主要为购买的原材料和矿石等在产品、积压的中间物料及库存消耗原料，考虑公司产品价格波动较大，存货仍存在较大跌价风险。2018 年考虑到雄风环保经营受限，测试后其形成的商誉减值 1.22 亿元，由于未来雄风环保经营情况不明朗，公司商誉仍存在一定的减值风险。
- **公司资金支出压力较大。** 公司投资活动产生的现金缺口主要源于海外并购、矿山井巷工程的持续投入，2018 年该等资金缺口依赖外部融资、归集自有资金解决。2019 年，公司维持日常业务及完成在建工程投资项目所需资金约为 40 亿元，面临较大资金压力。
- **有息债务规模快速攀升，偿债压力加大。** 受公司海外并购子公司需支付现金对价、子公司日常经营的流动资金短缺影响，2018 年公司新增融资规模较大。截至 2018 年末，公司有息债务为 26.63 亿元，同比增长 65.91%，公司偿债压力加大。

- **本期债券抵押资产的评估价值存在下行风险。**公司为本期债券提供抵押担保的 4 宗黄金采矿权，2018 年评估价值同比下降 11.57%，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。未来抵押比率低于 1.20 倍时，需关注公司抵押资产追加的情况。

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	790,570.60	774,823.49	478,525.91	379,060.76
归属于母公司所有者权益	263,974.90	251,966.36	269,934.87	241,940.88
有息债务	276,034.09	266,278.27	160,493.84	109,826.78
资产负债率	62.66%	63.52%	41.98%	34.36%
流动比率	1.78	2.46	1.97	1.32
速动比率	0.58	0.64	0.60	0.56
营业收入	146,835.16	215,311.55	258,700.86	211,210.46
营业利润	7,341.44	-9,307.23	32,875.29	42,295.48
利润总额	7,811.78	-9,228.11	32,859.43	43,248.86
综合毛利率	13.98%	19.50%	24.52%	34.78%
总资产回报率	-	0.04%	9.50%	12.84%
EBITDA	-	29,432.28	56,272.32	62,187.02
EBITDA 利息保障倍数	-	2.91	6.21	12.54
经营活动现金流净额	53,397.45	38,706.45	-37,806.08	6,758.63

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告、未经审计的 2019 年 1 季度财务报表、关于赤峰黄金 2018 年度会计差错更正专项审核报告，中证鹏元整理

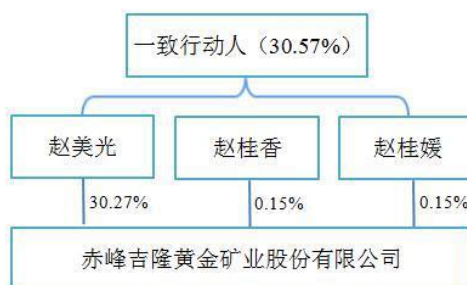
一、本期债券募集资金使用情况

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，已使用完毕。

二、发行主体概况

2018-2019年3月末，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化。截至2019年3月末，公司注册资本和实收资本仍为142,638.15万元。截至2019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¹持有公司股份43,602.52万股，占公司总股本的30.57%。截至2019年3月末，赵美光累计质押股份28,052.00万股，占其持股数的65.45%，占公司总股本的19.67%。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2019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，中证鹏元整理

公司主营业务新增铜矿开采业务，销售产品中新增电解铜。2018年11月末，公司现金购买了境外子公司MMG Laos，MMG Laos持有万象矿业90%股权，万象矿业剩余10%股权由老挝政府持有。

表1 2018年公司新纳入合并报表范围的一级子公司情况

企业名称	注册资本	持股比例	主营业务
CHIJIN Laos Holdings Limited	15,210 万美元	100.00%	持有 90% 万象矿业股权，万象矿业主要进行铜金矿开采业务

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

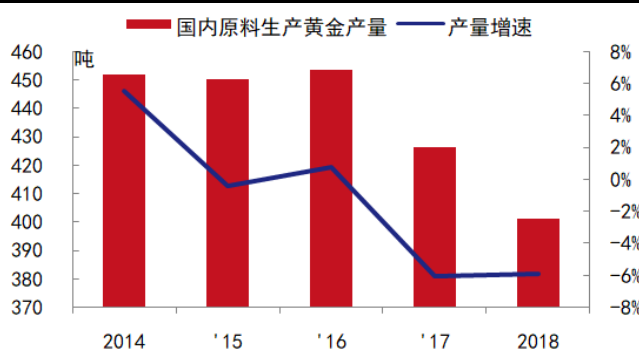
三、运营环境

¹公司未提供赵桂香和赵桂媛的个人征信报告。

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2 我国自产黄金产量逐渐减少



资料来源：Wind，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%。受益于国内黄金价格的反弹，金采选、冶炼行业的利润下行幅度不大。

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年金价将震荡上涨

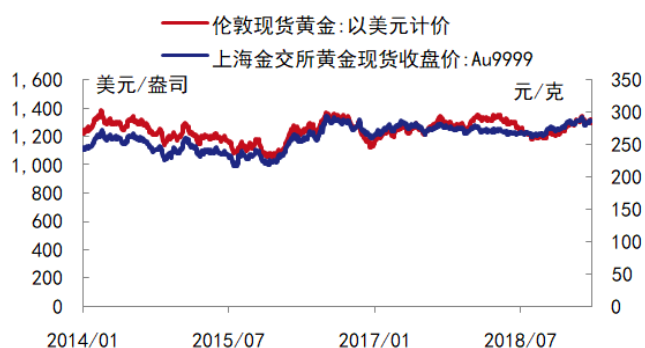
美国经济和政策是影响金价变动的重要因素。历史上看美联储加息周期停止后，国际金价的下跌压力将明显缓解。2019年3月，美联储发表声明暂缓加息，并将2019年加息预期从此前两次下调至零，并计划9月份结束缩表。美联储还下调了经济展望，预计2019年GDP增长2.1%，而不是此前预期的2.3%。美联储声明发布后，现货黄金暴涨12美元/盎司至1,313.58美元/盎司。

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，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，但国内外价格走势存在一定差异。2018年全年国内金价呈微涨态势，国内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3 金价在2018年四季度开始反弹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

有色金属价格受宏观环境、供求格局等因素影响持续波动，不同金属之间价格呈现较大分化，有色金属综合回收利用企业需承担相关价格波动风险

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。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。

我国稀贵金属价格持续波动，不同金属（以白银、铅、钯和铋为例）之间价格走势呈现较大分化。具体来看，白银方面，宏观环境变化、市场避险情绪强弱是影响白银价格的重要因素，白银价格与黄金价格呈正相关，但白银价格弹性更大。2018年第三季度，美元持续走强导致白银价格下跌；2018年第四季度，受欧洲政局动荡、中美贸易摩擦持续影响，避险情绪上升，白银价格小幅回弹。展望2019年，美国经济复苏周期步入尾声，美元指数难以显著走强，白银价格将迎来上涨。铅方面，国内外铅价格呈现分化，2018年国外铅价总体向下；国内铅价宽幅震荡，2018年我国环保督察对铅新增供应与库存累积造成较大影响，国内铅减产供应减少，然而考虑电动自行车新国标减重的拖累，预计2019年铅酸蓄电池市场需求增速将继续放缓，2019年国内铅价格将持续震荡。钯方面，受需求驱动，2018年8月中旬至2019年3月末，伦敦现货钯价格从849美元/盎司上涨75.62%至1,491美元/盎司。

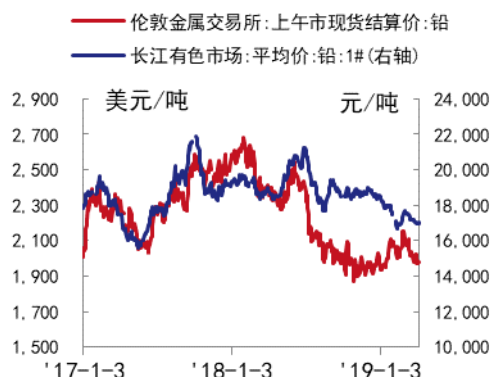
2018年，钯下游的强劲需求主要来源于欧洲汽油车催化剂行业，系欧洲汽车排放标准提升，同时随中国地区机动车污染物排放国六标准的落地，预计未来钯需求持续增加。在钯供应短缺的局面下，预计2019年钯价格持续上升。铋方面，2018年铋供过于求的格局持续，全球铋价格呈下降态势。受欧元区经济增长乏力、美国终端消费需求有限、国内市场贸易摩擦影响，预计2019年铋需求量与2018年持平；考虑到国内环保政策趋严，预计2019年铋供需格局将有所改善。

图4 前三季度白银价格震荡下跌，第四季度小幅回弹



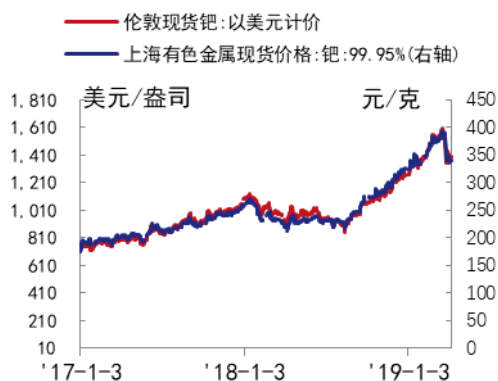
资料来源：wind，中证鹏元整理

图5 2018年沪铅价格宽幅震荡，伦铅价格持续走弱



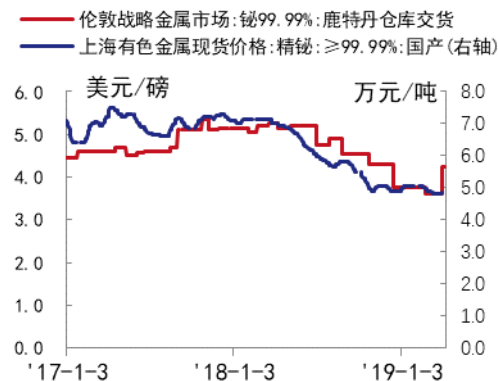
资料来源：wind，中证鹏元整理

图6 受强劲需求驱动，2018年下半年至2019年初国内外钯价格大幅上涨



资料来源：wind，中证鹏元整理

图7 铋供过于求格局持续，2018年国内外铋价格走弱



资料来源：wind，中证鹏元整理

2018年我国主要再生有色金属产量增长，永兴县以有色金属相关行业为支柱产业，但受前期行业整合、环保督察影响，永兴县金属产量大幅下降，当地企业经营承压

我国有色金属资源综合回收行业有较好的前景，一方面，废弃资源的利用可以代替部分原生资源，符合国家减轻环境污染、坚持可持续发展的政策方向；另一方面，中国是有

色金属的消费大国，却又是基本金属资源短缺的国家，在矿产资源争夺处于劣势的情况下，发展再生有色金属产业成为国内有色金属产业发展的必经之路。

根据中国有色金属工业协会再生金属分会初步测算，2018年前三季度我国再生有色金属产量约1,091万吨，其中再生铜245万吨、再生铝550万吨、再生铅170万吨、再生锌126万吨；预计2018年再生产量约1,450万吨，同比增长5%。

有色金属资源综合回收利用行业的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，对有色金属资源综合回收利用企业规模扩张形成一定的制约。

永兴县以有色金属冶炼、有色金属资源综合回收利用为支柱产业。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，有“中国银都”之称。

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。截至2019年5月末，永兴县有色金属行业整合已经逐步完成，金银冶炼产业企业在30家左右，已逐步入驻永兴县柏林工业园区。

受产业整合、环保督察影响，2018年永兴县共生产白银1,193.90吨、黄金4.04吨、十种有色金属10.96万吨，同比下降幅度较大。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，当地企业经营承压，拥有可靠原材料供应来源的企业或将获益。

四、经营与竞争

公司主营业务仍主要为采矿业、资源综合回收利用板块，采矿业板块在黄金采选与销售业务的基础上，新增铜矿开采业务。2018年公司实现营业收入215,311.55万元，同比下降16.77%。其中，资源综合回收业务收入同比下降26.34%，主要受危险废物经营许可证办理延迟、园区配套设施建设滞后、融资难等因素影响，雄风环保原材料采购减少、整体开工率不足，经营受限。采矿业板块方面，2018年公司进行海外并购后，采矿业务收入规模扩大，但国内采矿业务表现欠佳。

毛利率方面，2018年公司综合毛利率为19.50%，两大板块业务毛利率同降。2018年，采矿业板块毛利率下降20.70个百分点，一方面系海外业务折旧金额较大，新增电解铜产

品毛利率较低；另一方面系 2018 年国内矿品位较低，选矿成本较高。2018 年，资源综合回收利用业务板块毛利率下降 2.29 个百分点，主要原因是受相关许可证办理延迟、子公司资金归集影响，雄风环保毛利率较高的危险固废物料采购不足。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
资源综合回收利用	144,936.40	15.42%	196,758.99	17.71%
采矿业	66,129.90	28.27%	57,566.99	48.97%
主营业务合计	211,066.30	19.44%	254,325.98	24.78%
其他业务	4,245.25	22.38%	4,374.89	9.45%
合计	215,311.55	19.50%	258,700.86	24.52%

注：其他业务主要来源于雄风环保，2018 年该等业务毛利的提升系雄风环保销售废渣和收取加工费较多所致。

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

（一）采矿业

跟踪期内，公司在国内的黄金采矿业务仍主要由赤峰吉隆矿业有限责任公司（以下简称“吉隆矿业”）、赤峰华泰矿业有限责任公司（以下简称“华泰矿业”）和辽宁五龙黄金矿业有限责任公司（以下简称“五龙黄金”）三家子公司负责运营。2018年11月末，公司通过并购MMG Laos，控股了万象矿业90%股权，取得了老挝Sepon铜金矿独家运营权。2018年12月，万象矿业的产品全部为阴极铜（电解铜）。

2018年，公司采矿业收入中矿产金收入达40,922.48万元，同比下降28.91%；矿产金毛利率为37.99%，较2017年下降10.98个百分点，主要系三级矿量（指开拓矿量、采准矿量和备采矿量）不平衡、技改升级导致金原矿入选量减少、矿石品位较低所致。公司电解铜收入为2018年12月纳入合并范围的万象矿业收入25,063.25万元，毛利率为12.37%。2018年，万象矿业折旧金额为7,311.07万元，约占其营业成本的33%，由此导致公司电解铜产品毛利率较低。

表3 2018 年公司采矿业各产品收入情况（单位：万元）

项目	收入	毛利率
矿产金	40,922.48	37.99%
电解铜	25,063.25	12.37%
其他	144.17	31.36%
合计	66,129.90	28.27%

注：其他产品收入主要系赤金（天津）地质勘查技术有限公司的技术服务收入，考虑其为矿业相关技术服务，故合并至公司采矿板块收入中。

资料来源：公司公告、公司 2018 年报，中证鹏元整理

受三级矿量不平衡、技改升级影响，2018年公司金原矿入选量、矿石品位降低，2019年一季度公司黄金产销情况有一定改善，未来仍需关注可用矿石品位及黄金价格变动

国内采矿业务方面，截至2018年末公司拥有8宗采矿权和12宗探矿权²，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546.52万吨³。近两年公司各矿山子公司陆续提交和备案了约6吨的黄金储量，截至2018年12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63吨，金矿资源储量相对较小。

表4 截至2018年末公司主要国内黄金矿产资源情况

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(年)	核定生产能力(万吨/年)
采矿权	撰山子矿区	吉隆矿业	14.71	60.90	51.96	4.33	12.00
采矿权	五龙黄金采矿权	五龙黄金	6.85	218.25	208.42	20.84	10.00
采矿权	红花沟一采区	华泰矿业	7.27	128.33	106.06	27.26	3.89
采矿权	莲花山五采区	华泰矿业	9.49	37.75	20.00	6.67	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	-	-	-
探矿权	撰山子金矿五采区勘探	吉隆矿业	12.18	9.15	-	-	-
探矿权	撰山子金矿六采区勘探	吉隆矿业	12.81	17.27	-	-	-
探矿权	撰山子金矿七采区勘探	吉隆矿业	12.88	17.72	-	-	-
探矿权	里滚子金矿详查	五龙黄金	5.77	22.16	-	-	-

资料来源：公司提供

2018年公司金原矿开采产能未发生变动，仍为40.89万吨/年；公司金原矿总产量为38.39万吨，同比上升21.51%，公司金原矿采出矿量增加，但矿石入选量下降、采出矿品位降低。一方面，公司前期各黄金矿山处于满负荷运营状态、较多采选高品位矿石，导致当前三级矿量不平衡，探矿储备不足，且近年矿山待开采的低品位矿石积压；另一方面，随环保要求的提高，公司对吉隆矿业、华泰矿业进行选厂技改升级，增加脱氰工艺环节，

²华泰矿业于2016年初取得6宗探矿权，目前已取得详查新证书，但未编制地质储量报告进行评审备案。

³根据内部探矿增储情况及年末动态检测报告，撰山子矿区、五龙黄金采矿权、红花沟一采区三宗采矿权的可采储量有所增加。

致使选厂停产一个多月。

华泰矿业产能利用率持续处于较低水平，原因系华泰矿业主要进行的是尾矿开采，产量提升难度较大。2018年华泰矿业的采出矿量表现为大幅下降，主要系华泰矿业一采区和五采区技改升级进入最后施工环节，安监部门多次催促施工进度，其生产能力向技改工程倾斜所致。

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5 公司金原矿开采情况（单位：吨/年、吨）

矿区	2018年			2017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	109,792.22	91.49%	120,000.00	87,530.00	72.94%
华泰矿业	188,900.00	31,433.03	16.64%	188,900.00	51,568.44	27.30%
五龙黄金	100,000.00	242,638.84	242.64%	100,000.00	176,825.73	176.83%
合计	408,900.00	383,864.09	93.88%	408,900.00	315,924.17	77.26%

资料来源：公司提供

2018年公司金原矿选冶能力较2017年没有变化。2018年，公司金原矿入选量为39.39万吨，同比降低8.91%。黄金产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。2018年公司开采的金原矿品位较低，公司黄金产量和产出比分别为1,517.09公斤和3.85克/吨，分别同比下降26.22%和18.93%。

表6 公司金原矿选冶情况

项目	2018年	2017年
选冶能力（吨/年）	495,000.00	495,000.00
入选量（吨）	393,943.62	432,461.66
黄金产量（克）	1,517,086.47	2,056,351.96
产出比（克/吨）	3.85	4.75

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洛阳紫金银辉黄金冶炼有限公司（以下简称“紫金银辉”），2018年公司向紫金银辉的销售额占矿产金全部销售收入的88.31%，客户集中度较高。2018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。在上海黄金交易所开盘期间，公司通过紫金银辉交易系统以AU99.95或Au99.99牌号卖出，按实际成交价扣减一定加工费进行结算。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。在上海黄金交易所成交后，收到

紫金银辉的结算单时确认销售实现，一般在次日收到货款，另外，部分情况下公司可按照合同约定预收不超过90%的货款。

2018年公司矿产黄金产销率为99.55%，保持在较高水平。2018年，国内金价全年呈微涨态势，第四季度涨幅明显。但2018年公司黄金平均售价为270.96元/克，同比下降3.21%，原因系2018年各季度公司黄金销量较平均，黄金平均售价与国内金价相比偏低。2018年矿产黄金销售收入下降，毛利率受入选矿石品位降低的影响也表现下降。

2019年一季度，公司矿山三级矿量不平衡的问题已有所缓解，当季实现黄金产量533公斤、黄金销量460公斤，全年计划产量约2吨。考虑到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，未来仍需关注公司可用矿石品位情况及黄金价格的波动对公司黄金销售收入的影响。

表7 公司矿产黄金产销情况

项目	2018年	2017年
产量（克）	1,517,086.47	2,056,351.96
销量（克）	1,510,286.47	2,056,351.96
产销率	99.55%	100%
平均售价（元/克）	270.96	279.95
收入（万元）	40,922.48	57,566.99
毛利率	37.99%	48.97%

资料来源：公司提供

2018年公司通过海外并购，丰富了自身铜、金矿产资源储备，但考虑到万象矿业铜矿开采接近尾声、金矿仍在资源探测阶段，预计短期内海外业务亏损持续

公司通过并购增加自身资源储备。公司于2018年11月30日完成MMG Laos的并购交易，MMG Laos 持有万象矿业90%股权。收购MMG Laos时，公司支付对价2.75亿美元（折合人民币17.79亿元），公司以自筹资金及贸易融资借款支付了90%现金对价进行股权交割，其中，公司自筹资金1.075亿美元，贸易融资借款1.40亿美元；剩余10%对价的尾款，公司将不晚于2021年12月31日支付。

万象矿业铜、金矿资源储备丰富，当前主要进行铜矿的开采。万象矿业拥有Sepon铜金矿运营权，开采方式为露天开采，目前主要产品为可以达到伦敦金属交易所A级品质的阴极铜（电解铜）。Sepon铜金矿是老挝最大的矿山，享有包括Sepon矿区在内的合计1,247平方公里范围内的矿产资源勘探及开采的独占权利。截至2017年末，万象矿业拥有铜资源量（包括控制的及推测的资源量）24.4百万吨，平均品位为2.40%；拥有金资源量11百万吨，平均品位为3.6克/吨。据公司统计，截至2018年末，万象矿业拥有铜矿储量595万吨，

平均品位2.32%；拥有金资源量⁴1,160万吨，平均品位3.47克/吨。

2018年末，MMG Laos总资产为408,435.61万元，净资产规模为209,191.59万元；2018年，MMG Laos营业收入实现310,040.99万元，营业利润实现-32,183.04万元。经过多年开采，万象矿业开采的铜矿石品位有所下降，成分更为复杂，为维持和扩大铜产品的产量，万象矿业加大了矿石处理量，导致直接生产成本及分摊的折旧摊销额加大，2018年MMG Laos亏损增加。2019年，MMG Laos铜矿的开采接近尾声，矿石品位下降持续，金矿的开采尚在前期探测阶段，预计短期内其业绩表现、盈利能力持续较弱。

表8 2017-2018年MMG Laos、瀚丰矿业财务指标（单位：万元）

项目	MMG Laos		瀚丰矿业	
	2018年	2017年	2018年	2017年
总资产	408,435.61	572,949.75	24,078.41	22,181.43
所有者权益	209,191.59	387,739.59	20,329.68	20,002.60
营业收入	310,040.99	265,158.12	21,060.55	13,415.59
营业利润	-32,183.04	-5,392.68	9,753.10	4,630.82
净利润	-40,808.05	-3,598.72	8,181.60	3,830.32
资产负债率	48.78%	32.33%	15.57%	9.82%
综合毛利率	6.66%	11.52%	60.86%	59.71%
经营活动现金流量净额	101,887.26	103,396.28	11,241.62	4,751.75

资料来源：公司提供

万象矿业铜矿开采品位较低，短期内阴极铜的销售渠道较稳定，未来需关注Sepon矿山铜矿产出的延长及品位变化、金矿的开采情况

销售方面，公司收购万象矿业之前，其阴极铜（电解铜）主要销往泰国和中国。公司收购万象矿业之后，根据贸易融资协议的约定，全部阴极铜产品销售给托克私人有限公司（Trafigura Pte Ltd，以下简称“托克公司”），销售模式根据国际贸易规则由双方协商确定。

托克公司系新加坡托克集团子公司。新加坡托克集团创立于1993年，是一家新加坡私有（非上市公司）跨国商品贸易公司，经营基础金属和能源（如：石油等），托克集团是全球第一大的私有金属交易商、同时也是全球第二大私有石油交易商。托克公司为公司提供了1.40亿美元的预付款作为收购万象矿业的融资贷款，贷款期限为提款日（2018年11月30日）至2020年4月30日。公司拟以16个月内向托克公司交付万象矿业生产的阴极铜的方式每月均等偿还875万美元，交付地点为泰国曼谷或者中国上海，首次偿还时间为2019年1月，利率为1个月LIBOR加一定的溢价基点。根据测算，万象矿业平均每月可生产6,000吨电解铜，按6,500美元/吨的价格计算，每月可产生3,900万美元的收入，在每月偿还托克贷

⁴金矿自2013年以来未开采，万象矿业未进行金矿储量核实工作，目前只有金资源量，无储量数据。

易融资款875万美元本金后仍有富余，短期内万象矿业阴极铜的销售渠道较稳定，收入的实现较有保障。

生产方面，2018年度及2018年12月，万象矿业所属Sepon铜金矿开采量、产能及产销量情况如下表，万象矿业的产能利用率及产销率均较高，但铜矿开采品位较低。2018年12月，万象矿业的电解铜销量为5,906.04吨，确认电解铜产品收入为25,063.25万元。

表9 万象矿业电解铜产能、产销及开采情况

产品	项目	2018年	2018年12月
阴极铜 (电解铜)	产能(吨)	80,000	-
	产量(吨)	71,258	6,643.00
	销量(吨)	71,142	5,906.04
	产能利用率	89.07%	-
	产销率	99.84%	88.91%
	开采量(万吨)	211.35	29.46
	品位	3.37%	2.26%

注：阴极铜品位=阴极铜产量/铜矿开采量。

资料来源：公司提供

并购前，万象矿业对生产用长期资产采用产量法计提折旧摊销，使用的总工作量是基于并购前铜矿生产情况估计的。并购前，万象矿业管理层依据铜矿储量及生产计划预计至2020年铜矿采选完毕，且MMG Laos不打算进行金矿采选，将于2020年对Sepon矿山进行闭坑作业。由此导致了万象矿业折旧金额较大，阴极铜采选毛利率偏低。

并购后，铜矿方面，公司计划协助万象矿业加强矿产资源勘探及低品位矿产资源的加工利用，延长铜矿的闭坑时间；金矿方面，公司拟推动万象矿业继续进行金矿的开发采选，根据金矿储量、生产计划及设备利用计划，预计金矿将于2027年结束生产并闭坑。未来需关注公司Sepon矿山铜矿产出的延长、金矿的开采情况。

此外，2019年4月公司公告拟发行12,878.79万股的股份购买赵美光、孟庆国、北京瀚丰中兴管理咨询中心（有限合伙）持有的吉林瀚丰矿业科技有限公司（以下简称“瀚丰矿业”）100.00%股权，交易对价5.10亿元，同时发行股份募集配套资金不超过5.10亿元。瀚丰矿业财务情况详见表8。

截至2019年4月末，瀚丰矿业持有采矿权2宗、探矿权2宗，主矿产锌，共生矿产铅、钼，伴生矿产铜、银和镉等金属。采矿权方面，根据已备案情况，截至2010年末，瀚丰矿业保有的锌、铅、铜、钼资源储量分别达到18.56万金属吨、7.99万金属吨、1.91万金属吨、0.14万金属吨；探矿权方面，2项探矿权预期探获新增锌资源储量52万金属吨、新增钼资源储量6.52万金属吨。

2019年5月31日，公司2019年第一次临时股东大会审议通过了《关于公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易具体方案的议案》。若公司成功增发并完成瀚丰矿业的并购，公司的优质矿产资源储量将进一步丰富，产品品种将趋于多元化。

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。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。

2018年公司采矿业安全费用投入1,699.18万元，同比下降22.63%。2017年矿山子公司竖井检修项目较多，同时进行标准化改造，检修材料消耗较多，2018年相对2017年相应项目均有所减少，因此2018年安全生产费用投入有所降低。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10 公司采矿业安全生产投入情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
安全费用投入	1,699.18	2,196.28

资料来源：公司提供

（二）资源综合回收利用

公司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。

2018年，雄风环保实现营业收入134,515.66万元，占公司资源综合回收利用收入的比重为92.81%，同比下降28.30%；毛利率为14.21%，同比减少3.24个百分点。主要原因：其一，2018年雄风环保危险废物经营许可证办理延迟近2个月，期间毛利率较高的危险固废物料采购减少；其二，永兴县工业园区配套设施建设滞后，湿法生产线未能投产，雄风环保开工率不足；其三，2018年外部融资环境收紧，公司为收购万象矿业，临时归集了子公司的流动资金，对雄风环保整体原材料采购产生了一定影响。受上述影响，雄风环保盈利

能力减弱，2018年雄风环保净利润实现8,892.95万元，同比大幅下降。2019年一季度，上述困局已部分缓解，雄风环保原料采购已逐步恢复，湿法生产线正实施改造工程，但考虑到未来产能能否有效释放、产品的销售易受有色金属价格波动影响，雄风环保未来收入及盈利情况仍不明朗。

表11 2017-2018年雄风环保收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
银	82,929.59	13.78%	91,912.13	18.03%
铅	15,575.63	6.67%	16,368.84	13.44%
冶炼金	12,536.37	11.21%	17,182.38	17.10%
铋	5,105.20	-6.11%	6,849.35	18.85%
海绵铜	2,529.66	48.97%	4,193.06	21.92%
铈	2,199.47	11.61%	3,320.73	38.25%
粗铅	1,550.46	49.53%	6,634.70	8.94%
钯	868.78	19.76%	21,092.10	16.81%
锡	828.05	36.54%	4,186.56	25.74%
铟	0.00	0.00%	3,866.57	16.91%
其他贵金属	10,392.45	27.15%	12,008.81	13.91%
合计	134,515.66	14.21%	187,615.23	17.45%

资料来源：公司提供

具体来看，2018年雄风环保各有色金属销售收入均呈现不同程度的下降，大部分金属毛利率降低等。值得注意的是，2018年有色金属市场（如：银、铅、钯）的价格波动较大，受制于生产周期及原料配比的时间损耗，原材料采购至产成品销售期间，雄风环保的业务盈利水平易受到相关金属价格波动的影响。

永兴县工业园区配套设施建设滞后，雄风环保湿法生产线无法投产，2018年中间物料积压致使火法车间生产减缓，需关注雄风环保生产线改造后产能的释放情况

产能方面，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，二期扩建工程于2017年7月投产，雄风环保低品位复杂物料稀贵金属高效清洁回收产能规模扩大至13万吨。2018年，雄风环保产能三期扩建工程暂缓，未来开工时间不明确。2018年，雄风环保各种稀贵金属的高效清洁回收产能情况维持不变，低品位复杂物料处理规模为8.44万吨。具体来看，仅银、铋、铈的产量小幅提升，其他稀贵金属的产量均呈现下降。

“13万吨低品位复杂物料稀贵金属清洁高效回收项目”包括火法、湿法两种回收处理生产线。湿法生产线是火法生产线的配套车间，最终产品中金属价值的60%可以通过火法

车间自行回收，40%需湿法车间对火法车间产生的中间物料进一步处理。受永兴县工业园区污水处理系统建设滞后影响，雄风环保湿法车间无法投产，近3亿元中间物料产品积压，致使2018年雄风环保火法生产线的生产减缓，产能利用率降低。

为解决该项难题，雄风环保进行了湿法生产线原生产废水处理设施进行了提质改造，新增13,500平方米的雨水收集池，雨水经废水处理系统处理后作生产用水全部回用。提质改造后废水处理系统预计于2019年5月投入试运营，未来需关注产能是否有效释放、积压的中间物料能否有效消化。

表12 2017-2018年雄风环保有色金属资源综合回收利用业务主要产品生产情况

产品	项目	2018年	2017年
银	产能（千克/年）	360,000.00	360,000.00
	产量（千克）	362,954.53	352,594.55
	产能利用率	100.82%	97.94%
铅（包含粗铅）	产能（吨/年）	17,000.00	17,000.00
	产量（吨）	9,951.87	16,021.99
	产能利用率	58.54%	94.25%
铋	产能（吨/年）	1,600.00	1,600.00
	产量（吨）	1,139.40	1,118.94
	产能利用率	71.21%	69.93%
海绵铜	产能（吨/年）	3,900.00	3,900.00
	产量（吨）	485.62	2,865.83
	产能利用率	12.45%	73.48%
冶炼金	产能（吨/年）	0.70	0.70
	产量（吨）	0.37	0.69
	产能利用率	52.86%	98.57%
钯	产能（吨/年）	1.10	1.10
	产量（吨）	0.02	1.08
	产能利用率	1.82%	98.18%
铈	产能（吨/年）	1,000.00	1,000.00
	产量（吨）	790.93	617.81
	产能利用率	79.09%	61.78%
锡	产能（吨/年）	2,000.00	2,000.00
	产量（吨）	340.87	695.76
	产能利用率	17.04%	34.79%

资料来源：公司提供

受制于产量的下降，雄风环保大部分稀贵金属销量下降，公司客户中永兴县当地民企

占比较大，有一定的区域集中风险

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，则产品价格在日常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，2018年雄风环保主要金属产品中，除白银以外，其他稀贵金属销量均呈现下降。

表13 2017-2018年雄风环保有色金属资源综合回收利用业务主要产品销售情况

产品	项目	2018年	2017年
银	销量（公斤）	355,751.04	347,743.93
	销售均价（元/公斤）	2,331.11	2,643.10
	产销率	98.02%	98.62%
铅（包含粗铅）	销量（吨）	10,837.85	15,057.85
	销售均价（元/吨）	15,802.12	15,276.78
	产销率	108.90%	93.98%
铋	销量（吨）	1,139.40	1,173.80
	销售均价（元/吨）	44,806.00	58,351.91
	产销率	100.00%	104.90%
海绵铜	销量（吨）	1,576.87	2,378.32
	销售均价（元/克）	16,042.28	17,630.32
	产销率	324.71%	82.99%
冶炼金	销量（吨）	0.46	0.63
	销售均价（元/克）	272.99	274.85
	产销率	124.32%	91.30%
钯	销量（吨）	0.02	1.11
	销售均价（元/克）	362.04	190.28
	产销率	119.12%	102.78%
铈	销量（吨）	794.83	1,330.28
	销售均价（元/克）	27,672.23	24,962.65
	产销率	100.49%	215.32%
锡	销量（吨）	145.15	817.16
	销售均价（元/克）	57,048.00	51,233.09
	产销率	42.58%	117.45%

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永兴当地，2017年后，随着“13万吨低品位复杂物料稀贵金属清洁高效回收项目”的投产，雄风环保产品结构有所变动，外省客户增多，上海、山东、河北、安徽、重庆、江西、云南、广东等均有新增客户。

2018年雄风环保前五大客户销售占比提升至40.65%，公司客户中永兴县当地民营企业占比较大，易受当地政策变化的影响，面临一定的区域集中风险。

表14 2017-2018 年雄风环保有色金属资源综合回收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
2018年	永兴县长鑫铋业有限责任公司	20,096.72	14.94%
	永兴县富兴贵金属有限责任公司	11,141.66	8.28%
	上海珞诚实业有限公司	8,998.28	6.69%
	山东招金金银精炼有限公司	8,416.13	6.26%
	贵州本元利科技有限公司	6,025.99	4.48%
	合计	54,678.77	40.65%
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%
	合计	60,237.95	32.11%

资料来源：公司提供

受危险废物经营许可证办理延迟、融资难等因素影响，2018年雄风环保采购总额下降，该情况已经于2019年一季度有所缓解，但未来需持续关注雄风环保原料采购情况对日常经营的影响

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。

雄风环保采购单价受原材料中有价金属含量、终端产品价格影响，近年表现为较大变动。2018年，雄风环保主要采购了粗银、湿法泥和阳极泥等原材料，采购单价分别为3,278.03元/吨、30,952.20元/吨和98,619.63元/吨。2018年雄风环保原材料采购总额为184,330.09万

元，同比下降6.50%。一方面，雄风环保从外省采购的原材料（如：阳极泥、湿法泥、熔炼渣等）大部分属于危险固废原料范畴，2018年雄风环保危险废物经营许可证办理延迟近2个月，前后影响了4-6个月内的危险固废原料采购；另一方面，2018年公司融资环境收紧，为并购万象矿业，公司本部归集了雄风环保5.90亿元的流动资金，雄风环保原材料采购额受资金短缺影响而减少。

2018年8月4日，雄风环保的危险废物经营许可证已办妥。考虑到先前归集了子公司流动资金对雄风环保的经营造成一定影响，公司完成MMG Laos的并购交割后，对雄风环保增资5亿元，以支持其后续经营。2019年一季度末，上述情况已有一定缓解，但未来需持续关注雄风环保原料采购情况对日常经营的影响。

表15 2017-2018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	2018年			2017年		
	采购量	采购单价	采购金额	采购量	采购单价	采购金额
粗银	243,944.14	3,278.03	79,965.52	-	-	-
阳极泥	4,140.65	98,619.63	40,834.90	2,767.81	122,904.31	34,017.64
湿法泥	11,349.04	30,952.20	35,127.76	-	-	-
熔炼渣	7,719.13	14,397.24	11,113.42	19,035.17	34,545.37	65,757.70
铅渣	5,464.06	7,086.52	3,872.12	9,389.60	11,931.67	11,203.36
银渣料	1,149.74	28,374.94	3,262.38	3,905.74	166,264.57	64,938.66
其他原料	-	-	10,153.99	-	-	21,230.10
合计	-	-	184,330.09	-	-	197,147.46

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年雄风环保对前五大供应商原料采购占比为30.54%，受同期原料采购规模总额下降的影响，供应商集中度有所上升。

2018年雄风环保供应商结构也发生变化，主要原因：其一，由于危险废物经营许可证办理延迟，雄风环保以招投标方式向部分外省机构采购危险固废原料的资格受限；其二，应永兴县的政策支持，新增向个体户（如：卢云弟）采购原材料，以消化当地不规范产能清除后积压的原料。

表16 2017-2018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
2018年	永兴县富恒贵金属有限责任公司	16,211.34	8.64%
	陕西东岭冶炼有限公司	14,186.15	7.56%
	卢云弟	11,105.76	5.92%

	赤峰山金银铅有限公司	8,856.31	4.72%
	北方铜业股份有限公司销售部	6,924.85	3.69%
	合计	57,284.41	30.54%
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%
	合计	69,451.18	25.15%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。2018年度，广源科技处理各类废弃电器电子产品110万台。截至2018年末，广源科技总资产（评估口径）41,929.90万元，净资产21,614.88万元；2018年度，广源科技实现营业收入14,548.85万元，净利润4,502.38万元。

广源科技现有老厂区生产能力已经趋于饱和，自2016年3月开始新厂区一期工程建设，项目计划总投资8,035万元。新厂区一期工程已于2018年10月完工，形成主要处理产品及产能如下：（1）冰箱、空调器20万台/年；（2）电视、电脑176万台/年；（3）洗衣机6万台/年；（4）打印机、复印件12万台/年；（5）油烟机、热水器96万台/年，年处理量310万台/年。新厂区建设目前已经处于决算收尾阶段，正在办理环保验收等各项手续，计划于2019年7月份投入使用。预计广源科技新厂区投入使用、产能逐步释放后，公司资源回收利用业务收入有一定提升。

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2018年审计报告及未经审计的2019年1季度财务报表，2017年数据采用2018年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。2018年公司合并范围新增MMG Laos，具体情况如表1所示。

1、会计估计变更

公司并购MMG Laos后，决定延长铜金矿的作业时间至2027年，因此公司对万象矿业现有的固定资产、无形资产（MP）等的折旧、摊销估计进行变更，在工作量法折旧中增

加金矿的工作量，同时对现有的铜矿工作量进行更准确的修正。经测算，会计估计变更对2018年当期净利润影响为调增约431万美元（由于万象矿业2018年整体处于亏损，未确认相关可抵扣亏损的所得税费用影响，所以该金额与税前金额一致），折合人民币约为2,964万元。

2、前期差错更正

2018年公司前期会计差错调整如下：

表17 2018年公司采取追溯重述法的前期会计差错（单位：万元）

会计差错更正的内容	处理程序	受影响的各个比较期间报表项目名称	累积影响数
按照《企业会计准则第28号—会计政策、会计估计变更和差错更正》、《企业会计准则第6号——无形资产》的相关规定及中国证券监督管理委员会内蒙古监管局于2018年12月19日出具的（2018）14号《关于对赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司采取责令改正措施的决定》的行政监管措施决定书的要求，公司对五龙黄金探矿权财务报表列示科目及单独计提减值准备相关的前期会计差错进行了更正，并对相关报表进行了调整。	2019年4月15日召开第七届董事会第七次会议和第六届监事会第四次会议，审议通过了《关于前期会计差错更正的议案》。会计师出具了《关于赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司2018年度会计差错更正专项审核报告》	调整2017年、2018年期初数：无形资产、长期待摊费用、非流动资产合计、资产总计、未分配利润、归属于母公司所有者权益合计、所有者权益合计、负债和所有者权益合计	-5,399.58

资料来源：公司2018年审计报告

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，以存货、厂房、井建设施、采探矿权及商誉等为主，需关注存货跌价风险、商誉减值风险

截至2019年3月末，公司资产总额790,570.60万元，较2017年末增长65.21%，主要系2018年公司并购了海外子公司所致。从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，2019年3月末非流动资产占比为60.35%。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货组成。2018年末，公司货币资金为21,807.44万元，同比增长2.12倍，主要系公司并购的万象矿业账面现金较充裕；其中5,600万元其他货币资金受限，系银行承兑汇票保证金。受益于万象矿业持续充裕的现金流，2019年3月末公司货币资金增长至45,320.55万元。2018年末公司应收票据及应收账款为13,956.81万元，同比增长79.41%。雄风环保主要采用全额预收、先款后货的结算方式，因此并购前公司应收账款规模不大；万象矿业应收账款为电解铜销售给原客户的货款，并购后按约定，万象矿业主要将电解铜销售给托克公司，部分用于偿还贸易融资借款，未来应收账款应收对象有一定变化，但结算模式无重大变化。公司其他应收款主要为应收的财政

补助、保证金及押金等款项，2018年末其他应收款20,841.65万元，同比下降1.86%。公司存货主要来源于雄风环保、万象矿业，2018年末存货规模为204,288.68万元，同比增长35.15%。受许可证办理延迟、园区配套滞后、融资难影响，2018年雄风环保采购力度减弱，期末原材料账面价值同比下降16.23%。2018年末，公司在产品、库存商品、库存消耗品大幅增加，系并购万象矿业所致；其中库存消耗品种类较多，系万象矿业外购的酸、石灰等原辅料。2018年末，存货中半成品账面价值为44,563.44万元，主要为雄风环保湿法生产线无法投产而积压的中间物料。2018年末，公司计提存货跌价准备66,165.98万元，同比大幅增加，主要系万象矿业的存货跌价准备金额较大。万象矿业沿用并购前使用的国际会计准则，会计处理谨慎性较高⁵，2018年针对矿石、备品备件分别计提了5.27亿元、1.25亿元跌价准备。考虑到公司金属产品、矿石价格波动较大，未来仍需关注存货跌价风险。其他流动资产主要为应缴增值税、预缴所得税，2018年末余额同比大幅减少70.46%，主要系衍生工具（套保合约）到期、理财资金回笼所致。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉组成。2018年末，公司固定资产307,718.02万元，同比增长94.82%，系并购万象矿业所致。2018年末，公司在建工程18,570.92万元，同比增长121.66%，主要系广源科技新厂区建设及华泰矿业、五龙黄金井巷工程投入增加所致。广源科技新厂区一期工程于2018年10月完工后待决算，计划新增产能为年处理量310万台/年；华泰矿业、五龙黄金井巷工程主要为探矿、采矿作业过程中主运输巷道的投入，该项投入目的系维持原有产能。公司无形资产主要由探、采矿权和土地等构成，2018年末无形资产账面价值为116,804.56万元，同比增长250.43%，主要系合并了万象矿业所致。2018年，根据内蒙古证监局出具的整改决定书，公司对五龙黄金探矿权会计处理问题进行了整改，其一，将五龙黄金探矿权由长期待摊费用调整至无形资产；其二，对五龙黄金探矿权进行单独减值测试。依据五龙黄金探矿权减值的累计影响，对2017年、2018年无形资产、长期待摊费用期初数进行了追溯调整。2018年末，公司商誉规模为36,148.54万元，仍为收购雄风环保和广源科技形成的商誉，账面原值分别为44,141.62万元、4,196.89万元。2018年末，公司对商誉进行了减值测试，考虑到2018年雄风环保经营受限，业绩表现不佳，进行减值测试后雄风环保商誉减值12,189.97万元，广源科技商誉未计提减值。考虑到雄风环保未来经营情况不明朗，公司商誉仍存在一定的减值风险。

截至2018年末，公司资产中受限的保证金、土地使用权、采矿权和复垦保证金等账

⁵对于库存的备品备件，公司采用库龄方式测算：库龄1-2年的备品备件计提50%跌价准备，库龄2年以上的备品备件计提100%跌价准备；矿石方面，品位较低的矿石（低于1%），全额计提减值准备，对于其他矿石则按可变现净值测算后进行减值计提。

面价值合计为 16,013.88 万元，占资产总额的 2.07%。整体来看，并购万象矿业后，公司资产规模大幅增长，以存货、厂房、井建设施、采探矿权及商誉等为主，需关注存货跌价风险、商誉持续减值的风险。

表18 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	45,320.55	5.73%	21,807.44	2.81%	6,997.72	1.46%
应收票据及应收账款	14,842.68	1.88%	13,956.81	1.80%	7,779.43	1.63%
其他应收款	25,625.86	3.24%	20,841.65	2.69%	21,235.77	4.44%
存货	212,075.91	26.83%	204,288.68	26.37%	151,159.26	31.59%
其他流动资产	3,850.29	0.49%	4,306.56	0.56%	14,580.54	3.05%
流动资产合计	313,485.17	39.65%	275,954.47	35.62%	217,841.84	45.52%
固定资产	292,045.95	36.94%	307,718.02	39.71%	157,950.55	33.01%
在建工程	23,889.61	3.02%	18,570.92	2.40%	8,378.27	1.75%
无形资产	99,203.36	12.55%	116,804.56	15.07%	33,332.25	6.97%
商誉	36,148.54	4.57%	36,148.54	4.67%	48,338.51	10.10%
非流动资产合计	477,085.43	60.35%	498,869.02	64.38%	260,684.07	54.48%
资产总额	790,570.60	100.00%	774,823.49	100.00%	478,525.91	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司资产运营效率仍表现一般

万象矿业的并购时点为2018年11月30日，并购后公司应收账款、存货规模同比大幅增长，但营业收入、营业成本仅并入了万象矿业2018年12月的收入及成本，由此导致公司应收账款周转天数、存货周转天数和应付账款周转天数大幅延长至18.04天、369.15天和38.68天，数据可比性不强。

从万象矿业来看，2018年万象矿业的应收账款周转天数、存货周转天数和应付账款周转天数分别为13.79天、52.76天和18.21天，净营业周期为48.34天，资产经营效率相对较好；但2018年末，公司并购万象矿业后，万象矿业的销售模式发生变化，其经营效率未来存在一定不确定性。从公司合并层面来看，2018年公司净营业周期为348.50天，资产经营效率仍表现一般。

受并购因素影响，公司流动资产周转天数、固定资产周转天数和总资产周转天数同样有所延长。

表19 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	18.04	7.55
存货周转天数	369.15	217.26
应付账款周转天数	38.68	19.72
净营业周期	348.50	205.09
流动资产周转天数	412.81	253.19
固定资产周转天数	389.30	184.73
总资产周转天数	1,047.80	596.70

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018 年公司收入下降，盈利能力大幅减弱；2019 年一季度，公司国内采矿板块盈利情况转好，其他板块仍表现欠佳

2018 年公司营业收入为 215,311.55 万元，同比下降 16.77%。受海外并购影响，公司采矿业板块营业收入规模增加，但国内采矿业收入仍下降，主要系三级矿量不平衡、技改升级导致金原矿入选量较少、矿石品位较低所致。受危险废物经营许可证办理延迟、所在工业园区配套设施滞后、融资难等因素影响，雄风环保原材料采购不足、经营受限，产能扩建工程暂缓，公司资源综合回收业务板块收入呈现大幅下降。2019 年 1-3 月，公司营业收入为 146,835.16 万元，一方面，矿山子公司的销售情况转好；另一方面，合并万象矿业后，电解铜的生产、销售对公司营业收入的贡献较大。

毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 19.50%，同比下降 5.02 个百分点。其中，采矿业板块毛利率下降，一方面海外业务折旧金额较大，新增电解铜产品毛利率较低，另一方面系 2018 年国内矿品位较低，选矿成本较高；资源综合回收利用业板块毛利率下降的原因，主要系危险废物经营许可证办理延迟，雄风环保毛利较高的危险固废原料采购减少所致。2019 年 1-3 月，公司综合毛利率为 13.98%，系期间内毛利率较低的电解铜产品收入占比较大所致。

2018 年，公司期间费用率略有增长，主要系五龙黄金探矿权计入无形资产后摊销费用增加致使公司管理费用规模仍较大，而收入规模呈现下降。2018 年，公司融资规模大幅增加，新增融资主要集中于 2018 年第四季度，利息费用的增长于 2019 年一季度逐步显现。此外，考虑到公司 2018-2019 年一季度主要新增非标融资，成本较高（利率区间在 8.5%-10.99%），预计未来公司财务费用对利润的侵蚀加剧。

2018 年公司资产减值损失确认为 18,771.26 万元，包括商誉减值损失 12,189.97 万元、

可供出售金融资产减值损失 5,000.00 万元和存货跌价损失 1,938.26 万元。其中，商誉减值损失主要源于雄风环保经营情况不佳；可供出售金融资产减值损失系公司作为有限合伙人参与投资设立的分宜长信汇智资产管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“汇智基金”）投资亏损，公司对汇智基金的股权投资款全额计提减值准备；存货跌价损失系公司确认的万象矿业已开采矿石中不可回收部分。上述资产减值损失对当期利润影响较大。

2018年，公司公允价值变动收益为-1,492.25万元，主要系公司租入黄金后，持有期间的公允价值变动；投资收益为-1,019.74万元，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。2019年3月末公司黄金租赁均到期，已购入黄金进行偿还，目前对公司盈利情况的影响不大。

2018年，受部分业务经营不佳、综合毛利率下降、确认大规模资产减值损失影响，公司净利润为-11,360.20万元，同比下降140.25%。2019年一季度，公司净利润为6,281.23万元，当季利润表现较好，主要来源于矿山子公司，雄风环保、万象矿业的盈利能力仍表现欠佳。预计短期内公司国内采矿板块盈利情况转好，万象矿业持续表现亏损，雄风环保的盈利变化不明朗，需持续关注后续财务费用对利润的侵蚀情况。

表20 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	146,835.16	215,311.55	258,700.86
资产减值损失	205.61	18,771.26	919.38
公允价值变动收益	1,542.21	-1,492.25	6,435.01
投资收益	-1,071.42	-1,019.74	-5,557.19
营业利润	7,341.44	-9,307.23	32,875.29
利润总额	7,811.78	-9,228.11	32,859.43
净利润	6,281.23	-11,360.20	28,222.86
综合毛利率	13.98%	19.50%	24.52%
期间费用率	9.35%	15.01%	12.52%
总资产回报率	-	0.04%	9.50%
营业收入增长率	-	-16.77%	22.48%
净利润增长率	-	-140.25%	-16.28%

资料来源：公司 2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

2018 年公司投资净支出规模较大，仍面临较大资金压力

2018 年，公司确认了大规模资产减值损失、折旧摊销额。受此影响，公司非付现费用、非经营损益规模大幅增长。剔除上述影响来看，2018 年经营性利润表现下降，FFO

为 48,102.73 万元，同比减少 9.98%。2018 年，公司经营活动产生的现金流净额表现较好，主要系公司减缓经营投入、雄风环保营运资本占款大幅减少所致。受外部融资环境收紧、配套基础设施滞后、危险废物经营许可证办理延迟等因素影响，雄风环保业务规模缩减，经营性应收项目大幅减少；2018 年雄风环保采购量不足，公司存货占款规模较上年相比减小。此外，2018 年末新并购的海外子公司万象矿业账面资金较充裕，2018 年 12 月并购后对公司现金流有一定支持。

投资活动方面，2018 年公司投资活动主要源于矿山井巷工程的持续投入、取得子公司支付的现金对价，投资活动产生的现金流净额为-100,738.63 万元，较上年大幅增加。

公司投资活动产生的现金缺口依靠筹资、自有资金归集解决。2018 年公司筹资活动现金流入主要系取得银行借款、融资租赁款收到的现金，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。2017-2018 年合作银行收缩了黄金租赁的相关业务，公司黄金租赁融资受阻，短期融资压力的加大使得公司在 2018 年通过应付票据融资。2018 年，公司并购海外子公司支付交割款 2.475 亿美元，其中 1.40 亿美元为托克公司贸易融资，由托克公司直接支付给公司并购对手方；剩余 1.075 亿美元原计划为银团并购贷款，实际支付时该等融资渠道受限，公司临时归集各子公司资金支付了剩余对价。公司 2018 年报显示，2019 年公司维持日常业务及完成在建工程投资项目所需资金约为 40 亿元，公司面临较大资金压力。

表21 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
净利润	-11,360.20	28,222.86
非付现费用	47,925.35	16,471.09
非经营损益	11,537.58	8,740.44
FFO	48,102.73	53,434.39
营运资本变化	-9,396.28	-91,240.48
其中：存货减少（减：增加）	-53,129.42	-66,540.18
经营性应收项目的减少（减：增加）	14,108.54	-72,831.95
经营性应付项目增加（减：减少）	29,624.60	48,131.65
经营活动产生的现金流量净额	38,706.45	-37,806.08
投资活动产生的现金流量净额	-100,738.63	-24,305.44
筹资活动产生的现金流量净额	72,144.29	40,781.93
现金及现金等价物净增加额	9,449.72	-21,329.59

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

公司有息债务规模快速攀升，偿债压力加大，需关注未来万象矿业的生产经营对债务偿还的保障情况

随着融资规模的增大，公司负债总额大幅增长，2019年3月末为495,365.34万元，较2017年末增长146.60%。受益于并购带来的少数股权权益增加，2019年3月末公司所有者权益为295,205.26万元，较2017年末增长6.32%。综合影响下2019年3月末公司负债与所有者权益比率提高至167.80%，所有者权益对负债的保障能力大幅减弱。

表22 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	495,365.34	492,172.76	200,880.03
所有者权益	295,205.26	282,650.73	277,645.88
负债与所有者权益比率	167.80%	174.13%	72.35%

资料来源：公司2018年审计报告和未经审计的2019年1季度财务报表，中证鹏元整理

公司负债结构中非流动负债占比提升，截至2019年3月末为64.44%，较2017年末增长19.51个百分点。

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、应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至2019年3月末，公司短期借款余额为27,522.52万元，较2017年末增长113.47%，主要系雄风环保为解决流动资金短缺以满足生产经营需要持续增加借款所致。公司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，2019年3月末，公司黄金租赁款项已全部偿还，主要系合作银行收缩了相关业务额度所致。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，融资成本较低，近期由于上海黄金交易所收缩相关业务额度，合作银行对企业的黄金租赁额度也同步收缩。受此影响，公司加大了票据融资力度，2019年3月末公司应付票据增长至33,000.00万元，全部为银行承兑汇票，五龙黄金、广源科技和雄风环保均增加了票据结算。2018年末，公司应付账款规模为20,461.75万元，同比增长21.89%。一方面系公司并购万象矿业，应付材料采购款增加；另一方面，系公司在建井巷工程的持续投入，增加了应付固定资产采购款项。2018年末，公司其他应付款16,013.34万元，同比增长60.13%，主要系五龙黄金、华泰矿业应付工程款增加所致。2019年3月末，该等款项已结算完毕。一年内到期的非流动负债为一年内到期的贸易融资款项、复垦义务款项，截至2019年3月末为70,701.75万元，一年内到期的贸易融资款项主要为托克公司的贸易融资借款，公司以万象矿业生产的电解铜于16个月内等额给托克公司偿还，公司短期偿债压力较大。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券、长期应付款和预计负债。截至2018

年末，公司长期借款为6,920.00万元，系雄风环保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。公司应付债券为本期债券，2018年末为69,689.67万元。2018年末，公司长期应付款为129,359.34万元，系2018年公司新增非标融资款项，包括应付融资租赁款14,400.74万元、应付托克公司贸易融资款96,084.80万元和应付股权交割尾款18,873.80万元（0.275亿美元）。其中，融资租赁款项全部为雄风环保以固定资产售后回租方式融资产生，融资成本为8.93%-10.99%，均为2018年第四季度借入，期限为4年，按季偿还本息。2019年3月末，公司长期应付款68,175.65万元，其中3亿元为公司将持有的吉隆矿业45%股权出让给内蒙古金融资产管理有限公司（以下称“内蒙古金资公司”），自内蒙古金资公司出资之日起36个月内，公司每12个月、平均分三次回购该部分股权，回购溢价率为8.50%，该交易实际为名股实债。2018年末，公司预计负债为173,613.22万元，同比大幅增长，主要系新增万象矿业闭坑支出。公司收购万象矿业前，原管理层计划于2020年结束铜矿生产并闭坑，相关闭坑费用为3.24亿美元；公司收购后，将闭坑时间延长至2027年，闭坑费用重新测算为3.17亿美元。

表23 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	27,522.52	5.56%	15,889.02	3.23%	12,892.92	6.42%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.00	0.00%	28,716.14	5.83%	59,459.40	29.60%
应付票据及应付账款	52,429.01	10.58%	33,461.75	6.80%	16,787.04	8.36%
其他应付款	6,365.36	1.28%	16,013.34	3.25%	9,999.95	4.98%
一年内到期的非流动负债	70,701.75	14.27%	2,704.10	0.55%	0.00	0.00%
流动负债合计	176,148.42	35.56%	112,290.54	22.82%	110,621.84	55.07%
长期借款	6,920.00	1.40%	6,920.00	1.41%	8,660.00	4.31%
应付债券	69,714.17	14.07%	69,689.67	14.16%	79,481.52	39.57%
长期应付款	68,175.65	13.76%	129,359.34	26.28%	0.00	0.00%
预计负债	174,132.11	35.15%	173,613.22	35.27%	39.16	0.02%
非流动负债合计	319,216.92	64.44%	379,882.22	77.18%	90,258.18	44.93%
负债总额	495,365.34	100.00%	492,172.76	100.00%	200,880.03	100.00%
其中：有息债务	276,034.09	55.72%	266,278.27	54.10%	160,493.84	79.90%

资料来源：公司2018年审计报告和未经审计的2019年1季度财务报表，中证鹏元整理

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、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款。公司有息债务规模持续快速攀升，偿债压力加大。截至2018年末，公司有息债务规模为266,278.27万元，同

比增长65.91%，一方面，公司为并购万象矿业，大幅进行贸易融资、融资租赁借款以完成对价；另一方面，同样受海外并购对价支付影响，子公司流动资金短缺，2018年持续融资以支持日常经营。截至2019年3月末，公司有息债务达276,034.09万元，较2018年末增长3.66%，主要为五龙黄金新增应付票据2亿元。

从截至2018年末的偿还结构来看，2019年公司需偿还68,542.89万元，占有息债务本金的25.74%。2019年公司偿还的主要为将于一年内到期的托克公司贸易融资款项，该笔款项公司计划以万象矿业生产的阴极铜每月定额偿付，未来需关注万象矿业的生产经营情况对债务偿还的保障情况。

表24 截至2018年末公司有息债务偿债计划（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
本金	68,542.89	7,933.63	5,153.48	184,648.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从长期偿债能力指标来看，2019年3月末公司资产负债率大幅提升至62.66%，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，2019年3月末，公司流动比率、速动比率分别为1.78、0.58，流动资产对流动负债的保障程度下降。2018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利息保障倍数大幅降低至2.91。考虑到公司新增融资主要集中于2018年第四季度，预计2019年EBITDA对利息的保障将持续减弱。

表25 公司主要偿债能力指标

项目	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	62.66%	63.52%	41.98%
流动比率	1.78	2.46	1.97
速动比率	0.58	0.64	0.60
EBITDA（万元）	-	29,432.28	56,272.32
EBITDA 利息保障倍数	-	2.91	6.21
有息债务/EBITDA	-	9.05	2.85
经营性净现金流/流动负债	-	0.34	-0.34
经营性净现金流/负债总额	-	0.08	-0.19

资料来源：公司2018年审计报告和未经审计的2019年1季度财务报表，中证鹏元整理

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，需关注抵押比率低于1.20倍时公司抵押资产追加的情况

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

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，2019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2018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9.51亿元，同比下降11.57%；抵押资产的抵押比率为1.29倍，能够提升本期债券的信用水平。

值得注意的是，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可能持续下行，存在无法有效保障本期债券本息的风险。需关注未来抵押比率低于1.20倍时，公司抵押资产追加的情况。

表26 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
红花沟矿区一采区采矿权	15,219.23	2018.9.30	中锋矿报字(2019)第70001号	内国土资采抵备字【2016】049号
莲花山金矿区26号脉岩金矿采矿权	19,225.92	2018.9.30	中锋矿报字(2019)第70002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	34,696.25	2018.9.30	中锋矿报字(2019)第70003号	内国土资采抵备字【2016】039号
撰山子金矿采矿权	25,946.60	2018.9.30	中锋矿报字(2019)第70004号	内国土资采抵备字【2016】036号

合计	95,088.00	-	-	-
----	-----------	---	---	---

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，2016年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日2019年5月13日）、子公司雄风环保（报告查询日2019年5月15日）不存在未结清不良类信贷记录，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。

（二）或有事项分析

2019年4月22日，上海证券交易所对公司股东谭雄玉处以监管关注。

根据相关规则的规定，“大股东减持或者特定股东减持，采取集中竞价交易方式的，在任意连续90日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的1%”。自2018年9月25日至12月17日，谭雄玉及其一致行动人通过集中竞价交易减持公司股份1,698.10万股，占公司总股本的1.19%，超过规定的减持比例限制。

同时，根据相关规则的要求，大股东、董监高通过上海证券交易所集中竞价交易减持股份的，应当在股份减持计划实施完毕或者披露的减持时间区间届满后的2个交易日内公告具体减持情况。谭雄玉公告的减持计划区间于2019年1月31日届满，则谭雄玉应不晚于2019年2月11日披露减持结果公告。但经公司持续督促，谭雄玉一直未积极配合，未就前述减持结果及时在规定期限内履行信息披露义务，直至3月11日才予以披露。

八、评级结论

公司于2018年11月末完成对MMG Laos的并购，通过其持有了Sepon铜金矿的独立运营权，丰富了公司资源储备，增强了公司可持续经营能力。此外，黄金采矿权抵押能够提升本期债券信用水平。

同时中证鹏元也关注到，公司采矿业面临一定的安全及环保风险；受三级矿量不平衡、技改升级等因素影响，公司国内矿山金原矿选矿量大幅下降、品位较低，国内采矿业务表现欠佳，受危险废物经营许可证办理延迟、所在园区配套基础设施建设滞后、融资难等因素影响，雄风环保经营受限，公司相关业务规模大幅下滑，受经营欠佳、大规模资产减值

损失等因素影响，公司盈利能力大幅减弱；万象矿业近年经营亏损，预计短期内其亏损持续，需关注未来其持续经营情况；公司存货存在跌价风险、商誉存在减值风险；公司资金支出压力较大；有息债务规模快速攀升，偿债压力加大；此外，本期债券抵押资产的评估价值存在下行风险等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为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 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	45,320.55	21,807.44	6,997.72	25,467.31
存货	212,075.91	204,288.68	151,159.26	84,518.25
固定资产	292,045.95	307,718.02	157,950.55	107,554.42
无形资产	99,203.36	116,804.56	33,332.25	36,935.71
商誉	36,148.54	36,148.54	48,338.51	48,338.51
总资产	790,570.60	774,823.49	478,525.91	379,060.76
短期借款	27,522.52	15,889.02	12,892.92	5,706.23
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.00	28,716.14	59,459.40	81,149.25
应付票据及应付账款	52,429.01	33,461.75	16,787.04	4,604.21
一年内到期的非流动负债	70,701.75	2,704.10	0.00	0.00
应付债券	69,714.17	69,689.67	79,481.52	9,871.30
长期应付款	68,175.65	129,359.34	0.00	0.00
预计负债	174,132.11	173,613.22	39.16	0.00
总负债	495,365.34	492,172.76	200,880.03	130,236.05
有息债务	276,034.09	266,278.27	160,493.84	109,826.78
所有者权益合计	295,205.26	282,650.73	277,645.88	248,824.71
营业收入	146,835.16	215,311.55	258,700.86	211,210.46
营业利润	7,341.44	-9,307.23	32,875.29	42,295.48
净利润	6,281.23	-11,360.20	28,222.86	33,712.14
经营活动产生的现金流量净额	53,397.45	38,706.45	-37,806.08	6,758.63
投资活动产生的现金流量净额	-21,174.58	-100,738.63	-24,305.44	-37,653.20
筹资活动产生的现金流量净额	-18,380.82	72,144.29	40,781.93	13,724.64
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	18.04	7.55	6.33
存货周转天数	-	369.15	217.26	197.29
应付账款周转天数	-	38.68	19.72	16.44
净营业周期	-	348.50	205.09	187.18
流动资产周转天数	-	412.81	253.19	239.15
固定资产周转天数	-	389.30	184.73	162.48
总资产周转天数	-	1,047.80	596.70	615.35
综合毛利率	13.98%	19.50%	24.52%	34.78%
期间费用率	9.35%	15.01%	12.52%	12.48%
营业利润率	5.00%	-4.32%	12.71%	20.03%

总资产回报率	-	0.04%	9.50%	12.84%
净资产收益率	-	-4.06%	10.72%	10.12%
营业收入增长率	-	-16.77%	22.48%	32.74%
净利润增长率	-	-140.25%	-16.28%	42.40%
资产负债率	62.66%	63.52%	41.98%	34.36%
流动比率	1.78	2.46	1.97	1.32
速动比率	0.58	0.64	0.60	0.56
EBITDA（万元）	-	29,432.28	56,272.32	62,187.02
EBITDA 利息保障倍数	-	2.91	6.21	12.54
有息债务/EBITDA	-	9.05	2.85	1.77
经营性净现金流/流动负债	-	0.34	-0.34	0.06
经营性净现金流/负债总额	-	0.08	-0.19	0.05

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告、未经审计的 2019 年 1 季度财务报表、关于赤峰黄金 2018 年度会计差错更正专项审核报告，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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

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。