

黄金行业信用评级方法

一、行业界定

黄金是一种质软、金黄色、抗腐蚀的贵金属。黄金具有良好的导电性、导热性、延展性和抗腐蚀性，是人类最早发现并利用的贵重金属之一，在充当黄金首饰及装饰品的同时，也可承担价值尺度衡量、流通交易、储藏、支付和世界货币等职能，广泛活跃于金融市场。

安融评级有限公司（以下简称“安融评级”）按照国家统计局国民经济行业分类标准(GB/T4754-2017)，结合国际行业分类标准（GICS，Global Industry Classification Standard）和实际信用评级中的需要，确定行业信用评级分类。

在具体指标方面，安融评级界定黄金行业企业的标准如下：当受评主体黄金业务的营业收入比重大于或等于 50%，则将其划入黄金行业；当受评主体黄金业务的营业收入比重小于 50%，但该业务营业收入和营业利润均在业务结构中占比最高，而且均占到受评主体营业收入和营业利润的 30%及以上，也将其归属为黄金行业。本评级方法适用于黄金行业企业（以下也称“受评主体”或“企业”）的主体长期信用评级，是对其偿债能力和偿债意愿的综合评估。

二、行业特征

（一）资源的稀缺性

黄金行业属于典型的资源型行业，且不可再生。从黄金

供给的来源来看，矿产资源黄金占据供给总量的 60%以上，是黄金市场供给的最主要来源。因为资源的稀缺性和开采难度的加大，矿产金的开采和勘探成本变得越来越昂贵。因此，资源储量是否充足是决定黄金生产企业能否可持续经营的关键因素。

（二）黄金的投资价值属性

黄金是人类最早发现并利用的金属金，因为极其稀有而十分珍贵，诸多物理特性非常好，具有极好的稳定性便于长期保存，这些特点使得黄金得到了人类社会的格外青睐。

黄金成为人类的物质财富，成为人类储藏财富的重要手段，并且还被赋予了流通货币的功能。由于黄金的稀缺性和储存优点，黄金资产的价值几乎不会受到经济周期和货币泛滥的负面影响，所以一旦金融市场上出现较大波动时，黄金资产的避险特征就会凸显。

（三）初始资金投入壁垒

黄金开采企业生产需要进行三方面的初始资金投入，包括采矿权、机器设备以及安全生产与环境保护方面的投入，这三方面投入均需要一定的资金规模，因此黄金开采企业初始资金投入存在一定的门槛。

（四）开采技术壁垒

随着我国对开采黄金生产企业环境保护与安全生产的要求越来越严格，只有具备先进技术、经验丰富的企业才能

满足国家政策对生产经营中环境保护与安全生产的要求。另外，随着矿山开采深度的增加、矿石品位的下降，开采黄金的技术要求也越来越高，从而对行业新进入者形成了较高的技术壁垒。

三、评级思路

按照安融信用评级有限公司《信用评级方法总论》，安融评级对黄金行业的评级思路是：评级对象自身信用风险程度的高低与其面临的经营风险和财务风险密切相关，是二者综合影响的结果。在相同财务风险的情况下，经营风险低的评级对象的信用质量会高于经营风险高的评级对象。同样，在经营风险相同的情况下，财务风险低的评级对象的信用质量也会高于财务风险高的评级对象。

对受评主体的业务发展状况进行评估时，安融评级重点考虑两个方面：经营环境和经营能力。对经营环境重点考察的因素包括宏观环境、产业政策；对经营能力重点考察因素包括业务规模及市场地位、资源保障、成本控制和公司治理。而对财务风险状况的评估，则主要从资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力分析五个方面进行考察。

综上所述，黄金行业公司主体信用评级分析首先从评级对象的行业风险和经营风险开始，然后进行财务分析和特殊事项风险分析，在整体考量经营风险、财务风险后，判定评级对象的个体信用等级。在此基础上，安融评级综合考虑对

受评主体信用品质或偿债能力产生重大不利影响或有利影响的调整事项，对其基础信用等级进行调整得出受评主体参考信用等级。

四、评级要素

（一）经营环境分析

1、宏观环境

宏观环境是指特定时期的宏观经济形势以及包括货币政策、税收政策、政府投资政策等在内的宏观经济调控政策。黄金行业的需求具有强周期性特征，行业景气度主要由全球宏观经济走势、货币政策决定。

黄金生产成本相对刚性，加工环节利润微薄，因此黄金价格反映行业景气度走势。纵观黄金价格的历史，金价普遍随着全球宏观经济走势和货币政策变动而变动。在预期经济复苏态势良好、通胀升温的情况下，美元等主要货币以及以此定价的资产预期收益率将走高；相对的，作为无息资产，黄金持有成本大幅上升，投资热情将受到抑制，价格下滑。同时，当货币政策收紧，美国启动加息带动名义利率上涨，国债实际收益率走高带动全球债务收益率上升，黄金配置需求明显下滑，金价亦承压。相反的，全球经济增速放慢时，往往出现货币政策宽松的情况（QE 刺激经济等）；黄金投资价值凸显，大量资金流向黄金投资，价格上涨。

安融评级主要关注：（1）宏观经济调控政策变化的方向、

可能性以及对黄金企业的市场需求、资金成本的影响；（2）货币政策、财政政策；（3）全球经济环境。

2、行业环境

产业政策是国家为了促进国民经济的稳定协调发展，对某些行业进行一定形式的扶持或限制的政策，具体可分为鼓励发展、一般态度、限制发展和要求淘汰四种。对于不符合产业发展政策的企业将被要求整改、调整甚至淘汰，整改与调整成本抑制了公司盈利能力，列入淘汰范围的项目则被限制或禁止发展，因而公司信用风险加大；反之，符合产业政策的企业在项目审批、融资等方面获得较大支持，信用风险相对较低。

安融评级主要关注：（1）产业发展政策对黄金行业结构、产业布局和产业组织的调整；（2）上下游行业的政策变动以及对黄金行业的影响。

（二）经营能力

1、资源保障

黄金行业作为典型的资源型行业，企业所拥有的资源总量以及资源禀赋对其影响重大。黄金的供给主要由矿产金、再生金构成。我国黄金资源的地区分布不平衡，东部地区金矿分布较广，类型较多，从金矿资源特点来看，主要以岩金为主，伴生金比重较大，难选冶金矿占比较高，小型矿床多，大型、超大型矿床少。因此，企业所拥有的资源总量以及资

源禀赋越好，企业可持续经营能力越强。因此，衡量黄金企业资源保障能力的指标包括资源保有储量和资源禀赋等。

安融评级主要关注：（1）黄金资源保有储量；（2）资源禀赋。

2、规模优势与生产技术水平

黄金行业企业可通过规模化生产降低生产成本，提升盈利能力。企业规模化生产技术水平越高，其摊薄折旧等相关成本的能力就越强，进而其抵御价格波动的优势就越明显。因此信用评级中应关注规模优势要素。

生产技术水平方面，目前黄金企业生产技术包括黄金勘探、采选、氰冶、精炼、金银制品加工等生产手段，技术的高效化、大型化、机械化、自动化、数字化、电子化、信息化、网络化等指标在全国同行业中的地位，决定了其市场竞争力强弱。

安融评级主要关注：（1）规模优势；（2）生产技术水平。

3、产业链整合程度

中国黄金行业产业链可分为三个环节，产业链上游的参与主体为爆破器材、化学药剂、矿山机械等金矿石开采、冶炼所需物料及设备的供应商；产业链中游参与主体为黄金生产商，负责勘探、开采及矿石后续精炼等环节；产业链下游参与主体为黄金交易平台、黄金交易所，通过集中竞价的方

式向个人、企业、央行等对象销售黄金。

黄金行业企业是黄金的供给端，企业经历探矿、经济可行性分析、投资、开采是一个相对漫长的过程，也是高投入、高回报的资本运作过程。

因此，黄金行业上下游行业竞争者越多，企业议价空间越大，抵御经营风险的能力越强；黄金行业产业链整合程度越高，供给端到需求端流通性越好，企业运营效率越高，市场竞争力越强。

安融评级主要关注：（1）上下游行业竞争状况；（2）产业链整合程度。

（三）公司治理

一般而言，完善的公司治理结构和机制有助于保障企业经营决策的科学高效，能有效促进企业的利润创造，使企业核心竞争力不断提升，且在市场竞争中保持持续性优势，进而实现利润最大化。较高的管理素质对市场环境有良好的分析判断和创新能力，能及时把握市场机遇和规避市场风险，并采取有效经营决策，不断扩大经营规模和调整产品结构，以维持和提高产品产销水平和市场占有率，同时加强成本控制力度。黄金行业企业可以通过调整经营模式、加强企业内部管理、促进企业上下游供应链管理 etc 内外部风险管理和控制来提升竞争力。

安融评级主要关注：（1）股权结构及股权集中度；（2）

股东会、董事会、监事会机制运行的有效性等；（3）公司治理对债权人权利的保障程度等；（4）管理层的执行能力、动机、行业经验及对待风险的态度等；（5）企业对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性等；（6）内部控制制度是否健全。

（四）财务分析

对黄金企业的财务分析主要从资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力等方面。

1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。在判断资产质量时，我们会考虑资产的实际价值和变现能力。如黄金企业根据业态不同，可能存在从没有库存商品到大量库存商品的不同表现，因此导致账面存货科目的巨大差异。对于存在大量存货的黄金企业需要重点关注存货周转速度，以更好反映其运营效率。此外，对于重资产的黄金企业而言，其往往具有着规模较大的固定资产或投资性房地产，对于其折旧政策、计量模式、抵质押情况和实际价值等也需给予关注。

安融评级主要关注：（1）应收账款规模、增速及坏账计提；（2）资产运营效率，包括存货周转率与应收账款周转率；（3）资产质量，体现在资产的抵押及质押情况，包括受限资产占总资产及净资产的比重等。

2、资本结构

黄金企业的资本实力对其可持续发展具有着重要意义，且企业资本实力越雄厚，其抵御风险的能力也越强。在对资本结构分析时，我们主要关注企业的财务杠杆水平，其值越高意味着越大的财务风险。另外，我们也会关注表外数据（包括对外担保及其他或有负债等）对企业资本实力及偿债能力的影响，以及未来规划的投融资等活动对企业债务杠杆的可能影响及变化趋势。在企业负债结构方面，鉴于流动资金需求量大，黄金企业的债务结构一般会呈现短期化特征，融资主要通过流动负债来解决。流动负债中，商业信用及发行预收款形成的偿付债务具有一定弹性，故而主要关注短期刚性债务在债务中的占比。

安融评级主要关注：（1）企业资产负债率；（2）总资本化比率；（3）有息债务规模大小、债务负担的程度；（4）债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度等。

3、盈利能力

安融评级选择销售毛利率、总资产报酬率作为衡量黄金企业盈利能力的主要指标。销售毛利率，反映黄金企业的上下游议价能力和盈利能力，销售毛利率的高低反映出黄金企业商品采购、销售和成本控制能力的变化，从而在一定程度上反映出企业的市场竞争力和市场地位。总资产报酬率集中体现了资产运用效率和资金利用效果之间的关系。在黄金企

业资产总额一定的情况下，利用总资产报酬率指标可以分析盈利的稳定性和持久性。

除此之外，我们在考察行业内企业的盈利时还关注成本控制能力、费用控制能力、主业盈利能力，营业利润率、EBITDA、主营业务收入及增长率等。

安融评级主要关注：（1）成本控制能力、费用控制能力、主业盈利能力，包括主营业务毛利率及稳定性，期间费用率，成本费用利润率；（2）利润率；（3）总资产报酬率和净资产收益率；（4）收入、利润规模与增长。

4、现金流量

充足的资金是项目投资及企业顺利经营的关键，现金流量是评价黄金企业偿债能力的核心。由于频繁进出货与库存，黄金企业的短期现金流呈现较大的波动性。因此，安融评级更加侧重于企业获得现金流的持续性、现金流对债务的覆盖情况等。

安融评级主要关注：（1）收现比；（2）企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；（3）投资计划对资金的需求；（4）筹资现金流动规模与经营规模的匹配性。

5、偿债能力分析

偿债能力旨在综合资产质量、资本结构、盈利能力和现金流分析的结果，通过偿债指标综合评定受评企业财务风险的高低，是支持企业财务风险分析结论的关键因素。

安融评级主要关注：（1）短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产和现金类资产对短期债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保障能力；（2）长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断；（3）其它支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括但不限于资产出让、引入战略投资者、IPO 和增发配股。在分析其它信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度作出判断。结合上述偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

（五）外部支持

能获得外部支持的评级对象往往在业务经营和发展、财务安全等方面可以获得额外的保障。

安融评级主要关注：（1）母公司、股东及实际控制人的历史增资情况、资产划拨情况、留存收益情况和对企业经营（如夯实内部制度框架、制定自身发展规划和战略意图）的实际支持；（2）政府支持程度，政府对黄金行业的支持力度主要取决于该行业在国民经济中的比重和社会贡献率等。

（六）特殊调整因素

安融评级对其它特殊事件也会重点关注，如重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、历史债务违约、重大事项等。

五、评级指标体系

表：黄金行业企业主体长期信用评级指标

一级指标	二级指标	三级指标
经营环境	宏观环境	宏观经济调控政策变化的方向、可能性以及对黄金企业的市场需求、资金成本的影响；货币政策、财政政策；全球经济环境
	行业环境	产业发展政策对黄金行业结构、产业布局和产业组织的调整；上下游行业的政策变动以及对黄金行业的影响
经营实力	资源保障	黄金资源保有储量；资源禀赋
	规模优势与生产技术水平	规模优势；生产技术水平
	产业链整合程度	上下游行业竞争状况；产业链整合程度
	公司治理	股权结构及股权集中度；股东会、董事会、监事会机制运行的有效性；公司治理对债权人权利的保障程度；管理层的执行能力、动机、行业经验及对待风险的态度；企业对核心管理人

		员的依赖程度及重要岗位人员的流动性；内部控制制度是否健全等
财务实力	资产质量	应收账款规模、增速及坏账计提；资产运营效率，包括存货周转率与应收账款周转率；资产质量，体现在资产的抵押及质押情况，包括受限资产占总资产及净资产的比重等
	资本结构	企业资产负债率；总资本化比率；有息债务规模大小、债务负担的程度；债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度等
	盈利能力	成本控制能力、费用控制能力、主业盈利能力，包括主营业务毛利率及稳定性，期间费用率，成本费用利润率；利润率；总资产报酬率和净资产收益率；收入、利润规模与增长
	现金流量	收现比；企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性

	偿债能力分析	<p>短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产和现金类资产对短期债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保障能力；长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断；其它支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括但不限于资产出让、引入战略投资者、IPO 和增发配股</p>
外部支持	外部支持分析	<p>股东、母公司、实际控制人、政府支持力度；政府支持程度</p>
特殊调整因素	外部重大事件	<p>重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、历史债务违约、重大事项</p>