

信用等级公告

联合[2015]011 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山东黄金矿业股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2013 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

山东黄金矿业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA

山东黄金矿业股份有限公司拟发行的 2013 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年一月十三日

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

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

山东黄金矿业股份有限公司

2013 年公司债券（第二期）信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 13 亿元

债券期限：不超过 5 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

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

评级时间：2015 年 01 月 13 日

主要财务数据：

发行人				
项目	2011	2012	2013	2014.9
资产总额(亿元)	126.61	174.60	218.92	233.97
所有者权益(亿元)	63.97	88.16	92.49	96.45
长期债务(亿元)	10.43	5.75	19.89	19.90
全部债务(亿元)	37.95	52.82	83.67	90.47
营业收入(亿元)	394.15	502.28	461.68	349.57
净利润(亿元)	19.83	22.17	11.20	5.98
EBITDA(亿元)	35.56	41.51	29.36	--
经营性净现金流(亿元)	23.06	23.85	28.90	16.55
经营活动流入量(亿元)	398.20	503.99	466.74	351.08
营业利润率(%)	11.20	9.95	7.71	6.91
净资产收益率(%)	52.08	29.15	12.40	6.33
资产负债率(%)	49.47	49.51	57.75	58.78
全部债务资本化比率(%)	37.23	37.47	47.50	48.40
流动比率	0.71	0.42	0.25	0.29
EBITDA 全部债务比	0.94	0.79	0.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	18.77	14.44	9.61	--
EBITDA 本期发债倍数	2.74	3.19	2.26	--
担保方				
资产总额(亿元)	310.85	638.21	670.20	720.91
所有者权益(亿元)	99.19	169.05	132.95	171.95
营业收入(亿元)	434.83	579.31	621.21	535.92
利润总额(亿元)	27.15	24.29	-1.40	4.51
资产负债率(%)	68.09	73.51	80.16	76.15

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2014 年三季报报表未经审计，指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）的评级，反映了其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、技术水平、经营环境等方面所具有的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司投资支出规模大、资源获取难度加大、黄金价格持续下跌等因素对公司信用水平可能产生的负面影响。

未来随着探矿工作的持续开展、对外部矿山资源的收购，以及通过非公开发行股份购买资产，公司资源储量将进一步上升，其在建项目投产有助于进一步提升公司竞争能力，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券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。集团资产质量较好，资源储备丰富，整体偿债能力较强，其担保对本期债券的信用状况有积极影响。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 黄金作为贵金属，具有商品和货币双重属性，在国际商品和金融体系中占有重要地位，行业发展得到了国家政策支持。

2. 公司主营业务突出，产品绝大部分为黄金，是我国最主要的独立黄金生产企业之一，在黄金生产、地质勘查和探矿等方面具有较强的技术实力。

3. 公司积极应对黄金价格下跌带来的不利影响，通过技改项目提升产能规模，加大地质探矿力度提高矿石产量。

4. 公司在黄金行业内盈利能力仍属优良水平，经营活动获取现金能力强。

关注

1. 近年来黄金价格下跌，对公司收入和利润水平产生了不利影响。

2. 由于矿产资源的不确定性和持续开采，矿山普遍存在矿量减少和矿石品位下降的状况，开采成本不断上升；公司个别矿山存在资源接替紧张和生产瓶颈问题。

3. 受黄金价格下跌和投资损失较大的影响，担保方山东黄金集团2013年出现亏损，需持续关注山东黄金集团的经营情况及担保代偿能力的变化。

4. 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。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与山东黄金矿业股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与山东黄金矿业股份有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因山东黄金矿业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由山东黄金矿业股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

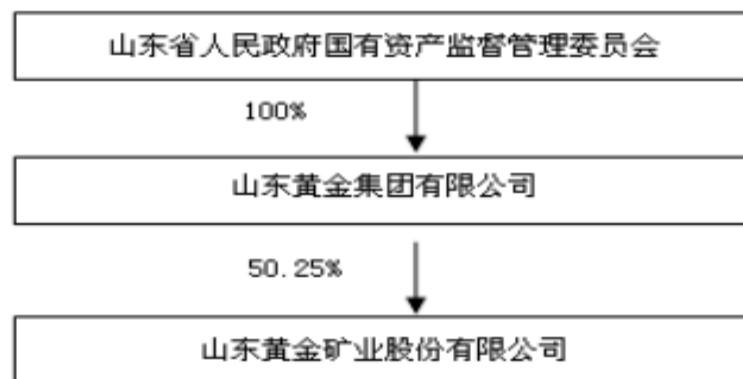
山东黄金矿业股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

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、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 13 日通过上海证券交易所挂牌上市，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。2007 年 11 月 29 日公司非公开发行股票 1,788.41 万股，本次增资后公司实收资本金额合计为人民币 17,788.41 万元。公司 2008~2011 年历经多次转增股本和送股，截至 2013 年末，公司注册资本为 142,307.24 万元。

截至 2013 年末，山东黄金集团持有公司 50.25%的股份，为公司第一大股东。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 100%的股份，为公司实际控制人（见下图）。

图 1 截至 2013 年末公司股权结构



资料来源：公司年报

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。

公司设工会办公室、董事会办公室、审计部、综合管理部、财务部、人力资源部等 15 个职能部门（附件 1）；截至 2013 年年底，纳入公司合并范围的子公司合计 14 家；拥有在职员工 13,251 人。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 218.92 亿元，负债合计 126.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 92.49 亿元；2013 年公司实现营业收入 461.68 亿元，净利润（含少数股东损益）11.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 28.90 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.36 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司合并资产总额 233.97 亿元，负债合计 137.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 96.45 亿元；2014 年 1~9 月公司实现营业收入 349.57 亿元，净利润（含少数股东损益）5.98 亿元；经营活动产生的现金流量净额 16.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.81 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：陈玉民。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

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”，发行规模为不超过 33 亿元，债券存续期限不超过 5 年，每年付息一次，到期一次性还本。本次债券采取分期发行的方式，其中第一期发行规模为 20 亿元，已于 2013 年 9 月 3 日发行完毕，期限为 5 年，附第三年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权；存续期前三年为固定利率 5.16%，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”，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。2014 年 9 月 3 日，公司已支付第一期债券的利息 10,320 万元。

本期债券系第二期发行，发行规模不超过 13 亿元，债券存续期限不超过 5 年，每年付息一次，到期一次性还本。本期债券按面值发行，采取网上与网下相结合的方式发行，票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后在利率询价区间内确定。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还银行借款和补充流动资金。

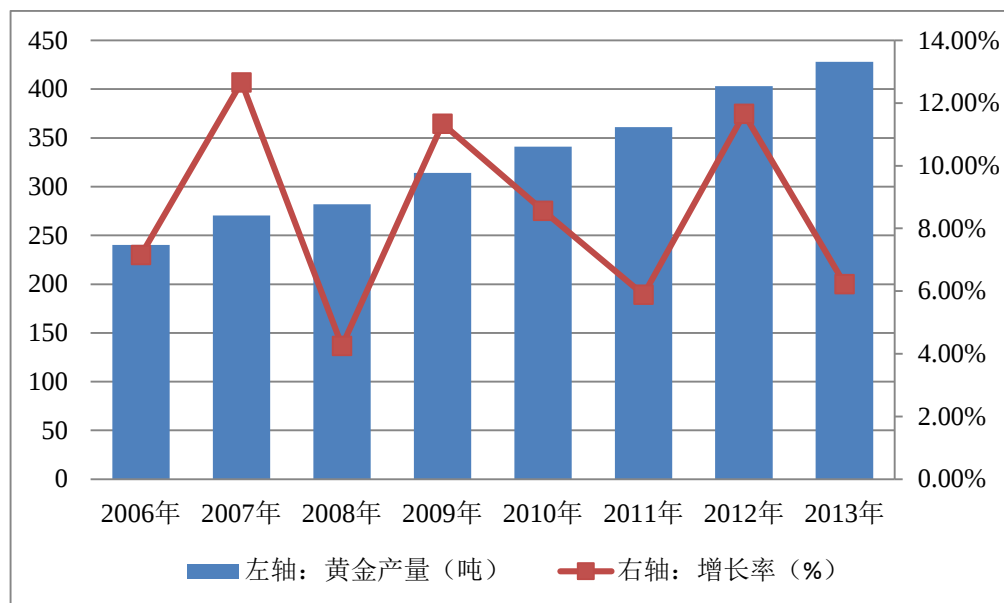
三、行业分析

1. 行业概况

全球目前还有 580 个存有 100 万盎司（28.3 吨）以上黄金的矿藏，地下总共存有黄金 37.2 亿盎司（11.57 万吨），在最好情况下，约有 18.2 亿盎司（56,608 吨）黄金最终可被开采。黄金资源主要集中于南非、澳大利亚、秘鲁、俄罗斯、美国、中国等国。国土资源部公布的《2013 年中国国土资源公报》显示，2013 年我国新发现大中型矿产地 173 处，新增查明金资源储量 761 吨。截至 2013 年底，中国已探明的黄金存量达到 8,957 吨。目前，我国黄金储量相对集中在中东部地区，探明资源量及储量均在百吨以上省份有山东、河北、辽宁、福建、黑龙江、吉林、河南等省。

改革开放以来，中国黄金产量逐年实现大幅增长，1994 年仅为 90 吨，2001 年达到 182 吨，2004 年达到 212.348 吨，2007 年中国黄金产量首次超过南非。目前中国是全球第一大黄金生产国，据中国黄金协会最新统计数据显示，2013 年中国黄金产量同比增长 6.23% 至 428.16 吨，连续第七年居于世界第一。从国内黄金产量分布来看，十大重点产金省（区）为山东、河南、江西、内蒙古、云南、湖南、甘肃、福建、湖北、新疆，合计产量占全国黄金总产量的 82.94%。2006~2013 年我国黄金产量逐年增加（见下图），未来随着产能的进一步释放，预计我国黄金产量将继续保持增长态势。

图 2 2006~2013 年中国黄金产量数据（单位：吨、%）



数据来源：中国黄金协会

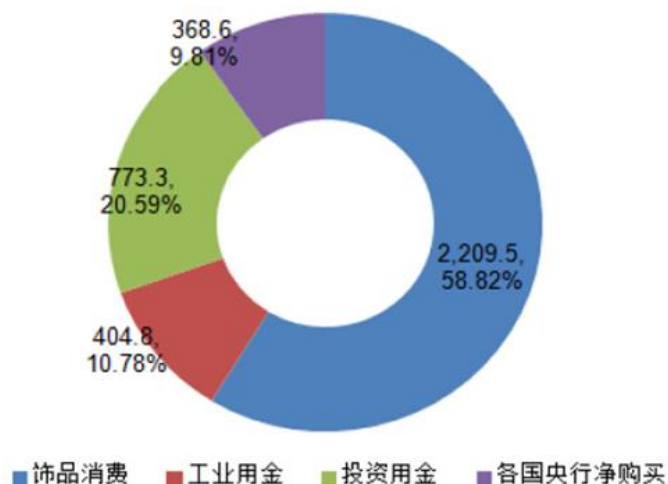
2. 黄金供求及价格

世界范围内，黄金的供给主要来自矿产金、再生金和各国央行抛售储备金，其中矿产金是比较稳定的市场供给主体。2002~2012 年间全球矿产金产量稳定在 2,000~2,800 吨之间，2013 年矿产金产量为 3,001 吨。从发现黄金至规模化产出的正常周期约为 6 年，因此全球矿产金产量变化相对平稳。再生金的供应具有较大弹性，随着金价上升，供给动力同步增强。由于受 2008~2009 年国际金融危机环境下黄金价格高位运行的影响，再生金供应大幅上升并创出历史新高，2009 年全球再生金供应约为 1,695 吨，自此之后，再生金的年供给规模保持在 1,600 吨之上，2013 年再生金供应量为 1,257 吨。各国央行抛售黄金储备量受各国储备政策所左右，随着政治经济环境不确定性的增加，保有一定量黄金储备已逐渐成为各国金融体系稳定的因素之一。目前，各国央行抛售的黄金储备占整体黄金供应比例较小。总体上，未来全球范围内的黄金供应仍将处于相对稳定状况。

国内黄金供应方面，黄金供应来源主要有矿产金、进口金和回收金。矿产金方面，2013 年我国黄金产量达到 428.16 吨，同比增长 6.23%，再创历史新高，连续七年位居世界第一。进口金方面，由于我国黄金需求增长迅猛，自产金的供给难以满足，需要进口金弥补缺口。2013 年，我国进口金数量达 1,523.75 吨，较上年大幅增长 193.49%，进口金已成为我国第一大黄金供应来源。回收金方面，2013 年，我国回收金数量为 246.92 吨，同比增长 6.24%，占黄金总供应量的 11.23%，所占比重同比下降了 9.13 个百分点。

需求方面，黄金兼具商品与金融工具的双重特点，其需求可分为黄金饰品、工业用金、投资品和各国政府黄金储备四大类。2013 年全世界黄金需求合计 3,756.1 吨，其中，黄金饰品及黄金投资的需求所占的比重最大，分别占黄金总需求的 58.82%和 20.59%，如下图所示。

图 3 2013 年世界黄金需求量及各自比重（单位：吨）



资料来源：世界黄金协会

国内黄金需求方面，据中国黄金协会统计数据显示，2013 年，我国黄金消费量首次突破 1,000 吨，达到 1,176.40 吨，同比增长 41.36%；其中，首饰用金 716.50 吨，同比增长 42.52%；金条用金 375.73 吨，同比增长 56.57%；金币用金 25.03 吨，同比下降 1.07%；工业用金 48.74 吨，同比下降 0.23%；其他用金 10.40 吨，同比下降 32.03%。2014 年前 3 季度，全国黄金消费量 1,647.26 吨；其中，黄金首饰用金 1,240.08 吨；金条用金 292.95 吨。预计未来我国黄金消费需求仍将受黄金低价刺激而保持增长态势。

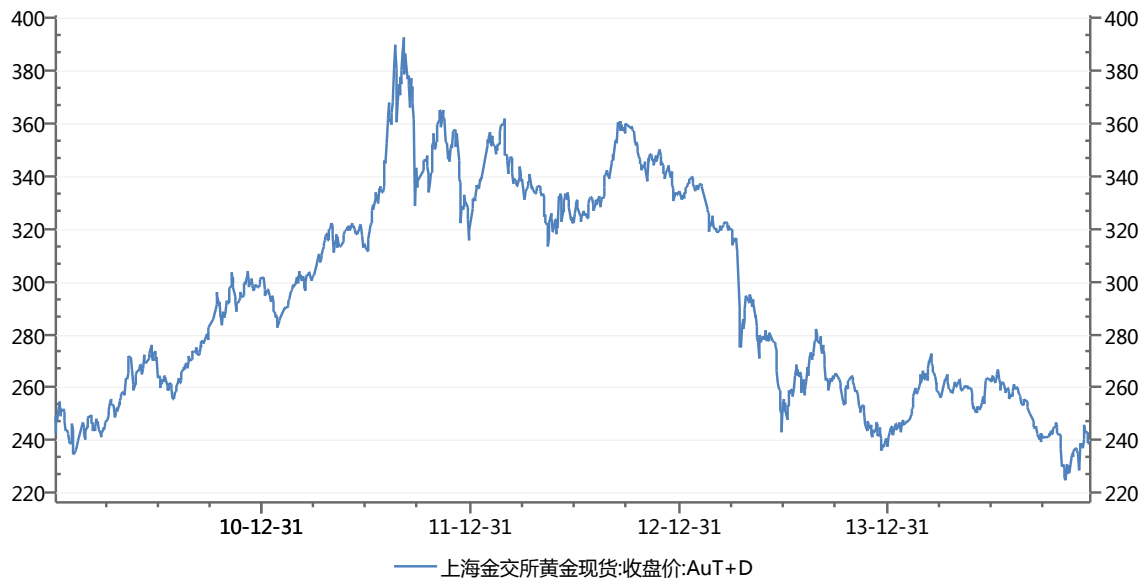
黄金价格变化方面，由于黄金是具有特殊功能的商品，其价格不仅由供需因素来决定，还取决于国际货币体系变化、金融投机和地缘政治等一系列因素的综合作用。国际金价在过去十年中呈现出整体上涨的趋势，2008 年下半年国际金价出现近年最大幅度的调整，但在金融危机环境下，黄金的避险功能突出体现，黄金价格自 2009 年初起又继续保持单向上涨趋势。2011 年国际黄金价格保持坚挺，全年国际黄金现货开盘价格为 1,421.38 美元/盎司，最低价为 1,308.37 美元/盎司，9 月 6 日创下 1,920.38 美元/盎司的历史最高记录，收盘价为 1,565.02 美元/盎司。2012 年全年平均金价为 1,571.68 美元/盎司。相对 2011 年而言，2012 年黄金走势相对温和。2012 年国际黄金开盘价为 1,560.09 美元/盎司，全年金价最高到 1,800 美元/盎司左右。

全球经济整体呈复苏的趋势，以及美国 QE¹预期退出、美元走强引起黄金价格大幅下跌；进而引起黄金 ETF²大量赎回，尽管价格下降刺激了消费需求，但因投资需求赎回大于消费需求增加，回收金产量下滑，2013 年底国际金价已跌至边际成本线附近，以纽约商品交易所黄金主力合约报价计算，国际金价 2013 年累计下跌 28%，跌幅创 32 年之最，结束了黄金 12 年的牛市。2013 年全年，黄金价格共出现 14 次下跌。6 月 28 日，黄金价格跌破了行业普遍视为成本线的 1200 美元/盎司，达 1,180 美元/盎司，而到 2013 年 12 月 31 日，国际金价再次接近年内金价底线，最低跌至 1,182.3 美元/盎司。2014 年以来，黄金价格仍处于震荡之中，缺乏上升动力。

¹ QE, Quantitative Easing 的缩写，中译名“量化宽松政策”。

² ETF, Exchange Traded Funds 的缩写，中译名“交易性开放式指数基金”；黄金 ETF 是指一种以黄金为基础资产，追踪现货黄金价格波动的金融衍生产品。

图 4 上海黄金交易所黄金现货收盘价（单位：元/克）



资料来源：Wind 资讯

未来随着全球经济的复苏，美国逐步退出“量化宽松”政策，以及矿山黄金产量的提升等因素变化，黄金价格仍存在波动调整的可能。

3. 行业竞争

近几年我国黄金行业推进产业结构调整，坚持科技创新和技术进步，在资源勘查和资源整合多方面都呈现出良好的运行态势和发展前景。一批大型黄金企业在地质勘探、资源整合方面积极探索，重点产金区的资源整合、开发速度进一步加快，新区勘探不断取得突破，在重点成矿带建成了一批具有规模效应的生产基地。

目前，我国黄金行业的发展呈现两个比较明显特点，第一个特点是我国黄金资源比较集中，主要集中于山东、河南、福建、内蒙古、湖南、陕西等 10 个重点产金省（区）。2013 年，十大重点产金省（区）黄金产量占全国黄金总产量的 82.94%。我国黄金产业的第二个特点是行业“小而散”的局面正在得到持续改变，大型黄金企业主导黄金工业发展的格局已形成，黄金行业的集中度得到提升。2013 年，中国黄金集团公司、山东黄金集团有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、山东招金集团有限公司、湖南黄金集团有限公司等中国十大重点黄金企业矿产金产量占全国矿产金总产量的 45.65%。

表 1 截至 2013 年底我国前五大黄金企业矿产金产量及资源储量情况（单位：吨）

企业名称	黄金保有储量	矿产金产量
中国黄金集团公司	1,820	39.40
山东黄金集团有限公司	1,472	35.31
紫金矿业集团股份有限公司	1,200	31.69
山东招金集团有限公司	800	20.11
湖南黄金集团有限公司	113	11.83
合计	5,405	138.34

资料来源：联合评级搜集整理。

4. 行业关注

黄金价格的影响

黄金价格是决定行业整体盈利水平的主要因素之一。2013 年以来，国际金价受到通货膨胀预期、美元走势、利率、黄金市场供求、经济发展趋势及金融市场稳定性等多种因素影响振幅较大，对行业盈利水平的稳定性造成一定影响。

上游资源供给的影响

作为资源类行业，黄金矿产资源保有量在很大程度上决定了黄金企业的发展空间和核心竞争力。在过去多年行业景气运行的背景下，各大黄金生产企业对于黄金资源储量的竞争日趋激烈，矿权占有成本迅速上升，行业竞争风险加大。此外，黄金矿山经过长期的开采，大部分矿山出现矿石品位下降，部分矿山出现资源枯竭，资源接替困难；同时，新建矿山普遍存在开采难度大的问题，使矿产开发对企业科技及装备水平的依赖性日益增强，随着能源及人工成本的上升，行业整体生产成本呈上升趋势。另一方面，由于自有矿山的供给能力有限，为保持行业内的地位，中国各独立黄金生产企业持续扩大冶炼规模，并加大了外购原料（粗金）的规模，若在黄金价格高位运行的环境下，原料竞争必将激烈，也会在一定程度上影响黄金生产企业盈利能力的提升。另外，《工业节能“十二五”规划》的推出进一步体现了政府对环境保护和节能减排工作的重视，金属矿产领域的政策和标准更趋严格，也将对生产运营成本产生一定影响。

税制改革的影响

2012 年 10 月 10 日，国务院公布修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》，并于 2012 年 11 月 1 日起施行。黄金作为稀缺的有色金属，目前仍然从量征收资源税，从现阶段的黄金价格来看，对相关企业的生产成本影响有限；若未来实行从价征收，相关企业的税负水平将有所加重，但考虑到黄金下游旺盛的投资性需求，黄金生产企业有望将相当一部分税负向下游转嫁。

5. 行业政策

1988 年国务院发布《关于对黄金矿产实行保护性开采的通知》，禁止个体采金。2006 年国务院发布《对矿产资源开发进行整合意见的通知》，提出对包括金、铜、锌等 15 个重要矿种的资源开发进行整合，以提高产业集中度、扶植优势企业做大做强。同时，国家对黄金企业在税金征收、地质勘查方面也给予了政策支持。

2010 年 7 月《关于促进黄金市场发展的若干意见》为中国黄金市场发展方向提出了指导性意见，并明确提出对符合行业规划和产业政策的大型黄金企业扩大授信额度、发放并购贷款、支持发行债务工具等意见。2012 年 11 月，工业和信息化部发布《关于促进黄金行业持续健康发展的指导意见》，指出将大力支持大型骨干企业以资本为纽带，开展跨地区、跨所有制的企业兼并重组和资源整合，矿权优先向大型黄金骨干企业倾斜。

6. 未来发展

规模不断扩大，产业链不断延伸的趋势

1949~2013 年，随着我国黄金产业政策环境不断完善，黄金勘探能力及开采冶炼技术的不断提高，黄金产量不断增长。2007 年我国黄金产量首次超过南非，位居全球首位；2013 年达到 428.16 吨，创历史新高。预计未来一段时期，黄金产业规模还将进一步扩大，并将逐步从单一矿产金开发，拓展到副产物、冶炼金开发，从单一矿种开发，渐次形成以金为主、多金属开发的大趋势；金提纯、深加工等高加工度和高附加值的产品，在产业结构中越来越占优势地位。黄金产业向专业化和高端技术开发领域发展，呈现以金为主、多元发展的趋势。

黄金产业向集群化方向发展，市场集中度不断提高的趋势

在经济全球化的背景下，产业集群已经成为世界范围内，许多地区配置和增强竞争优势的有效途径。我国黄金产业也在向着基地化和园区化的方向发展，如山东招远黄金工业园、烟台黄金工业园、陕西省潼关黄金工业园以及深圳罗湖珠宝产业集群基地等。同时，企业通过资产重组、资源整合和淘汰落后生产能力的企业等横向一体化行为，小而散的局面开始改观，产业集中度明显加强，大集团、大公司发展迅速，逐步成为主导我国黄金行业发展的中坚力量。

黄金市场金融化发展趋势

在产能和开采技术不断取得进步的同时，从 2001 年取消黄金“统购统配”的计划管理体制，到 2008 年黄金期货在上海期货交易所正式上市，我国黄金市场逐步形成并不断完善。目前，黄金市场正处于实物商品交易向金融投资型黄金交易转变的起步和发展阶段。可以预见，基于黄金现货与衍生品的二次金融产品开发，将是未来黄金交易新的热点，我国黄金市场金融化趋势明显。

发展循环经济，推进清洁生产的趋势

发展循环经济是当今世界的潮流，它体现了以人为本、构建和谐社会、全面协调可持续发展的本质要求，是转变经济增长方式，走新型工业化道路的重要战略举措。从国际工业发展趋势看，目前许多国家都在推行清洁生产，这也是黄金工业发展的必由之路。

总体看，作为具备商品和货币双重属性的贵金属，黄金产业将向规模化、多元化、集群化以及交易市场金融化的方向发展，未来发展前景良好。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家集黄金地质勘探、采选、冶炼、精炼、科学研究等为一体的大型黄金生产企业，矿权主要位于山东、内蒙古、甘肃等地区，具有较强的规模优势和竞争力。公司旗下拥有全国装备水平和机械化水平最高的三山岛金矿、全国首次发现并命名的“焦家式”蚀变岩金矿的焦家金矿、荣获“国家环境友好企业”称号的新城金矿、拥有国际先进精练技术的“可提供标准金（银）锭企业”的黄金精炼厂等知名企业。截至 2013 年末，公司黄金资源保有储量 435.91 吨，日处理矿石量达到 39,313 吨，其中焦家金矿、三山岛金矿日处理矿石量超万吨，两矿年产量均达到 7 吨以上，新城金矿、玲珑金矿年产量均达到 3.5 吨以上。焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿上榜“中国黄金生产十大矿山”。

总体看，公司在全国黄金行业的综合实力应在前三位，按照公司“十二五”发展战略规划，随着资源整合，新扩建项目的实施，兼并、收购、重组的按计划进行，公司有望在较短的时间进一步提高综合实力。

2. 技术水平

2012 年，公司获得专利技术授权 16 项，其中发明专利 3 项；受理专利申请 23 项，比上年增长 150%；其中，《厚大破碎矿体全分段预裂挤压一次爆破强化开采技术研究》、《金属地下矿山数字化关键技术》分获山东省科技进步二、三等奖；《海下金属矿床采场交替上升无房柱连续开采关键技术研究与应用》通过了省科技厅鉴定。公司在矿业领域的技术领先优势更加凸显。除自主研发，公司从国外引进了大量先进技术和先进设备，其生产技术装备水平，从采矿、选矿、安全及环保各方面基本代表了国内最高水平。

2013 年，公司推进科研攻关与成果转化，共有 50 项专利获得国家知识产权局的受理、67 项获得授权，其中《高铅锌铜金精矿直接氧化及综合回收生产方法》等 8 项发明专利以及《主溜矿

井的支护装置》等 42 项实用新型专利获得国家专利局授权，涉及到采矿、选矿、冶炼、机械、电气等多个黄金矿山主体专业领域。截至 2013 年底，公司拥有有效专利权 102 项，正在申请的专利权 45 项。

总体看，公司技术水平处于同行业领先地位。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员包括董事长、副董事长、总经理、财务总监、董事会秘书等，大多拥有高级技术职称。

董事长陈玉民先生，现年 51 岁，历任招远金矿计划处处长、副总工程师、副矿长兼总工程师，山东黄金总工程师兼生产计划部部长，副总经理兼总工程师，董事、常务副总经理，总经理，山东黄金集团有限公司副总经理。现任山东黄金集团有限公司总经理、山东黄金矿业股份有限公司董事长。

副董事长兼总经理王立君先生，现年 46 岁，博士研究生学历，历任山东黄金矿业股份有限公司新城金矿采矿车间采矿助理工程师、采矿车间副主任、主任、矿长助理、副矿长、矿长兼党委书记；山东黄金有色矿业集团有限公司总经理、党委副书记、董事长兼党委书记。现任山东黄金矿业股份有限公司副董事长兼总经理。

截至 2013 年底，公司共有在职员工 13,251 人，其中生产人员 10,138 人，技术人员 1,398 人，销售人员 23 人，行政人员 1,495 人，财务人员 197 人；从文化程度看，公司员工中专及以下学历 9,880 人，大专学历 1,973 人，本科学历 1,268 人，硕士与博士研究生 130 人。

总体上，公司高层管理人员具有良好的专业背景和长期的管理经验；员工结构符合黄金生产企业的特征，可以满足公司正常生产经营的需要。

4. 安全与环保

安全生产

公司对安全生产给予高度重视，专门设立安全生产办公室负责安全生产工作，并制定了安全管理考核办法、安全生产会议制度、安全生产检查制度、生产安全事故隐患排查治理制度等。

近年来，公司积极提高生产设备和作业环境的安全程度，不断改进和完善各种安全预防措施，针对不同岗位制定了严格的《安全操作规程》，并予以严格执行，以确保公司员工安全和生产的连续稳定。

环境保护

公司确定了用两年半时间实现黄金矿山脱胎换骨的转变，打造环境美化、本质安全的矿山企业的目标，并在尾砂综合利用、循环经济和清洁生产方面做出了较大幅度的改进。

公司在尾砂综合利用方面采取了利用尾砂充填采空区，或用来生产建材产品，减少了尾砂排放量；同时公司还对尾矿库进行了综合整治。公司在循环经济上已经实现了氰化废水零排放、生活污水处理再利用、重复利用井下水以及尾矿回水改造，实现水资源重复利用等目标。公司各矿山对生产、生活用锅炉均完成了技术改造，所有锅炉都安装了烟气脱硫除尘设施，确保烟气达标排放。

总体看，近年来公司不断加大环保投资和技术改造项目建设，积极发展低消耗、低污染、高利用、高循环的循环经济发展模式，大力开展节能减排工作。

5. 外部环境

山东省是国内黄金富集地区之一，也是中国第一产金大省，省内黄金矿产储量约占全国总储量的 15%，黄金产量约占中国黄金总产量的四分之一强。2013 年山东省产金量居全国第一位。山东省黄金资源主要集中分布在招远、莱州、莱西等胶东半岛地区，且以单生黄金矿床居多。

公司的控股股东山东黄金集团直属于山东省人民政府，政府扶持力度大，在本埠矿产资源竞争中具有明显的地缘优势。在地方政府的大力支持下，公司对莱州市黄金资源进行区域整合，黄金保有量快速增长。

总体上，公司拥有良好的外部环境，当地政府和大股东给予公司较大支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等有关上市公司治理法律法规及《公司章程》的要求，建立健全了股东大会、董事会和监事会的法人治理结构。第一大股东具有绝对控股地位，股东大会是公司的最高权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。目前，公司董事会由 9 名成员组成，其中董事长 1 人、独立董事 3 名。董事会负责制定公司经营计划、投资和利润分配方案。公司监事会由 3 名监事组成，监事会设监事会主席 1 名，由半数以上监事选举产生；设职工监事 1 名。公司设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，总经理全面负责公司日常经营运作和控制管理，对董事会负责。

总体看，公司已按《公司法》建立了较为完善的公司治理结构，但股权结构较为集中，公司的经营在一定程度上受第一大股东的影响。

2. 管理体制

公司设工会办公室、董事会办公室、审计部、综合管理部、财务部、人力资源部等 15 个职能部门；截至 2013 年底纳入公司合并范围的控股子公司合计 14 家。公司建立了职责明确的部门机构，各职能部门之间既相互协调又相互制衡，由高管人员负责相关职能部门，严格划分了高管人员的职责职权，坚持不相容职务相互分离，对部分经营活动的管理也采取授权与核准相结合的办法，形成了一套完善的企业经营管理制度、规章。

人力资源管理方面，公司对高级管理人员的选用主要是采取公司内部竞聘和外部招聘相结合的方式，培养内部人才和引进外部人才并重，实行经营者职业化、市场化。公司实行与业绩考核挂钩的薪酬制度，通过建立绩效评估体系，并根据各项经济指标进行考核；综合管理能力评价体系包括工作方法的创新、组织协调、人才培养、业绩改进及人格品行等方面的考核评定。公司建立了完善的薪资体系和奖励办法，采用进修培训、职务晋升等方式对考核突出的高管人员给予奖励。

财务管理方面，公司建立了包括《财务管理制度》、《货币资金管理办法》等在内的各项相关的管理制度，公司总部是财务管理的决策中心和投资中心，有权对下属企业派驻财务总监。公司对成员单位（公司总部、各分支机构和子公司）的资金实行集中管理，确保提高公司的资金使用效率，降低资金占用成本，进而控制了公司的财务风险。

安全生产管理方面，公司制定了《安全生产检查制度》、《生产安全事故隐患排查治理制度》和《安全生产责任追究制度》等一系列规章制度。公司对下属生产单位实行定期、不定期检查和抽查制度，下属企业每年组织各类季节性安全活动，以增强安全意识，提高防范风险能力。

总体上，公司多年来已建立了较完善的管理制度及对下属企业的集中管理体制，有利于公司

整体发展战略的实施和风险的控制。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为黄金开采和选冶，主要产品是黄金，并伴有部分白银产品，2011~2013 年，公司主营业务收入占比始终在 99%以上。目前，公司自产金不能满足公司精炼能力的需求，所以公司外购非标准金进行冶炼。近年来，公司各项业务保持稳定发展，生产规模不断扩大，2011~2013 年，公司矿产金产量分别为 22.24 吨、26.00 吨和 26.82 吨，年均复合增长 9.82%；同期，由于 2013 年金价下跌，公司 2011~2013 年营业收入呈波动增长态势，年均增长 8.23%。

2013 年，在金价持续下跌的情况下，公司经营业绩较上年有所下滑，实现营业收入 461.68 亿元，同比下降 8.08%，其中，主营业务收入占比为 99.78%，主营业务依旧突出；实现利润总额 14.81 亿元，同比下降 49.18%。

从主营业务收入结构看，公司黄金（外购和自产）销售收入是收入的主要来源，2011~2013 年，公司黄金（外购和自产）业务收入占比均在 99%以上。2013 年黄金（外购和自产）业务收入占比 99.22%，其中外购合质金、自产金（含精矿金）和小金条销售收入占比分别为 79.35%、15.96%、和 3.91%。与 2012 年相比，外购合质金、自产黄金（含精矿金）销售收入占比有所下降，小金条和其他业务销售收入占比有所提高，主要原因是金价下跌刺激投资者对小金条的投资需求增长所致。2013 年，由于黄金价格大幅下跌，公司黄金（外购和自产）业务收入较上年下降 41.40 亿元。公司其他产品业务收入占比 0.78%，占比很小。

表2 2011~2013年公司主营业务收入构成及毛利情况（单位：亿元）

产品	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
黄金（含精矿金）	72.07	18.31%	57.89%	87.79	17.50%	53.45%	73.52	15.96%	45.59%
外购合质金	309.00	78.51%	0.31%	400.79	79.89%	0.29%	365.55	79.35%	0.17%
小金条	9.96	2.53%	0.31%	9.90	1.97%	0.41%	18.02	3.91%	0.10%
其他 ³	2.53	0.64%	50.38%	3.19	0.64%	50.50%	3.59	0.78%	34.05%
合计	393.56	100.00%	11.18%	501.67	100.00%	9.92%	460.67	100.00%	7.68%

数据来源：公司年报

从主要产品的盈利情况来看，受黄金价格大幅下跌和采选成本上升的影响，2011~2013 年公司毛利率呈逐年下降趋势，2013 年，公司主营业务综合毛利率为 7.68%，较 2012 年下降 2.24 个百分点，各类产品毛利率水平较上年均有下降。分产品来看，公司自产黄金（含精矿金）是公司利润的主要来源，2011~2013 年，公司黄金（含精矿金）毛利率水平受黄金价格下跌和采选成本的影响，呈逐年下降趋势，由 2011 年的 57.89%下降至 2013 年的 45.59%；2011~2013 年，由于行业竞争激烈，外购合质金业务持续保持微利经营，2013 年毛利率水平仅为 0.17%，较上年下降 0.12 个百分点；在金价下跌和投资者需求增长的双重因素影响下，2011~2013 年，公司小金条业务毛利率水平呈波动下降趋势，2013 年其毛利率水平下降至 0.10%。公司除黄金业务外的其他业务的盈利能力良好，2013 年毛利率达到 34.05%，但在主营业务中的占比很小，对公司整体盈利的贡献有限。

³ 公司其他业务主要是在金矿石开采和选冶过程中产生的附属品，主要包括白银、硫精矿、精矿银、建筑材料、铁砂、铜矿粉和铅等。

2014 年前三季度，受黄金价格持续下跌影响，公司实现营业收入 349.57 亿元，较上年同期下降 7.29%；实现利润总额 8.07 亿元，较上年同期下降 88.74%。

总体看，近年来，受黄金价格持续下跌的影响，公司经营业绩有所下滑，主要产品盈利规模和毛利率水平均有所下降。公司未来盈利增长仍将主要依赖黄金价格的上涨。

2. 资源储备

黄金生产企业的竞争主要集中体现于金属资源的获取。公司自成立以来即重视资源并购和获取，近几年资源开发和占有力度不断加大。公司设立时，新城金矿是其仅有生产经营矿山，公司 2004 年收购山东黄金集团的焦家金矿，并在焦家金矿引进黄金精炼新工艺技术改造项目；2005 年公司以 4,845 万元收购山东金洲矿业集团有限公司 51% 的股权；2006 年公司投资成立了青岛鑫莱矿业投资有限公司，并持有 51% 的股份；2008 年公司收购了山东黄金集团的三山岛、玲珑、沂南、鑫汇、金仓等矿业资产。

在加大山东省内矿山并购的同时，公司逐步开始走出山东，实施省外收购。2008 年公司收购了赤峰柴胡栏子黄金矿业有限公司 73.52% 的股权；2010 年公司收购了自然人黄家园所持有的山东金石矿业有限公司 75% 的股权；2012 年公司收购了赤峰柴胡栏子矿周边 4.76 平方公里的探矿权，并收购了山东金石矿业有限公司剩余 25% 的股权、甘肃西和县中宝矿业公司 70% 的股权和福建省政和县源鑫矿业有限公司 80% 的股权；2013 年公司通过收购金石探矿权未勘查区域内的新探明黄金储量，新增采矿权面积 5.09 平方公里，新增黄金资源储量 134 吨。

与此同时，公司下属各金矿加强探矿力度，探矿黄金资源储量进一步增加。2013 年，公司探矿新增黄金资源储量 15.80 吨，其中，三山岛金矿实施坑探坑内钻，新增矿石量 96 万吨，金金属量 2.15 吨；焦家金矿实施“以钻代坑”探矿方式，提高探矿靶区验证准确性，新增矿石量 220.81 万吨，金金属量 4.38 吨；玲珑金矿完成掘进 2.1 万米，新增矿石量 84.39 万吨、金金属量 2.82 吨；新城金矿累计新增矿石量 66.04 万吨，金金属量 1.56 吨；赤峰柴胡栏子黄金矿业有限公司新增矿石量 120.15 万吨，金金属量 3.04 吨；山东金洲矿业集团有限公司新增矿石量 74.48 万吨，金金属量 2.14 吨。

截至 2013 年末，公司拥有各类矿山 12 座，可开采储量 1 亿吨；黄金资源保有储量达 435.91 吨，较上年末增加 36.23%。以目前的生产能力，不考虑其他因素的影响，公司现有的黄金储量可供开采 15 年左右。

总体看，公司拥有较为丰富的黄金资源，为其持续发展奠定了坚实的资源基础，未来公司将通过收购进一步增加黄金资源储备。但现阶段，中国主要黄金企业对资源的争夺异常激烈，公司在资源获取方面仍具有较大压力。

3. 黄金生产

黄金的生产主要包括采矿、选矿、冶炼等环节。采矿环节主要操作程序有凿岩爆破、矿石搬运、坑内运输、矿石提升等；选矿环节主要包括破碎、磨矿、浮选三个阶段；浮选出的精矿经浓缩、压滤后成金精矿，输送到冶炼工艺的氰化系统中。金精矿在精炼厂经过一系列的氰化、还原反应最终产出标准金锭。

公司矿石采选业务由下属各矿山企业完成，通过技术改进、更新设备等方式提升矿山企业的采矿能力和处理能力。同时，公司主要矿山通过调整生产布局、优化工艺流程的方式，加大了采矿和出矿力度。2013 年，公司通过对三山岛、焦家、玲珑、新城等矿山采矿工艺、选矿磨浮系统及竖井提升系统等改造工程，使矿山产能规模稳步提升。其中，三山岛金矿 8,000 吨/日项目提前

半年全面达产，采选处理能力达到 12,000 吨/日以上；新城金矿采选 8,000 吨/日项目已完成设计方案优化审查，组织实施了辅助工程建设；焦家金矿 6,000 吨/日项目寺庄副井提前转产，提升量为 1,000 吨/日。

近年来，公司采选能力的提升使矿山作业效率和生产能力逐年提升，自产金产量持续提高。2013 年，公司全年日均处理矿石量达到 39,313 吨/日，较 2012 年增加 3,187 吨。2013 年，公司矿产金产量达到 26.82 吨，较 2012 年增长 3.20%，其中，焦家金矿、三山岛金矿年产量均达到 7 吨，新城金矿、玲珑金矿年产量达到 3.5 吨。由于公司的金精矿自给能力仍处于低水平，为了充分利用冶炼能力，公司冶炼用合质金（非标准金）大部分来自外购。

值得注意的是，公司近年采选能力大幅提升，生产规模迅速扩大；但部分矿山企业在生产环节仍存在瓶颈问题，对采选能力的利用形成一定的限制。同时，随着不断开采，部分矿山的资源接替紧张矛盾突出，原矿出矿品位呈下降趋势，生产成本可能因此上升。

总体看，近年来，公司矿石采选能力和产能规模持续提升，自产金产量持续提高；但公司金精矿自给能力仍不能满足其冶炼能力，冶炼用粗金主要依赖外购。

4. 黄金销售

根据中国目前的相关规定，标准金锭的销售必须在上金所进行，且必须是在上金所注册的品牌。公司所属的黄金精炼厂是上海黄金交易所（以下简称“上金所”）指定的全国首批 10 家“可提供标准金锭企业”之一，产品注册商标为“泰山”牌，产品品种有标准牌号 Au99.99、Au99.95、Au99.9、Au99.5，标准重量为 12.5 公斤、3 公斤、1 公斤的金锭。2013 年，公司黄金销售量受金价下跌刺激有所增长，2013 年，公司销售黄金 160 吨以上，较上年增加一成左右。售价方面，公司生产的标准金锭销售通过网上交易，价格按照上金所的黄金现货价格计价，2013 年上金所黄金现货价大幅下跌，对公司黄金售价影响较大。

公司收入及利润规模受黄金价格影响较大。对此，公司设有黄金价格分析小组对黄金价格分析预测，在价格波动中努力把握有利的交易时机，以最大化公司的收入和利润规模。目前黄金价格处于下行趋势中，公司面临一定的价格风险。

总体看，受黄金价格持续下跌的影响，公司黄金销售量有所增长。

5. 经营效率

公司黄金销售主要采用现金销售的方式，应收账款余额很小，所以应收账款周转次数很高，2011 年~2013 年公司应收账款周转率呈波动下降趋势，分别为 2,248.46 次、2,924.45 次和 1,602.47 次，主要是金价下跌导致公司营业收入下降所致；公司存货周转率分别为 62.01 次、46.17 次和 44.97 次，呈逐年下降趋势，主要系公司根据黄金价格调整存货规模所致；总资产周转次数分别为 3.54 次、3.34 次和 2.35 次，呈逐年下降趋势，主要系公司总资产规模逐年提高所致。与同行业上市公司对比，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均处于行业较高水平（见下表）。

总体看，公司经营效率处于同行业的较高水平。

表 3 2013 年黄金类上市公司经营效率指标情况

企业名称	应收账款周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
中金黄金	132.50	7.83	1.36
紫金矿业	73.15	4.13	0.74
辰州矿业	36.43	5.84	1.16

赤峰黄金	4.35	1.36	0.59
恒邦股份	101.59	2.73	1.10
山东黄金	1,939.09	45.25	2.35

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，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

6. 关联交易

公司认定的关联方为其控股股东山东黄金集团及集团实际控制的下属企业。

近三年，公司关联交易规模一直保持较低水平。目前公司与山东黄金集团及其实际控制企业进行的日常交易属于公司正常的生产经营活动。公司与关联企业之间的业务往来按一般市场经营规则进行，与其他业务往来企业同等对待。公司与关联企业之间不可避免的关联交易，遵循公平、公正的市场原则进行。公司同关联方之间关联交易的价格确定原则是：有国家定价的，适用国家定价；没有国家定价的，按市场价格确定；没有市场价格的，参照实际成本加合理费用原则由双方定价；对于某些无法按照成本加费用原则确定价格的特殊服务，由双方协商定价。

2013 年，公司采购商品、接受劳务发生的关联交易合计 11.03 亿元，主要系工程劳务费、设备款、电力款、勘探费、装修费、宣传费、外购合质金价款等，交易定价方式均为按市场价格定价，均属于正常的经营业务，其中，外购合质金、精矿金、精矿银价款等公司主要原材料采购的关联交易占同类交易的比例仅为 1.06%，占比较小，对公司经营独立性无影响。公司对采购商品、接受劳务发生的关联交易无依赖。

2013 年，公司出售商品、提供劳务发生的关联交易合计 0.33 亿元，主要系探矿工程、代理费、加工费等，占营业收入的比例为 0.07%，占比极小，且按照市场价格进行交易，对公司经营独立性无影响，公司对出售商品、提供劳务发生的关联交易无依赖。

总体看，公司与关联方之间关联交易系正常经营活动发生的业务往来，占营业收入比例很小，且按照市场价格进行交易，对公司经营独立性无影响，公司对关联交易无依赖。

8. 经营关注

(1) 作为资源型行业，黄金矿产资源保有量在很大程度上决定了黄金企业的核心竞争力和发展空间。公司可能面临矿产资源供给的不确定性而带来的风险。此外，矿山的持续开采造成矿藏量逐渐减少，矿石品位日趋下降，同时个别矿山还存在资源接替紧张和生产瓶颈等问题。公司若不能持续获得充足的黄金矿产资源，公司未来的可持续发展将受到限制。

(2) 黄金是公司的主要产品，黄金价格的波动在很大程度上决定了公司的利润水平。公司生产的标准金通过上海黄金交易所出售，价格基本与国际黄金价格保持一致，而国际金价受到通货膨胀预期、美元走势、利率、黄金市场供求、经济发展趋势及金融市场稳定性等诸多因素的影响。金价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。

(3) 黄金矿产开采时若发生安全事故，将直接影响公司黄金产量，进而影响公司的收入、股价以及企业形象等。黄金的开采主要在山区，开采过程中受断层、顶板、涌水量、滑坡等地质条件的影响，存在发生水淹、塌方、溃坝等多种自然灾害的可能性，若防护措施不到位，可能造成人员伤亡或财产损失。此外，使用爆破物品、氰化物等时如有操作不规范，也有可能造成人员和财产损失。

(4) 在黄金的开采、生产过程中会产生废石、尾矿以及废气、废水和废渣等废弃物，如果环保措施出现问题，废弃物中的有害物质将会对矿区及周边的土地、空气及水资源等造成污染。

一直以来，国家对矿山开采行业的环保设施建设要求较高，公司也根据国家要求建立了完善的废水净化系统与环境测评系统，使整个生产过程都处于受控状态，发生环境污染的可能性较小，但不排除因自然灾害或操作不当，导致发生环境污染的可能，从而影响企业生产经营的正常进行。

总体看，资源储量、黄金价格以及可能发生的安全事故和环保事件等因素可能会对公司经营造成一定程度的影响。

9. 重大事项

根据公司 2014 年 11 月 27 日第四届董事会第十二次会议决议公告，公司正在筹划重大资产重组事宜。本次重大资产重组为公司发行股份购买资产并募集配套资金，具体为：

公司拟向山东黄金集团发行股份以购买其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、山东黄金集团有限公司东风矿区采矿权及相关资产负债和山东省莱州市新城矿区外围及深部金矿详查探矿权；向山东黄金有色矿业集团有限公司发行股份以购买其持有的山东黄金归来庄矿业有限公司 70.65%股权、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；向山东黄金地质矿产勘查有限公司发行股份以购买其持有的山东省莱州市新立村金矿勘探探矿权；向烟台市金茂矿业有限公司（以下简称“金茂矿业”）发行股份以购买其持有的蓬莱矿业 20%股权；向自然人王志强发行股份以购买其持有的蓬莱矿业 29%股权。

同时，公司拟向山东省国有资产投资控股有限公司、前海开源基金管理有限公司、山金金控资本管理有限公司、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股份募集本次重组的配套资金 168,454.75 万元，不超过本次交易总额的 25%。

总体看，公司本次发行股份购买的标的资产将扩大公司资源储量，有利于提高公司的资产完整性，有利于公司在人员、采购、生产、销售、知识产权等方面保持独立性；有利于公司突出主业、改善财务状况、增强持续盈利能力、增强抗风险能力、减少关联交易、避免同业竞争。目前该方案尚需公司股东大会通过及中国证监会核准，存在一定的不确定性。联合评级会持续跟踪该事项对公司经营及信用状况的影响。

7. 未来发展

未来几年，公司将在巩固、提高黄金核心主业的同时，积极实施“走出去”战略，目前来看，公司在全国黄金行业的综合实力稳居前列，按照目前公司发展战略规划，随着资源整合，新扩建项目的实施，兼并、收购的按计划进行，公司在黄金行业中的排名有望得到一定的突破。

公司已经完成、正在进行或拟进行的资源开发、矿山收购或股权合作事项均有助于公司战略的实现，公司经营规模有望保持较快的扩张速度。由于部分项目仍处于前期工作状态，公司目前对此类项目的投资形式及实际投资规模尚不能完全确定。但总体上，公司未来的投资规模会很大，存在一定的资金压力；同时，在快速发展的过程，大量跨地区和跨金属品种经营的格局，给公司管理能力和技术实力提出了挑战。

在黄金价格下跌的背景下，公司将进一步强化管理、降本增效，整合区域资源，以科技创新和资本运作为支撑，创新机制，使公司成为全国最具竞争力和影响力的黄金企业之一。具体措施为：

（1）公司下属矿山企业以“招莱四大矿”为核心，确保持续稳定发展，三山岛金矿以 8,000 吨/日项目投产为契机，保证生产经营稳中有升；焦家金矿重点提高井下供应矿石能力；玲珑金矿强化掘进探矿，年掘进量要稳步提升；新城金矿继续稳定矿石出矿品位，提高矿石质量。

(2) 公司将加强资本运作, 利用股权融资、资产重组等方式, 以“降本增效”为中心, 进一步降低可控费用, 提高企业核心竞争力; 加强项目管理, 以效益优先, 实现投资效益最大化。

(3) 公司将继续开展安全专项治理活动, 完善安全责任管理、考核体系, 落实矿山生产经营安全环保工作。

总体看, 随着公司不断收购资源, 提高黄金储量, 以及各项技改项目的完成, 其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改善。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2011~2013 年度财务报告经北京天圆全会计师事务所有限公司审计, 三年均出具标准无保留审计意见。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》, 随着经营规模的扩大, 近三年公司合并报表范围有所变化, 2012 年合并范围新增甘肃西和县中宝矿业有限公司和福建政和源鑫矿业有限公司。公司 2014 年三季度报未经审计。

会计政策变更

截至 2013 年末, 公司在 2011 年通过的《山东黄金矿业股份有限公司补充养老保险实施方案》、《山东黄金矿业股份有限公司补充医疗保险实施方案》(以下简称“年金实施方案”) 仍未取得政府主管部门审批文件, 按照谨慎性原则, 公司决定停止执行上述方案。根据公司第四届董事会第五次会议(临时)决议, 由执行年金变更为终止执行年金。此项会计政策变更采用追溯调整法, 2013 年度财务报表已重新表述。2012 年初运用新会计政策追溯计算的会计政策变更累积影响数为 10,141.05 万元, 调增 2012 年的期初盈余公积 177.51 万元、期初未分配利润 9,760.97 万元、期初少数股东权益 202.56 万元。会计政策变更对 2012 年财务报表本年金额未产生影响。

会计估计变更

公司的子公司山东金石矿业有限公司和甘肃西和县中宝矿业有限公司的探矿权原摊销年限分别为 247 个月和 101 个月。2013 年 11 月专家对上述两个探矿权的基建期重新进行论证, 山东金石矿业有限公司的探矿权基建期延长 5 年, 甘肃西和县中宝矿业有限公司的探矿权基建期延长 4 年。故 2013 年 11 月上述两探矿权的摊销年限变更为 307 个月和 149 个月。此项会计估计变更采用未来适用法, 本年度运用新会计估计计算的影响数为 862.16 万元, 其中: 山东金石矿业有限公司净利润增加 231.90 万元, 甘肃西和县中宝矿业有限公司净利润增加 630.27 万元。

综合来看, 由于合并范围的变化未涉及公司主业变化, 且公司会计政策和会计估计变更对财务数据影响较小, 联合评级认为公司近三年财务数据可比性较强。

截至 2013 年底, 公司合并资产总额 218.92 亿元, 负债合计 126.43 亿元, 所有者权益(含少数股东权益)合计 92.49 亿元; 2013 年公司实现营业收入 461.68 亿元, 净利润(含少数股东损益) 11.20 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 28.90 亿元, 现金及现金等价物净增加额-0.36 亿元。

截至 2014 年 9 月底, 公司合并资产总额 233.97 亿元, 负债合计 137.51 亿元, 所有者权益(含少数股东权益)合计 96.45 亿元; 2014 年 1~9 月公司实现营业收入 349.57 亿元, 净利润(含少数股东损益) 5.98 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 16.55 亿元, 现金及现金等价物净增加额 4.81 亿元。

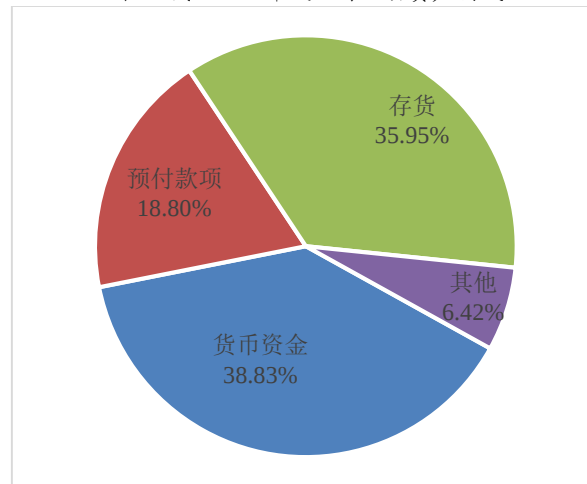
2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 31.50%。截至 2013 年底，公司资产总额 218.92 亿元，其中，流动资产占比 10.22%，非流动资产占比 89.78%，符合公司所在行业特点。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产呈逐年下降趋势，年均减少 18.08%，截至 2013 年底，公司流动资产合计 22.36 亿元，以货币资金、预付款项和存货为主（见下图）。

图5 截至2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

近年来，公司货币资金较为充足，2011~2013 年，公司货币资金呈波动增长趋势，年均复合增长 3.11%。截至 2013 年底，公司货币资金余额为 8.68 亿元，较上年末减少 3.28%，其中现金和银行存款占比 78.88%；其他货币资金占比 21.12%，主要是公司存在上金所的资金。公司货币资金在使用上未受到限制。

2011~2013 年，公司预付款项呈逐年递减趋势，年均减少 47.70%，主要系公司对收购产生的预付股权转让款进行结算，以及对未定价的黄金来料预付货款进行结算所致。截至 2013 年底，公司预付款项余额为 4.20 亿元，较上年末减少 53.48%，主要系对部分预付货款完成结算所致，其中期限在一年以内预付账款占比 76.89%，1~2 年的占比 22.87%。公司预付账款较为集中，前五个单位占全部预付账款的 58.90%，主要是黄金来料未定价而预付的货款。

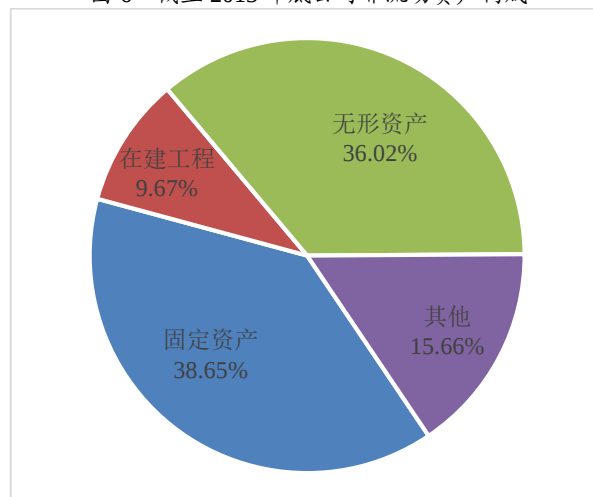
2011~2013 年，公司存货呈波动减少态势，年均复合减少 4.13%，主要系 2013 年黄金价格大幅下跌，公司减少外购非标准金所致。截至 2013 年末，公司存货账面价值为 8.04 亿元，较上年末减少 25.47%，主要原因是库存原材料较上年减少所致，其中 52.79%为原材料、16.07%为库存商品、其余为在产品和周转材料，公司存货中原材料主要系外购非标准金。公司存货计提跌价准备较少，占存货账面余额比重仅为 0.8%，主要系公司控股子公司金洲矿业对成品金计提的存货跌价准备；而公司其他矿山的存货成本均低于其可变现净值，故未计提存货跌价准备。

截至 2014 年 9 月底，公司流动资产为 29.24 亿元，较年初增加 30.73%，其中货币资金为 14.01 亿元，较年初增长 61.36%，主要系公司部分子公司收到增资款所致；预付款项为 6.60 亿元，较年初增加 57.01%，主要系公司预付的外购黄金来料货款增加所致；存货账面价值为 4.54 亿元，较年初减少 43.49%，主要系公司库存原材料和在产品减少所致；其他应收款为 3.11 亿元，较年初增加 224.43%，主要系黄金交易保证金增加所致。

非流动资产

受公司投资力度逐年加大的影响，2011~2013 年公司非流动资产增幅较快，年均复合增长 45.16%。截至 2013 年底，公司非流动资产合计 196.56 亿元，较上年末增加 36.20%，主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成（见下图）。

图 6 截至 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2011~2013 年度，公司固定资产账面价值呈逐年增长趋势，年均复合增长 33.27%。截至 2013 年末，公司固定资产账面价值 75.97 亿元，较上年末增长 34.34%，主要为在建工程转入的房屋建筑物及机器设备的增加所致，其中房屋及建筑物占比 70.59%、机器设备占比 25.10%、运输工具和电子设备占比合计为 4.31%；固定资产累计计提折旧 34.68 亿元，固定资产成新率 67.43%，成新率一般。

2011~2013 年，公司在建工程呈波动增加趋势，年均复合增长 7.09%，截至 2013 年末，公司在建工程账面价值为 19.01 亿元，较上年末减少 16.42%，主要系部分在建工程建设完工转入固定资产所致，公司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，未计提减值准备。

2011~2013 年，公司无形资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 59.79%，截至 2013 年末，公司无形资产账面价值为 70.80 亿元，较上年末大幅增加 71.23%，主要原因为公司向山东金石矿业股份有限公司原股东黄加园支付探矿权补充价款所致，其中，土地使用权占比 2.55%；采矿权占比 2.37%；探矿权占比 94.70%，符合黄金生产企业的特征。截至 2013 年末，公司无形资产累计摊销 12.18 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司非流动资产为 204.73 亿元，较年初增加 4.16%，其中在建工程为 26.13 亿元，较年初增加 37.47%，主要系公司为扩大生产规模所发生的工程施工增加所致。其他项目较年初变化不大。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，主要以货币资金、存货、固定资产和无形资产为主，资产质量较高；未来随着在建工程的陆续完工，公司固定资产规模将进一步扩大。

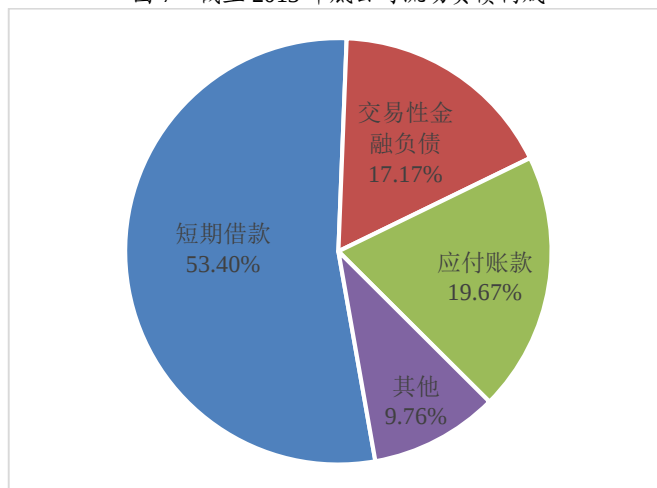
3. 负债及所有者权益

负债

近三年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 42.07%。截至 2013 年底，公司负债合计 126.43 亿元，以流动负债为主，占比高达 71.47%。

2011~2013 年，公司流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长 38.89%，截至 2013 年末，公司流动负债合计 90.36 亿元，较上年末增加 25.90%，主要由短期借款、交易性金融负债和应付账款构成。

图 7 截至 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2011~2013 年，为满足公司的资金需求，其短期借款规模呈逐年增加趋势，年均复合增长 80.38%。截至 2013 年底，公司短期借款余额为 48.25 亿元，较上年末增加 41.50%，全部为信用借款，且无已到期未偿还的借款。

2011~2013 年，公司交易性金融负债呈逐年增加趋势，年均复合增长 76.28%。截至 2013 年底，公司交易性金融负债为 15.52 亿元，较上年末大幅增加 132.47%，主要系公司在上金所进行的黄金租赁业务增加所致。

近年来，公司通过收购矿山和改扩建现有矿山以扩大资源储量和产能，导致应付账款呈逐年增加趋势，年均复合增长 48.39%，主要系应付股权转让款、工程款和设备款。截至 2013 年底，公司应付账款为 17.78 亿元，较上年末增加 11.56%，其中 1 年以内的应付账款有 79.64%，主要是应付工程设备款，账龄超过 1 年的大额应付账款主要为股权转让款和工程款。

2011~2013 年，公司非流动负债呈波动增加趋势，年均复合增长 51.12%，截至 2013 年底，公司非流动负债合计 36.07 亿元，较上年末大幅增加 145.82%，主要系公司成功发行 20 亿元公司债所致，主要由递延所得税负债（占比 42.98%）和应付债券（占比 55.13%）构成。截至 2013 年末，公司长期借款由上年末的 5.75 亿元变为零，主要原因是公司成功发行 20 亿元公司债券，为了节约财务费用，提前偿还了全部长期借款所致；由于收购山东金石矿业有限公司剩余 25% 股权产生的公允价值调整使得应纳税暂时性差异增加，公司递延所得税负债较上年末增加 90.86%，达 15.50 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司负债总额为 137.51 亿元，较年初增加 8.77%，其中流动负债占比 74.12%；非流动负债占比为 25.88%。流动负债中，短期借款较年初减少 52.44%，主要系公司加强货币资金管理，提高货币资金流转速度，归还部分银行借款所致；交易性金融负债较年初增加 180.00%，主要系公司为降低财务费用，通过黄金租赁业务筹措资金所致；应付账款较年初减少 31.35%，主要系公司支付山东金石矿业有限公司股权转让款所致。公司非流动负债各项目未发生显著变动。

2011~2013 年，公司资产负债率呈逐年提高态势，分别为 49.47%、49.51%和 57.75%，但仍处于合理水平；全部债务资本化率分别为 37.23%、37.47%和 47.50%；长期债务资本化比率分别为 14.01%、6.12%和 17.70%，从这两个比例看公司的债务负担相对较轻。

截至 2014 年 9 月底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 58.78%、48.40%和 17.11%，债务负担相对较轻。

总体看，公司负债规模较大，债务压力一般。

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益（含少数股东权益）呈逐年增加趋势，年均复合增长 20.24%。截至 2013 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 92.49 亿元，较上年增长 4.92%，其中归属于母公司所有者权益 84.74 亿元，占比 91.62%。公司所有者权益（含少数股东权益）中，股本占比 15.39%；未分配利润占比 72.21%；盈余公积占比 4.03%；少数股东权益占比 8.38%，较上年末下降 4.30 个百分点，主要系公司收购子公司山东金石矿业有限公司少数股东股权所致。整体看，公司所有者权益中少数股东权益占比有所下降，但未分配利润占比仍较大，权益稳定性一般。

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益合计 96.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益 89.35 亿元。

总体看，公司所有者权益规模大，但未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业收入呈波动增长趋势，年均复合增长 8.23%。2013 年，由于黄金及白银产品价格下降，收入规模下降，公司实现营业收入 461.68 亿元，较上年减少 8.08%；实现净利润 11.20 亿元，较上年大幅减少 49.48%。2013 年，公司实现投资收益 0.68 亿元，较上年增加 35.97%，主要系公司黄金期货及黄金租赁实现的投资收益增加所致；营业外收入为 0.33 亿元，较上年增加 0.98%，主要包括政府补助、固定资产处置利得、以及罚款收入等。

期间费用方面，2011~2013 年，随着业务规模的扩大，公司期间费用呈逐年增加趋势，年均复合增长 12.19%。2013 年公司费用收入比为 4.62%，同比上升 0.53 个百分点，主要系公司费用增长收入下降所致。2013 年公司费用总额为 21.35 亿元，较上年同期增长 3.93%，其中，销售费用为 0.37 亿元，较上年减少 5.08%，管理费用为 18.14 亿元，较上年增加 4.29%，财务费用较上年为 2.84 亿元，增加 2.94%。从期间费用构成来看，销售费用占比 1.73%；管理费用占比 84.98%；财务费用占比 13.28%，以管理费用为主。

从盈利指标看，黄金价格在 2011 年上升到顶点后，一直呈波动下降趋势；进入 2013 年以来，黄金价格更是呈持续下跌的趋势，受此影响，近三年，公司各项盈利指标呈下降态势。2011~2013 年，公司营业利润率分别为 11.20%、9.95%和 7.71%；总资本收益率分别为 29.82%、20.59%和 8.87%；净资产收益率分别为 52.08%、29.15%和 12.40%；总资产报酬率分别为 25.91%、21.24%和 8.98%。从同行业相比较，公司盈利能力在黄金行业上市公司中属于优良水平（见下表）。

表 4 2013 年行业内上市公司盈利能力指标情况

企业名称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（摊薄）（%）
中金黄金	9.61	5.01	4.32
紫金矿业	17.93	6.63	7.70
辰州矿业	18.46	4.30	6.67
赤峰黄金	72.03	32.77	38.20
恒邦股份	6.69	5.41	6.98
山东黄金	7.73	8.95	13.30

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，

本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

2014 年 1~9 月份，受黄金价格持续下跌的影响，公司实现营业收入 349.57 亿元，较上年同期减少 6.80%；实现净利润 5.98 亿元，较上年同期减少 47.44%。

总体看，由于黄金价格持续下跌，公司盈利能力出现了一定程度下降，但公司盈利规模较大，在黄金行业内盈利能力仍属优良水平。

5. 现金流

从经营活动看，2011~2013 年，公司经营活动现金流入呈波动增长趋势，年均复合增长 8.26%，与营业收入的增长速度（年均增长 8.23%）基本持平。2013 年，公司经营活动现金流量净额为 28.90 亿元，同比增加 21.18%，主要原因是公司购买商品、接受劳务支付的现金和支付的各项税费较上年减少所致。从现金收入实现的质量来看，近三年公司现金收入比分别为 100.01%、99.99%和 100.33%，收入实现质量较高。

从投资活动来看，公司近三年投资活动的现金流入量很小，而流出量相对较大，因此投资活动现金流每年均呈净流出状态。公司期货投资和黄金交易规模较大，对投资现金流的影响比较大。2013 年，公司投资活动现金净流出 57.16 亿元，同比增加 77.19%，主要原因是支付山东金石矿业有限公司股权转让补偿款及对山东黄金集团财务有限公司投资所致。

2011~2013 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 2.11 亿元、-8.41 亿元和 -28.26 亿元，除 2011 年公司经营活动创造的现金除能够满足当年公司投资的需要外，公司在 2012 和 2013 年需筹集资金满足公司投资需要。公司 2013 年筹资活动现金流量净流入 27.90 亿元，同比大幅增加 202.48%，主要原因是公司 2013 年度投资增加，导致借款规模增加所致。

2014 年 1~9 月，公司经营活动现金净流入较上年同期减少 36.06%，主要原因是商品购销所产生的现金净流量较上年同期减少所致；投资活动现金流量净流出本期较上年同期增加 48.41%，主要原因是公司黄金交易业务收到的现金净额较上年同期增加，及公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致；筹资活动现金流量净额较上年同期增加 195.50%，主要原因是公司部分子公司收到预增资款使筹资活动净现金流量增加，以及银行借款、黄金租赁筹资业务净现金流入量减少所致。

总体看，公司经营活动现金流状况良好，经营性现金流规模大，但投资活动支出较大，不能满足投资需求，需要依靠外部筹资。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动负债增速快于流动资产增速，其流动比率和速动比率均呈下降趋势。2011~2013 年，公司流动比率分别为 0.71 倍、0.42 倍和 0.25 倍；速动比率分别为 0.52 倍、0.27 倍和 0.16 倍。2011~2013 年，公司现金短期债务比也呈下降趋势，分别为 0.30 倍、0.19 倍和 0.14 倍。公司经营活动对流动负债和利息的保障程度尚可，近三年公司经营现金流动负债比率和经营现金利息偿还能力均值分别为 35.80%和 9.65 倍。整体看，公司短期偿债能力一般，流动负债规模较大、占比较高，但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不大。

从长期偿债能力指标看，2011~2013 年公司 EBITDA 分别为 35.56 亿元、41.51 亿元和 29.36 亿元，呈波动下降趋势，主要系黄金价格持续下跌所致；2013 年公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 9.61 和 0.35，能够对利息和债务形成良好的覆盖。公司经营活动创造现金的能力对公司全部债务的保障较高，2011~2013 年经营现金债务保护倍数分别为 0.61 倍、0.45 倍和 0.35

倍。鉴于公司整体盈利规模较大，能够对债务形成良好的保障，公司经营活动创造的现金能够较好覆盖公司的全部债务，因此公司长期偿债能力很强。

截至 2014 年 9 月底，公司无对外担保和重大诉讼仲裁事项。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至 2014 年 9 月，公司共获得授信额度 207.3 亿元，尚未使用授信余额为 129.44 亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司资产质量较好，负债水平合理，盈利能力强，经营活动创造现金能力强，整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2014 年 9 月底，公司债务合计 90.47 亿元。本期拟发行公司债规模不超过 13 亿元，期限不超过 5 年，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度较大。考虑到公司拟将本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后拟用于偿还银行贷款、调整债务结构，剩余部分用于补充流动资金，故对公司整体债务负担影响较小。

以 2014 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 13 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 60.95%、51.76%和 25.44%，债务负担有所加重，而债务期限结构有所改善，负债总额仍将处于正常水平。

2. 本期公司偿债能力分析

以 2013 年的财务数据为基础，公司 2013 年 EBITDA 为 29.36 亿元，为本期公司债券发行额度（13 亿元）的 2.26 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2013 年经营活动产生的现金流入 466.74 亿元，为本期公司债券发行额度（13 亿元）的 35.90 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度很高。公司 2013 年经营活动现金流量净额 28.90 亿元，为本期公司债券发行额度（13 亿元）的 2.22 倍，对本期债券的保护力度较强。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业特征及行业地位、资源储备、盈利能力等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据山东黄金集团为本期债券向债券持有人出具的《担保函》，山东环境集团为公司本期发行的不超过13亿元公司债券的还本付息提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本期债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

保证期间为本期债券的存续期及本期债券到期日后六个月止。

债券持有人、债券受托管理人在保证期间内未要求担保人承担保证责任的，或其在保证期间主张债权后未在诉讼时效届满之前向担保人追偿的，担保人免除保证责任。

联合评级认为，上述担保措施将有效提升本期债券的信用水平。

2. 担保人信用分析

（1）企业概况

山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金集团”或“集团”）前身为山东省黄金工业总公司，成立于 1988 年，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，属国有独资大型一类企业。经过历次股本变更，截至 2014 年 9 月底，集团注册资本 12.73 亿元，山东省国有资产监督管理委员会是集团唯一出资人。

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。

集团内设综合管理办公室、财务部、人力资源部、资本运营部、审计部等职能管理部门。截至 2013 年底，集团共有纳入合并范围的 2 级子公司 30 家。

截至 2013 年底，集团资产总额合计 670.20 亿元，负债合计 537.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 132.95 亿元；2013 年，集团实现营业总收入 621.21 亿元，净利润（含少数股东损益）-6.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.02 亿元，现金及现金等价物净增加额-33.61 亿元。

截至 2014 年 9 月底，集团资产总额合计 720.91 亿元，负债合计 548.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 171.95 亿元；2014 年 1~9 月，集团实现营业总收入 536.33 亿元，净利润（含少数股东损益）0.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额-13.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.32 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：于常青。

（2）规模及竞争力

集团业务集黄金地质勘探、采选、冶炼、精炼、科学研究等为一体，是国内五大黄金生产企业之一。凭借较好的经营业绩和管理水平，集团连续五年入选中国企业 500 强，其中 2013 年名列中国企业 500 强第 197 位，中国制造业企业 500 强第 97 位。据中国黄金协会发布的“2013 年度中国黄金前十（五）名排行榜”，集团位列“2013 年度中国黄金销售收入十大企业”第二名、“2013 年度中国黄金矿产金十大企业”第二名。

山东黄金集团作为山东省国资委独资的大型一类企业，兼具山东省黄金行业行政管理职能，发展得到省政府的大力支持。集团目前黄金保有储量 1,470 吨，已形成了以山东省内为主，海南、内蒙、河南为辅的南、北、中三大矿业基地。未来，集团将积极通过省内外矿山并购和周边、深部探矿，以进一步提高其黄金储量。

总体看，集团黄金业务规模较大，在行业内整体竞争力较强。

（3）经营分析

经过系列调整，集团形成了黄金采选生产和地产旅游两大主营业务，目前仍以黄金采选生产为核心业务。2013 年，集团实现营业收入 621.21 亿元，同比增长 7.23%。

表 5 近年来集团营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目		2011 年			2012 年			2013 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
黄金	矿产金	85.49	19.66	56.67	104.76	18.08	55.53	99.60	16.03	39.66
	冶炼金	309.00	71.06	0.31	410.69	70.89	0.29	383.98	61.81	0.10
房屋销售		9.66	2.22	33.74	10.68	1.84	25.15	17.50	2.82	41.48
其他 ⁴		30.68	7.06	25.32	53.18	9.18	11.32	120.13	19.34	21.66
合计		434.83	100.00	13.86	579.31	100.00	11.74	621.21	100.00	11.63

资料来源：集团提供

⁴ 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。

从收入结构来看，黄金板块目前仍是集团最主要的收入来源，未来随着集团内蒙地区铅锌矿达产，钼矿投产，以及铜、银和铁精粉产量增加，集团收入构成将会发生变化，但以黄金为主的格局不会改变。2011~2013 年，集团黄金销售收入占比分别为 90.72%、88.98%和 77.84%，呈逐年下降趋势，其中，冶炼金销售收入占黄金销售收入的比例较大且较稳定，近三年分别为 78.33%、79.63%和 79.40%。2011~2013 年，集团房地产板块销售收入占比分别为 2.22%、1.84%和 2.82%，呈波动增长趋势。2011~2013 年，集团其他业务收入诸如其他矿类开采、机械施工、建材、电力等合计占比分别为 7.06%、9.18%和 19.34%，呈逐年上升趋势，主要系集团 2014 年非金属材料经营规模快速增长所致；集团其他业务收入是其营业收入的重要补充，分散了黄金价格下跌对集团经营带来的风险。

从盈利水平来看，2011~2013 年，集团分别实现营业收入 434.83 亿元、579.31 亿元和 621.21 亿元，利润总额分别为 27.15 亿元、24.29 亿元和 -1.4 亿元。2014 年 1~9 月，集团实现营业收入 535.92 亿元，利润总额 4.51 亿元。受黄金价格持续下跌影响，近三年集团综合毛利率分别为 13.86%、11.74%和 11.63%，呈逐年下降趋势。其中，矿产金是集团的主要利润来源，相对于外购原料其成本优势明显，毛利率较高；冶炼金业务是集团对外采购含金原料并冶炼成标准金锭销售，利润主要来自冶炼加工费，毛利率很低。由于黄金价格持续下跌，集团矿产金毛利率由 2011 年的 56.67%下降至 2013 年的 39.66%，但仍处于较高水平。近三年，集团冶炼金业务毛利率均较低，分别为 0.31%、0.29%和 0.10%。集团房地产板块近三年毛利率分别为 33.74%、25.15%和 41.48%，呈波动上升趋势，主要系国家对房地产行业进行宏观调控所致。

黄金业务

集团黄金生产拥有集采矿、选矿、冶炼、精炼、金银首饰等于一体的完整产业链，主要依托其下属上市公司山东黄金来运营。

2011~2013 年，集团分别收购探矿权面积 1,256 平方公里、467.53 平方公里和 7.54 平方公里；收购采矿权面积分别为 1.06 平方公里、29.41 平方公里和 0.91 平方公里；探矿新增黄金资源储量分别为 139 吨、146 吨和 97 吨。截至目前，集团共有探矿权 316 个，采矿权 196 个，黄金保有储量 1,470 吨；集团下属主要矿山平均日处理矿石量达到 4,772 吨/日。

2011~2013 年，集团分别生产标准金 125.13 吨、153.05 吨和 214.20 吨，呈逐年增长趋势，其中，矿产金产量分别为 27.27 吨、31.97 吨和 35.31 吨；冶炼金产量分别为 97.86 吨、121.08 吨和 178.89 吨。2014 年 1~9 月，集团标准金产量为 157.66 吨，其中矿产金产量 26.33 吨；冶炼金产量 131.33 吨。相对于冶炼能力，集团金精矿自给能力处于较低水平，需要外购合质金用于冶炼。

2011~2013 年，集团黄金销售量呈逐年增长趋势，分别销售黄金 122.99 吨、152.18 吨和 171.67 吨；2014 年 1~9 月，集团销售黄金 143.21 吨。售价方面，集团生产的标准金锭销售通过网上交易，价格按照上金所的黄金现货价格交易，2013 年上金所黄金现货价大幅下跌，对公司黄金售价影响较大。

总体看，近年来，集团黄金生产业务保持平稳发展，资源储量进一步增加，黄金产销量均有所增加。但由于集团是黄金价格的被动接受者，其收入规模和利润水平对黄金价格敏感度较高，受黄金价格波动影响较大。

非金业务

除黄金核心业务外，集团不断拓展多金属采选、冶炼业务，先后收购了昌邑铁矿和搭连营铁矿；在内蒙收购了红岭铅锌矿和阿尔哈达铅锌矿；成立了陕西山金矿业有限公司，开发钼矿资源，并已取得了探矿权。2013 年，集团实现铅销售收入 14.84 亿元，毛利率为 5.25%；实现锌销售收

入 24.28 亿元，毛利率为 10.38%；实现铁砂销售收入 7.73 亿元，毛利率为 31.80%。未来随着非金属材料业务的发展，集团有望形成以黄金为核心的多金属发展产业格局。

集团房地产业务主要由子公司山东黄金地产旅游集团有限公司开发建设，该公司拥有房地产开发一级资质，先后开发了黄金国际、黄金 99、莱州黄金海岸、黄金时代广场、云湖山墅、黄金山水郡、鹊山龙湖等项目，总投资为 139.59 亿元，开发总面积达到 300 多万平方米。2013 年，集团房地产业务销售面积为 14.59 万平方米，累积已销售 131.59 万平方米，实现销售收入 17.41 亿元。近年来，集团先后获得了“山东省十强地产企业”、“济南地产十大城市运营商”、“中国房地产品牌企业 100 强”等荣誉称号。

集团主要房地产项目处于开工建设期，部分已开始预售，未来对集团贡献一定的营业收入和利润，但由于易受宏观调控等政策影响，集团房地产业务发展存在一定的不确定性。

总体看，集团非金属材料业务和房地产业务是其营业收入和利润的有效补充，一定程度上分散了黄金价格下跌给集团带来的经营风险。

（4）财务分析

集团提供了 2011~2013 年财务报告和 2014 年前三季度财务报表。其中，2011 年及 2012 年财务报告经利安达会计师事务所有限责任公司审计；2013 年度财务报告经北京天圆全会计师事务所有限公司审计，三年均出具了标准无保留意见的审计结论，集团执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。集团 2014 年前三季度财务报表未经审计。

根据集团 2013 年度审计报告“前期会计差错更正”部分的披露，集团对前期一些列会计差错进行更正，并对 2012 年财务报表部分科目进行追溯调整，其中 2012 年收购的山东天承矿业有限公司、山东盛大矿业有限公司、山东黄金金创集团有限公司、上海胜钜资产管理有限公司、福克斯矿业公司 2013 年纳入集团合并范围并追溯调整合并报表。另外，集团 2013 年对前期应纳入未纳入合并范围的子公司山东省世盛房地产有限公司、山东财政学院东方学院、雅诚投资有限公司本期纳入合并范围，并追溯调整合并报表。调整后，集团 2012 年资产合计增加 120.87 亿元，负债合计增加 86.90 亿元，股东权益合计增加 33.98 亿元，营业利润下降 3.06 亿元，利润总额下降 3.12 亿元。鉴于集团对 2012 年财务报表追溯调整对其影响较大，本报告采用 2013 年底财务数据与经追溯调整的 2012 年数据（2013 年财务报告期初数）进行分析。

截至 2013 年底，集团资产总额合计 670.20 亿元，负债合计 537.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 132.95 亿元；2013 年，集团实现营业总收入 621.21 亿元，净利润（含少数股东损益）-6.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.02 亿元，现金及现金等价物净增加额-33.61 亿元。

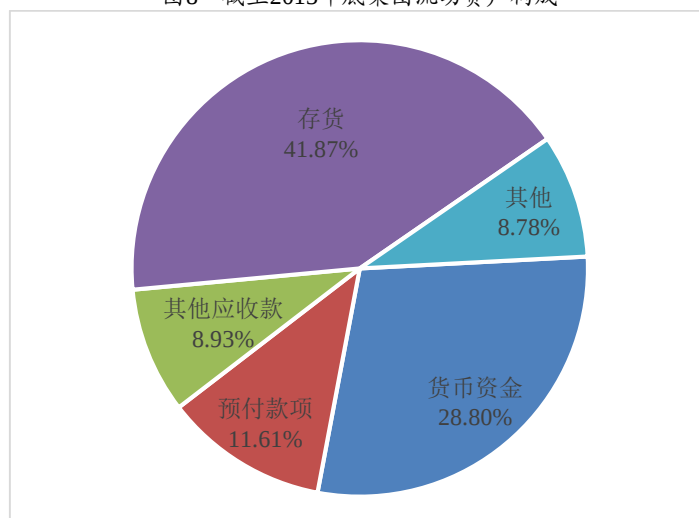
截至 2014 年 9 月底，集团资产总额合计 720.91 亿元，负债合计 548.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 171.95 亿元；2014 年 1~9 月，集团实现营业总收入 536.33 亿元，净利润（含少数股东损益）0.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额-13.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.32 亿元。

资产质量

2011~2013 年，集团资产总额年均复合增长 46.83%，主要是由于集团对外并购和矿山挖潜扩能导致经营规模迅速扩张所致。截至 2013 年底，集团资产总额 670.20 亿元，其中流动资产占比 26.42%，非流动资产占比 73.58%，集团资产以非流动资产为主，符合矿业企业经营特点。

2011~2013 年，集团流动资产年均复合增长 21.39%，截至 2013 年末，集团流动资产合计 177.04 亿元，以货币资金、预付款项、存货和其他应收款为主（见下图）。

图8 截至2013年底集团流动资产构成



资料来源：集团审计报告

2011~2013 年，集团货币资金呈波动增长趋势，年均复合增长 36.56%，主要是产能扩张和金价高企使集团收入规模迅速扩大，以及新增借款和发行债券所致。截至 2013 年底，集团货币资金 50.99 亿元，较上年末减少 38.61%，其中现金和银行存款占 94.63%；其他货币资金占比 5.37%，主要为存放在上金所的资金。

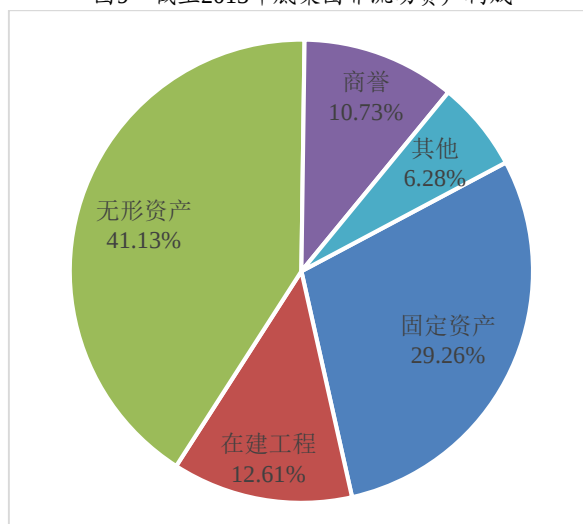
集团预付款项主要是预付原料采购款、预付工程款以及预付的收购款。2011~2013 年，集团预付款项呈波动减少趋势，年均复合减少 8.38%，截至 2013 年底，集团预付款项 20.56 亿元，较上年末减少 16.02%，主要原因是集团对预付账款进行结算所致。

2011~2013 年，受经营规模的扩张和房屋销售情况的影响，集团存货呈逐年增长趋势，年均复合增长 23.55%，截至 2013 年底，集团存货 74.13 亿元，较上年末增加 3.74%，其中，原材料 6.89 亿元，库存商品 27.42 亿元，开发成本 29.37 亿元（主要是商品房以及未完工的房地产开发成本）。截至 2013 年末，集团计提存货跌价准备 1.38 亿元。

集团其他应收款主要是应收的开发地勘基金、股权转让保证金及关联方往来款等，2011~2013 年，集团其他应收款呈波动减少趋势，年均复合减少 4.77%。截至 2013 年底，集团其他应收款账面价值 15.82 亿元，较上年末减少 41.85%；集团根据回收可能性计提坏账准备 7.52 亿元，计提比例为 32.22%。

2011~2013 年，集团非流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 60.81%，截至 2013 年底，集团非流动资产合计 493.16 亿元，较上年末增长 15.74%，主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成（见下图）。

图9 截至2013年底集团非流动资产构成



资料来源：集团审计报告

2011~2013 年，集团收购、探矿和改扩建项目使固定资产、在建工程 and 无形资产逐年快速增长，年均复合增速分别达到 44.91%、29.66% 和 72.44%。

截至 2013 年末，集团固定资产净额 144.31 亿元，较上年末增长 25.78%，主要为房屋建筑物（占比 64.93%）和机器设备（占比 20.87%）。截至 2013 年末，集团固定资产累计计提折旧 64.13 亿元，固定资产成新率 68.60%，成新率一般。

截至 2013 年末，集团在建工程 62.16 亿元，较上年末增长 6.39%，主要是矿山改扩建和新建矿山项目的在建工程。

近年来，集团对外收购活动的增加，使其采矿权和探矿权持续增长。截至 2013 年末，集团无形资产账面价值 202.83 亿元，较上年末增加 15.53%，其中探矿权和采矿权合计占比 93.71%。

2011~2013 年，集团商誉呈逐年增长趋势，年均复合增长 159.04%，主要系集团对外收购增加所致。截至 2013 年末，集团商誉为 52.90 亿元，较上年末增加 15.74%，主要原因是公司增加对山东金石矿业有限公司的投资，投出成本大于应享有的山东金石矿业有限公司增加的可辨认净资产公允价值份额的差额所致。

截至 2014 年 9 月末，集团资产总额为 720.91 亿元，较年初增加 7.57%，其中流动资产占比 26.96%，较年初小幅上升，仍以货币资金、预付账款和存货为主，其中，货币资金较年初减少 18.11%；预付款项较年初增长 27.71%，主要系集团子公司山东黄金预付原材料款增加所致。非流动资产中各项资产构成较年初变化不大。

总体看，近三年集团资产规模继续扩张，资产构成符合矿山企业特点，货币资金较为充裕，应收账款规模较小，存货中黄金产品变现性好；但房地产开发成本占比较大，固定资产成新率一般。集团整体资产质量较好。

负债

2011~2013 年，由于交易性金融负债和应付债券的增长，集团负债总额呈逐年增长趋势，年均复合增长率 59.32%。截至 2013 年底，集团负债合计 537.25 亿元，较上年末增加 14.52%，主要以流动负债（占比 66.41%）为主。

2011~2013 年，集团流动负债逐年递增，年均复合增长 63.28%，主要系交易性金融负债的增长所致。截至 2013 年底，集团流动负债合计 356.79 亿元，较上年末增加 12.71%，主要集中于短期借款（占比 50.25%）、交易性金融负债（占比 18.58%）和应付账款（占比 11.27%）等。

2011~2013 年，由于业务发展的需要，集团短期借款大幅增长，年均复合增长 79.98%，截至 2013 年底，集团短期借款为 179.30 亿元，较上年末增加 8.53%，其中主要为信用借款（占比 89.93%）。

2011~2013 年，集团交易性金融负债逐年大幅增长，年均复合增长 176.55%，截至 2013 年底，集团交易性金融负债为 66.28 亿元，较上年末大幅增加 155.17%，主要原因是集团及其子公司由于生产周转和降低融资成本的需要，开展黄金租赁业务（向银行借金还金），以拓展融资渠道，并相应在期货市场进行了套期保值所致。

2011~2013 年，集团应付账款呈逐年增长趋势，年均复合增长 71.52%，截至 2013 年底，集团应付账款为 40.20 亿元，较上年末增加 24.57%，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 81.53%，集中度较高。

2011~2013 年，由于应付债券的增加，集团非流动负债逐年递增，年均复合增长 52.26%，截至 2013 年底，集团非流动负债为 180.47 亿元，较上年末增加 18.25%，主要为长期借款（占比 15.69%）和应付债券（占比 54.82%）。其中，其中长期借款为 28.31 亿元，较上年末减少 34.22%；应付债券为 98.93 亿元，较上年增加 54.47%，主要系集团成功发行两期企业债及其子公司山东黄金成功发行公司债所致。

债务负担方面，近年来集团对外并购力度加大、下属矿山企业的新建及改扩建投资使集团资本性支出大幅增长，推动集团全部债务规模迅速上升；2011~2013 年，集团全部债务规模年均复合增长 60.63%，长期债务占比逐年下降。截至 2013 年底，集团全部债务为 392.91 亿元，其中短期债务占比 67.62%、长期债务占比 32.38%，短期债务占比较大。集团债务比率持续上升，近三年资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率的平均值分别为 75.75%、69.25%和 44.43%，2013 年底为 80.16%、74.72%和 48.90%，集团债务负担偏重。

截至 2014 年 9 月底，集团负债总额较年初略增 2.18%，负债结构较年初变化不大；债务负担方面，集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.15%、70.08%和 43.39%，较年初均有所下降，集团债务负担仍然较重。

总体看，近年来，集团债务规模快速上升，债务负担持续加重；债务结构以短期债务为主，有待进一步改善。

所有者权益

2011~2013 年，集团所有者权益呈波动增长趋势，年均复合增长 15.78%，主要是源于少数股东权益的增长。截至 2013 年底，集团所有者权益（含少数股东权益）合计 132.95 亿元，较上年末下降 21.36%，主要系资本公积、未分配利润及少数股东权益下降所致。截至 2013 年末，归属于母公司的所有者权益 20.00 亿元，少数股东权益 112.94 亿元。截至 2013 年底，所有者权益（含少数股东权益）中，实收资本占比 9.57%，资本公积占比 2.34%，未分配利润占比 2.20%，少数股东权益占比 84.95%，所有者权益稳定性有待提升。

截至 2013 年末，集团资本公积为 3.11 亿元，较上年减少 64.78%，主要原因是：（1）集团及其相关子公司持有可供出售金融资产公允价值降低；（2）集团及其相关子公司收购少数股东股权支付溢价款冲减资本公积；（3）集团回购相关子公司股权融资支付的股权溢价款冲减资本公积所致。

截至 2013 年，集团未分配利润为 2.92 亿元，较上年减少 70.08%，主要系集团未分配利润弥补亏损所致。

截至 2014 年 9 月底，集团所有者权益（含少数股东权益）合计 171.95 亿元，较年初增加 29.34%，其中归属于母公司的所有者权益合计 50.43 亿元，较年初增加 152.09%，主要系集团成功发行的永续债 30 亿元计入“其他权益工具”所致。

总体看，集团近期资本公积快速下降，权益稳定性一般。

盈利能力

2011~2013 年，集团营业收入呈逐年增长趋势，年均复合增长 19.53%，2013 年，集团实现营业收入 621.21 亿元，较上年增长 7.23%；营业成本较上年增长 11.41%，略快于营业收入的增长。2013 年，集团由盈转亏，实现利润总额为-1.40 亿元，部分原因系黄金价格出现大幅下跌，主要原因系集团控股子公司山东黄金金创集团有限公司（以下简称“金创公司”）和澳大利亚福克斯矿业公司（以下简称“福克斯矿业”）分别亏损 6.01 亿元和 4.55 亿元所致。其中，金创公司于 2012 年 9 月底完成并购，其子公司较多，经营能力良莠不齐，亏损主要系其非金业务亏损所致，集团正在逐步整合金创公司，预计未来将会减亏；福克斯矿业于 2012 年底完成并购，系澳大利亚黄金生产企业，由于澳大利亚人工成本等成本较高，2013 年市场金价已跌破其成本线，故集团于 2013 年年中决定将福克斯矿业停产，并进行裁员，期间产生较大辞退补贴及停工损失，形成全年 4.55 亿元亏损，未来集团计划对福克斯矿业旗下矿产以探矿工作为主，其对集团业绩不利影响有望消除。2013 年，集团所得税费用为 5.24 亿元，其中，按税法及相关规定计算的当期所得税为 6.80 亿元；递延所得税调整金额为-1.56 亿元。上述因素导致 2013 年集团净利润为-6.64 亿元。

2013 年，集团投资损失较大，主要系金价下跌和处置长期股权投资产生的投资损失较大所致，当期集团实现投资收益-1.06 亿元，较上年减少 234.94%，其中，因金价下跌导致集团黄金期货及黄金租赁投资损失 0.44 亿元；权益法核算的长期股权投资损失 0.20 亿元；处置长期股权投资产生的投资损失金额较大，达到 0.56 亿元，主要系集团为应对金价下跌的形势，调整经营战略而处置的部分长期股权投资。

2013 年，集团营业外收入为 1.01 亿元，较上年增加 37.09%，主要包括政府补助、固定资产处置利得、以及债务重组利得等。

从期间费用来看，2013 年集团费用收入比为 8.18%，较上年提高 0.91 个百分点，主要系集团费用增长速度快于收入增长速度所致。2013 年集团费用总额为 50.83 亿元，较上年同期增长 20.62%，其中，销售费用较上年增加 29.39%，管理费用较上年增加 15.63%，财务费用较上年增加 33.21%，集团费用控制能力一般。

从盈利指标看，由于黄金价格大幅下跌，集团 2013 年营业利润率由 2012 年的 11.58%下降至 8.08%；由于集团 2013 年净利润为负，加之资产规模增长，使得集团 2013 年总资产收益率和净资产收益率较上年均有所下降，分别从 2012 年的 7.05%、11.19%下降到 2013 年的 1.32%、-4.40%，集团盈利能力较弱。

2014 年前三季度，集团实现营业收入 535.92 亿元，实现利润总额 5.51 亿元，实现扭亏为盈，但营业利润率持续走低，2014 年前三季度为 7.43%。

总体看，近年来，受金价持续下跌影响，集团主营业务黄金板块经营业绩下滑较大，面临一定的成本控制压力。考虑到集团正在对处于亏损状态的长期股权投资的处置整合，将有利于集团的良性发展。

现金流

从经营活动来看，2011~2013 年，集团经营活动产生的现金流量净额呈逐年下降趋势，年均复合减少 26.16%。2013 年，集团经营活动产生的现金流量净额为 12.02 亿元，较上年减少 31.27%，主要系黄金价格持续下跌所致。2011~2013 年，集团经营活动现金流入增速低于营业收入增速，现金收入比分别为 99.99%、99.91%和 96.49%，现金收入比有所下降，收入质量一般。

从投资活动来看, 2011~2013 年, 由于集团收购矿山、改扩建已有矿山等, 其投资活动产生的现金流量均呈净流出状态。2013 年, 集团投资活动现金流量净额为-120.42 亿元, 净流出较上年减少 12.94%; 同期投资活动现金流出 130.08 亿元, 较上年同期减少 21.59%, 由于行业不景气, 集团相应减少对黄金矿山的投资。

从筹资活动来看, 2011~2013 年, 由于为满足投资活动需求, 集团成功发行多期债券, 其筹资活动产生的现金流量净额呈波动增长趋势, 年均复合增长 91.50%。2013 年, 集团筹资活动现金流入合计 391.90 亿元, 较上年增加 24.08%, 主要为取得借款收到的现金和吸收投资收到的现金(集团子公司山金金控资本管理有限公司吸收少数股东投资)增加所致; 集团筹资活动现金流出合计 315.08 亿元, 较上年增加 92.23%, 其中, 偿还债务支付的现金占 89.82%。2013 年, 集团筹资活动现金流量净额为 76.82 亿元, 表现为净流入。

2014 年 1~9 月, 集团经营活动产生的现金流量净额为-13.80 亿元, 投资活动产生的现金流量净额为-27.06 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额为 29.53 亿元。

总体看, 近年来, 受黄金价格持续下跌影响, 集团经营活动净现金流下降较快; 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和发行债券等外部融资渠道。

偿债能力

短期偿债能力方面, 2011~2013 年, 集团流动资产年均复合增长 21.39%, 低于流动负债年均 63.28%的增速, 流动比率逐年下降, 分别为 0.90 倍、0.67 倍和 0.50 倍。由于流动资产中存货占比较高, 集团速动比率偏低, 2011~2013 年分别为 0.53 倍、0.44 倍和 0.29 倍。集团经营活动获现能力强, 对流动负债具有一定的保障能力, 现金短期债务比指标三年平均值为 0.29 倍, 2013 年为 0.21 倍; 经营现金流动负债比指标三年平均值为 6.64%, 2013 年为 3.37%。整体看, 随着集团短期债务规模的上升, 集团短期偿债能力指标有所下降; 但考虑到集团黄金产品业务规模大且现金回笼速度较快, 集团短期偿债能力较好。

长期偿债能力方面, 2011~2013 年, 受黄金价格下跌导致盈利下降的影响, 集团 EBITDA 呈波动减少趋势, 分别为 45.23 亿元、51.54 亿元和 34.37 亿元, 年均复合减少 12.82%; EBITDA 利息倍数指标三年平均值为 4.12 倍, 2013 年为 2.56, 对利息覆盖程度一般; EBITDA 全部债务比指标三年平均值为 0.15 倍, 2013 年为 0.09 倍, EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低。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, 未来随着黄金价格探底企稳, 以及非金业务逐步贡献利润, 集团盈利能力有望复苏, 集团长期偿债能力将有所提升。

截至 2013 年底, 集团及其子公司对外担保累计人民币 10,700 万元, 美元 2,254 万元, 占集团所有者权益比例较小(占比约 1.87%), 对集团偿债能力影响较小。

集团与各家银行保持着密切的合作关系, 截至 2014 年 9 月底, 集团获得银行授信总额 1,135 亿元, 其中未使用 702 亿元, 集团间接融资渠道畅通; 同时集团下属山东黄金为上市公司, 具备直接融资渠道。

以 2013 年底财务数据测算, 本期公司债券发行额度(不超过 13 亿元)占山东黄金集团资产总额的 1.94%, 所有者权益总额的 9.78%和营业收入的 2.09%, 占比均较小。山东黄金集团作为山东省内大型国有企业, 其行业地位稳固, 资产规模大、担保实力强, 其担保对于本期债券的到期还本付息具有积极的影响。

总体看, 集团主营黄金类相关产品, 资源储备丰富, 业务规模大, 变现能力强, 现金回笼快, 整体偿债能力较强。

十、综合评价

黄金同时具有商品属性和货币属性，在国际商品和金融体系中占有重要地位，世界各国都十分重视黄金资源的开发。中国对黄金行业的发展一贯实行支持鼓励的产业政策。

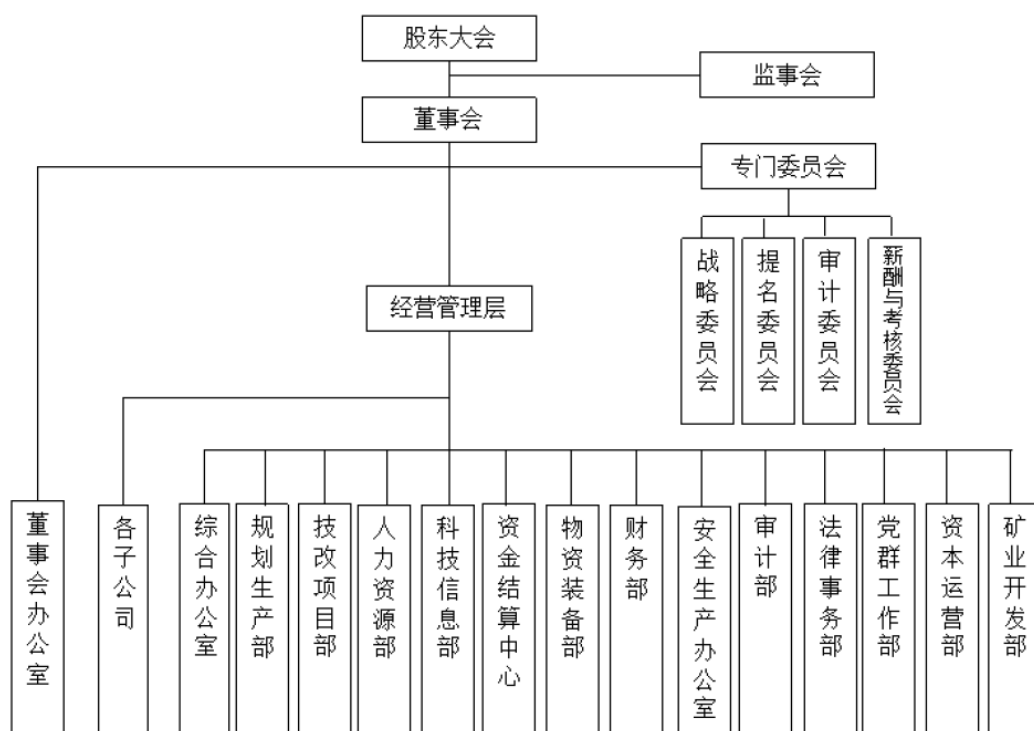
公司作为中国主要的独立黄金生产企业之一，在行业地位、资源储备、经营规模、技术水平、经营环境等方面所具有的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司投资支出规模大、资源获取难度加大、黄金价格持续下跌等因素对公司信用水平可能产生的负面影响。

未来随着探矿工作的持续开展、对外部矿山资源的收购，以及通过非公开发行股份购买资产，公司资源储量将进一步上升，其在建项目投产有助于进一步提升公司竞争能力。

本期债券由山东黄金集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。受金价下跌和处置长期股权投资产生的投资损失的影响，集团2013年出现亏损，但2014年前三季度已大幅扭亏。考虑到集团资产质量较好，资源储备丰富，整体偿债能力较强，其担保对本期债券的信用状况有积极影响。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期拟发行的不超过 13 亿元公司债券到期不能偿还的风险极低，对公司的评级展望为“稳定”。

附件 1 山东黄金矿业股份有限公司 组织管理架构图



附件 2-1 山东黄金矿业股份有限公司
2011 年~2014 年 9 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资 产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 9 月
流动资产：					
货币资金	81,665.22	89,773.72	86,830.60	3.11	140,105.98
交易性金融资产					
应收票据	430.00	1,320.00	1,812.00	105.28	1,365.49
应收账款	855.13	1,794.52	2,967.28	86.28	8,351.88
预付款项	153,700.78	90,366.45	42,038.89	-47.70	66,003.50
应收利息					
应收股利					
其他应收款	9,135.12	11,660.44	9,589.46	2.46	31,110.86
存货	87,476.77	107,878.28	80,401.86	-4.13	45,435.28
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	333,263.03	302,793.41	223,640.09	-18.08	292,372.98
非流动资产：					
可供出售金融资产	3,742.51	3,386.30	2,870.23	-12.43	7,241.51
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	200.00	200.00	30,601.81	1,136.97	31,739.54
投资性房地产	5,768.34	5,918.53	19,947.19	85.96	21,808.27
固定资产	427,769.12	565,510.05	759,723.79	33.27	743,410.91
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	165,724.95	227,395.22	190,067.36	7.09	261,294.58
工程物资	9,461.04	12,153.54	20,321.33	46.56	17,998.25
固定资产清理	325.90	392.47	530.61	27.60	447.14
无形资产	277,297.68	413,480.30	708,004.16	59.79	698,964.88
开发支出					
商誉	38,906.90	66,525.49	160,306.24	102.98	160,306.24
长期待摊费用	824.57	9,068.96	8,195.41	215.26	9,067.51
递延所得税资产	2,774.89	7,587.26	9,695.96	86.93	9,290.54
其他非流动资产	0.00	131,579.97	55,307.05	--	85,709.20
非流动资产合计	932,795.90	1,443,198.10	1,965,571.13	45.16	2,047,278.57
资产总计	1,266,058.93	1,745,991.51	2,189,211.21	31.50	2,339,651.55

附件2-2 山东黄金矿业股份有限公司

2011年~2014年9月合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011年	2012年	2013年	变动率(%)	2014年9月
流动负债：					
短期借款	148,300.00	341,000.00	482,500.00	80.38	229,500.00
交易性金融负债	49,929.14	66,740.00	155,151.00	76.28	434,426.29
应付票据	0.00	0.00	173.00	--	41,725.66
应付账款	80,725.03	159,344.64	177,764.53	48.39	122,041.07
预收款项	5,266.61	4,109.60	15,429.26	71.16	14,934.79
应付职工薪酬	22,453.30	10,681.44	9,347.83	-35.48	13,676.89
应交税费	50,727.02	13,004.41	15,038.37	-45.55	14,474.85
应付利息	41.91	752.05	4,399.36	924.54	1,649.90
应付股利	3,056.55	13,786.65	3,181.73	2.03	4,466.14
其他应付款	30,896.65	45,287.96	40,592.50	14.62	142,417.97
一年内到期的非流动负债	77,000.00	63,000.00	0.00	--	0.00
其他流动负债					
流动负债合计	468,396.22	717,706.74	903,577.57	38.89	1,019,313.56
非流动负债：					
长期借款	104,250.00	57,500.00	0.00	--	0.00
应付债券	0.00	0.00	198,872.12	--	199,034.39
长期应付款	5,602.29	5,063.73	4,072.34	-14.74	4,072.34
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债	46,087.24	81,217.90	155,012.66	83.40	150,042.68
其他非流动负债	2,005.79	2,952.90	2,745.93	17.00	2,676.36
非流动负债合计	157,945.32	146,734.53	360,703.06	51.12	355,825.77
负债合计	626,341.53	864,441.27	1,264,280.63	42.07	1,375,139.33
所有者权益：					
股本	142,307.24	142,307.24	142,307.24	0.00	142,307.24
资本公积					
减：库存股	272.00	272.00	272.00	0.00	272.00
专项储备	0.00	9.05	191.94	--	1,225.41
盈余公积	33,550.22	43,015.31	37,293.22	5.43	37,436.48
未分配利润	391,474.79	584,711.95	667,913.32	30.62	712,852.63
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	567,060.25	769,771.55	847,433.72	22.25	893,549.76
少数股东权益	72,657.14	111,778.69	77,496.87	3.28	70,962.47
所有者权益合计	639,717.40	881,550.24	924,930.59	20.24	964,512.23
负债和所有者权益总计	1,266,058.93	1,745,991.51	2,189,211.21	31.50	2,339,651.55

附件 2-3 山东黄金矿业股份有限公司

2011 年~2014 年 9 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1~9 月
一、营业收入	3,941,480.74	5,022,844.32	4,616,775.88	8.23	3,495,738.92
减: 营业成本	3,499,479.38	4,522,642.55	4,259,929.22	10.33	3,253,524.04
营业税金及附加	529.25	662.48	682.25	13.54	528.33
销售费用	2,520.96	3,901.67	3,703.48	21.21	2,579.37
管理费用	148,944.36	173,979.21	181,447.20	10.37	130,848.76
财务费用	18,176.38	27,547.08	28,357.26	24.90	29,438.94
资产减值损失	384.27	3,278.24	1,575.63	102.49	302.95
加: 公允价值变动收益	93.86	-59.60	1,316.36	274.49	3,083.43
投资收益	259.75	5,031.49	6,841.11	413.20	-1,273.70
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	401.81	--	1,337.73
汇兑收益					
二、营业利润	271,799.75	295,804.99	149,238.33	-25.90	80,326.26
加: 营业外收入	1,600.03	3,233.13	3,264.90	42.85	1,429.63
减: 营业外支出	4,161.71	7,521.97	4,353.29	2.28	1,105.78
其中: 非流动资产处置损失	3,287.87	6,579.46	2,938.98	-5.45	144.69
三、利润总额	269,238.07	291,516.15	148,149.93	-25.82	80,650.10
减: 所得税费用	70,968.84	69,816.59	36,138.35	-28.64	20,848.06
四、净利润	198,269.24	221,699.56	112,011.58	-24.84	59,802.04
其中: 归属于母公司所有者的净利润	190,243.88	217,115.16	112,699.61	-23.03	59,142.83
少数股东损益	8,025.36	4,584.39	-688.03	--	659.21
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	1.34	1.53	0.79	-23.22	0.42
(二) 稀释每股收益	1.34	1.53	0.79	-23.22	0.42
六、其他综合收益	-387.02	-267.16	-387.05	0.00	3,155.39
七、综合收益总额	197,882.21	221,432.40	111,624.52	-24.89	62,957.43
归属于母公司所有者的综合收益总额	192,477.52	216,444.98	114,391.80	-22.91	60,962.14
归属于少数股东的综合收益总额	5,404.69	4,987.42	-2,767.27	--	1,995.29

附件 2-4 山东黄金矿业股份有限公司
2011 年~2014 年 9 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	3,941,790.44	5,022,231.23	4,632,118.70	8.40	3,502,967.48
收到的税费返还	119.71	15.72	0.00	--	0.15
收到其他与经营活动有关的现金	40,126.34	17,674.73	35,236.97	-6.29	7,856.97
经营活动现金流入小计	3,982,036.49	5,039,921.68	4,667,355.67	8.26	3,510,824.61
购买商品、接受劳务支付的现金	3,473,673.37	4,402,933.55	4,057,284.14	8.07	3,157,167.10
支付给职工以及为职工支付的现金	136,083.56	172,296.81	179,097.13	14.72	115,781.68
支付的各项税费	81,870.53	140,196.26	71,603.64	-6.48	45,387.27
支付其他与经营活动有关的现金	59,835.54	86,020.57	70,395.60	8.47	26,992.50
经营活动现金流出小计	3,751,462.99	4,801,447.19	4,378,380.51	8.03	3,345,328.54
经营活动产生的现金流量净额	230,573.49	238,474.49	288,975.16	11.95	165,496.06
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	338.13	0.00	0.00	--	35.91
取得投资收益收到的现金	0.00	17.88	23.25	--	278.25
处置固定资产、无形资产和其他长期资产 收回的现金净额	189.85	141.79	209.56	5.06	3.58
处置子公司及其他营业单位收到的现金 净额					
收到其他与投资活动有关的现金	177,483.03	164,903.91	64,656.07	-39.64	139,203.21
投资活动现金流入小计	178,011.02	165,063.58	64,888.87	-39.62	139,520.96
购建固定资产、无形资产和其他长期资产 支付的现金	229,724.47	263,550.04	244,086.79	3.08	149,334.95
投资支付的现金	29,284.00	0.00	0.00	--	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金 净额	0.00	72,015.47	299,523.98	--	57,468.15
支付其他与投资活动有关的现金	128,500.81	152,095.68	92,875.51	-14.98	72,057.00
投资活动现金流出小计	387,509.28	487,661.19	636,486.28	28.16	278,860.10
投资活动产生的现金流量净额	-209,498.26	-322,597.61	-571,597.41	--	-139,339.15
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	5,700.00	0.00	--	0.00
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	268,050.00	576,750.00	897,678.24	83.00	414,500.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	124,401.00	--	489,456.67
筹资活动现金流入小计	268,050.00	582,450.00	1,022,079.24	95.27	903,956.67
偿还债务支付的现金	254,500.00	444,800.00	677,878.24	63.20	667,519.63
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	34,607.18	40,990.03	64,211.40	36.21	49,982.55
支付其他与筹资活动有关的现金	18.76	4,428.34	1,008.93	633.29	164,550.44
筹资活动现金流出小计	289,125.95	490,218.37	743,098.57	60.32	882,052.61
筹资活动产生的现金流量净额	-21,075.95	92,231.63	278,980.67	--	21,904.05
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	-0.71	8,108.50	-3,641.58	--	48,060.97
加: 期初现金及现金等价物余额	81,665.93	81,665.22	89,773.72	4.85	86,132.14
六、期末现金及现金等价物余额	81,665.22	89,773.72	86,132.14	2.70	134,193.11

附件 2-5 山东黄金矿业股份有限公司
2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	198,269.24	221,699.56	112,011.58	-24.84
加: 资产减值准备	384.27	3,278.24	1,575.63	102.49
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	46,162.87	60,490.26	74,781.50	27.28
无形资产摊销	21,149.49	33,901.11	39,875.46	37.31
长期待摊费用摊销	57.62	777.63	2,144.03	510.02
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-75.20	1,854.55	163.71	--
固定资产报废损失	3,239.27	4,646.44	2,996.89	-3.81
公允价值变动损失	-93.86	59.60	-1,316.36	--
财务费用	18,946.88	28,536.42	28,864.69	23.43
投资损失	-259.75	-5,031.49	-6,841.11	--
递延所得税资产减少	43.99	-4,774.72	-2,108.70	--
递延所得税负债增加	-2,303.16	-4,151.85	-6,636.77	69.75
存货的减少	-62,113.96	-20,678.25	26,717.83	--
经营性应收项目的减少	-11,868.54	-37,076.03	42,451.75	--
经营性应付项目的增加	19,034.33	-45,056.99	-25,704.97	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	230,573.49	238,474.49	288,975.16	11.95

附件 2-6 山东黄金矿业股份有限公司

2011 年~2014 年 9 月主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
经营效率				
应收账款周转次数（次）	2,248.46	2,924.45	1,602.47	--
存货周转次数（次）	62.01	46.17	44.97	--
总资产周转次数（次）	3.54	3.34	2.35	1.54
现金收入比率（%）	100.01	99.99	100.33	100.21
盈利能力				
总资本收益率（%）	29.82	20.59	8.87	--
总资产报酬率（%）	25.91	21.24	8.98	--
净资产收益率（%）	52.08	29.15	12.40	6.33
主营业务毛利率（%）	11.18	9.92	7.68	--
营业利润率（%）	11.20	9.95	7.71	6.91
费用收入比（%）	4.30	4.09	4.62	4.66
财务构成				
资产负债率（%）	49.47	49.51	57.75	58.78
全部债务资本化比率（%）	37.23	37.47	47.50	48.40
长期债务资本化比率（%）	14.01	6.12	17.70	17.11
偿债能力				
EBITDA 利息倍数（倍）	18.77	14.44	9.61	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.94	0.79	0.35	--
经营现金债务保护倍数（倍）	0.61	0.45	0.35	0.18
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.06	-0.16	-0.34	0.03
流动比率（倍）	0.71	0.42	0.25	0.29
速动比率（倍）	0.52	0.27	0.16	0.24
现金短期债务比（倍）	0.30	0.19	0.14	0.20
经营现金流动负债比率（%）	49.23	33.23	31.98	16.24
经营现金利息偿还能力（倍）	12.17	8.30	9.46	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	1.11	-2.93	-9.25	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.74	3.19	2.26	--

附件 3-1 山东黄金集团有限公司
2011~2014 年 9 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资 产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 9 月
流动资产：					
货币资金	273,423.37	830,574.93	509,892.72	36.56	417,574.84
交易性金融资产	806.40	1,128.40	1,256.48	24.83	3,687.80
应收票据	8,489.21	24,594.39	56,490.78	157.96	34,334.35
应收账款	11,717.85	31,653.93	45,538.41	97.14	77,766.49
预付款项	244,899.64	244,765.89	205,563.42	-8.38	262,531.32
应收利息	0.00	0.00	0.00	--	156.18
应收股利					
其他应收款	174,415.83	272,033.37	158,184.98	-4.77	248,068.53
存货	485,643.46	714,615.27	741,326.33	23.55	781,790.95
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	6.38
其他流动资产	2,011.32	1,758.15	52,175.00	409.32	117,357.84
流动资产合计	1,201,407.08	2,121,124.33	1,770,428.12	21.39	1,943,274.68
非流动资产：					
可供出售金融资产	8,182.45	7,041.69	5,160.78	-20.58	8,708.58
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	34,968.13	56,805.57	50,896.50	20.64	75,333.99
投资性房地产	3,919.31	6,197.93	42,734.17	230.20	44,656.89
固定资产	687,287.14	1,147,303.29	1,443,132.40	44.91	1,382,638.73
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	369,739.48	584,293.31	621,633.97	29.66	817,361.00
工程物资	9,809.92	17,259.46	41,662.88	106.08	43,866.93
固定资产清理	328.70	419.97	605.36	35.71	1,212.18
无形资产	682,102.39	1,755,661.36	2,028,267.01	72.44	2,010,149.47
开发支出	0.00	20,928.52	40,497.70	--	156.90
商誉	78,834.10	434,792.15	528,977.69	159.04	528,977.69
长期待摊费用	1,449.17	11,590.91	10,058.16	163.45	11,658.89
递延所得税资产	17,283.29	24,144.94	24,975.16	20.21	25,820.99
其他非流动资产	13,171.02	194,511.54	93,005.64	165.73	315,263.20
非流动资产合计	1,907,075.09	4,260,950.63	4,931,607.41	60.81	5,265,805.44
资产总计	3,108,482.17	6,382,074.96	6,702,035.53	46.83	7,209,080.12

附件 3-2 山东黄金集团有限公司
2011~2014 年 9 月合并资产负债表（负债及权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 9 月
流动负债：					
短期借款	553,500.00	1,652,027.49	1,792,963.45	79.98	1,202,181.35
交易性金融负债	86,660.06	259,747.80	662,790.47	176.55	1,334,022.97
应付票据	110.05	52,089.92	47,779.00	1,983.69	132,771.17
应付账款	136,651.13	322,731.33	402,017.64	71.52	356,158.21
预收款项	94,779.02	142,299.95	190,819.37	41.89	202,968.72
应付职工薪酬	43,254.60	30,303.30	29,625.36	-17.24	39,144.98
应交税费	75,526.15	53,867.60	41,558.09	-25.82	43,909.77
应付利息	8,686.58	23,208.38	35,154.44	101.17	31,990.59
应付股利	7,013.43	5,336.77	11,323.93	27.07	3,108.38
其他应付款	159,938.12	385,397.13	200,669.59	12.01	278,224.16
一年内到期的非流动负债	172,000.00	237,000.00	152,000.00	-5.99	34,850.00
其他流动负债	101.84	1,422.68	1,182.38	240.74	5,032.24
流动负债合计	1,338,220.97	3,165,432.36	3,567,883.71	63.28	3,664,362.54
非流动负债：					
长期借款	490,042.00	430,441.50	283,129.29	-23.99	329,084.81
应付债券	220,432.25	640,432.25	989,301.17	111.85	989,034.39
长期应付款	5,902.29	7,826.93	5,786.29	-0.99	5,662.60
专项应付款	10,749.65	9,022.35	5,038.10	-31.54	3,311.54
预计负债	0.00	300.03	1,740.61	--	0.00
递延所得税负债	47,440.18	427,632.23	493,545.98	222.55	475,465.94
其他非流动负债	3,823.88	10,448.83	26,117.84	161.35	22,611.11
非流动负债合计	778,390.25	1,526,104.12	1,804,659.29	52.26	1,825,170.37
负债合计	2,116,611.22	4,691,536.48	5,372,543.00	59.32	5,489,532.91
所有者权益：					
股本	127,261.89	127,261.89	127,261.89	0.00	127,261.89
资本公积	179,556.68	88,409.08	31,141.68	-58.35	28,334.20
减：库存股					
专项储备	123.70	631.98	724.90	142.08	2,190.56
盈余公积	25,383.60	23,818.50	23,818.50	-3.13	24,281.31
一般风险准备	0.00	0.00	1,057.50	--	1,057.50
未分配利润	106,160.28	97,610.17	29,203.94	-47.55	34,148.63
外币报表折算差额	-269.58	-0.30	-13,160.40	--	-12,966.76
股东权益差额（特殊报表科目）	0.00	0.00	0.00	--	300,000.00
归属于母公司所有者权益合计	438,216.57	337,731.31	200,048.01	-32.43	504,307.32
少数股东权益	553,654.37	1,352,807.17	1,129,444.52	42.83	1,215,239.88
所有者权益合计	991,870.95	1,690,538.48	1,329,492.53	15.78	1,719,547.20
负债和所有者权益总计	3,108,482.17	6,382,074.96	6,702,035.53	46.83	7,209,080.12

附件 3-3 山东黄金集团有限公司

2011~2014 年 9 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1~9 月
一、营业总收入	4,348,308.88	5,793,064.20	6,212,099.42	19.53	5,363,345.49
营业收入	4,348,308.88	5,793,064.20	6,212,099.42	19.53	5,359,210.50
利息收入	0.00	0.00	0.00	--	4,134.91
手续费及佣金收入	0.00	0.00	0.00	--	0.08
减: 营业成本	3,743,602.43	5,103,572.83	5,685,912.09	23.24	4,942,134.65
营业税金及附加	11,386.59	18,716.26	23,972.30	45.10	18,795.69
手续费及佣金支出	0.00	0.00	7.88	--	18.98
销售费用	12,753.56	24,451.08	31,638.21	57.50	23,789.58
管理费用	242,598.11	296,534.91	342,886.13	18.89	234,138.79
财务费用	59,465.04	100,455.17	133,816.35	50.01	113,850.79
资产减值损失	6,360.39	11,913.18	10,096.16	25.99	28.91
加: 公允价值变动收益	3,477.77	2,382.74	13,597.64	97.73	199.45
投资收益	663.01	7,825.48	-10,559.59	--	5,190.63
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	70.80	-79.20	-1,950.98	--	0.00
汇兑收益					
二、营业利润	276,283.54	247,628.98	-13,191.64	--	35,978.19
加: 营业外收入	8,658.68	7,394.61	10,137.02	8.20	11,527.31
减: 营业外支出	13,447.70	12,143.19	10,952.69	-9.75	2,372.86
其中: 非流动资产处置损失	4,938.04	7,243.80	5,378.55	4.37	221.35
三、利润总额	271,494.51	242,880.39	-14,007.32	--	45,132.64
减: 所得税费用	93,494.24	92,800.63	52,408.75	-25.13	40,656.10
四、净利润	178,000.27	150,079.77	-66,416.07	--	4,476.53
其中: 归属于母公司所有者的净利润	71,310.22	39,370.37	-60,677.57	--	-13,554.63
少数股东损益	106,690.05	110,709.40	-5,738.50	--	18,031.17

附件 3-4 山东黄金集团有限公司
2011~2014 年 9 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	4,347,792.87	5,787,964.44	5,993,909.05	17.41	4,770,951.92
收取利息、手续费及佣金的现金	0.00	0.00	0.00	--	4,134.99
收到的税费返还	734.36	1,089.23	1,475.33	41.74	417.39
收到其他与经营活动有关的现金	159,047.27	443,215.69	283,580.54	33.53	243,856.70
经营活动现金流入小计	4,507,574.50	6,232,269.36	6,278,964.92	18.02	5,019,360.99
购买商品、接受劳务支付的现金	3,758,807.22	5,045,200.64	5,180,677.55	17.40	4,087,409.48
存放中央银行和同业款项净增加额	0.00	0.00	14,673.51	--	3,465.47
支付利息、手续费及佣金的现金	0.00	0.00	0.00	--	18.98
支付给职工以及为职工支付的现金	188,628.93	249,707.75	293,905.62	24.82	191,748.23
支付的各项税费	145,529.97	208,653.19	177,989.02	10.59	114,127.66
支付其他与经营活动有关的现金	194,062.72	553,771.45	491,479.37	59.14	760,585.76
经营活动现金流出小计	4,287,028.83	6,057,333.03	6,158,725.07	19.86	5,157,355.57
经营活动产生的现金流量净额	220,545.67	174,936.33	120,239.84	-26.16	-137,994.59
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	339.13	11,526.19	2,707.50	182.55	330,988.95
取得投资收益收到的现金	47.90	728.14	1,678.43	491.95	5,202.82
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	230.25	350.84	1,546.08	159.13	9,850.33
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	--	-67.67
收到其他与投资活动有关的现金	217,793.73	263,235.76	90,630.43	-35.49	201,757.03
投资活动现金流入小计	218,411.01	275,840.92	96,562.43	-33.51	547,731.46
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	352,991.53	473,491.50	340,439.37	-1.79	181,900.81
投资支付的现金	30,090.40	825,737.70	547,593.00	326.59	448,122.16
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	112,226.03	204,315.47	299,523.98	63.37	63,968.15
支付其他与投资活动有关的现金	130,244.45	155,419.53	113,202.31	-6.77	124,377.35
投资活动现金流出小计	625,552.41	1,658,964.20	1,300,758.65	44.20	818,368.48
投资活动产生的现金流量净额	-407,141.40	-1,383,123.27	-1,204,196.22	--	-270,637.02
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	2,583.89	402,790.00	375,231.25	1,105.07	368,148.00
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	1,096,200.44	2,581,496.10	3,029,350.44	66.24	1,492,886.57
收到其他与筹资活动有关的现金	1.59	174,210.41	514,416.36	56,718.93	1,276,654.60
筹资活动现金流入小计	1,098,785.92	3,158,496.51	3,918,998.05	88.86	3,137,689.17
偿还债务支付的现金	796,315.47	1,293,075.15	2,829,962.87	88.52	2,176,460.67
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	92,832.55	156,672.61	205,129.00	48.65	187,402.19
支付其他与筹资活动有关的现金	166.53	189,328.16	115,687.92	2,535.72	478,525.20
筹资活动现金流出小计	889,314.55	1,639,075.91	3,150,779.80	88.23	2,842,388.07
筹资活动产生的现金流量净额	209,471.37	1,519,420.60	768,218.25	91.50	295,301.11
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-306.85	-469.54	-20,316.06	--	100.95
五、现金及现金等价物净增加额	22,568.79	310,764.11	-336,054.18	--	-113,229.54
加: 期初现金及现金等价物余额	250,854.58	519,810.81	830,574.93	81.96	494,504.00
六、期末现金及现金等价物余额	273,423.37	830,574.93	494,520.75	34.49	381,274.46

附件 3-5 山东黄金集团有限公司
2011~2013 年合并现金流量补充资料表
(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	178,000.27	150,079.77	-66,416.07	--
加: 资产减值准备	6,360.39	11,913.18	10,096.16	25.99
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	68,924.88	93,962.51	130,901.69	37.81
无形资产摊销	49,209.99	64,105.85	89,193.53	34.63
长期待摊费用摊销	1,176.78	1,104.66	3,507.18	72.64
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	2,286.20	7,000.86	--
固定资产报废损失	4,713.59	4,868.90	3,503.66	-13.78
公允价值变动损失	-3,477.77	-2,380.96	7,957.26	--
财务费用	55,482.68	109,335.64	141,223.95	59.54
投资损失	-663.01	-12,883.04	-78,410.97	--
递延所得税资产减少	-498.29	-3,614.21	-4,053.38	--
递延所得税负债增加	-2,491.16	-9,029.32	-14,456.81	--
存货的减少	-147,849.22	-180,437.01	-61,774.10	--
经营性应收项目的减少	-34,046.24	-263,064.11	-344,314.63	--
经营性应付项目的增加	45,702.79	207,217.23	296,281.51	154.61
其他	0.00	1,471.04	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额	220,545.67	174,936.33	120,239.84	-26.16

附件 3-6 山东黄金集团有限公司主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
经营效率				
应收账款周转次数（次）	--	212.51	135.79	--
存货周转次数（次）	--	8.42	7.71	--
总资产周转次数（次）	1.55	1.22	0.95	0.77
现金收入比（%）	99.99	99.91	96.49	89.02
盈利能力				
总资本收益率（%）	10.70	7.05	1.32	--
总资产报酬率（%）	11.88	7.51	1.84	--
净资产收益率（%）	19.57	11.19	-4.40	0.29
主营业务毛利率（%）	13.88	11.80	8.35	--
营业利润率（%）	13.64	11.58	8.08	7.43
费用收入比（%）	7.24	7.27	8.18	6.94
财务构成				
资产负债率（%）	68.09	73.51	80.16	76.15
全部债务资本化比率（%）	60.56	65.94	74.72	70.08
长期债务资本化比率（%）	41.74	38.78	48.90	43.39
偿债能力				
EBITDA 利息倍数（倍）	7.36	4.55	2.56	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.16	0.09	--
经营现金债务保护倍数（倍）	0.14	0.05	0.03	-0.03
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.12	-0.37	-0.28	-0.10
流动比率（倍）	0.90	0.67	0.50	0.53
速动比率（倍）	0.53	0.44	0.29	0.32
现金短期债务比（倍）	0.35	0.39	0.21	0.17
经营现金流动负债比率（%）	16.48	5.53	3.37	-3.77
经营现金利息偿还能力（倍）	3.59	1.54	0.90	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-3.04	-10.66	-8.08	--

附件 4 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 = (本次-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次/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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 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 5 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。

联合信用评级有限公司

关于山东黄金矿业股份有限公司

2013 年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，每年山东黄金矿业股份有限公司公告年报后 2 个月内对山东黄金矿业股份有限公司 2013 年公司债券（第二期）进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山东黄金矿业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东黄金矿业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山东黄金矿业股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现山东黄金矿业股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如山东黄金矿业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至山东黄金矿业股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站予以公布并同时报送山东黄金矿业股份有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年一月十三日