跟 踪 评 级 公 告

联合 [2017]509 号

山东黄金矿业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

山东黄金矿业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

山东黄金矿业股份有限公司公开发行的“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年五月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

山东黄金矿业股份有限公司
公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

名称	发行额度	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
13 鲁金 01	20 亿元	AAA	AAA	2016/5/27
13 鲁金 02	13 亿元	AAA	AAA	2016/5/27

担保方：山东黄金集团有限公司

担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2017 年 5 月 26 日

主要财务数据：

发行人

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	250.91	283.57	295.97
所有者权益（亿元）	120.81	163.45	166.76
长期债务（亿元）	34.33	33.97	33.98
全部债务（亿元）	91.21	80.44	89.65
营业收入（亿元）	389.40	501.99	100.06
净利润（亿元）	6.96	13.09	3.30
EBITDA（亿元）	26.55	35.98	--
经营性净现金流（亿元）	23.60	27.24	4.27
营业利润率（%）	8.54	8.40	10.41
净资产收益率（%）	6.34	9.21	2.00
资产负债率（%）	51.85	42.36	43.66
全部债务资本化比率（%）	43.02	32.98	34.96
流动比率（倍）	0.22	0.42	0.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.29	0.45	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.75	10.80	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.80	1.09	--

担保方

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	792.54	860.00
所有者权益（亿元）	216.73	243.21
营业收入（亿元）	681.98	731.12
净利润（亿元）	2.16	5.22
资产负债率（%）	72.65	71.72
流动比率（倍）	0.55	0.68

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、2017 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2016 年，由于黄金价格上涨，山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）主营业务收入和利润水平均有所增长。公司债务负担有所减轻；经营活动现金流状况较好，盈利能力稳定，且仍属行业内较高水平。同时，联合评级也关注到金价波动较大、资源开发风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2016年，公司完成重大资产重组事项以及取得非公开发行股票募集配套资金。重组完成后，公司资本实力和黄金储备进一步加强，有利于后续发展，优化资源，增强自身实力。

“13鲁金01”和“13鲁金02”由山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金集团”或“集团”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。集团整体资产规模较大，资源储备丰富，整体偿债能力极强，其担保对本次债券的信用状况仍有积极影响。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用评级，评级展望维持“稳定”；同时维持“13鲁金01”和“13鲁金02”债项“AAA”的信用等级。

优势

1. 公司是我国最主要的独立黄金生产企业之一，在黄金生产、探矿等方面依然具有较强的技术实力。

2. 2016年公司完成重大资产重组事项以及取得非公开发行股票募集配套资金。重组完成后，公司资金实力和黄金储备进一步加强，有利于后续发展，优化资源，增强自身实力。

3. 2016 年，受益于金价上涨，同时公司内部实行事业部改革，积极推进“三去，一降，一补”，降本增效。公司收入和利润水平均有所提升，经营活动获取现金的能力强。

4．担保方山东黄金集团的资产规模较大，资源储备丰富，整体偿债能力极强。

关注

1. 黄金价格在很大程度上决定了公司的利润水平，黄金价格的波动将导致公司的经营业绩存在不确定性。

2．作为资源类开采企业，公司安全生产和环境保护方面压力较大。

3. 公司外购金和小金条业务对收入贡献较大，但受业务盈利模式影响，毛利率有待提升。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）由山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金集团”或“集团”）、山东招金集团公司、山东莱州黄金（集团）有限公司、济南玉泉发展有限公司（原名济南玉泉发展中心）、山东金洲矿业集团有限公司（原乳山市金矿）五家法人单位于 2000 年共同发起设立，五家发起人共投入公司净资产 14,889 万元，按 67.16%的比例折股本 10,000 万股。

公司于 2003 年 8 月通过上海证券交易所挂牌上市，股票简称“山东黄金”，股票代码“600547.SH”，注册资本变更为 16,000 万元。2006 年 3 月，公司完成了股权分置改革。后经多次转增股本和送股，截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为 185,711.88 万元；公司第一大股东山东黄金集团持有公司 44.80%的股份，山东省人民政府国有资产监督管理委员会持有山东黄金集团 70%的股份，为公司实际控制人。

公司的行业性质为黄金行业，主营业务为黄金地质探矿、开采、选冶；贵金属、有色金属制品、黄金珠宝饰品提纯、加工、生产、销售；黄金矿山专用设备及物资、建筑材料的生产、销售等。公司目前主要产品是黄金。截至 2016 年底，公司纳入合并范围的子公司 16 家，在职员工 14,739 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 283.57 亿元，负债合计 120.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 163.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 155.19 亿元。2016 年，公司实现营业收入 501.99 亿元，营业利润 16.98 亿元，净利润（含少数股东损益）13.09 亿元，其中，归属于母公司净利润为 12.93 亿元；经营活动产生的现金流量净额 27.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.57 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 295.97 亿元，负债合计 129.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 166.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 158.47 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 100.06 亿元，净利润（含少数股东损益）3.30 亿元，其中，归属于母公司净利润为 3.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.27 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.00 亿元。

公司注册地址：山东省济南市舜华路 2000 号舜泰广场 3 号楼；法定代表人：李国红。

二、债券概况

公司本次债券名称为“山东黄金矿业股份有限公司 2013 年公司债券”，发行规模不超过 33 亿元，采取分期发行的方式，其中第一期发行规模为 20 亿元，第二期发行规模为 13 亿元，已分别于 2013 年 9 月 3 日和 2015 年 4 月 1 日发行完毕。公司发行的两期债券均为 5 年期（3+2）；第一期债券票面利率 5.16%，第二期债券票面利率 4.80%；采用单利按年计息，不计复利。第一期债券于 2013 年 9 月 17 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称为“13 鲁金 01”，证券代码为“122273.SH”；根据公司于 2016 年 7 月发布的《山东黄金矿业股份有限公司关于“13 鲁金 01”票面利率不调整和投资者回售实施办法的第二次提示性公告》〔公告编号：临 2016-043〕披露，公司选择不上调票面利率，即票面年利率维持为 5.16%，在债券存续期内后 2 年固定不变；根据《山东黄金矿业股份有限公司关于“13 鲁金 01”公司债券回售实施结果的公告》，本次回售无回售资金需发放，“13 鲁金 01”的余额不变。第二期债券于 2015 年 5 月 4 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称为“13 鲁金 02”，证券代码为“122284.SH”。两期债券均由山东黄金集团提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

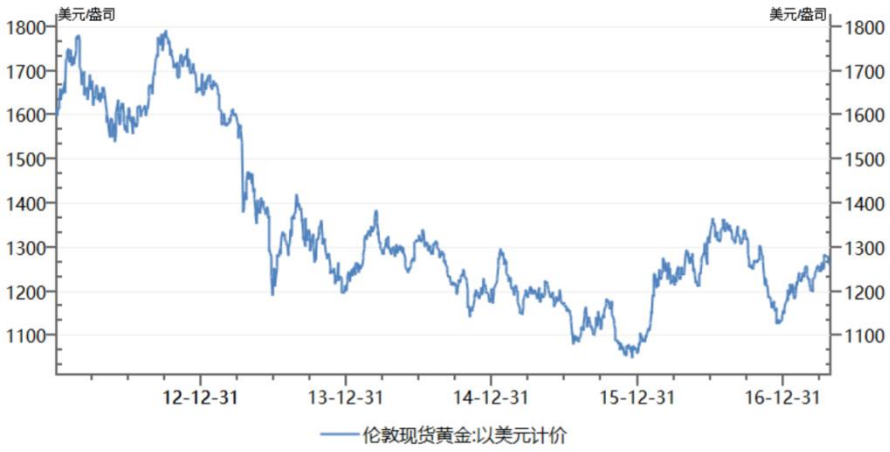
“13 鲁金 01”募集资金净额为 19.89 亿元，募集资金已全部用于偿还商业银行贷款；“13 鲁金 02”募集资金为 13 亿元，全部用于补充公司流动资金。2016 年 9 月和 2017 年 3 月，公司分别支付了“13 鲁金 01”自 2015 年 9 月 3 日至 2016 年 9 月 2 日期间的利息以及“13 鲁金 02”自 2016 年 3 月 30 日至 2017 年 3 月 29 日期间的利息。

三、行业分析

2016 年，随着黄金勘探技术的增进，世界黄金储量由 2015 年的 5.60 万吨增至 5.70 万吨，同比增长 1.79%；其中中国黄金储量由 2015 年的 0.19 万吨增至 0.20 万吨，同比增长 5.26%。此外，从 2015 年 7 月以来，中国人民银行一直增加黄金储备，到 2016 年底已达 1,842.57 吨，较 2015 年增长了 80.20 吨。

2016 年上半年，受英国脱欧影响，国际金价震荡回升；2016 年下半年，受美元加息影响，黄金价格重回跌势，到年底金价企稳并维持弱势震荡格局。2017 年以来，受地缘政治紧张及国际黑天鹅事件影响，避险情绪激增导致金价回升。截至 2017 年 4 月 28 日，伦敦现货黄金价格为 1,266.45 美元/盎司，较 2017 年 1 月 3 日的 1,151.00 美元/盎司上涨 10.03%。

图 1　2012~2017 年 4 月伦敦现货黄金交易价格（单位：美元/盎司）



资料来源：wind 资讯

从黄金供给来看，2016年，国内全年累计生产黄金453.49吨，与2015年同期相比，增产3.43吨，同比上升0.76%，连续10年成为全球最大的黄金生产国。其中，黄金矿产金完成394.883吨，有色副产金完成58.60吨，另有进口原料产金81.96吨，同比上升24.51%。全国合计生产黄金535.45吨，同比增长3.79%。中国黄金、紫金矿业、山东黄金、山东招金等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49.85%和40.05%。

从黄金消费来看，2016年，中国黄金消费量975.38吨，较2015年同比下降6.74%，但仍保持世界第一消费大国的地位，连续4年成为世界第一黄金消费国。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，但实金投资需求旺盛，2016年，受避险需求的增长，全球黄金投资需求大涨70%至1,561.1吨，创2012年以来新高。

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，黄金行业运行中依然存在一些问题：（1）黄金资源保障程度亟待加强。我国黄金资源储量相对较小，在黄金矿山资源整合速度和勘探速度大幅提升的环境下，加剧了资源竞争。有限的资源将逐步成为黄金行业发展的瓶颈。（2）我国黄金企业以拥有小型矿床居多，使得开采技术相对复杂，加大了企业开采成本。政府对企业实施了更为严格的安全生产规定，也增加了企业成本进而影响企业效益。（3）受国际经济政治环境影响，国际金价低位震荡，未来波动可能更为频繁，是行业稳定发展的不利因素。

总体看，近年黄金价格波动较大，影响当前黄金价格的因素错综复杂，黄金价格未来走势仍存在不确定性；全球宏观经济不确定性增强，以投资和避险为目的的黄金需求量增加，预计未来黄金市场仍将增长，未来发展前景良好。

四、经营管理分析

1．管理分析

2016 年，公司高级管理人员、核心技术团队、关键技术人员等对公司核心竞争力有重大影响的人员稳定，未发生重大变化，对公司经营未造成重大影响；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2．经营概况

公司主营业务未发生变化，仍为黄金开采和选冶，主要产品是黄金，并伴有部分白银产品。目前，公司自产金不能满足公司精炼能力的需求，因此还需外购非标准金进行冶炼。公司矿产金业务系公司自产金冶炼为标准金后出售给上海黄金交易所（以下简称“上金所”）；外购金业务系公司从黄金市场上购买非标准金、冶炼为标准金后出售给上金所；小金条业务系公司从上金所购买标准金、加工为小金条后销售给各银行终端，小金条产品采用“泰山牌”销售。

2016 年，由于黄金价格上涨以及外购小金条销量的增加，公司经营业绩较上年明显增长，实现营业收入 501.99 亿元，同比增长 28.91%。随着营业收入的增长以及公司费用控制能力的提升，公司实现利润总额 16.91 亿元，同比增长 76.57%。

表 1　2015~2017 年 3 月公司主营业务收入及毛利情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
矿产金	63.52	16.50	43.92	83.21	16.58	50.48
外购金	310.55	80.67	0.10	308.21	61.07	0.05
小金条	7.96	2.07	0.18	107.40	21.39	0.09
其他	2.96	0.77	41.52	4.83	0.96	37.27
合计	**384.98**	**100.00**	**7.65**	**501.99**	**100.00**	**8.77**

资料来源：公司年报
注：其他包括银金属、硫精矿、铜金属、铅金属、锌金属。
2015 年经营数据已进行追溯调整。

主营业务收入结构方面，公司黄金（外购、矿产和小金条）的销售收入是主营业务的主要收入来源，而矿产黄金是利润的主要来源。2016 年黄金业务占公司主营业务收入比重的 99.04%，较上年变动较小。受黄金价格上涨影响，2016 年矿产金收入较上年增长 19.87%至 83.21 亿元，占比较上年变化不大。外购金收入较上年基本无变化，但受小金条收入及占比大幅增长影响，占比由上年的 80.67%降至 61.07%；小金条收入大幅增长至 107.40 亿元，主要系人民币疲软，出于避险需求、国内个人黄金投资有所回暖，同时公司调整业务结构、提升自身品牌建设，减少外购金业务、着力发展大克重金条销售业务所致，小金条收入占比随之增至 21.39%。公司其他产品的收入占公司主营业务收入的 0.96%，占比很小。

毛利率方面，受黄金价格上涨影响，公司矿产金毛利率较 2015 年增长 6.56 个百分点至 50.48%；外购金毛利率较 2015 下降 0.05 个百分点至 0.05%。小金条毛利率较上年下降 0.09 个百分点至 0.09%。公司外购金和小金条业务均为外采黄金进行加工，该部分毛利率较低，为微利经营。

2017 年一季度，公司实现营业收入 100.06 亿元，同比增长 8.57%；实现营业利润 4.24 亿元，同比增长 31.68%，净利润 2.27 亿元，较上年同期增长 45.37%，经营情况明显提升。

总体看，2016 年受黄金价格大幅上涨和小金条销量增加影响，公司经营业绩明显增长；但外购金和小金条毛利率进一步下降，为微利经营，拉低整体毛利率水平。

3．黄金业务

公司拥有集采矿、选矿、冶炼、精炼等于一体的较完整的黄金生产产业链，主要产品包括矿产金和冶炼金。

公司所属矿山全部实现“非煤矿山安全生产标准化三级企业”达标；1 家企业被国家安监总局授予“全国安全文化建设示范企业”称号，也是山东省唯一的一家非煤矿山企业；4 家企业获得省级“安全文化建设示范企业”称号；7 家矿山企业获得“国家级绿色矿山试点单位”授牌，3 家矿山企业被国土资源部授予“国家级绿色矿山称号”。

储量方面，公司拥有焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿四大主力矿山，公司加快重大资产重组项目推进工作，公司黄金资源保有储量增加 292.22 吨（详见重大事项）。截至 2016 年底，保有储量增至 703.18 吨。探矿增储方面，公司以莱州胶西北金矿成矿区域探矿增储为核心，2016 年累计完成坑探进尺 202,902 米，钻探进尺 394.77 米，较上年新增金属量 14.38 提升至新增 20.11 吨。科技工作方面，2016 年公司共有 15 项发明通过国家发明专利认证，涉及采矿、选矿、冶炼、机械、电气等黄金矿山主体专业领域，进一步提高了公司的自主创新水平和核心竞争能力。

表 2　公司矿山企业生产技术指标

项目	2015 年	2016 年
采矿量（万吨）	1,228	1,283
处理量（万吨）	1,430.34	1,335
回收率（%）	92	95.18

资料来源：公司提供

黄金生产方面，矿石采选依旧由下属各矿山负责。2016 年，公司采矿量为 1,283 万吨，同比增长 4.48%，处理量为 1,335 万吨，同比下降 6.67%，公司矿产金销量明显增长但采矿量同比变化不大，处理量下降主要系沂南金矿和归来庄公司所处的山东省临沂市其它企业发生安全事故，政府安全监管部门要求全市所有非煤矿山（包括沂南金矿和归来庄公司）停产所致。

表 3　公司黄金产销量及产品构成（单位：公斤）

项目	2015 年			2016 年		
	生产量	销售量	库存量	生产量	销售量	库存量
黄金（矿产金）	30,051.65	29,724.86	1,464.31	29,978.75	31,127.61	315.43
外购金	131,332.39	131,332.39	--	114,448.18	114,448.18	--
小金条	3,949.72	3,949.72	--	47,219.78	47,219.78	--

资料来源：公司提供

2016 年，公司金矿产能较上年基本无变化，公司矿产金生产量为 29.98 吨，同比减少 0.24%，；外购金生产量下降 12.86%至 114.45 吨，主要系公司调整业务结构，增加小金条加工业务、减少外购金冶炼业务所致；由于人民币疲软，出于避险需求、国内个人黄金投资有所回暖，公司为塑造品牌形象，对小金条业务进行调整，从小克金条业务调整为大克重金条销售业务，小金条产量增长 1,095.52%至 47.22 吨。同时，公司各项环保设施均正常运行，主要污染物实现了达标排放并完成了总量减排目标，无超标排放情况。

黄金销售方面，公司外购金和小金条采用“以销定产”模式，产销率为 100%；矿产金采取即产即销的模式，由于 2016 年整体黄金价格上涨，矿产金销量增加 4.72%至 31.13 吨，使得库存量由 1.33 吨大幅下降至 0.32 吨。销售均价方面，由于 2016 年黄金价格上涨，公司各产品价格均呈增长态势。2016 年，公司主要销售对象依然为上海黄金交易所（以下简称“上金所”）；对上金所销售额度为 408.34 亿元，同比上升 10.29%，占年度销售总额的 81.45%，集中度有所下降。

此外，公司采用黄金租赁代替银行借款进行融资，以降低融资成本。公司向银行申请黄金租借及以人民币计价的黄金远期交易，用于锁定未来黄金价格。

总体看，2016 年，公司探矿增储工作进展顺利，产品销量和销售均价由于黄金价格上涨和需求的增长，整体呈增长态势。

4．重大事项

跟踪期内，公司完成重大资产重组及募集配套资金工作。公司分别向山东黄金集团、山东黄金有色矿业集团有限公司、山东黄金地质矿产勘查有限公司、烟台市金茂矿业有限公司（以下简称“金茂矿业”）及自然人王志强发行 316,621,055 股购买其分别持有的山东省招远市玲珑金矿田李家庄东风矿床金矿详查探矿权（以下简称“东风探矿权”）、山东黄金集团有限公司东风矿区采矿权（以下简称“东风采矿权”）及相关资产与负债、山东黄金归来庄矿业有限公司 70.65%股权及山东黄金集团蓬莱矿业有限公司（以下简称“蓬莱矿业”）51%股权、山东省莱州市新立村金矿勘探探矿权（以下简称“新历探矿权”）、蓬莱矿业 20%股权及蓬莱矿业 29%股权等资产；同时向山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“山东省国投”）、前海开源基金管理有限公司（以下简称“前海开源”）、山金金控资本管理有限公司（以下简称“山金金控”）、金茂矿业及山东黄金第一期员工持股计划共五名特定投资者以锁价方式非公开发行 117,425,346 股募集配套资金 1,679,182,447.80 元。

2016 年 10 月 17 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成登记托管手续，公司总股本由 1,423,072,408 股变更为 1,857,118,809 股。

本次交易完成后，山东黄金的黄金资源保有储量增加 292.22 吨，特别是东风探矿权、采矿权、新立探矿权等通过本次交易进入上市公司后，将一定程度缓解山东黄金后续资源的接续压力，也有利于该等矿区实现统一规划、整合开发的战略目的，将为公司未来的资源开发及业务发展奠定基础。

本次交易完成后，公司的收入规模将得到提升，盈利能力将在各矿业权投产后得到进一步改善，本次交易有利于增强公司持续盈利能力和抗风险能力。

总体看，本次发行股票购买资产并配套资金有利于公司后续发展，优化资源，增强自身实力。

5．经营关注

金价波动风险

黄金是公司的主要产品，黄金价格在很大程度上决定了公司的利润水平。受世界经济、政治、需求等因素的影响，黄金价格的不确定性在加剧，黄金价格的波动将导致公司的经营业绩存在不确定性，若金价出现大幅下跌，公司的经营业绩将会受到影响。公司通过加强对黄金市场的研判，建立专门营销机构，把握价格走向，规避价格波动，降低金价下跌对企业利润造成的不利影响。

安全和环保风险

公司所从事的黄金开采、冶炼业务，对安全、环境有较高的要求。黄金矿产开采、冶炼时若发生安全事故或环境污染，将直接影响公司黄金产量，进而影响公司的收入。

资源开发风险

矿山的持续开采造成矿藏量逐渐减少，个别矿山存在资源接续紧张问题，虽然公司高度重视探矿增储、生产接续和权证办理工作，以确保最大限度的降低资源开发风险，但国家对矿山生产企业权证办理的管控和审批程序越来越严格。若在矿权审批过程中出现延滞现象，则会影响到公司的黄金产量和经营业绩。

6．未来发展

公司将继续以“做优做大，成为全球黄金矿业综合实力前十强”为目标，以优化存量、做好增量，提高产出能力和产出规模，加强差异化竞争优势为核心，坚持高效、节能、环保的发展道路。资源方面，公司在推进资产重组的同时，还将加快海外并购，积极拓展优质资源。生产方面，公司将进一步优化系统工程布局，减少生产环节，降低成本，同时加大科技研发投入，提高生产效益，增强自身竞争力。安全、环保方面，公司将继续坚持“双零”目标，实现绿色生态发展。

总体看，随着资产重组的完成、储量进一步增强，以及随着各项技改项目的完成、产能有望进一步提高；同时，通过强化管理、降本增效等措施，公司经营效益有望得到进一步提升。

五、财务分析

公司提供的 2016 年度合并财务报表已经北京天圆全会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2016 年纳入合并范围的子公司包括 16 家，合并范围比上年度增加 3 户，减少 2 户。2016 年，公司进行了重大资产重组，将同一控制下的山东黄金归来庄矿业有限公司和蓬莱矿业纳入合并范围，并进行了追溯调整，财务数据可比性较强。2017 年 1 季度财务数据未经审计。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 283.57 亿元，负债合计 120.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 163.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 155.19 亿元。2016 年，公司实现营业收入 501.99 亿元，净利润（含少数股东损益）13.09 亿元，其中，归属于母公司净利润为 12.93 亿元；经营活动产生的现金流量净额 27.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.57 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 295.97 亿元，负债合计 129.21 亿元，所有者权益（含

少数股东权益）合计 166.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 158.47 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 100.06 亿元，净利润（含少数股东损益）3.30 亿元，其中，归属于母公司净利润为 3.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.27 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.00 亿元。

1．资产质量

截至 2016 年底，公司资产合计 283.57 元，较年初增长 13.02%，流动资产和非流动资产均有所增长；其中，流动资产占 10.77%，非流动资产占 89.23%，流动资产占比有所上升。

截至 2016 年底，公司流动资产 30.53 亿元，较年初增长 68.42%，主要来自于货币资金和存货的增长；公司流动资产以货币资金（占 42.70%）和存货（占 44.87%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金 13.04 亿元，较年初增长 114.86%，主要系公司完成重大资产重组，募集配套资金到账所致。截至 2016 年底，公司使用受限货币资金 1.49 亿元（占 11.43%），受限情况较低。

截至 2016 年底，存货账面价值 13.70 亿元，较年初增长 98.12%，主要系年底时间节点，外购金尚未完全出售，外购金大幅增加所致；其中，原材料占 10.39%，在产品占 8.88%，库存商品占 78.47%，其余为周转材料和消耗性生物资产；公司存货计提跌价准备 12.88 万元，全部系库存商品的存货跌价准备；公司存货主要为库存商品（黄金），变现能力较强。

截至 2016 年底，公司非流动资产 253.04 亿元，较年初增长 8.71%，主要来自固定资产和无形资产的增长；公司非流动资产以固定资产（占比 43.90%）、在建工程（占比 8.82%）和无形资产（占比 35.35%）为主。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 111.09 亿元，较年初增长 15.63%，主要系部分在建工程转固所致；其中土地、房屋及构筑物占 80.73%，通用设备占 9.02%，专用设备占 10.18%，其余为家具、用具、装具及其他，构成较年初变动不大；公司固定资产累计计提折旧 60.49 亿元，累计计提减值准备 0.56 亿元，固定资产成新率 64.53%，成新率一般。

截至 2016 年底，公司在建工程账面价值 22.33 亿元，较年初减少 26.54%；在建工程均为各矿山的技改工程、探矿工程等，均为正常施工，不存在减值迹象，故未计提减值准备。

截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 89.45 亿元，较年初增长 26.13%，主要系增加山东黄金集团有限公司补交东风项目探矿权价款所致；公司无形资产以矿权（占 96.31%）为主，较上年无明显变动，符合黄金生产企业的特点；公司无形资产累计摊销 35.23 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产合计 295.97 亿元，较年初增长 4.37%；其中流动资产 40.59 亿元（占比 13.72%），较年初增长 32.96%，主要系货币资金和存货增长所致；非流动资产 255.38 亿元，较年初增长 0.92%，构成变动不大。

总体看，2016 年，公司资产规模有所增长，仍以非流动资产为主。其中，流动资产构成以货币资金、存货为主，其中存货变现能力强、资产流动性较好；非流动资产以固定资产和无形资产为主，资产质量尚可。

2．负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 120.12 亿元，较年初减少 7.67%，主要系流动负债下降所致；其中流动负债占 60.27%，非流动负债占 39.73%，整体结构较年初变化不大。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 72.40 亿元，较年初减少 11.17%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债减少所致；以短期借款（占 7.32%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债（占 43.78%）、应付账款（占 17.95%）和其他应付款（占 10.77%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款 5.30 亿元，较年初增长 12.77%，主要系公司为降低融资成本，使用短期融资置换黄金租赁融资所致。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 31.70 亿元，较年初减少 33.65%，为公司采用黄金租赁筹措的资金；公司应付账款 13.00 亿元，较年初增长 0.81%，账龄在 1 年以内的占 69.56%。公司其他应付款 7.80 亿元，以保证金为主，较年初增长 14.63%。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 47.72 亿元，较年初减少 1.79%；以应付债券（占 68.95%）和递延所得税负债（占 27.84%）为主。

截至 2016 年底，公司应付债券 32.90 亿元，较年初增长 0.12%；公司存续期债券为“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”，分别为 20.00 亿元和 13.00 亿元。公司递延所得税负债 13.28 亿元，主要系非同一控制企业合并资产评估增值造成的应纳税暂时性差异，较年初减少 5.38%。

截至 2016 年底，公司全部债务为 80.44 亿元，较年初减少 11.81%，主要来自短期债务的减少；其中短期债务 46.46 亿元（占 57.76%），占比有所下降，长期债务 33.97 亿元（占 42.24%）。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.36%、32.98%和 17.21%，分别较年初下降 9.49 个百分点、10.04 个百分点和 4.92 个百分点。公司债务负担有所减轻但仍较重，且短期债务占比较高，债务结构有待进一步调整。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 129.21 亿元，较年初增长 7.57%，主要来自流动负债的增长；其中流动负债 81.72 亿元（占 63.24%），较年初增长 12.87%；非流动负债 47.49 亿元，较年初减少 0.47%。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 89.65 亿元，较年初增长 11.46%，其中短期债务和长期债务的占比分别为 62.09%和 37.91%，债务结构有所调整，短期债务比例上升，债务结构有待调整。截至 2017 年 3 月底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 43.66%、34.96%和 16.93%。

总体看，2016 年，公司负债水平所下降，债务负担有所减轻，但 2017 年一季度债务水平再度回升；公司短期债务比例较高，债务结构有待调整。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 163.45 亿元，较年初增长 35.30%，主要系公司非公开发行股票所致。归属于母公司所有者权益 155.19 亿元，其中股本占 11.97%，资本公积占 27.16%，未分配利润占 57.86%，股本和资本公积合计占比有所提升。公司权益结构稳定性一般。

截至 2017 年 3 月底，所有者权益 166.76 亿元，较年初增长 2.02%，主要系未分配利润增长所致，构成变动不大。

总体看，随着 2016 年非公开股票发行完毕，公司所有者权益明显增长，股本和资本公积占比有所提升，但未分配利润占比仍较大，权益的稳定性一般。

3．盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 501.99 亿元，同比增长 28.91%，主要系黄金价格上涨以及外购小金条销量增加所致；同期营业成本增长 28.61%至 457.99 亿元；随着营业收入的增长和期间费用控制能力的小幅提升，2016 年公司实现净利润 13.09 亿元，同比增长 87.95%。

期间费用方面，2016 年公司费用总额 25.64 亿元，同比增长 7.94%。其中销售费用和财务费用分别为 0.34 亿元和 0.32 亿元，较上年变化不大；管理费用 22.05 亿元，同比增长 11.80%，主要系公司研发费用和职工薪酬的增加所致。2016 年，公司费用收入比为 5.11%，较 2015 下降 0.99 个百分点，费用控制能力仍较好。

2016 年，公司公允价值变动收益为 0.25 亿元，主要系黄金价格上涨、黄金租赁融资增加所致；投资收益 0.22 亿元，以处置长期股权投资产生的投资收益为主。2016 年，公司实现营业外收入 0.22 亿元，同比增长 22.27%，仍以政府补助为主。公司公允价值变动、投资收益和营业外收入规模较小，对公司利润影响较小。

从盈利指标来看，2016 年公司营业利润率为 8.40%，较上年变化不大。由于净利润的大幅增长，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均较 2015 年有所增长，2016 年分别为 7.20%、7.58%和 9.21%。从同行业比较情况看，2016 年公司主要盈利指标在同行业中处于较高水平。

表 4　2016 年黄金企业盈利指标情况（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
中国黄金	6.43	-2.99	2.01
紫金矿业	10.50	6.65	3.81
山东黄金	**8.76**	**10.27**	**7.89**

资料来源：Wind 资讯
注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表指标统一采用 Wind 资讯数据。

2017 年 1 季度，公司实现营业收入 100.06 亿元，同比增长 8.57%；实现营业利润 4.24 亿元，同比增长 31.68%，净利润 3.30 亿元，较上年同比增长 45.33%，经营情况较上年同期明显提升。

总体看，2016 年，由于黄金价格上涨，避险投资需求增加，公司利润规模和盈利能力整体有所提升。

4．现金流

从经营活动看，2016 年，公司经营活动现金流入 522.50 亿元，同比增长 31.80%，主要系随着营业收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金相应增长所致；经营活动现金流出 495.26 亿元，同比增长 32.84%，主要系营业成本增长所致。经营活动产生的现金流量净额为 4.27 亿元，较上年增长 15.43%，主要系黄金购销业务产生的现金净流量增加所致。2016 年，公司现金收入比为 103.15%，同比上升 2.24 个百分点，收入实现质量较好。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入 15.03 亿元、同比减少 28.22%，投资活动现金流出 31.86 亿元、同比减少 25.92%，主要系公司进行期货投资、黄金租赁业务减少所致；投资活动净现金流-16.83 亿元，净流出规模较上年有所下降。

公司筹资活动现金流入和流出分别以收到其他与筹资活动有关的现金和支付其他与筹资活动有关的现金为主，主要系公司通过黄金租赁业务融资。筹资活动现金流随着黄金租赁业务融资规模的波动而波动，其中，2016 年筹资活动现金流入 86.54 亿元，同比减少 11.98%；筹资活动现金流出 90.39 亿元，同比减少 9.46%；筹资活动净现金流-3.84 亿元，净流出规模较上年有所扩大。

2017 年 1 季度，公司经营活动现金流净额 4.27 亿元，为上年的 2.33 倍，增加系商品购销所产生的现金净流量较上年同期增加所致；投资活动现金流净额-8.58 亿元；筹资活动现金流净额 10.32

亿元。

总体看，2016 年，公司经营活动现金流状况良好，投资需求有所下降，但仍较依赖外部融资。

5．偿债能力

从短期偿债能力看，2016 年，由于流动资产的快速增长，公司流动比率和速动比率分别由 2015 年的 0.22 倍和 0.14 倍上升至 2016 年的 0.42 倍和 0.40 倍；公司现金短期债务比和经营现金流动负债比率分别由 2015 年的 0.11 倍和 28.95%上升至 2016 年的 0.28 倍和 37.62%。考虑到公司主要产品是黄金，其变现能力较强，经营活动创造现金能力强，因此公司短期支付压力尚可。

从长期偿债能力看，2016 年，由于利润规模的增长，公司 EBITDA 较上年增长 35.51%至 35.98 亿元，其中折旧占 25.19%，摊销占 18.53%，计入财务费用的利息支出占 9.26%，利润总额占 47.01%。EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 6.66 倍和 0.45 倍，均较上年有所提升。同时，鉴于公司整体盈利规模较大，经营活动创造的现金能力强，公司长期偿债能力很强。

截至 2016 年底，公司无对外担保和重大诉讼仲裁事项。

截至 2016 年底，公司及所属单位共申请银行授信 283.5 亿元，已使用 53 亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1037010100374830N），截至 2017 年 4 月 20 日，公司无未结清关注类和不良类贷款信息。

总体看，公司资产质量尚可，负债水平合理，盈利能力强，经营活动创造现金能力强，整体偿债能力极强。

六、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 13.08 亿元，约为“13 鲁金 01”、“13 鲁金 02”本金合计（33 亿元）的 0.40 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产为 166.76 亿元，约为债券本金合计（33 亿元）的 5.05 倍，公司较大规模的净资产能够对“13 鲁金 01”、“13 鲁金 02”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 35.98 亿元，约为债券本金合计（33 亿元）的 1.09 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 522.50 亿元，约为债券本金合计（33 亿元）的 15.83 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为中国主要的独立黄金生产企业之一，在行业地位、资源储备、经营规模等方面具有优势，公司对“13 鲁金 01”、“13 鲁金 02”的偿还能力极强。

七、担保方实力

“13 鲁金 01”债和“13 鲁金 02”债由山东黄金集团提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

1．担保方概况

山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金集团”或“集团”）前身为 1988 年成立的山东省黄金工业总公司，1996 年 7 月经山东省人民政府批准。由原山东省黄金工业总公司和山东省属玲珑金矿、新城金矿、焦家金矿、三山岛金矿、沂南金矿改制成立山东黄金集团，属大型国有独资企

业。经过历次股本变更，截至 2016 年底，集团注册资本 12.73 亿元，实际控制人为山东省国有资产监督管理委员会。

集团经营范围包括黄金地质探矿、开采、选冶及技术服务；贵金属、有色金属制品提纯、加工、生产、销售；黄金矿山专用设备及物资、建筑材料的生产、销售等。

截至 2016 年底，集团合并资产总额 860.00 亿元，负债合计 616.78 亿元，所有者权益合计 243.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 131.55 亿元。2016 年，集团实现营业总收入 731.90 亿元，净利润 5.22 亿元，其中，归属于母公司净利润为 0.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额 57.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.16 亿元。

集团注册地址：山东省济南市舜华路 2000 号舜泰广场 3 号楼；法定代表人：陈玉民。

2．经营情况

2016 年，集团主营业务为黄金、房地产、有色金属和金融业务。其中黄金生产为核心业务，集团拥有集采矿、选矿、冶炼、精炼、金银首饰等于一体的完整产业链。2016 年，由于其他收入增长，集团实现营业收入 731.90 亿元，较上年增长 7.30%。公司 2016 年利润总额同比增长 58.89%至 10.95 亿元。

收入结构方面，2016 年，黄金板块仍是集团最主要的收入来源，公司冶炼金收入明显下降，同时受冶炼金收入下降影响，2016 年黄金板块实现收入较上年有所下降，为 408.99 亿元，占营业收入的比重较上年下降 22.53 个百分点至 55.94%。房地产板块营业收入占比为 2.67%，较上年上升 0.22 个百分点；其他业务诸如其他矿类、机械施工、建材、电力等合计占营业收入的 41.39%，较上年大幅提升提高 22.32 个百分点。

盈利水平方面，由于相对于外购原料成本优势明显，矿产金是集团的主要利润来源，利润率较高，随着 2016 年金价上涨，集团矿产金毛利率增至 46.88%；黄金冶炼业务的利润主要来自冶炼加工费，利润率很低，仅为 0.46%。集团房地产板块毛利率较上年下降 9.36 个百分点至 26.95%；其他业务毛利率由 10.20%降至 4.83%。受上述因素影响，集团综合毛利率由 2015 年的 7.90%上升到 9.27%。

表 5　近年来集团营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目		2015 年			2016 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
黄金	矿产金	80.90	11.87	42.48	99.00	13.54	46.88
	冶炼金	453.79	66.60	0.04	309.99	42.40	0.46
房屋销售		16.72	2.45	36.11	19.52	2.67	26.95
其他		129.93	19.07	10.20	302.61	41.39	4.83
合计		**681.35**	**100.00**	**7.90**	**731.12**	**100.00**	**9.27**

注：集团其他收入主要包括其他矿类、机械施工、建材、电力等业务收入。
资料来源：公司提供

总体来看，2016 年，由于金价上涨，集团矿产金板块营业收入和毛利率均有所提高；其他业务营业收入大幅增长，但毛利率水平不高。

（1）黄金生产业务

公司黄金生产方面主要包括采矿、选矿、冶炼等环节。目前，集团黄金业务主要依托山东黄金来运营。

储量方面，2016 年集团探矿增储 66.36 吨，黄金保有储量增至 1,397 吨。生产方面，2016 年集团生产标准金 214.21 吨，同比变化不大。其中矿产金 37.08 吨，冶炼金 177.13 吨。销售方面，2016 年集团销售黄金 198.77 吨，较 2015 年增长 16.33%，同时随着金价增长，销售均价增长 13.44%至 267.07 元/克。

表 6　集团黄金生产情况（吨）

分类	2015 年	2016 年
标准金	220.63	214.21
其中：矿产金	36.03	37.08
冶炼金	184.60	177.13

资料来源：公司提供

表 7　集团黄金销售情况（吨，元/克）

项目	2015 年	2016 年
销量	170.10	198.77
销售均价	235.42	267.07

资料来源：公司提供

总体看，集团主业黄金业务销量较为稳定，且销量和销售均价均有所增长。

（2）非金业务

集团非金业务包括其他矿产资源开发业务、房地产业务以及机械施工、建材、电力等业务，其中以其他矿产资源业务和房地产业务为主。

矿产资源方面，集团主要集中于铁矿和铅锌矿等资源的开发。近年，集团先后收购了昌邑铁矿、外蒙铁矿及盛大铁矿，铁矿石资源总量 18,934 万吨；在内蒙收购了红岭铅锌矿和阿尔哈达铅锌矿，目前合计拥有铅锌金属量 228 万吨；成立了陕西山金矿业有限公司，开发矾矿资源，并已取得了采矿权。上述项目的投资建设有助于改变集团单一依靠黄金矿产资源的状况，但矿产景气度略有下滑。

集团房地产业项目业态主要为住宅类。2016 年，集团房地产业务结转收入 19.43 亿元，较上年小幅增长。集团房地产在建项目计划投资 209.80 亿元，截至 2016 年末已投资 175.06 万元，2017~2018 年分别计划投资 16.37 亿元和 9.66 亿元，资金压力较小。

总体看，集团非金业务有利于促进集团多元化发展，同时也是集团营业收入和利润的有效补充，一定程度上分散了黄金价格波动给集团带来的经营风险。

3．财务分析

集团 2016 年财务报告经北京天圆全会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。

截至 2016 年底，集团合并资产总额 860.00 亿元，负债合计 616.78 亿元，所有者权益合计 243.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 131.55 亿元。2016 年，集团实现营业总收入 731.90 亿元，净利润 5.22 亿元，其中，归属于母公司净利润为 0.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额 57.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.16 亿元。

资产质量

截至 2016 年底，集团资产总额 860.00 亿元，较上年末增长 8.51%，主要来自流动资产的增长，其中流动资产占比 33.97%，非流动资产占比 66.03%，仍以非流动资产为主。

截至2016年底，集团流动资产合计292.14亿元，较上年末增长24.96%，以货币资金（占15.94%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占12.93%）、预付款项（占比8.67%）、其他应收款（占比15.83%）、存货（占比25.91%）和其他流动资产（占比14.71%）为主。

截至2016年末，集团货币资金46.58亿元，较上年末增长21.96%，主要系山东黄金资产重组募集配套资金到账所致，其中银行存款占76.90%，集团使用受限货币资金占比14.15%。

截至2016年末，集团以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产37.78亿元，较上年末增加19.06%，主要系交易性权益工具投资增幅较大所致；集团预付款项25.33亿元，较上年末增长33.94%，主要系地产旅游集团预付股权及债权转让金11.17亿元，该股权及债权转让金为购买山东明化置业有限公司100%股权和债权所支付的款项。

截至2016年末，集团存货75.69亿元，较上年末增长3.55%，集团存货以原材料、自制半成品、在产品、库存商品和开发成本为主，计提跌价准备1.11亿元；集团其他流动资产42.98亿元，以理财产品和委托贷款为主，较上年末增长40.39%，主要系子公司山东金控资本管理有限公司购买理财产品增加18.70亿元。

截至2016年末，集团非流动资产合计567.85亿元，较上年末增长1.63%，主要由固定资产（占34.10%）、在建工程（占11.52%）、无形资产（占34.24%）和商誉（占9.43%）构成。

截至2016年末，集团可供出售金融资产账面价值27.69亿元，较上年末增长165.07%，主要系购买基金等金融产品增长所致。截至2016年末，集团固定资产账面价值193.67亿元，较上年末增长19.06%，主要系建设项目转固所致；集团固定资产累计计提折旧100.32亿元，固定资产成新率65.95%，成新率一般。截至2016年末，集团在建工程65.41亿元，较上年末下降26.78%，主要系在建工程转固所致；集团无形资产账面价值194.45亿元，以采矿权、探矿权为主，较上年末增长2.81%；集团商誉为53.54亿元，与上年末持平。

总体看，集团资产规模继续扩张，仍以非流动资产为主，资产构成符合矿山企业特点；集团货币资金较为充裕，存货中黄金产品变现性好，但固定资产成新率一般。集团整体资产质量较好。

负债及所有者权益

截至2016年末，集团负债616.78亿元，较上年末增长7.12%，主要来自非流动负债的增长；集团流动负债占69.94%，占比有所下降，非流动负债占30.06%，集团负债仍以流动负债为主。

截至2016年末，集团流动负债431.35亿元，较上年末增加2.14%，主要集中于短期借款（占30.82%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债（占39.25%）、应付账款（占9.01%）等。

截至2016年末，集团短期借款为132.96亿元，较上年末下降0.73%；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债为169.31亿元，较上年末增加18.34%，主要原因是集团及其子公司通过黄金租赁融资上升所致。截至2016年末，集团应付账款为38.85亿元，较上年下降5.21%，主要为应付工程款、股权投资款等；其中，账龄在1年以内的占比为78.91%，集中度较高。

截至2016年末，集团非流动负债为185.43亿元，较上年末增长20.82%，主要为应付债券（占69.31%）和递延所得税负债（占25.38%）。其中应付债券为128.52亿元，较上年末增长36.63%；递延所得税负债为47.06亿元，较上年基本无变化。

债务负担方面，截至2016年末，集团全部债务为469.85亿元，规模较上年末增长7.67%，其中短期债务占比71.51%、长期债务占比28.49%。2016年，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为71.72%、65.89%和35.50%，较上年变化不大，集团债务负担仍然偏重，

短期债务负担较大。

截至 2016 年末，集团所有者权益合计 243.21 亿元，较上年末增长 12.22%，主要系公司发行永续债导致其他权益工具增长所致。归属于母公司的所有者权益为 131.55 亿元（占所有者权益的 54.09%），其中，实收资本占 9.67%，其他权益工具占 98.82%，未分配利润占-8.64%。其他权益工具为集团发行的中期票据和长期限含权非公开定向债务融资工具，依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在集团依据发行条款的约定赎回时到期，合计 130.00 亿元。

总体看，集团负债规模较大，债务负担偏重；所有者权益稳定性较弱。

盈利能力

受黄金行业景气度上行影响，2016 年，集团实现营业收入 731.12 亿元，较上年增长 7.30%；利润总额同比增长 58.89%至 10.95 亿元；净利润同比增长 142.06%至 5.22 亿元。

2016 年，集团实现投资收益 1.28 亿元，较上年减少 77.81%，主要为处置可供出售金融资产取得的投资收益和处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债取得的投资收益，占营业利润的 11.53%；实现营业外收入 0.98 亿元，较上年减少 37.19%，以政府补助为主，占利润总额的 8.92%。

期间费用方面，集团费用总额 53.28 亿元，同比增长 12.16%，其中，销售费用 3.81 亿元，同比增长 11.53%，主要系公司广告费及销售费用增加所致；管理费用 34.62 亿元，同比增长 18.04%，主要系集团提高职工薪酬、并加大研究与开发费用投入所致；财务费用 14.85 亿元，较上年变化不大。集团费用收入比为 7.29%，较上年提高 0.32 个百分点，集团费用控制能力尚可。

盈利指标方面，由于黄金板块盈利能力有所上升，集团 2016 年营业利润率由 2015 年的 7.48%上升至 8.60%；得益于利润水平的上升，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均较上年有所提升，分别为 2.92%、3.10%和 2.27%，但盈利能力仍然偏弱。

总体看，2016 年，受金价上升影响，集团主营业务黄金板块经营业绩增幅较大；2016 年公司投资收益和营业外收入下降较大，但受益于金价上涨、集团盈利规模有所上升，但整体盈利能力仍然较弱。

现金流

经营活动方面，2016 年集团经营活动现金流量净额为 57.64 亿元，同比增长 13.99%，主要系受黄金价格上涨，销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。集团现金收入比较上年上升 13.78 个百分点至 105.88%，现金收入质量明显好转。

投资活动方面，2016 年，集团投资活动现金流入合计 114.98 亿元，较上年减少 41.31%，主要为收回投资收到的现金流入和收到其他与投资活动有关的现金流入；集团投资活动现金流出合计 180.30 亿元，较上年减少 32.80%，主要为投资支付的现金流出、支付其他与投资活动有关的现金流出和购建固定资产、无形资产等支付的现金流出。2016 年，集团投资活动现金流量净额为-65.32 亿元，净流出较上年减少 7.05 亿元。

筹资活动方面，2016 年，集团筹资活动现金流入合计 423.00 亿元，较上年增长 4.04%，主要为取得借款所收到的现金；集团筹资活动现金流出合计 410.29 亿元，较上年增长 9.39%，主要为偿还债务支付的现金。2016 年，集团筹资活动现金流量净额为 12.71 亿元，较上年减少 59.63%。

总体看，2016，受黄金价格上涨影响，集团经营活动净现金流有所增长，现金收入实现质量明显好转；集团对外投资规模较大导致投资性现金流出较多；集团对外投资主要依靠银行借款等外部融资渠道。

偿债能力

短期偿债能力方面，2016 年，集团流动比率、速动比率分别为 0.68 倍和 0.51 倍，均较上年有所提升；集团经营性现金流动负债比为 13.36%，较上年增长 1.39 个百分点。虽然上述指标偏低，但考虑集团黄金产品业务较大规模以及较好获现能力，集团短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2016 年，集团 EBITDA 为 49.41 亿元，同比增长 12.30%，主要来自利润总额的增长；其中折旧占 29.08%，摊销占 19.01%，计入财务费用的利息支出占 29.74%，利润总额占 22.16%。集团 EBITDA 利息倍数为 3.36 倍，EBITDA 对利息覆盖程度较高；EBITDA 全部债务比为 0.11 倍，EBITDA 对全部债务覆盖程度一般。整体看，集团长期偿债能力有待提升。考虑到集团目前拥有丰富的资源储备，以及较强的获现能力和多元化的融资渠道，未来随着公司非金业务逐步贡献利润，集团盈利能力有望进一步提升，集团长期偿债能力将有所提高。

截至 2016 年末，集团对外担保余额为 23.10 亿元，主要为对中国银行济南分行的 22.44 亿元担保，对外担保余额占所有者权益的 9.50%。截至 2016 年末，集团共获银行授信总额 1,610 亿元，其中未使用 434 亿元，集团间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码 G1037010100374730V），截至 2017 年 4 月 20 日，集团无不良和关注类未结清信贷信息，已结清信贷信息中有 1 笔关注类贷款和 7 笔欠息记录。

总体看，集团资产规模及业务规模较大，主营黄金类相关产品，资源储备丰富，变现能力强，整体偿债能力极强。

4．债权保护效果

以 2016 年底财务数据测算，“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”待偿本金共计 33 亿元，占担保方山东黄金集团资产总额的 3.84%和净资产总额的 13.57%，占比较低；山东黄金集团 2016 年经营活动现金净流量是本次债券的 1.75 倍，对“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”的覆盖能力较强。山东黄金集团的担保对债券的保护程度很高。

总体看，山东黄金集团的资产和权益规模较大，“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”待偿本金规模占其资产的比重较低，其担保对于“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”的到期还本付息具有积极的保护作用。

八、综合评价

2016 年，由于黄金价格上涨，公司主营业务收入和利润水平均有所增长。公司债务负担有所减轻；经营活动现金流状况较好，盈利能力稳定，且仍属行业内较高水平。同时，联合评级也关注到金价波动较大、资源开发风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2016 年，公司完成重大资产重组事项以及取得非公开发行股票募集配套资金。重组完成后，公司资本实力和黄金储备进一步加强，有利于后续发展，优化资源，增强自身实力。

“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”由山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金集团”或“集团”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。集团整体资产规模较大，资源储备丰富，整体偿债能力极强，其担保对本次债券的信用状况仍有积极影响。

综上，合评级维持公司“AAA”的主体长期信用评级，评级展望维持“稳定”；同时维持“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”债项“AAA”的信用等级。

附件 1　山东黄金矿业股份有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	250.91	283.57	295.97
所有者权益（亿元）	120.81	163.45	166.76
短期债务（亿元）	56.88	46.47	55.67
长期债务（亿元）	34.33	33.97	33.98
全部债务（亿元）	91.21	80.44	89.65
营业收入（亿元）	389.40	501.99	100.06
净利润（亿元）	6.96	13.09	3.30
EBITDA（亿元）	26.55	35.98	--
经营性净现金流（亿元）	23.60	27.24	4.27
应收账款周转次数(次)	680.69	1339.37	186.65
存货周转次数（次）	54.65	107.80	9.61
总资产周转次数（次）	3.00	1.88	0.35
现金收入比率（%）	100.91	103.15	104.70
总资本收益率（%）	5.47	7.20	--
总资产报酬率（%）	10.29	7.58	--
净资产收益率（%）	6.34	9.21	2.00
营业利润率（%）	8.54	8.40	10.41
费用收入比（%）	6.10	5.11	5.95
资产负债率（%）	51.85	42.36	43.66
全部债务资本化比率（%）	43.02	32.98	34.96
长期债务资本化比率（%）	22.13	17.21	16.93
EBITDA 利息倍数（倍）	6.75	10.80	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.29	0.45	--
流动比率（倍）	0.22	0.42	0.50
速动比率（倍）	0.14	0.40	0.29
现金短期债务比（倍）	0.11	0.28	0.34
经营现金流动负债比率（%）	28.95	37.62	5.22
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.80	1.09	--

注：1、2017 年 1 季度相关指标未年化；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　山东黄金集团有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	792.54	860.00
所有者权益（亿元）	216.73	243.21
短期债务（亿元）	333.38	335.99
长期债务（亿元）	102.82	133.86
全部债务（亿元）	436.20	469.85
营业收入（亿元）	681.98	731.12
净利润（亿元）	2.16	5.22
EBITDA（亿元）	44.00	49.41
经营性净现金流（亿元）	50.56	57.64
应收账款周转次数(次)	39.43	41.57
存货周转次数（次）	7.89	13.33
总资产周转次数（次）	0.89	0.88
现金收入比率（%）	92.01	105.88
总资本收益率（%）	2.87	2.92
总资产报酬率（%）	2.92	3.10
净资产收益率（%）	1.07	2.27
营业利润率（%）	7.48	8.60
费用收入比（%）	6.97	7.29
资产负债率（%）	72.65	71.72
全部债务资本化比率（%）	66.81	65.89
长期债务资本化比率（%）	32.18	35.50
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	3.36
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.11
流动比率（倍）	0.55	0.68
速动比率（倍）	0.38	0.51
现金短期债务比（倍）	0.22	0.22
经营现金流动负债比率（%）	11.97	13.36

注：2017 年 1 季度相关指标未年化

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。