

湖南黄金股份有限公司

面向合格投资者公开发行 2015 年公司
债券(第一期)2017 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員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員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【2017】跟踪第
【44】号 01

债券剩余规模:
3 亿元

债券到期日期:
2018 年 6 月 24 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:
王强 赵云飞

电话:
0755-82872611

邮箱:
wangq@pyrating.cn

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

鹏元资信评估有限公司
地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

湖南黄金股份有限公司面向合格投资者公开发行 2015 年公司债券（第一期）2017 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	2017 年 5 月 3 日	2016 年 5 月 23 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湖南黄金股份有限公司（以下简称“湖南黄金”或“公司”）及其 2015 年 6 月 24 日面向合格投资者公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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主要产品价格回升，经营业绩好转，持续经营能力较强，公司拥有核心技术、完整的产业链和独特的产品组合，抗风险能力较强，公司经营收现情况较好、经营现金流表现良好，非公开发行股票增强了公司的资本实力；但我们也关注到公司主要产品价格易受市场行情影响，未来经营业绩存在波动的可能性，公司关联交易规模较大，存在一定的关联交易风险，公司面临一定的资金压力、存在一定安全生产和环保风险等风险因素。

正面:

- 公司主要产品价格回升，盈利能力有所提升，经营业绩好转。2016 年公司主要产品黄金、钨销售价格均有所回升，公司综合毛利率同比增长 2.45 个百分点至 15.76%，净利润由 2015 年的 0.15 亿元增长至 2016 年的 1.25 亿元，2017 年 1-3 月实现净利润 0.65 亿元。
- 公司保有一定量的黄金矿产资源储备，且铋、钨的矿产资源储备较多，持续经营能力较强。截至 2016 年底，公司保有资源储量矿石量 6,418.8 万吨，资源储量金属量：金 126,707 千克、铋 235,447 吨、钨 101,098 吨，持续经营能力较强。
- 公司拥有核心技术、完整的产业链和独特的产品组合，抗风险能力较强。公司拥有金铋钨共（伴）生矿精细分离选冶的核心技术，已形成勘探、采矿、选矿、冶

炼、精练、深加工为一体的完整产业链，形成了独特的金锑钨产品组合，增强了公司抵御单一产品价格波动风险的能力。

- **公司经营收现情况较好，经营现金流表现良好。**2015-2016 年，公司收现比平均值为 1.06，累计实现经营活动现金净流入 10.64 亿元。
- **非公开发行股票增强了公司的资本实力。**得益于经营积累及非公开发行股票，公司资本实力有所增强，截至 2017 年 3 月末公司所有者权益合计 44.47 亿元。

关注：

- **公司主要产品价格易受市场行情影响震荡起伏，未来经营业绩存在波动的可能性。**公司黄金、锑、钨等主要产品价格易受国内外多重因素综合作用影响波动，未来经营业绩存在波动的可能性。
- **公司关联交易规模较大，存在一定的关联交易风险。**2016 年公司与主要关联企业交易金额合计 14.23 亿元，且占同类交易金额的比例仍然处于较高水平，公司存在一定的关联交易风险。
- **公司资本支出规模较大，面临一定的资金压力。**截至 2016 年底，公司主要在建项目计划总投资 13.84 亿元，尚需投资 7.68 亿元，面临一定的资金压力。
- **公司存在一定安全生产和环保风险。**截至 2016 年末公司有两起涉及环境污染责任纠纷的诉讼、仲裁事项，涉及金额 420 万元。矿山及冶炼生产环境复杂，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，公司作为采矿企业存在一定安全生产和环保风险。

主要财务指标:

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产 (万元)	646,942.93	648,942.66	574,454.63	579,875.33
所有者权益合计 (万元)	444,741.46	436,679.21	342,367.78	341,071.74
有息债务 (万元)	127,459.79	122,443.08	166,575.22	141,824.77
资产负债率	31.25%	32.71%	40.40%	41.18%
流动比率	1.69	1.61	1.04	1.08
营业收入 (万元)	138,011.15	678,113.52	579,242.34	609,673.46
利润总额 (万元)	6,732.32	15,451.66	1,658.41	19,989.15
综合毛利率	20.38%	15.76%	13.31%	17.12%
总资产回报率	-	3.43%	1.37%	4.84%
EBITDA (万元)	-	46,003.73	31,566.45	52,345.85
EBITDA 利息保障倍数	-	6.42	4.10	6.98
经营活动现金流量净额 (万元)	5,533.93	46,040.90	60,322.28	71,802.99

资料来源: 公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表, 鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监许可[2015]1200 号文件核准，公司获准发行不超过 7 亿元（含 7 亿元）公司债券，本期债券发行规模为 3 亿元，票面利率为 4.50%。

本期债券为 3 年期，起息日是 2015 年 6 月 24 日。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2016 年 6 月 24 日为到本期债券首次付息日，公司按期支付本期债券利息 1,350 万元。

本期债券募集资金用途为偿还公司债务和补充流动资金。截至 2016 年末，本期债券募集资金已按照指定用途使用完毕。

二、发行主体概况

2016年9月，公司完成向特定投资者非公开发行70,175,438股人民币普通股（A股），每股发行认购价格为人民币11.40元。截至2016年末，公司注册资本和实收资本均为12.02亿元，实际控制人和主营业务均未发生变化，公司控股股东仍然是湖南黄金集团有限责任公司（以下简称“湖南黄金集团”），其持股比例为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（以下简称“湖南省国资委”），其持有湖南黄金集团76.74%的股份。截至2017年3月末，公司前五大股东情况如表1所示。

表 1 截至 2017 年 3 月末公司前五大股东情况

股东名称	股东性质	持股比例
湖南黄金集团有限责任公司	国有法人	39.91%
株洲市国有资产投资控股集团有限公司	国有法人	3.65%
交通银行股份有限公司-工银瑞信双利债券型证券投资基金	其他	2.41%
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	2.08%
中信证券股份有限公司-前海开源金银珠宝主题精选灵活配置混合型证券投资基金	其他	1.20%
合计	-	49.25%

资料来源：公司 2016 年年度报告

2016 年公司纳入财务报表合并范围的三级子公司增加 1 家，处置三级子公司 1 家，具体情况如表 2 所示。湖南珠宝实业有限公司于 2016 年 7 月 8 日经长沙市工商行政管理局经济技术开发区分局批准注册成立，注册资本为 20,000 万人民币，出资方为湖南黄金股份有限公司、浙江黄金宝投资股份有限公司、湖南国有资产经营管理有限公司、长沙经济技术开发区集团有限公司，各出资方的出资比例为 58%、20%、12%、10%。2016 年 3 月 16 日，

公司出售隆化县鑫峰矿业有限公司（以下简称“鑫峰矿业”）100%股权，交易价格 700 万元。截至 2015 年末鑫峰矿业净资产为-3,558 万元，2014-2015 年平均净利润为-283.59 万元，公司认为鑫峰矿业勘查类型复杂，资源规模小，资源前景不明朗，难以形成规模经济效益，不适合公司进行大规模开采，2016 年公司处置鑫峰矿业 100%股权增加当期净利润 978 万元。

表 2 2016 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2016 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖南黄金珠宝实业有限公司	58%	20,000	贵金属压延、稀有稀土金属压延的加工；各类珠宝首饰销售、检测等	投资设立

2、2016 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
隆化县鑫峰矿业有限公司	100%	2,050	金矿开采，矿石加工、购销	出售 100%股权

资料来源：公司 2016 年年度报告，鹏元整理

截至 2016 年末，公司资产总额 64.89 亿元，所有者权益合计 43.67 亿元，资产负债率为 32.71%。公司 2016 年度公司实现营业收入 67.81 亿元，利润总额 1.55 亿元，经营活动现金净流入 4.60 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额 64.69 亿元，所有者权益合计 44.47 亿元，资产负债率为 31.25%。2017 年 1-3 月公司实现营业收入 13.80 亿元，利润总额 0.67 亿元，经营活动现金净流入 0.55 亿元。

三、运营环境

（一）黄金

2016 年，世界黄金供应量呈上升态势，受投资需求大幅增加刺激黄金总需求量有所提升，国际黄金价格整体呈震荡回升态势，一定程度上提高了黄金生产企业的盈利能力

从供给结构来看，近几年黄金供给主要来源于矿产金及再生金，其中矿产金是比较稳定的供应主体。受国际经济形势低迷影响，各国央行和机构停止出售黄金，且大部分国家购入黄金以实现外部储备多元化，2016 年各国央行和机构净买入 383.6 公吨，连续 7 年保持净买入，导致市场减少了一个重要的黄金来源，矿产金在黄金供应体系中的主体地位进一步凸显，2016 年占总供应量比重达 70.80%。得益于印度尼西亚高品位矿石的开采、苏

里南共和国梅里安矿投入生产，2016 年世界矿产金产量增长较多。根据世界黄金协会发布数据显示，2016 年全球黄金总供应量同比增长 5% 达到 4,570.8 公吨，其中矿产金 3,236.0 公吨、再生金 1,308.5 公吨、生产商净对冲额 26.3 公吨，分别同比增长 0.09%、17%、95%。

表 3 2015-2016 年世界黄金供应量及同比变化情况（单位：公吨）

项目	2016 年	2015 年	同比变动	2016 年占比
总供应量	4,570.8	4,363.1	5%	100.00%
其中：矿产金	3,236.0	3,233.0	0.09%	70.80%
再生金	1,308.5	1,116.5	17%	28.63%
生产商净对冲额	26.3	13.5	95%	0.58%

资料来源：世界黄金协会官方网站发布，鹏元整理

目前，全球拥有 80 多个黄金生产国，其中美洲约占总产量的三分之一，亚太及非洲地区占比接近 30%，主要产金国有中国、南非、美国、澳大利亚和加拿大等。根据《中国黄金年鉴 2016》显示，截至 2015 年末全球黄金可供开采的储量为 10 万吨，其中储量排名前五名的国家分别为南非（31,000 吨）、中国（11,563.46 吨）、澳大利亚（9,900 吨）、俄罗斯（7,000 吨）和印度尼西亚（6,000 吨）。目前中国已连续十年位居世界最大产金国，根据中国黄金协会统计数据，2016 年中国黄金产量 453.49 吨，同比增长 0.76%，其中黄金矿产金完成 394.9 吨，有色副产金完成 58.60 吨。

从需求结构来看，近几年黄金需求主要来自珠宝首饰、投资、工业用金及各国央行和机构需求。根据世界黄金协会发布报告显示，从近 5 年平均数据来看，珠宝首饰、投资、工业用金及各国央行和机构需求分别占总需求的 49%、32%、10%、9%。2016 年全球黄金需求达 4,308.7 公吨，同比增长 2%。其中珠宝首饰需求量 2,041.6 公吨、投资需求量 1,561.1 公吨、工业用金需求量 322.5 公吨、各国央行和其他机构需求量 383.6 公吨，分别同比增长-15%、70%、-3%及-33%。

2016 年珠宝首饰需求同比下降 15%，主要是由于印度的监管和财政困难、中国疲软的经济状况使得印度及中国这两个最大金饰消费国分别同比下降 22%、17%。2016 年投资需求同比大幅增长 70%，主要得益于中国金条和金币需求量同比增长 25%及黄金 ETFs 的大幅增持。2016 年各国央行和其他机构需求同比下降 33%，主要系外汇储备压力不断增加所致。

表 4 2015-2016 年世界黄金需求量及同比变化情况（单位：公吨）

项目	2016 年	2015 年	同比变动	2016 年占比
总需求量	4,308.7	4,215.8	2%	100.00%
其中：珠宝首饰	2,041.6	2,388.6	-15%	47.38%
投资	1,561.1	918.7	70%	36.23%

工业用金	322.5	332.0	-3%	7.48%
各国央行和其他机构	383.6	576.5	-33%	8.90%

资料来源：世界黄金协会官方网站发布，鹏元整理

从黄金需求的地区分布来看，中国、印度、美国是全球前三大黄金消费国。2016 年，上述三国的黄金需求量占全球比重近 50%，其政治、经济及货币走势等将对全球黄金消费产生较重大影响。2016 年，中国黄金消费量 975.38 吨，连续 4 年成为世界第一黄金消费国，较 2015 年同比下降 6.74%。其中：黄金首饰用金 611.17 吨，同比下降 18.91%；金条用金 257.64 吨，同比增长 28.19%；金币用金 31.19 吨，同比增长 36.80%；工业及其他用金 75.38 吨，同比增长 10.14%。虽然黄金首饰消费因整体消费市场疲弱而出现大幅下滑，但实金投资表现抢眼，金条和金币消费大幅增加，合计增长近 30%。

价格走势方面，在独特的货币属性之下，黄金价格的变化走势是市场众多影响因素共同作用、综合博弈的结果。结合 2016 年主要影响事件，影响黄金价格走势的主要因素有，

（1）美元走势，2016 年美元持续走强使黄金承压。（2）避险投资，2016 年英国脱欧、特朗普当选、意大利公投、朝鲜半岛核问题及地缘政治摩擦加大等不确定性增强为黄金价格提供支撑，同时国际金融市场动荡加剧，经济不确定性增加，凸显出黄金的避险功能，推升黄金价格上涨。（3）通货膨胀，尤其是发达国家通胀率，2016 年美国通胀率抬头，利好黄金。（4）经济状况影响供需，2016 年全球经济持续低迷，影响黄金需求增长，黄金总供应量略高于总需求量。

总体来说，2016 年黄金价格在各方因素综合作用下宽幅震荡。2016 年，国际金价以 1,062.47 美元/盎司开盘，收盘价格为 1,152.09 美元/盎司，全年均价 1,246.14 美元/盎司，同比上涨 7.78%；国内上海黄金交易所现货金 Au9999 年初以 222.86 元/克开盘，收盘价格为 263.90 元/克，全年均价 266.18 元/克，同比上涨 13.19%。国际黄金价格整体上涨态势，一定程度提升了黄金企业的盈利能力。

图 1 近几年伦敦黄金市场现货黄金价格走势（单位：美元/盎司）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

黄金对我国国民经济发展具有重要意义，国家不断推进黄金市场国际化进程。2016 年，上海黄金交易所全部黄金品种累计成交量共 4.87 万吨，同比增长 42.88%，是全球最大的场内实金交易市场；上海期货交易所黄金期货合约累计成交量共 6.95 万吨，同比增长 37.30%，交易量位居全球前三。2016 年 4 月，上海黄金交易所推出“上海金”定价交易，为全球投资者提供了一个以人民币报价的黄金交易新品种以及黄金投资者避险新工具，进一步完善了人民币黄金市场的价格形成机制，加快推进了中国黄金市场国际化进程。

目前，我国对黄金实行保护性开采政策，且在税收、地质勘查方面给予黄金企业政策支持，对促进中国黄金产业集中度的提高和黄金生产企业的发展起到了良好的助推作用。自从我国黄金市场开放以来，国内黄金企业进行了结构调整和资产重组，加上国家政策的支持，黄金行业的集中度较高。根据中国黄金协会统计数据，2016 年，我国大型黄金企业集团黄金成品金产量和矿产金产量分别占全国的 49.85%和 40.05%，十大黄金集团公司成品金产量、利润已经分别达到全国黄金行业总量约 50%和 75%左右。

（二）铋、钨

铋、钨是我国重要的优势金属矿产资源，储量和产量均位居世界前列

根据美国地质调查局公布的数据，2015 年全球铋储量 200 万吨（金属量），我国铋储量达到 95 万吨，占全球储量的 47.5%，位居世界第一。近十年来，中国铋产量占全球比重均达 70%以上，是全球最大产铋国。从地区分布情况看，湖南、云南、广西是中国铋开采冶炼大省，三省合计供应了全国 90%以上的铋矿，其中湖南省铋产量最大。2009 年以来湖南省铋矿年产量在 10 万吨左右，随着矿源减少和铋矿的限产，产量和比例虽有下降，

但依然占据全国 75%以上的份额。

根据美国地质调查局公布的数据，2015 年全球钨资源储量为 330 万吨（金属量），我国钨资源储量为 190 万吨（金属量），全球占比 58%，是世界主要钨精矿生产国，产量约占全球总量的 80%左右，对全球钨供需平衡有决定性影响。从地区分布情况看，中国钨资源主要分布在江西、湖南、广东、云南、广西、内蒙古、福建七省，七省钨矿区合计占全国的 80%。从钨资源储量来看，中国钨资源主要分布在湖南、江西两省，两省储量分别为 32%和 18%，两省储量合计占到全国的 50%。

受国内打黑打私、限制出口及环保督查安全治理等因素影响，国内铋原料出现紧缺，供给端收紧，全球铋品供给过剩得到缓解，铋价总体呈回升走势

供给端方面，我国铋资源储量虽然相对较多，但是经过多年的开采，资源储量大幅减少。由于铋开采冶炼技术门槛不高，政府管理不到位，各地长期存在非法开采的现象，造成了严重的供过于求，促使政府采取控制开采、打黑打私、限制出口的办法。

我国于 2009 年出台限采政策《2009 年钨矿铋矿和稀土矿开采总量控制指标的通知》（以下简称“开采总量控制通知”），至 2014 年稀土矿钨矿开采总量控制继续实行，铋矿开采总量控制政策取消，国内铋产量基本控制在年产 10 吨左右。同时，国家对铋产品实施限额出口并严打走私，国际市场上铋产品供大于求的重要原因是中国铋走私现象严重，限制出口与严打走私有力的缩小了全球铋供给。2015 年 12 月，国家先后发布铋矿产资源合理开发利用“三率”最低指标要求和《铋行业清洁生产评价指标体系》，很多不规范矿厂被勒令整改、关停；2016 年，铋矿山的环保督察和安全治理工作会迫使规模小、无环保措施的矿山停产，导致铋的产量进一步下降，国内铋原料更加紧缺、供应端收紧。

中国铋产量从 2008 年的 18 万吨减少至 2016 年的 10 万吨，减产 44%；全球铋产量从 2008 年的 19.7 万吨减少至 2016 年的 13 万吨，减产 34%。2016 年中国铋产量 10 万吨，同比下降 13.04%，仍占全球总产量的 76%。在国内铋原料相对紧缺的情况下，近几年我国逐步扩大了铋进口规模。

铋品行业集中度较高，从企业分布情况看，全球最大的两个铋品生产企业均在湖南省，分别为锡矿山闪星铋业有限责任公司（以下简称“闪星铋业”）和湖南黄金。闪星铋业是全球最大的铋品生产商和供应商，其铋品的市场占有率约占全国的 30%和全球的 25%；2016 年闪星铋业已形成 60 万吨年铋采选、2 万吨精铋、4 万吨铋品年生产能力。湖南黄金是全球、全国第二大的铋品生产企业，现有 3 万吨精铋、3.20 万吨氧化铋的年生产能力。

需求端方面，铋的应用十分广泛。铋的主要应用领域是耐火材料，约占整个铋行业下游的 50%，铋氧化物是良好的阻燃剂；铋在合金中的作用是增加硬度，被称为金属或合金

的硬化剂；同时铟在蓄电池合金、塑料稳定剂、催化剂、高级玻璃澄清剂、医药、电子材料等领域也具有广泛的应用；且铟在光纤领域、军用民用铟镜头领域以及太阳能电池领域具有良好的前景。

表 5 铟的应用和需求

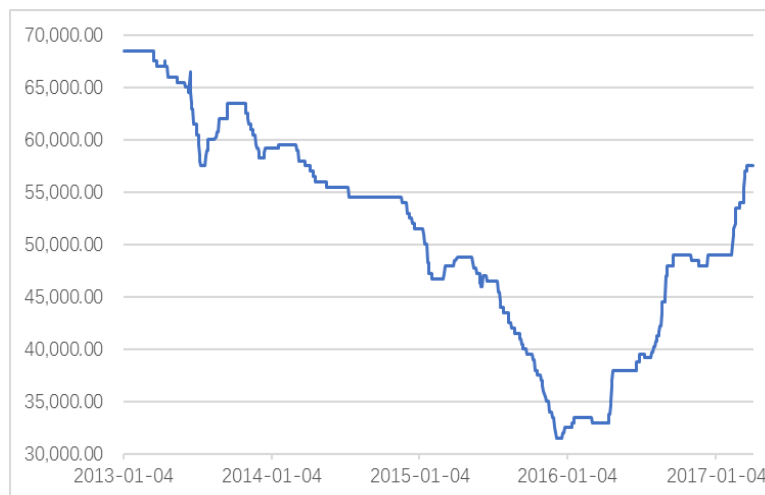
应用领域	相关需求
石油化工	阻燃剂、聚酯催化剂、塑料稳定剂、剥离澄清剂、陶瓷灯
电气设备	铅酸蓄电池
国防军工	弹药
信息产业	半导体与记录媒体
矿山采掘	采矿设施雷管

资料来源：国际铟业协会，鹏元整理

2016 年，全球铟需求总体保持稳定。国内铟的下游需求如塑料产品、合成纤维、合成橡胶、铅酸蓄电池等产量小幅增长。从美国和日本铟产品进口情况来看，日本铟需求基本保持稳定，美国铟需求量小幅下降。

价格走势方面，受铟供给端收紧、需求端较为稳定的影响，2016 年铟价整体回升走势。截至 2016 年 12 月 30 日，长江有色市场 2#铟平均价格为 4.9 万元/吨，较 2015 年末增长 50.77%。2017 年供需平衡情况进一步改善，铟价进一步上涨，截至 2017 年 4 月 6 日，长江有色市场 2#铟平均价格达到 5.75 万元/吨。

图 2 近几年长江有色市场 2#铟价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016 年钨市场供应稳中趋紧，在国内收储及经济持续增长情况下，整体需求稳中有升，全年价格呈震荡回升走势

供给端方面，2016 年我国钨精矿产量下降，国内外下游企业钨原料库存处于历史低

位，当前市场供应稳中趋紧。

国内供应方面，2016 年工信部出台《钨行业规范条件》（工信部公告 2016 年第 1 号），将实施冶炼产品与开采总量的衔接，实施产品溯源、联网监控管理等措施，严格钨行业准入。2016 年 8 月实行的《国家危险废物名录》修订版，仲钨酸铵生产过程中碱分解产生的碱煮渣（钨渣）、除钼过程中产生的除钼渣和废水处理污泥被列为危险废物，这对加强钨冶炼的环保监管，促进钨冶炼绿色发展，保护生态环境产生深远影响，但企业面临技术改造、搬迁等，环保成本增加等严峻考验。多年来的矿业秩序整顿、资源整合和总量控制，原来矿业秩序比较混乱、钨精矿产量较大的矿区，产量均有大幅度减少。据国家统计局数据，2016 年，全国钨精矿产量 13.97 万吨，同比下降 2.67%。据中国钨业协会统计，2016 年国内 40 家主要钨矿山企业生产钨精矿 65,583.60 吨，同比下降 12.67%。其中，27 家产量下降（其中 2 家停产），减产 12,499 吨，13 家产量增长，增产 2,982 吨，增减相抵，净减产 9,517 吨。经综合分析，剔除贸易企业等重复统计产量，2016 年全国钨精矿产量 124,078 吨，同比下降 3.88%。其中，湖南、广东和河南省钨精矿产量下降幅度较大。

国外供应方面，目前国外在生产的钨矿山只有 20 余家左右，由于市场价格一直处于低位，2016 年停建、停产和减产的矿山增多，国外钨精矿产量总体稳中有降，现货供应量趋于紧张。英国、西班牙、澳大利亚、秘鲁和巴西钨精矿产量低或已停产；加拿大的坎通钨矿 2015 年底停产至今，短期内很难复产；俄罗斯钨精矿产量稳中趋降。

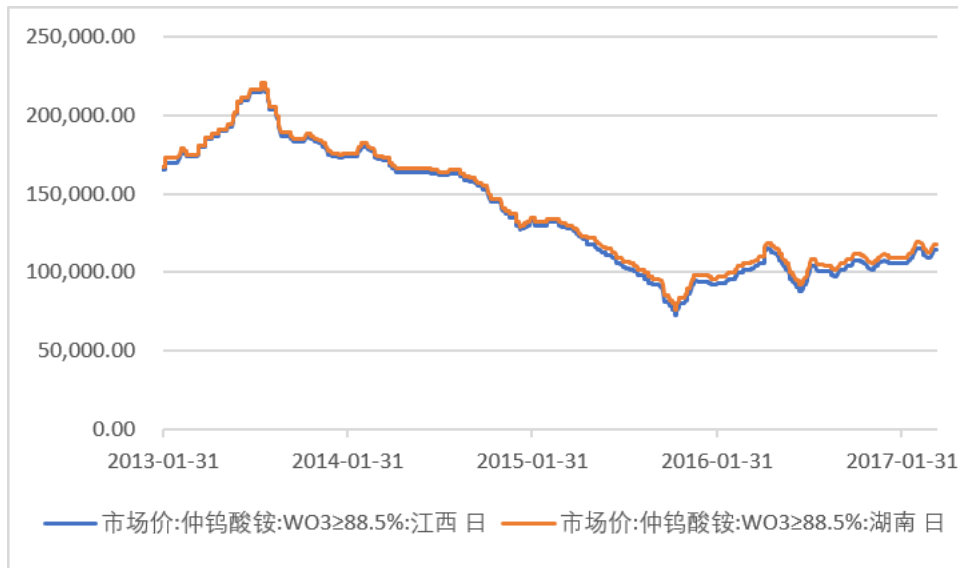
需求端方面，钨是自然界熔点最高的金属之一，其密度高，导电、导热性能良好，是经济和国防中不可替代的战略物资和基础材料。钨主要用于生产硬质合金、钨铁、钨材及化工产品，下游主要为汽车、航空航天、采矿、石油天然气和电子行业。

2016 年国内钨精矿历经企业收储和四次国家收储，同时我国经济整体仍在增长，硬质合金等下游产品产量有所增长，虽部分初中级冶炼产品产量下降，但整体需求稳中有升。国外钨需求出现恢复性增长，中国钨出口到亚洲的钨品量同比增长 0.30%，其中出口到日本和韩国同比分别增长 0.51%和 6.08%，出口到亚洲其他国家同比下降 13.03%；出口到欧洲、美国和其他国家的钨品同比分别增长 40.29%、0.94%和 4.89%。

价格方面，我国钨产业政策、产量和价格仍然是影响国际钨市场的关键因素，钨行业在历经 2 年多的去库存后，市场供需矛盾得到缓解。一是全球钨精矿产量稳中有降、供需基本平衡，以及企业商业收储和国家战略储备，钨原料供应稳中趋紧，市场供需矛盾明显改善；二是硬质合金产销量保持增长态势；三是新兴经济体国家经济依然保持中高速增长，将继续拉动国际钨市场需求的恢复，国内外下游企业钨原料库存处于极低水平，补充库存将拉动需求的增长。2016 年国际市场钨价走势与国内钨价基本类似，钨价格呈现“双 W

型”震荡回升走势，此走势主要以湖南仲钨酸铵（APT）价格走势为例，2015 年末市场价为 98,000 元/吨，2016 年末市场价达到 111,000 元/吨，全年最高价 119,000 元/吨，最低价 92,000 元/吨。截至 2017 年 4 月 10 日，湖南仲钨酸铵价格为 118,000 元/吨。

图 3 近几年湖南、江西 APT 价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事黄金、锑、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、锑、钨三大板块，其中锑产品包括氧化锑和精锑，钨产品主要为仲钨酸铵。公司主营业务收入中的其他收入系提供劳务及贸易业务等收入，其他业务收入主要来源于开采副产品、铜精矿等产品的销售。

收入方面，受益于主要产品销售量及销售价格的提升，2016 年公司实现营业收入 67.81 亿元，同比增长 17.07%。从收入结构来看，黄金销售业务作为公司主要收入来源比重进一步提升，2016 年黄金业务收入占营业收入的 79.75%，较上年提升 4 个百分点。

毛利率方面，2016 年公司自产金及外购金销售单价均有较大提升，但受单位销售成本增长和外购金销售占比增加的影响，公司黄金业务毛利率仅较上年提高 1.03 个百分点；公司加强购销管理、把握时机，在销售均价稍有下降情况下，外购锑成本较大幅度下降，公司锑业务毛利率因此提升了 12.12 个百分点；2016 年公司钨产品销售均价上行，且由于公司钨品位及开采技术的提高使得钨产品成本下降，业务毛利率较上年提升 12.86 个百分点；综合以上因素，2016 年公司综合毛利率提升 2.45 个百分点，达到 15.76%。

毛利润方面，公司毛利润主要来自黄金及铋业务。2016 年公司毛利润达 10.69 亿元，同比增长 38.60%。其中，黄金业务毛利润为 6.78 亿元，同比增长 34.26%；铋业务毛利润为 3.20 亿元，同比增长 63.79%。黄金业务占营业收入比重提升 4 个百分点，但毛利润占比却下降 2.05 个百分点，主要系黄金业务外购原材料提纯销售部分比重增加。

表 6 2015-2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	672,281.43	15.45%	574,378.48	12.89%
其中：黄金	540,767.31	12.55%	438,764.71	11.52%
精铋	39,234.33	33.82%	32,378.66	22.20%
氧化铋	59,612.10	31.41%	64,117.60	19.25%
钨产品	18,130.92	20.49%	14,012.74	7.63%
其他	14,536.78	2.10%	25,104.76	11.55%
其他业务收入	5,832.09	51.77%	4,863.87	63.24%
合计	678,113.52	15.76%	579,242.34	13.31%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

2016 年公司主要产品价格回升、成本得到有效控制，公司盈利情况好转，但公司盈利规模受金、铋、钨等主要产品市场价格影响较大，未来存在波动的可能性

黄金业务方面，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。公司所产标准黄金主要来自于自产金和外购非标准黄金¹（以下简称“非标金”）再提纯，其中外购非标金业务的一般经营模式为：供应商先将非标金运抵公司仓库，公司对非标金进行称重、取样、化验，得出其品位后，预付不超过 90%的货款，再由交易双方确定黄金交易价格；待非标金加工成标准黄金并上市交易后再结算尾款，最终结算价格为交易双方确认的上海黄金交易所实时销售价格减去一定的加工成本及税费。针对自产金，公司销售部门通过行情分析和价格预判来自行确定销售价格和销售时间区间。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自产金的黄金套期保值业务，在一定程度上规避了黄金价格下跌的风险，锁定自产金业务的利润，同时我们注意到，在黄金价格上涨时，上述操作会降低公司的盈利能力。

表 7 2015-2016 年公司主要产品产销情况

产品	指标	2016 年	2015 年
黄金	总产能（千克/年）	50,000	30,000

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

	总产量（千克）	20,720	19,647
	其中：自产金（千克）	4,802	4,996
	产能利用率	41.44%	65.49%
	销量（千克）	20,856	19,188
	销售均价（万元/千克）	25.93	22.87
	库存量（千克）	936	324
铋产品	总产能（吨/年）	62,000	61,500
	其中：氧化铋（吨/年）	32,000	32,000
	精铋（吨/年）	30,000	29,500
	总产量（吨）	30,246	30,794
	产能利用率	48.78%	50.07%
	销量（吨）	32,253	30,739
	销售均价（万元/吨）	3.19	3.23
	库存量（吨）	2,286	2,516
钨产品	总产能（标吨/年）	3,000	3,000
	总产量（标吨）	2,011	1,551
	产能利用率	67.03%	51.70%
	销量（标吨）	2,060	1,684
	销售均价（万元/标吨）	8.80	8.72
	库存量（标吨）	3	30

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 2016 年年度报告，鹏元整理

黄金销售收入方面，2016 年黄金价格全年先涨后跌整体回升，公司黄金销售均价同比提升 13.39%。为了把握行情，公司扩大了黄金整体产销量，2016 年公司产量同比增长 5.46%，销量同比增长 8.69%，产销量及销售均价的提升使得公司营业收入增幅较大，2016 年公司实现黄金销售收入 54.08 亿元，较上年同比增长 23.25%。

黄金业务毛利率方面，2016 年黄金业务单位销售成本较上年增加了 11.48%，其次根据公司提供数据显示，公司自产金与外购金单位成本之比在 80%-90.91%之间，2016 年毛利率相对较高的自产金销售占比较 2015 年有所下降，因此在黄金销售均价同比增长 13.39%的情况下业务毛利率仅同比提升了 1.03 个百分点。

表 8 黄金业务毛利率分析表（单位：万元/千克）

项目	2016 年	2015 年	同比增长
黄金销售均价	25.93	22.87	13.39%
其中：自产金销售均价	23.74	21.15	12.27%
外购金销售均价	26.59	23.56	12.83%
黄金单位销售成本	22.68	20.34	11.48%

毛利率	12.55%	11.52%	-
-----	--------	--------	---

资料来源：公司提供，鹏元整理

铈产品销售收入方面，与 2015 年铈价格下跌行情相反，2016 年铈价格持续上扬，但公司铈产品销售主要集中在上半年，导致公司铈产品销售均价较上年同比下降了 1.43%。虽然销售均价有所下滑，但受益于销售量同比提升 4.93%，使得 2016 年铈业务收入同比增加 2.44%，达到 98,846.43 万元。毛利率方面，公司铈产品以氧化铈和精铈为主，产品原料来源分为自产及外购两种。根据公司提供相关数据，2016 年公司铈产品销售均价虽有降低，但由于矿石品位和开采技术提升，单位销售成本同比下降 15.73%，加之毛利率较高的自产铈销售占比较上年有所提升，使得铈产品毛利率由 2015 年的 20.24% 上升至 2016 年的 32.37%。

表 9 铈产品业务毛利率分析表（单位：万元/吨）

项目	2016 年	2015 年	同比增长
铈产品销售均价	3.19	3.23	-1.43%
其中：自产铈销售均价	3.21	3.02	6.60%
外购铈销售均价	3.16	3.50	9.80%
铈产品单位销售成本	2.21	2.62	-15.73%
毛利率	32.37%	20.24%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司钨产品业务以生产、销售仲钨酸铵（APT）为主。得益于销量及销售均价的提升，2016 年钨产品销售收入同比增长 29.39%。毛利率方面，根据公司提供相关数据，虽然 2016 年毛利率较高的自产钨销售占比较 2015 年有所下降，但由于钨产品单位销售成本同比下降 13.08%，销售均价同比上升 0.93%，2016 年钨产品业务毛利率达到 20.49%，较 2015 年的 7.63% 提高 12.86 个百分点。

表 10 钨产品业务毛利率分析表（单位：万元/标吨）

项目	2016 年	2015 年	同比增长
钨产品销售均价	8.80	8.72	0.98%
其中：自产钨销售均价	8.80	8.66	1.64%
外购钨销售均价	8.80	8.93	-1.41%
钨产品单位销售成本	7.00	8.05	-13.08%
毛利率	20.49%	7.63%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体来看，2016 年公司主要产品价格回升、部分产品成本下降幅度较大，公司盈利能力得到提升，2016 年实现净利润 12,458.17 万元，同比增长 750.63%，经营业绩有所好转。需要注意的是，公司盈利规模受金、铈、钨等主要产品市场价格影响较大，未来存在波动

的可能性。

公司拥有精铈、铈产品、钨品出口贸易资格，资质齐全，有效保障了公司铈钨业务的开展。公司的铈、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铈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铈生产加工企业、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铈钨工业贸易有限公司（以下简称“中南铈钨”）专门负责进出口业务。公司与铈、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。在主要产品价格整体回升及国外下游需求增长情况下，2016 年公司实现外销收入 2.88 亿元，同比增长 9.92%。我们也注意到，2014-2016 年由于汇率变动增加公司现金净流入 443.33 万元，公司面临一定交易性汇率波动风险。

表 11 公司内外销构成情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
内销	649,319.64	553,047.98
外销	28,793.88	26,194.37
合计	678,113.52	579,242.34

资料来源：公司 2016 年年度报告，鹏元整理

公司的矿产资源主要为金铈钨共（伴）生矿，公司拥有该类共（伴）生矿精细分离选冶的核心技术及完整的产业链和独特的产品组合，增强了公司抵御单一产品价格波动风险的能力

公司的矿产资源主要为金铈钨共（伴）生矿，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，在该领域形成了独特的生产技术和丰富的管理经验。

探矿方面，主要采用坑探加钻探结合的探矿手段，目前沃溪矿区垂直探矿深度超过 1,000 米；采矿方面，主要采用多段斜井开拓方式及水平分层充填采矿法，实行废石充填，子公司正在进行尾砂充填试验；选矿方面，以沃溪矿区为例，主要采取二段一闭路的破碎工艺，实行阶段磨矿、阶段选矿、重浮联合的选别流程，对金、铈、钨三矿进行有效回收。公司在黄金精炼、尾砂回收等方面拥有多项专利及非专利技术，在采矿、选矿、冶炼等环节上对金铈钨进行回收，回收率均达到 90% 以上。2016 年，公司新增发明专利 4 项、实用新型专利 10 项。截至 2016 年底，公司已获得发明专利 23 项、实用新型专利 87 项。

总体来看，公司拥有金铈钨共（伴）生矿精细分离选冶的核心技术，以及完整的产业链和独特的产品组合，增强了公司抵御单一产品价格波动风险的能力。

公司拥有一定的黄金资源保有量，且锑、钨的矿产资源储备较多，持续经营能力较强。矿产行业对资源依赖程度较高，资源储量对公司持续经营能力和业务发展具有重要意义。公司及下属子公司的矿产资源主要为金锑钨伴生矿、共生矿和多金属矿，分布在湖南怀化、益阳、邵阳、永州等地区。公司系国内十大黄金矿山开发企业之一，也是全球第二大锑矿开发企业，行业竞争力较强。

截至 2016 年底，公司拥有和控制矿业权 52 个，其中：探矿权 36 个，勘查面积 573.67 平方公里；采矿权 16 个，矿区面积 48.46 平方公里。为了增加资源储备，提高市场竞争力，2016 年公司积极开展探矿增储工作，地质勘探支出 30,993 万元，新增资源储量情况如表 12 所示。

表 12 2016 年公司新增资源储量情况

矿区	金金属量（千克）	锑金属量（吨）	钨金属量（吨）
辰州矿业沃溪坑口	688	972	449
甘肃加鑫	6,420	0	0
黄金洞矿业万古金矿	2,370	0	0
新龙矿业本部龙山金锑矿	4,600	2.1	0
合计	14,078	974.1	449

资料来源：公司 2016 年年度报告，鹏元整理

截至 2016 年底，公司保有资源储量矿石量 6,418.8 万吨，资源储量金属量：金 126,707 千克、锑 235,447 吨、钨 101,098 吨。公司的主营业务为金、锑和钨矿的开采、冶炼和销售，经营的可持续性取决于公司保有资源储量。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，但保有资源储量的增长仍存在一定的不确定性，可能会对公司的可持续性造成影响。

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，面临资金压力，同时勘探项目和新建项目未来收益存在一定的不确定性；黄金租赁业务及非公开发行股票为公司发展提供了资金保障

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。2016 年，公司完成基本建设投资 4.44 亿元，主要工程包括辰州矿业沃溪坑口技术改造工程、黄金洞矿业采选 1,600t/d 提质扩能工程、新龙矿业本部羊皮河尾矿库工程及吴坑里尾矿库加高扩容工程等。

为了进一步提高公司的资源探明储量、开采能力、选矿能力，目前公司在建项目主要集中在探矿、采矿及选矿扩建工程。截至 2016 年底，公司主要在建项目计划总投资 13.84 亿元，累计已投资 6.17 亿元（详见附录五），后续尚需投入约 7.68 亿元，面临一定的资金压力。但同时需要注意到，资源勘探开发具有不可预见性，勘察工程的有限性以及各矿山

地质构造多样性和复杂性，并且矿山投资周期长，未来实际的资源储量在数量、质量以及开采条件方面可能与估算情况有差异，勘探投入未来收益具有较大的不确定性。此外，公司目前各产品产能利用情况较低，主要系公司增加外购原料有一定难度，黄金、铋、钨在 2015 年及 2016 年平均产能利用率分别为 53.47%、49.43%、59.37%（详情见表 7），且受市场行情波动影响，新建工程项目未来产能利用率能否提升存在一定的不确定性。上述因素均对公司业务和经营业绩产生不利影响。

为解决资金需求，2016 年公司主要通过黄金租赁业务和非公开发行股票两种方式筹集资金，其中黄金租赁业务融资主要为补充流动资金需要，非公开发行股票募资主要为满足工程建设资金需求。

黄金租赁业务方面，公司于 2016 年 4 月 21 日和 2016 年 5 月 9 日分别召开第四届董事会第十次会议和 2016 年第二次临时股东大会，审议通过了《关于开展黄金租赁业务的议案》。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主要有三种业务方式：

（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；（3）自产金套期保值与黄金租赁组合，当黄金价格达到公司套期保值期望价位时，从银行租赁黄金即时销售，租赁到期后，公司以自产金或同等数额的资金归还银行。2016 年公司开展黄金租赁的数量为 2,500 千克，融资金额为 6.51 亿元，其中通过第一种方式开展黄金租赁的黄金为 2,100 千克，融资金额 54,919 万元；通过第二种方式开展黄金租赁的黄金为 400 千克，融资金额 10,133 万元；第三种黄金租赁业务方式未开展。

非公开发行股票方面，2016 年 8 月 23 日，公司收到中国证监会于 2016 年 8 月 10 日出具的《关于核准湖南黄金股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2016】1801 号），核准公司非公开发行不超过 9,744 万股新股。公司于 2016 年 9 月完成向特定投资者非公开发行 70,175,438 股人民币普通股（A 股），每股发行认购价格为人民币 11.40 元，本次发行募集资金总额为人民币 8 亿元，扣除各项发行费用人民币 692.94 万元，募集资金净额为人民币 79,307.06 万元。2016 年度，公司以募集资金累计投入募投项目 17,005.17 万元（含直接投入募投项目的募集资金 1,930.46 万元，以募集资金置换预先已投入募集资金投资项目的自筹资金 5,265.61 万元，补充公司流动资金 9,809.10 万元），使用部分闲置募集资金购买银行理财产品共计 28,000 万元，使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金

29,874.20 万元，尚未使用的募集资金余额为 4,427.69 万元，募集资金累计利息收入扣除银行手续费后的净额 63.35 万元，期末募集资金实际余额 4,491.04 万元。

公司关联交易规模较大，存在一定的关联交易风险

湖南黄金集团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。近几年公司与中南冶炼、湘金国际的交易规模较大，2016 年公司主要关联交易金额合计 14.23 亿元，占同类交易金额的比例处于较高水平。

表 13 2015-2016 年公司主要关联交易情况（单位：万元）

关联交易方	关联交易内容	2016 年		2015 年	
		金额	占比	金额	占比
中南冶炼	采购原料	92,860.93	17.79%	73,422.48	23.43%
中南冶炼	销售商品	42,001.27	6.16%	38,379.47	6.68%
中南冶炼	提供劳务	10.19	0.17%	5.66	0.01%
湘金国际	采购原料	7,386.15	1.41%	8,766.94	6.79%
合计	-	142,258.54	-	120,574.55	-

注：占比指占同类交易金额的比例。

资料来源：公司 2016 年年度报告，鹏元整理

2016 年公司安全生产及环保治理工作较为有效，但仍存在一定安全生产和环保风险

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，一旦出现较重大安全环保事故，企业将面临直接经济损失、停产损失、形象受损等风险，对企业经营发展产生负面影响。

2016 年，公司及子公司严格按照新《安全生产法》和《环境保护法》的要求，坚持严管重罚，推进专项整治，强化现场管理，推行“安全确认制”、“安全责任保证书”，大力贯彻落实“三个到位”（即责任到位、措施到位、管控到位）与“四个坚决”（即坚决停产整顿达不到要求的作业区域、坚决停产培训教育三违人员、坚决从严处理安全工作不尽责的管理人员、坚决清退达不到安全管理要求的施工队）。同时公司加强环境风险管理，持续推进技术进步，进一步提高环保与节能减排降耗的技术水平，大力推进节能设备的应用，通过精细化操作提高单位能耗利用效率，加强废水治理，严格控制污染物的排放，杜绝环

保事故的发生，确保了公司安全环保形势的总体平稳。

但我们也注意到，公司及子公司在生产运营中仍存在少量安全、污染事件，截至 2016 年末公司有两起涉及环境污染责任纠纷的诉讼、仲裁事项，涉及金额 420 万元。矿山及冶炼生产环境复杂，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，公司作为采矿企业存在一定安全生产和环保风险。

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 2016 年审计报告及未经审计的 2017 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。2016 年主管税务机关对公司 2014-2015 年度的纳税情况进行检查，公司应补缴 2014 至 2015 年度增值税 4,935,226.90 元、企业所得税 293,291.51 元、个人所得税 3,207.88 元、房产税 568.80 元、印花税 8,240.10 元。基于上述事项，本期采用追溯重述法对前期差错进行了更正。故以下分析中引用的 2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，调整前后的具体影响情况如表 14 所示。2016 年，公司纳入合并报表范围的新增三级子公司 1 家，处置三级子公司一家，具体情况如表 2 所示。

表 14 前期差错更正对公司财务报表的影响情况（单位：万元）

项目	调整前金额	调整金额	调整后金额
资产负债表 2016 年 1 月 1 日金额			
其他流动资产	28,951.94	-514.88	28,437.06
固定资产	213,191.45	13.60	213,205.05
应交税费	1,717.62	19.17	1,736.79
年初未分配利润	141,017.93	-520.45	140,497.48
利润表 2015 年度金额			
营业成本	501,789.73	342.45	502,132.18
管理费用	63,338.66	22.59	63,361.25
所得税费用	158.23	35.59	193.82
资产负债表 2015 年 1 月 1 日金额			
其他流动资产	31,267.21	-116.05	31,151.16
应交税费	2,380.50	3.78	2,384.28
年初未分配利润	138,951.49	-119.82	138,831.67

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

资产结构与质量

2016 年公司资产规模稳步增长，整体资产流动性一般

得益于非公开发行股票及经营积累，2016年公司资产规模稳步增长。截至2016年末，公司资产总额为648,942.66万元，同比增长12.97%。从资产结构来看，公司非流动资产占比较高，以矿业勘探、开采、冶炼等工程相关的固定资产、长期待摊费用、在建工程为主，符合其经营特性。

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。2016年末公司货币资金主要为银行存款，其中使用权受限的130.75万元为各类保证金，占比0.44%。2016年末公司应收票据主要为银行承兑汇票，期末余额同比大幅增长77.05%主要系公司销售增长、收到应收票据增多所致。2016年末应收账款17,884.60万元主要是应收客户的货款，同比增长19.95%亦为公司销售增长所致。其中，账龄在1年以内（含）金额占比98.45%，应收账款前五名合计金额10,863.70万元，占应收账款总额比例为54.64%，集中度较上年有所提升。2016年末公司预付款项主要是预付的采购非标金等款项。2017年3月末预付款项较2016年末大幅增长98.76%，主要系待结算的预付客户购货款增加所致。2016年末公司存货由原材料、在产品、库存商品构成，2016年初以来公司主要产品市场行情回升，公司产销量规模扩大较多，存货期末余额同比增长37.62%，全年存货跌价准备转销减少1,559.66万元，期末无余额。2017年3月末公司存货较2016年末减少26.33%主要系公司销售商品所致。2016年末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，期末余额同比大幅增长系公司使用非公开发行股票部分闲置募集资金购买保本型银行理财产品28,000万元所致。

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，2016年末各非流动资产均没有抵押受限情况。2016年末公司固定资产以房屋及建筑物、机器设备为主，增加的固定资产主要为安化渣滓溪开拓及附属工程、安化渣滓溪石板冲尾矿库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。近几年随着沃溪坑口技改竖井项目工程、安化渣滓溪环境改造工程等项目建设的不投入并完工转固，公司固定资产和在建工程合计数持续增长。2016年末公司无形资产主要是采矿权和探矿权，2016年无形资产摊销金额2,641.30万元；2016年末长期待摊费用主要为地质勘探支出和资源补偿费，期末余额同比增长20.23%系公司加大地质勘探支出所致。

整体来看，2016年公司资产总额稳步增长，以非流动资产为主，固定资产、长期待摊费用、在建工程和无形资产占比较高，整体资产流动性一般。

表 15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	30,782.02	4.76%	29,804.95	4.59%	26,831.95	4.67%
应收票据	13,628.74	2.11%	16,400.05	2.53%	9,263.07	1.61%
应收账款	16,871.87	2.61%	17,884.60	2.76%	14,910.49	2.60%
预付款项	18,844.77	2.91%	9,480.94	1.46%	15,031.09	2.62%
存货	44,884.99	6.94%	60,924.21	9.39%	44,271.43	7.71%
其他流动资产	56,036.69	8.66%	52,053.65	8.02%	28,437.06	4.95%
流动资产合计	189,628.11	29.31%	197,000.99	30.36%	148,762.55	25.90%
固定资产	222,796.78	34.44%	226,749.92	34.94%	213,205.05	37.11%
在建工程	55,750.89	8.62%	51,802.53	7.98%	52,209.69	9.09%
无形资产	54,266.23	8.39%	50,780.22	7.83%	55,240.71	9.62%
长期待摊费用	103,266.81	15.96%	101,853.79	15.70%	84,712.71	14.75%
非流动资产合计	457,314.81	70.69%	451,941.66	69.64%	425,692.08	74.10%
资产总计	646,942.93	100.00%	648,942.66	100.00%	574,454.63	100.00%

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

资产运营效率

公司经营模式成熟，资产运营效率有所提高

公司黄金产品在上海黄金交易所交易，并与交易所办理结算手续，账款回收时间较快；公司与铋、钨产品的主要客户合作关系较为稳定，一般采用“款到发货”的结算方式，部分长期客户享有1个月的信用期，收款期为1-3个月。2016年公司营业收入增长较快，且公司应收账款的催收力度有所加大，近几年来应收账款规模相对较低，公司应收账款周转天数由2015年的10.75天下降至2016年的8.71天，应收账款周转加快。2016年公司主要产品市场价格回升，公司期末备料增加使得存货余额大幅增长，但由于黄金销售成本的增加使得营业成本也同比增加较多，当期存货周转天数略有下降。公司非标金采购一般采用收到货物并确定品位后预付不超过90%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。2016年随着行情转好，公司对供应商的信用增加，应付账款周转天数略有增加。随着应收账款和存货周转速度的加快，2016年公司净营业周期有所缩短，流动资产周转效率也有所提高。同时公司收入规模的改善也带动公司固定资产和总资产周转效率有所提高。

表 16 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	8.71	10.75

存货周转天数	33.15	33.63
应付账款周转天数	13.28	11.74
净营业周期	28.57	32.63
流动资产周转天数	91.78	104.71
固定资产周转天数	116.78	127.90
总资产周转天数	324.74	358.71

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司主要产品价格回升，收入和盈利规模双增，但较高的期间费用削弱了公司的盈利能力

2016年，由于主要产品价格的提高和销售量的增长，公司整体收入规模有所扩大。2016年公司实现营业收入67.81亿元，同比增长17.07%。2016年金、铋、钨等主要产品价格整体呈回升态势，公司综合毛利率提升及业务规模的扩大使得公司净利润由2015年的0.15亿元增长至2016年的1.25亿元，经营业绩有所好转。近几年公司营业外收入主要来源于重金属治理补助、环境治理补助、地质资源勘探等政府补助，具备一定的可持续性。

近几年公司管理费用占期间费用的近九成，其主要由职工薪酬、技术开发费、办公费、折旧费等构成，其中职工薪酬和技术开发费合计占管理费用的近六成，技术开发费主要是研发费用；2016年，公司继续加强各类费用支出控制，使得期间费用率略有下降，但期间费用规模仍较大，期间费用率为11.61%，削弱了公司的盈利能力。

表 17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
营业收入	138,011.15	678,113.52	579,242.34
营业利润	6,940.82	15,287.90	-40.56
营业外收入	105.06	847.76	3,122.20
利润总额	6,732.32	15,451.66	1,658.41
净利润	6,483.40	12,458.17	1,464.59
综合毛利率	20.38%	15.76%	13.31%
期间费用率	14.31%	11.61%	12.60%
总资产回报率	-	3.43%	1.37%

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

现金流

公司经营收现情况较好，经营现金流表现良好，但公司未来资本支出规模较大，面临

一定资金压力

2016 年，随着主要产品价格整体回升，公司营业规模扩大，同时带来存货、应收账款增加较多，公司被占用资金规模增大，营运资本表现为净流出，但是得益于盈利规模大幅改善，2016 年公司 FFO 达到 51,031.72 万元，同比增加 62.24%，使得 2016 年公司实现经营活动现金净流入 4.60 亿元。近年公司收现比较好，2015-2016 年收现比平均值为 1.06，公司经营活动现金净流入合计 106,363.18 万元，经营活动现金流表现较好。

投资活动方面，随着沃溪坑口技改竖井项目工程、安化渣滓溪环境改造工程等项目建设的不投入，近几年公司投资活动现金流均表现为大额净流出。2016 年投资活动现金净流出规模扩大系公司新增购买理财产品所致。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流量净额由 2015 年的-2,939.60 万元转变为 2016 年的 38,232.33 万元，主要系公司非公开发行股票募得资金近 8 亿元及当期偿还债务支付的现金大幅减少所致。

未来公司仍将持续对探矿、采矿、工程改造项目进行投入，我们预计公司投资活动现金流仍将保持较大规模支出。虽然目前主要产品价格有所回升，经营现金流较好，但仍难以完全满足其投资支出，公司对筹资活动仍存在一定的依赖。

表 18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	12,458.17	1,464.59
非付现费用	32,654.88	25,754.99
非经营损益	5,918.67	4,234.48
FFO	51,031.72	31,454.06
营运资本变化	-4,990.82	28,868.22
其中：存货减少（减：增加）	-16,652.77	3,496.87
经营性应收项目的减少（减：增加）	-11,771.92	30,427.13
经营性应付项目的增加（减：减少）	23,433.87	-5,055.79
收现比	1.01	1.10
经营活动产生的现金流量净额	46,040.90	60,322.28
投资活动产生的现金流量净额	-73,015.34	-61,528.76
筹资活动产生的现金流量净额	38,232.33	-2,939.60
现金及现金等价物净增加额	11,488.68	-3,933.63

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

非公开发行股票增强了公司的资本实力，公司整体负债水平有所下降，债务偿还压力不大

2016年公司偿还较大规模的短期借款，负债总额有所减少，加之经营积累特别是非公开发行股票使得公司资本实力得到增强，所有者权益同比大幅增长27.55%，公司产权比率因此同比下降了19.18个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所增强。从负债结构来看，流动负债依然是公司主要负债构成，2016年末流动负债占比为57.53%。

表 19 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	202,201.46	212,263.45	232,086.85
所有者权益	444,741.46	436,679.21	342,367.78
产权比率	45.46%	48.61%	67.79%

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

公司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、应付职工薪酬和其他应付款构成。2016年末公司短期借款主要由信用借款和保证借款构成，均为流动资金借款，规模同比2015年大幅减少。2017年3月末短期借款较2016年末大幅增长106.75%，主要系公司因经营需要增加短期银行借款所致。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债主要是黄金租赁款，其余逐年增长，主要系黄金租赁业务规模扩大所致。应付账款主要是应付供应商货款及应付工程款，期末无账龄超过1年的重要应付账款，增长规模较大，显示出公司利用供应商信用能力增强。2017年3月末应付账款较2016年末减少42.63%，主要系当期公司支付供应商货款多于当期计入应付账款所致。应付职工薪酬主要是公司应付职工工资和应交社会保险费。其他应付款主要是代收职工购房款、工程质保金以及关联方往来款，期末无账龄超过1年的重要其他应付款，规模相对较小，即时偿付压力不大。公司非流动负债主要是应付债券，即公司于2012年发行的“12湘金01”5亿元公司债券以及本期债券。

截至2017年3月末，公司有息债务合计127,459.79万元，有息债务占公司总负债的比重为63.04%，较2016年末占比提升5.36个百分点，主要系短期借款增长所致。同时我们注意到，“12湘金01”公司债券附第5年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，若大部分投资者于2017年11月选择回售，将增加公司短期偿债压力。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年
----	---------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	112,142.78	55.46%	122,119.89	57.53%	143,689.53	61.91%
短期借款	16,270.04	8.05%	7,869.42	3.71%	63,948.85	27.55%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	31,386.10	15.52%	34,791.91	16.39%	19,360.29	8.34%
应付账款	15,503.68	7.67%	27,024.99	12.73%	15,134.58	6.52%
应付职工薪酬	26,138.67	12.93%	29,665.45	13.98%	24,486.83	10.55%
其他应付款	12,684.72	6.27%	11,522.99	5.43%	10,615.92	4.57%
非流动负债合计	90,058.69	44.54%	90,143.56	42.47%	88,397.32	38.09%
应付债券	79,803.65	39.47%	79,781.75	37.59%	79,692.10	34.34%
负债总额	202,201.46	100.00%	212,263.45	100.00%	232,086.85	100.00%
其中：有息债务	127,459.79	63.04%	122,443.08	57.68%	166,575.22	71.75%

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

从公司各项偿债指标来看，受益于非公开发行股票及经营积累，2016年公司资产负债率下降至32.71%，2017年3月末，资产负债率进一步下降至31.25%，整体负债水平较低。由于公司非公开发行股票募集资金及经营规模扩大，公司流动资产及速动资产总额相应增长，在流动负债规模减小情况下公司流动比率和速动比率均有提升，水平尚可。2016年公司EBITDA同比大幅增长45.74%，主要系利润总额增加较多所致，在有息债务规模减小情况下利息保障倍数相应提升至6.42，公司自身经营对债务利息支付的保障程度有所提升。

总体而言，非公开发行股票增强了公司的资本实力，公司整体负债水平有所下降，债务偿还压力不大。

表 21 公司偿债能力指标

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
资产负债率	31.25%	32.71%	40.40%
流动比率	1.69	1.61	1.04
速动比率	1.29	1.11	0.73
EBITDA（万元）	-	46,003.73	31,566.45
EBITDA 利息保障倍数	-	6.42	4.10

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

六、评级结论

2016 年，公司主要产品价格回升，经营业绩好转，持续经营能力较强；公司拥有核心技术、完整的产业链和独特的产品组合，抗风险能力较强；公司经营现金流表现良好，非公开发行股票增强了公司的资本实力，资产负债率较低，整体偿债能力较强。

同时我们注意到，黄金等主要产品价格易受市场影响，公司经营业绩存在波动的可能

性；公司关联交易规模较大，存在一定的关联交易风险；公司资本支出规模较大，面临一定的资金压力；矿山及冶炼生产环境复杂，存在一定的安全生产和环保风险。

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

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	30,782.02	29,804.95	26,831.95	28,746.59
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	18.05	5,285.40	2,672.52	1,315.83
应收票据	13,628.74	16,400.05	9,263.07	20,445.51
应收账款	16,871.87	17,884.60	14,910.49	19,670.59
预付款项	18,844.77	9,480.94	15,031.09	28,795.64
其他应收款	8,560.98	5,167.19	7,344.93	8,412.44
存货	44,884.99	60,924.21	44,271.43	49,538.25
其他流动资产	56,036.69	52,053.65	28,437.06	31,267.21
流动资产合计	189,628.11	197,000.99	148,762.55	188,192.06
可供出售金融资产	110.13	110.13	150.88	150.88
长期股权投资	2,470.77	2,484.05	2,558.28	2,806.71
固定资产	222,796.78	226,749.92	213,205.05	198,385.06
在建工程	55,750.89	51,802.53	52,209.69	52,817.81
工程物资	424.82	117.27	92.80	265.57
无形资产	54,266.23	50,780.22	55,240.71	57,028.22
商誉	6,141.85	6,141.85	6,141.85	6,141.85
长期待摊费用	103,266.81	101,853.79	84,712.71	65,276.47
递延所得税资产	12,086.53	11,901.90	11,380.11	8,810.72
非流动资产合计	457,314.81	451,941.66	425,692.08	391,683.27
资产总计	646,942.93	648,942.66	574,454.63	579,875.33
短期借款	16,270.04	7,869.42	63,948.85	73,026.59
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	31,386.10	34,791.91	19,360.29	15,292.90
应付账款	15,503.68	27,024.99	15,134.58	17,628.31
预收款项	3,414.54	5,557.81	3,521.52	4,725.67
应付职工薪酬	26,138.67	29,665.45	24,486.83	22,831.65
应交税费	4,524.58	4,538.46	1,736.79	2,380.50
应付利息	2,195.98	1,124.38	1,286.30	564.38
应付股利	24.47	24.47	24.47	24.47
其他应付款	12,684.72	11,522.99	10,615.92	34,726.78
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	3,573.98	3,737.06
流动负债合计	112,142.78	122,119.89	143,689.53	174,938.31
应付债券	79,803.65	79,781.75	79,692.10	49,768.22
长期应付款	3,712.67	3,712.67	3,712.67	7,444.77

递延收益	6,542.37	6,649.14	4,973.43	6,650.21
递延所得税负债	0.00	0.00	19.13	2.08
非流动负债合计	90,058.69	90,143.56	88,397.32	63,865.28
负债合计	202,201.46	212,263.45	232,086.85	238,803.59
股本	120,203.95	120,203.95	113,186.40	99,626.80
资本公积	129,106.66	129,106.66	56,817.14	70,376.75
其他综合收益	-0.75	-66.81	0.00	0.00
专项储备	1,672.70	1,547.59	1,578.78	1,571.09
盈余公积	26,325.46	26,325.46	26,278.10	25,479.49
未分配利润	161,427.52	154,800.37	140,497.48	138,951.49
归属于母公司所有者权益合计	438,735.54	431,917.21	338,357.91	336,005.62
少数股东权益	6,005.93	4,762.00	4,009.87	5,066.12
所有者权益合计	444,741.46	436,679.21	342,367.78	341,071.74
负债和所有者权益总计	646,942.93	648,942.66	574,454.63	579,875.33

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业总收入	138,011.15	678,113.52	579,242.34	609,673.46
营业收入	138,011.15	678,113.52	579,242.34	609,673.46
二、营业总成本	131,128.78	661,788.26	579,154.47	590,497.02
营业成本	109,879.53	571,237.93	502,132.18	505,285.30
营业税金及附加	1,013.40	4,182.73	1,934.95	2,593.53
销售费用	790.22	3,570.41	3,769.45	3,398.89
管理费用	17,930.61	69,834.02	63,361.25	70,594.73
财务费用	1,032.81	5,333.70	5,839.23	6,512.61
资产减值损失	482.21	7,629.48	2,117.41	2,111.95
加：公允价值变动收益	-204.73	-15.09	171.54	-30.92
投资收益	263.19	-1,022.27	-299.97	-375.49
三、营业利润	6,940.82	15,287.90	-40.56	18,770.03
加：营业外收入	105.06	847.76	3,122.20	1,649.17
减：营业外支出	313.56	683.99	1,423.23	430.05
四、利润总额	6,732.32	15,451.66	1,658.41	19,989.15
减：所得税费用	248.92	2,993.49	193.82	3,676.57
五、净利润	6,483.40	12,458.17	1,464.59	16,312.58
归属于母公司所有者的净利润	6,681.13	14,350.25	2,464.41	17,482.79
少数股东损益	-197.73	-1,892.08	-999.82	-1,170.21

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	143,682.76	681,998.85	639,885.61	669,340.48
收到的税费返还	0.67	87.83	0.00	
收到其他与经营活动有关的现金	5,716.20	3,330.65	2,613.79	8,956.57
经营活动现金流入小计	149,399.63	685,417.34	642,499.39	678,297.05
购买商品、接受劳务支付的现金	105,460.59	524,838.69	452,387.79	476,526.14
支付给职工以及为职工支付的现金	21,647.99	56,218.19	60,833.57	60,497.41
支付的各项税费	3,354.32	16,232.11	16,458.69	22,402.91
支付其他与经营活动有关的现金	13,402.81	42,087.45	52,497.07	47,067.61
经营活动现金流出小计	143,865.70	639,376.44	582,177.12	606,494.06
经营活动产生的现金流量净额	5,533.93	46,040.90	60,322.28	71,802.99
收回投资收到的现金	7,000.00			
取得投资收益收到的现金	37.21	3.00	3.00	3.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.70	85.08	93.49	106.59
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		699.79	0.00	444.40
收到其他与投资活动有关的现金		0.00	0.00	0.90
投资活动现金流入小计	7,037.91	787.88	96.49	554.89
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9,217.30	45,803.22	60,212.52	81,614.43
投资支付的现金	11,000.00	28,000.00	1,412.73	368.91
投资活动现金流出小计	20,217.30	73,803.22	61,625.25	81,983.33
投资活动产生的现金流量净额	-13,179.39	-73,015.34	-61,528.76	-81,428.45
吸收投资收到的现金	1,500.00	82,049.06	0.00	1,120.30
取得借款收到的现金	38,717.67	111,717.90	225,349.97	208,998.60
收到其他与筹资活动有关的现金	7,813.81	65,979.99	75,115.68	14,729.86
筹资活动现金流入小计	48,031.48	259,746.94	300,465.65	224,848.75
偿还债务支付的现金	30,320.69	170,578.28	234,427.71	189,591.55
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	376.30	5,651.43	5,537.09	11,857.48
支付其他与筹资活动有关的现金	8,706.90	45,284.89	63,440.44	205,298.93
筹资活动现金流出小计	39,403.88	221,514.61	303,405.25	19,549.83
筹资活动产生的现金流量净额	8,627.60	38,232.33	-2,939.60	19,549.83
汇率变动对现金的影响	0.00	230.79	212.45	0.09
现金及现金等价物净增加额	982.14	11,488.68	-3,933.63	9,924.46

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	12,458.17	1,464.59
加：资产减值准备	7,629.48	2,117.41
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	16,360.91	17,203.03
无形资产摊销	2,641.30	2,284.62
长期待摊费用摊销	6,023.20	4,149.92
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	126.35	-9.88
固定资产报废损失	0.00	397.82
公允价值变动损失	15.09	-171.54
财务费用	5,295.88	6,270.46
投资损失	1,022.27	299.97
递延所得税资产减少	-521.79	-2,569.39
递延所得税负债增加	-19.13	17.05
存货的减少	-16,652.77	3,496.87
经营性应收项目的减少	-11,771.92	30,427.13
经营性应付项目的增加	23,433.87	-5,055.79
经营活动产生的现金流量净额	46,040.90	60,322.28

资料来源：公司 2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
综合毛利率	20.38%	15.76%	13.31%	17.12%
期间费用率	14.31%	11.61%	12.60%	13.20%
总资产回报率	-	3.43%	1.37%	4.84%
非付现费用	-	32,654.88	25,754.99	27,792.37
非经营损益	-	5,918.67	4,234.48	5,486.25
FFO	-	51,031.72	31,454.06	49,591.20
产权比率	45.46%	48.61%	67.79%	70.02%
资产负债率	31.25%	32.71%	40.40%	41.18%
流动比率	1.69	1.61	1.04	1.08
速动比率	1.29	1.11	0.73	0.79
EBITDA（万元）	-	46,003.73	31,566.45	52,345.85
EBITDA 利息保障倍数	-	6.42	4.10	6.98

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至2016年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资	累计投资	尚需投资	资金来源
安化渣滓溪环境改造工程	10,000.00	9,280.00	720.00	自筹
辰州矿业环境治理工程	10,000.00	7,726.00	2,274.00	自筹
辰州矿业陶金坪勘察项目开拓工程	9,000.00	6,616.80	2,383.20	自筹
沃溪坑口技改竖井项目工程	20,611.33	5,542.39	15,068.94	自筹
安化渣滓溪石板冲尾矿库工程	10,000.00	7,166.00	2,834.00	自筹
安化渣滓溪开拓及附属工程	9,300.00	8,205.39	1,094.61	自筹
新龙羊皮河尾矿库	3,300.00	2,581.26	718.74	自筹
新邵辰州新搬迁厂房工程	36,563.00	1,864.71	34,698.29	自筹
黄金洞大万杨洞源竖井工程	3,200.00	1,308.16	1,891.84	自筹
新龙矿业横山冲尾矿库工程	5,000.00	1,208.50	3,791.50	自筹
新龙矿业古庙冲尾矿库闭库工程	1,200.00	1,133.04	66.96	自筹
新龙矿业马家岭公路改造工程	1,050.00	884.94	165.06	自筹
大万矿业 1400t/d 提质扩能项目	11,536.35	1,545.87	9,990.48	自筹
新龙矿业羊皮河尾矿库污水处理厂	750	627.23	122.77	自筹
隆回金杏井下新副斜井系统	1,150.00	1,065.02	84.98	自筹
安化渣滓溪冶炼工程	2,300.00	2,079.20	220.80	自筹
湘安钨业大溶矿区井下附属工程	1,400.00	1,179.92	220.08	自筹
安化渣滓溪供水工程	1,300.00	901.55	398.45	自筹
辰州矿业冶炼厂改造工程	750	742.28	7.72	自筹
合计	138,410.68	61,658.245	76,752.44	-

注：累计投资额根据公司 2016 年年度报告中工程累计投入占预算比例×计划投资额测算得出。

资料来源：公司 2016 年年度报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	流动资产周转天数（天）	$180 \times (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / \text{营业收入}$
	固定资产周转天数（天）	$180 \times (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}$
	应收账款周转天数（天）	$180 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / \text{营业收入}$
	存货周转天数（天）	$180 \times (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数（天）	$180 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / \text{营业成本}$
	净营业周期（天）	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转天数（天）	$180 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	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

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。