

跟踪评级公告

联合[2015] 149 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东黄金集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“14鲁黄金CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 17 层 (100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山东黄金集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14鲁黄金CP001	20亿元	2014/8/8-2015/8/8	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015年2月2日

财务数据

项目	2011年	2012年	2013年	14年9月
现金类资产(亿元)	28.27	85.63	56.76	45.56
资产总额(亿元)	310.92	638.21	670.20	720.91
所有者权益(亿元)	99.26	169.05	132.95	171.95
短期债务(亿元)	81.23	220.09	265.55	270.38
全部债务(亿元)	152.27	327.17	392.80	402.19
营业收入(亿元)	434.83	579.31	621.21	536.33
利润总额(亿元)	27.23	24.29	-1.40	4.51
EBITDA(亿元)	45.30	51.54	34.37	--
经营性净现金流(亿元)	22.05	17.49	12.02	-13.80
营业利润率(%)	13.64	11.58	8.08	7.50
净资产收益率(%)	18.01	8.88	-5.00	--
资产负债率(%)	68.07	73.51	80.16	76.15
全部债务资本化比率(%)	60.56	65.93	74.71	70.05
流动比率(%)	89.78	67.01	49.62	53.03
全部债务/EBITDA(倍)	3.36	6.35	11.43	--
EBITDA利息倍数(倍)	7.37	4.55	2.56	--
经营现金流动负债比(%)	16.48	5.53	3.37	--

注: 2012年数据为追溯调整数据; 公司2014年三季度财务数据未经审计。

分析师

祖宇 侯煜明
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

2013年以来黄金价格大幅下跌, 黄金企业整体盈利出现下滑。山东黄金集团有限公司(以下简称“公司”)受市场冲击及新合并报表两家公司亏损影响2013年业绩出现大幅下滑, 同时, 公司债务规模进一步上升, 债务负担较重。

公司黄金资源储备规模大、资源优势突出, 资源储备包括黄金、铅、锌等多金属, 未来发展潜力较大; 2013年公司虽出现亏损, 其经营性净现金流在行业下行压力下仍保持良好水平; 跟踪期公司加强经营管理, 停产了亏损子公司福克斯矿业并一次性支付相关费用, 同时加强整合金创公司非金亏损业务, 并在2014年前三季度维持盈利, 公司在跟踪期应对市场变化及时停产、调整亏损子公司经营, 有益于公司良性发展。

公司现金类资产及经营活动现金流入量对存续期债券保障能力较强。

综合考虑, 联合资信维持山东黄金集团有限公司AAA的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14鲁黄金CP001” A-1的信用等级。

优势

1. 公司资源储备规模大, 资源自给较好。
2. 公司注重多金属发展, 已具备一定资源储备规模, 其有利于促进公司多元化发展格局。
3. 公司现金类资产及经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强, 其多元化的融资渠道有效提升了公司偿债能力。

关注

1. 跟踪期黄金价格持续下跌, 公司盈利受市场及新并表子公司福克斯矿业和金创公司亏损影响出现大幅下滑。
2. 2013年以来公司债务规模进一步上升, 债务负担较重。
3. 公司2013年财务数据对前期会计差错进行更正并进行追溯调整, 部分亏损子公司2012年应并未并表, 公司前期会计处理存在一定瑕疵。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东黄金集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东黄金集团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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山东黄金集团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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东黄金集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山东黄金集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山东黄金集团有限公司（以下称“公司”或“山东黄金集团”）前身为山东省黄金工业总公司，成立于1988年，主要行使行政职能。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，公司注册资本12.73亿元，山东省国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）是公司唯一出资人及实际控制人。

2000年2月，由山东黄金集团、山东招金集团有限公司（以下简称“招金集团”）、山东莱州黄金（集团）有限公司等五家法人单位共同发起，以新城金矿为主体设立山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”），并于2003年8月在上海证券交易所发行上市（股票代码：600547.SH）。截至2014年9月底，山东黄金股本14.23亿元，公司合计持有其50.25%的股份。

公司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、销售等业务。

公司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2014年9月底，公司共有纳入合并范围的二级子公司29家。

截至2013年底，公司合并资产总额670.20亿元，所有者权益132.95亿元；2013年公司实现营业收入621.21亿元，利润总额-1.40亿元。

截至2014年9月底，公司合并资产总额

720.91亿元，所有者权益171.95亿元；2014年1~9月，公司实现营业收入536.33亿元，利润总额4.51亿元。

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：于常青。

三、宏观经济和政策环境

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上半年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上半年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上半年加快2.1个百分点。

2014年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收入90695亿元，同比增长7.4%。全国财政支出103640亿元，比去年同期增加12107亿元，增长13.2%，完成预算的67.7%，比去年同期提高1.5个百分点。

2014年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期

借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9月末，广义货币（ M_2 ）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（ M_1 ）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

2013 年全球黄金矿业低迷，黄金价格出现大幅下跌。中国工业和信息化部统计数据显示，2013 年中国黄金产量为 428.2 吨，同比增长 6.2%，产量居世界第一，其中矿产金产量 350.9 吨。

图 1 伦敦现货黄金价格走势（单位：美元/盎司）



资料来源: Wind 资讯

图 2 上海金交所现货收盘价走势：Au9999

（单位：元/克）



资料来源: Wind 资讯

2013 年，全球的黄金价格波动下行，2013 年 12 月 31 日为每盎司 1201 美元，相比年初的每盎司 1693 美元下跌 29.06%。2013 年黄金价格下跌主要是由于：市场显著调低了中期内的通胀预期，近几年发达国家的量化宽松政策导致全球大规模的流动性注入，但是该政策并没有推动发达经济体显著增长，也没有推高全球通胀，导致投资者下调通胀预期；美元走强的预期导致金价走软、全球股市行情火爆，为黄金投资者提供了富有吸引力的其他选择。进入 2014 年，受美国逐渐退出量化宽松政策、全球通胀数据持续低迷、欧洲央行降息扶持经济、印度政府打压黄金消费需求等因素影响，全球黄金价格持续低位运行。2014 年 10 月 30 日，美联储宣布结束 QE3，随着美元逐步走强以及全球经济复苏，黄金投资需求有所波动，未来随着美国经济复苏以及美联储加息政策，黄金价格未来走势会有所波动。截至 2014 年 11 月 12 日，伦敦现货黄金价格为 1164 美元/盎司（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 230.39 元/克），较 2014 年 1 月 2 日的 1225 美元/盎司（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 242.30 元/克）下降 4.98%，其中 3 月 14 日出现全年最高价格，为 1385 美元/盎司。

黄金是稀缺资源，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，《中华人民共和国矿

产资源法》规定，黄金属保护性开采的特定矿种，在开采审批中，由国家黄金行业主管部门与资源管理部门共同审批。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。

作为具备商品和货币双重属性的黄金，其重要地位不可动摇；国家在产业政策、行政项目审批、探（采）矿权管理、金融市场建设等方面不断加大改革力度，有利于包括公司在内的大型黄金企业发展。

综合分析，黄金价格走势存在一定不确定性，黄金行业内兼并重组力度预计将持续加大，行业集中度将不断提高，产业发展规模和质量将进一步提高，从而推动绿色矿山建设；预计短期内黄金行业整体景气度不会明显回升，部分企业资源并购风险增加，债务负担趋重。

五、基础素质分析

公司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。公司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。截至 2014 年 9 月底，公司共有探矿权 312 个，采矿权 195 个，黄金保有储量 1520 吨，铁矿石资源总量 17631 万吨，铅锌资源（金属量）288 万吨。2013 年公司实现矿产金产量 35.31 吨。公司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。

公司自 2010 年以来多次获得各项荣誉，先

后被山东省政府授予“全省安全生产工作先进单位”、“安全基层基础工作先进企业”，被山东省企业联合会、山东省企业家协会、山东省工业经济联合会授予“山东省企业文化十佳单位”，中国黄金协会授予“中国黄金经济效益十佳企业”。

公司下属上市公司获得资本市场认可，先后获得“有色金属行业最具影响力上市公司”、中国资本市场 20 年“十佳高成长上市公司”、“中国 25 家最具投资价值上市公司”，蝉联“中国 25 家最受尊敬的上市公司”等多项奖项。综合分析，公司具有较强的规模优势。

六、管理分析

截至2014年9月底，公司跟踪期内高管人员及管理制度方面无重大变化。

2014年以来，为应对行业变化，减少潜在经营风险，突出主业，公司推进清理退出工作，并下发了《战略退出工作考核办法》，截至2014年10月底，公司已将青华中学出资全部收回，金陵公司100%股权转让已摘牌，安徽青皖、金斯顿经营分公司、金创超市、篮球俱乐部等已基本完成退出。公司落实清理退出工作有利于其突出主业。

七、经营分析

目前公司仍以黄金生产为核心业务，并辅以其他金属采选、房地产业务。公司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。

公司黄金产品主要包括矿产金和冶炼金，是公司目前主要的收入和利润来源。其中，矿产金是公司下属矿山企业自行开采的金矿石冶炼成的标准金，该业务毛利率较高，但受矿石自给率限制，占收入比重较小，是公司未来主要的发展方向。冶炼金主要是公司外购粗金，经精炼厂精炼后产生的标准金。2011~2013年，公司矿石自给率（矿产金/黄金总产量）分别为21.79%、20.89%和16.48%，因此，公司尚有80%

左右的黄金产品，需外购原材料，以保持市场地位，消化剩余产能。公司精炼厂拥有300公斤/日的金精矿冶炼能力。受冶炼行业竞争激烈影响，公司冶炼业务毛利率很低，对利润贡献相对较小。

分产品来看，黄金产品目前仍是公司最主要的收入来源，其他金属及房地产销售占总收入比重仍然很小。未来随着公司内蒙地区铅锌矿达产，钼钒矿投产，以及铜、银和铁精粉产量的增加，公司收入构成可能发生一定变化，但以黄金为主的格局不会改变。

近年来，公司经营规模不断扩大，营业收入快速增长。2011~2013年，公司分别实现营业收入434.83亿元、579.31亿元和621.21亿元，利润总额分别为27.23亿元、24.29亿元、-1.40亿元。2014年1~9月，公司实现营业收入536.33亿元，利润总额4.51亿元。2013年，受黄金价格大幅下行影响，公司黄金产量虽有所增长，其销售收入较上年有所下降，其中矿产金收入较上年下降5.09%，冶炼金收入较上年下降

4.19%；公司矿产金毛利率较上年下降10.07个百分点，实现毛利率41.11%；盈利能力较弱的冶炼金业务毛利率也有所下降，为0.17%。从房产销售来看，2013年公司房产销售确认收入实现17.50亿元，较上年大幅增长63.86%，实现毛利率24.34%，较上年基本持平。受累于黄金价格下跌，公司整体盈利2013年出现下滑，其主营业务毛利率为8.47%，较上年下降3.26个百分点。公司2013年其他业务收入快速增长，实现收入120.13亿元，实现毛利率5.63%，公司其他业务大幅增长主要系公司同期非贵金属经营规模快速增长所致。

2014年前三季度，公司实现主业收入535.92亿元，实现毛利率7.78%，公司本期矿产金实现收入66.02亿元，实现毛利率43.40%。2014年尽管黄金价格较上年维持低位震荡，公司2014年前三季度实现矿产金毛利率43.40%，较2013年小幅上升2.29个百分点，增长主要系公司推行降本增效措施推进矿产金综合成本下降所致。

表1 近年来公司收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目		2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~9 月	
		营业收入	毛利率（%）	营业收入	毛利率（%）	营业收入	毛利率（%）	主业收入	毛利率（%）
黄金	矿产金	85.49	56.67	104.76	55.53	99.60	41.11	66.02	43.40
	冶炼金	309.00	0.31	410.69	0.29	383.98	0.17	299.70	-0.03
房屋销售		9.66	33.74	10.68	25.15	17.50	24.34	12.75	21.61
其他		30.68	25.32	53.18	11.32	120.13	5.63	157.46	5.92
合计		434.83	13.86	579.31	11.74	621.21	8.47	535.92	7.78

资料来源：公司提供

注：公司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；公司14年1-9月收入统计口径与前三年不一致。

黄金业务

公司黄金的生产方面主要包括采矿、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。

2013年公司标准金产量214.20吨，较上年增长39.95%，其中矿产金产量35.31吨，较上年增长10.45%。2014年前三季度，公司共计

生产标准金157.66吨，同比下降8.54%，其中矿产金26.33吨，同比基本持平。

表2 公司黄金生产情况（吨）

分类	2011年	2012年	2013年	14年1-9月
标准金产量	125.13	153.05	214.20	157.66
其中：矿产金	27.27	31.97	35.31	26.33
冶炼金	97.86	121.08	178.89	131.33

资料来源：公司提供

2013年公司销售黄金171.67吨，受同期黄金价格大幅下跌影响，公司黄金销售收入较上

年下降 4.38%。2014 年前三季度，公司黄金实现销量 143.21 吨，受黄金市场价格持续下行影响，公司 2014 年前三季度黄金平均售价出现进一步下滑，较 2013 年下滑 9.34%，2014 年 1-9 月公司黄金平均售价为 255.36 元/克。

表 3 公司黄金销售情况（吨，元/克）

项目	2011年	2012年	2013年	14年1-9月
销量	122.99	152.18	171.67	143.21
销售均价	328.84	338.82	281.68	255.36

资料来源：公司提供

总体看，公司主业黄金业务受行业景气下行影响，面临一定经营压力。

其他金属业务

公司除黄金核心业务外，不断拓展多金属采选、冶炼业务。近几年来，公司所属有色集团新并购的矿山，多处在边扩建边生产的状态，在未来几年中，这些项目将逐步释放产能，目前公司铁矿石资源总量 17631 万吨，铅锌资源（金属量）288 万吨。目前公司累计矿山日处理量已达到 13500 吨，矿山的采掘总量、采矿量、选矿处理量和相应的铅锌、银和铁精粉的产量未来将会大幅提高，预计 2014 年铁精粉产量达到 100 万吨，含量铅锌产量为 7.2 万吨，

根据公司新三年规划，预计到 2016 年铅锌产量将达到 12 万吨，铁精粉产量 120 万吨。

总体看，公司其他金属资源储量具备一定规模，公司不断建设提升其他金属采选能力，未来伴随其产能释放，公司其他金属产能规模有望不断释放，该板块业务的发展将有利于公司收入及利润规模的增长，促进公司多元化发展。

房地产业务

房地产业务方面，公司目前主要房产项目包括黄金国际、黄金 99、黄金山水郡、黄金时代广场和黄金海岸等。其中，除黄金时代广场为商服类外，其他项目业态均为住宅类。2014 年前三季度公司房产项目累计销售面积 112646 平方米。

表 4 公司 14 年房产销售情况

房产项目名称	14年1-9月销售面积 (平方米)	14年1-9月销售均价 (元/平方米)	14年1-9月销售金额 (万元)
黄金国际	36819	7842.42	38875
黄金 99	30404	11567.23	35169
黄金山水郡	1548	11776.49	1823
时代广场	40249	14298.74	57551
黄金海岸	3626	5750.14	2085
合计	112646	-	135503

资料来源：公司提供

表 5 公司在建房产项目投资规划（亿元）

项目名称	项目类别	地区	总出售面积	总投资	其中：自有资金	建设期	截至 2014 年 9 月底已投资	2014 年投资计划	2015 年投资计划	2016 年投资计划
黄金国际	住宅	淄博	564338	33.38	10.01	2005-2015	28.81	1.50	5.54	--
黄金 99	住宅	济南	342594	28.38	8.51	2006-2016	27.33	4.44	2.66	0.59
黄金山水郡	住宅	济南	52076	26.12	7.83	2012-2017	14.45	6.91	3.43	5.37
黄金时代广场	商服	济南	79877	36.00	10.80	2009-2017	17.55	6.18	3.70	9.02
黄金海岸	住宅	济南	246103	7.57	2.27	2005-2017	7.68	0.85	1.00	1.57
合计				131.45	39.42		95.82	19.88	16.33	16.55

资料来源：公司提供

公司房产项目计划总投资 131.45 亿元，截至 2014 年 9 月底已完成投资 95.82 亿元，2015-2016 年分别计划投资 16.33 亿元和 16.55 亿元。整体看，公司房地产业务规模相较专业房地产企业规模较小，短期房地产业务对公司收入

及利润仍具有一定贡献。

八、重大事项

根据公司控股子公司山东黄金2014年12月26日公告《山东黄金矿业股份有限公司重大资

产重组进展公告》(以下简称“公告”),山东黄金于2014年11月27日召开第四届董事会第十二次会议,审议并通过了《关于〈山东黄金矿业股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案〉的议案》等相关议案,截至“公告”发布日,山东黄金本次重大资产重组涉及的审计、评估等工作正在按计划进行,重组报告书及相关文件正在编制和审核中。

联合资信将持续关注山东黄金本次重大资产重组进展情况及其可能对公司产生的影响。

九、财务分析

2013年公司更换了会计师事务所,由利安达会计师事务所有限责任公司更换为北京天圆全会计师事务所有限公司,公司提供的2013年度财务数据经北京天圆全会计师事务所有限公司审计,出具了标准无保留意见的审计结论。公司2014年三季度财务数据未经审计。

2013年公司新纳入合并范围子公司山东黄金集团财务公司(以下简称“财务公司”),截至2013年底,财务公司净资产10.13亿元,2013年实现净利润1339.36万元。

根据公司2013年度审计报告“前期会计差错更正”披露,对前期一系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(以下简称“金创公司”)、上海盛钜资产经营管理有限公司、福克斯矿业公司(以下简称“福克斯矿业”)(收购上述公司的审计报告和评估报告仍未取得国资委批复)2013年纳入合并范围并追溯调整合并报表,另外公司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。调整后公司2012年资产总计增加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。

公司前期未对应并入企业进行合并,会计

处理存在瑕疵。鉴于公司对2012年财务报表追溯调整对其影响较大,2013年底经审计财务数据与2012年底经审计财务数据可比性差,报告财务分析中2013年底财务数据与经追溯调整的上期数据进行比较分析。

截至2013年底,公司资产总额为670.20亿元,所有者权益合计132.95亿元(其中少数股东权益112.94亿元);2013年公司实现营业收入621.21亿元,利润总额-1.40亿元。

截至2014年9月底,公司资产总额为720.91亿元,所有者权益合计171.95亿元(少数股东权益121.52亿元);2014年1~9月,公司实现营业收入536.33亿元,利润总额4.51亿元。

1. 盈利能力

2013年公司实现营业收入621.21亿元,较上年增长7.23%,2013年公司营业成本较上年增长11.41%,略快于收入增长。2013年公司实现营业利润率8.08%,较上年下降3.49个百分点。

从期间费用来看,近年公司期间费用快速增长,其中2013年公司期间费用为50.83亿元,较上期增长20.62%,增长主要来自管理费用和财务费用,分别较上期增长15.63%和33.21%。2013年公司期间费用率为8.18%,较上期上升0.91个百分点。整体看,受黄金价格大幅下滑及有色金属低位震荡影响,公司面临一定费用控制压力。

2013年公司实现利润总额-1.40亿元,公司本期盈利快速下降,2013年公司总资本收益率及净资产收益率分别为1.29%和-5.00%,分别较上期下降4.02个百分点和13.87个百分点。公司2013年业绩出现亏损,部分原因系黄金价格出现大幅下跌,主要原因系公司子公司金创公司(2013年亏损6.01亿元)和福克斯矿业(2013年亏损4.55亿元)本期出现大幅亏损所致。其中金创公司于2012年9月底完成并购(公司2012年经审计财务数据未合并),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，公司正在逐步整合金创公司，预计 2014 年全年将有一定程度减亏；福克斯矿业于 2012 年底完成并购（公司 2012 年经审计财务数据未合并），系澳洲黄金生产企业，由于澳洲人工等成本较高，2013 年市场金价已跌破其成本线，故公司于 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以及停工损失，形成全年 4.55 亿元亏损，公司计划 2014 年对福克斯矿业旗下矿产以探矿工作为主，其对公司业绩不利影响有望消除。

2014 年 1-9 月，公司实现营业收入 536.33 亿元，同比增长 20.62%，实现利润总额 4.51 亿元，同比下降 63.45%，2014 年前三季度公司实现营业利润率 7.50%。

公司 2014 年前三季度实现扭亏，但剔除 2013 年合并报表因素影响后 2014 年 1-9 月盈利同比出现下滑，主要系受黄金价格大幅下跌及有色金属价格低位震荡影响。总体看，公司面临一定成本控制压力。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2013 年公司经营活动现金流入量为 627.90 亿元，较上期增长 0.75%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 599.39 亿元，较上期增长 3.56%，公司 2013 年现金收入比为 96.49%，较上年下降 3.42 个百分点，公司收入质量略有下降，仍处于较好水平。同期公司经营活动现金流出量为 615.87 亿元，较上期增长 1.67%。2013 年公司实现经营活动现金流量净额 12.02 亿元，公司经营活动产生现金流量净额较上期下降较快，同比下降 31.27%。公司 2013 年经营活动现金流量净额较上年下降较多主要系受黄金价格下跌及成本上升影响，公司实际经营活动净现金流仍处于较好水平。

2013 年公司投资活动现金流入为 9.66 亿元，同期投资活动现金流出 130.08 亿元，公司 2013 年投资活动产生的现金流量净额为 -120.42 亿元。

2013 年公司筹资活动产生的现金流入量

为 391.90 亿元，其中公司吸收投资收到现金 37.52 亿元，其中 20 亿元系其子公司金控公司吸收少数股东投资；2013 年公司筹资活动产生的现金流出为 315.08 亿元，筹资活动净现金流为 76.82 亿元。

2014 年 1-9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -13.80 亿元，公司 2014 年 1-9 月支付其他与经营活动有关现金为 76.06 亿元，公司本期支付其他与经营活动有关现金规模较大，部分系支付的土地竞拍保证金及项目贷款；投资活动产生的现金流量净额为 -27.06 亿元，其中，公司 2014 年 1-9 月收回投资 33.10 亿元，系公司子公司金控公司收回投资所致；筹资活动产生的现金流量净额为 29.53 亿元，其中本期公司收到、支付其他与筹资活动有关现金分别为 127.67 亿元和 47.85 亿元，其规模较大主要系本期公司黄金租赁业务增加所致。

公司经营活动净现金流下降较快。

3. 资本及债务结构

资产

2013 年公司资产规模保持快速增长，截至 2013 年底为 670.20 亿元，较年初增长 5.01%，其中流动资产占 26.42%，非流动资产占 73.58%，公司非流动资产占比有所上升。

截至 2013 年底，公司流动资产为 177.04 亿元，较年初下降 16.53%，公司流动资产主要由货币资金（占 28.80%）、预付款项（占 11.61%）、其他应收款（占 8.93%）和存货（占 41.87%）构成。

截至 2013 年底，公司货币资金为 50.99 亿元，较年初下降 10.36%，公司货币资金主要由银行存款（占 94.55%）构成。

截至 2013 年底，公司预付款项为 20.56 亿元，较年初下降 16.02%，公司预付款主要系原料采购、工程款及收购款。

截至 2013 年底，公司其他应收款为 15.82 亿元，较年初下降 41.85%，公司其他应收款账面余额为 23.34 亿元，计提坏账准备 7.52 亿元，计提比例为 32.22%。

截至 2013 年底，公司存货为 74.13 亿元，较年初增长 3.74%。公司库存商品账面余额 75.51 亿元，计提跌价准备 1.38 亿元，公司存货主要由库存商品（占 36.98%）和开发成本（占 39.61%）构成，开发成本主要系公司房地产业务。

截至 2013 年底，公司其他流动资产为 5.22 亿元，公司本期其他流动资产主要系理财产品（占 89.12%）和套期工具（占 9.21%）。

截至 2013 年底，公司非流动资产为 493.16 亿元，较年初增长 15.74%。公司本期增长主要由于固定资产、无形资产和商誉增长所致。

截至 2013 年底，公司固定资产为 144.31 亿元，较年初增长 25.78%，增长主要系建设项目转固所致。同期公司无形资产为 202.83 亿元，较年初增长 15.53%，增长主要来自探矿权增长所致。截至 2013 年底，公司商誉为 52.90 亿元，较年初增长 21.66%，增长主要系山东金石矿业有限公司购买探矿权形成商誉增加所致，本期公司其他非流动资产为 9.30 亿元，较上年减少 10.15 亿元，主要系公司预付项目结清所致。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额为 720.91 亿元，较 2013 年底增加 7.57%，从资产结构来看，截至 2014 年 9 月底，公司其他应收款为 24.81 亿元，较 2013 年底增长 56.82%，主要系增加的期货保证金及其子公司地产集团业务形成的保证金及往来款；截至 2014 年 9 月底，公司其他流动资产为 11.74 亿元，较 2013 年底增长 124.93%，主要系公司委托贷款及理财业务所致；截至 2014 年 9 月底，公司其他非流动资产为 31.53 亿元，较 2013 年底增长 238.97%，增长主要系公司子公司地产集团委贷增加所致。

总体看，公司资产以非流动资产为主，公司非流动资产中商誉规模较大，公司资产质量尚可。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计为 132.95 亿元（其中少数股东权益 112.94 亿元），较年初下降 21.36%，公司权益下降主要系资本

公积、未分配利润及少数股东权益下降所致。公司 2013 年资本公积下降主要系回购股权融资支付股权溢价款¹（冲减其他资本公积 3.31 亿元）、收购少数股东股权支付的溢价款和计入国家资本金投入的应收款无法收回（1.8 亿元）冲减资本公积所致。截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益合计（其中少数股东权益 121.52 亿元）为 171.95 亿元，较 2013 年底增长 29.34%，增长主要系其他权益工具及少数股东权益增长所致。其他权益工具系公司于 2014 年 8 月发行永续中期票据“14 鲁黄金 MTN1”，其额度 30 亿元。截至 2014 年 9 月底，公司资本公积为 2.83 亿元，较 2013 年底下降 9.02%。

总体看，公司近期资本公积冲减快速下降，公司权益稳定性一般。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 537.25 亿元，较年初增长 14.52%，增长主要来自交易性金融负债及应付债券。截至 2013 年底，公司流动负债占 66.41%，非流动负债占 33.59%。

截至 2013 年底，公司流动负债为 356.79 亿元，较年初增长 12.71%，增长主要来自交易性金融负债。截至 2013 年底，公司交易性金融负债为 66.28 亿元，较年初增长 155.17%，增长主要系公司通过黄金租赁业务融资同时进行套期保值（100%覆盖风险敞口），公司通过黄金租赁融资上升所致。公司预收款持续增长，截至 2013 年底为 19.08 亿元，主要系房产开发预售所致。

截至 2013 年底，公司非流动负债为 180.47 亿元，较年初增长 18.25%。截至 2013 年底公司应付债券为 98.93 亿元，较上年增长 54.47%，增长主要系直接融资所致（25 亿元 5 年期非公开定向融资工具“13 鲁黄金 PPN001”、25 亿元 3 年期非公开定向融资工具“13 鲁黄金 PPN002”和 20 亿元 5 年期公司债）

截至 2014 年 9 月底，公司负债合计 548.95

¹ 公司回购山东黄金有色金属矿业集团有限公司股权融资支付的股权溢价款 1.78 亿元并冲减资本公积；公司回购山金金控（上海）股权投资基金有限公司股权融资支付的股权溢价款 1.53 亿元并冲减资本公积。

亿元，较 2013 年底增长 2.18%，本期公司负债结构较上年底变化不大。截至 2014 年 9 月底，公司交易性金融负债为 133.40 亿元，较 2013 年底增长 101.27%，主要系公司通过黄金租赁业务融资规模扩大所致。

从有息债务来看，跟踪期公司债务规模快速增长，截至 2013 年底，公司全部债务 392.80 亿元，较年初增长 20.06%，公司全部债务中短期债务占 67.61%，债务以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 80.16%、74.71%和 48.90%，分别较年初增加 6.65 个百分点、8.78 个百分点、10.12 个百分点。截至 2014 年 9 月底，公司全部债务为 402.19 亿元，较上年底略有上升，其以上债务指标分别为 76.15%、70.05%和 43.39%，公司本期债务负担较 2013 年底略有下降，主要系公司本期发行 30 亿元永续中票计入其他权益类工具所致，如将 30 亿元永续中票按债务考虑，公司以上指标分别为 80.31%、73.91%和 48.15%。

整体看，跟踪期公司债务规模快速上升，债务负担持续加重，公司债务负担较重。

4. 偿债能力

截至 2013 年底，公司流动比率、速动比率较上年下降较快，分别为 48.90%和 28.84%，截至 2014 年 9 月底为 53.03%和 31.70%。截至 2013 年底，公司现金流动负债比为 3.37%，较上年下降 2.16 个百分点。考虑到公司较好的获现能力及融资渠道，公司短期偿付能力尚可。

2013 年公司 EBITDA 为 34.37 亿元，受黄金价格下跌盈利下降影响，公司 EBITDA 较上年下降 33.32%。2013 年公司 EBITDA 利息倍数为 2.56 倍，全部债务/EBITDA 为 11.43 倍，公司长期偿债指标较上期有所弱化。受黄金价格下跌及公司债务规模快速上升影响，跟踪期公司整体偿债能力有所弱化，考虑到公司较强的获现能力及多元化的融资渠道，公司整体偿债能力较好。

截至 2014 年 9 月底，公司对外担保余额为人民币 0.96 亿元和 0.23 亿美元，对公司整体影响较小。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。截至 2014 年 9 月底，公司共获得银行的授信总额 1135 亿元，其中未使用 700 亿元，公司间接融资渠道畅通；同时，公司下属山东黄金为上市公司，具备直接融资渠道。

公司于 2014 年 8 月份发行额度 20 亿元期限 365 天短期融资券“14 鲁黄金 CP001”（以下简称“本期短期融资券”）。根据公司相关说明，截至本报告跟踪日，公司本期短期融资券均已按计划使用完毕。

近三年公司现金类资产波动增长，其对本期短期融资券保障倍数（剔除受限资金）三年平均为 2.81 倍，其中 2013 年为 2.70 倍（剔除受限资金）。截至 2014 年 9 月底，公司现金类资产对本期短期融资券保障倍数（剔除受限资金）为 2.19 倍。公司现金类资产对本期短期融资券保障能力良好。近三年公司经营活动现金流入量有所增长，三年均值为本期短期融资券的 29.55 倍，其中 2013 年为本期短期融资券的 31.39 倍。公司经营活动现金流量净额近三年有所下降，其三年均值对本期短期融资券保障倍数为 0.78 倍，其中 2013 年为 0.60 倍。总体看，公司现金类资产对本期短期融资券保障能力良好，经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力强。

综合分析，公司对存续期债券的保障能力强。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2015 年 1 月 23 日中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1037010100374730V），截至 2015 年 1 月 23 日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

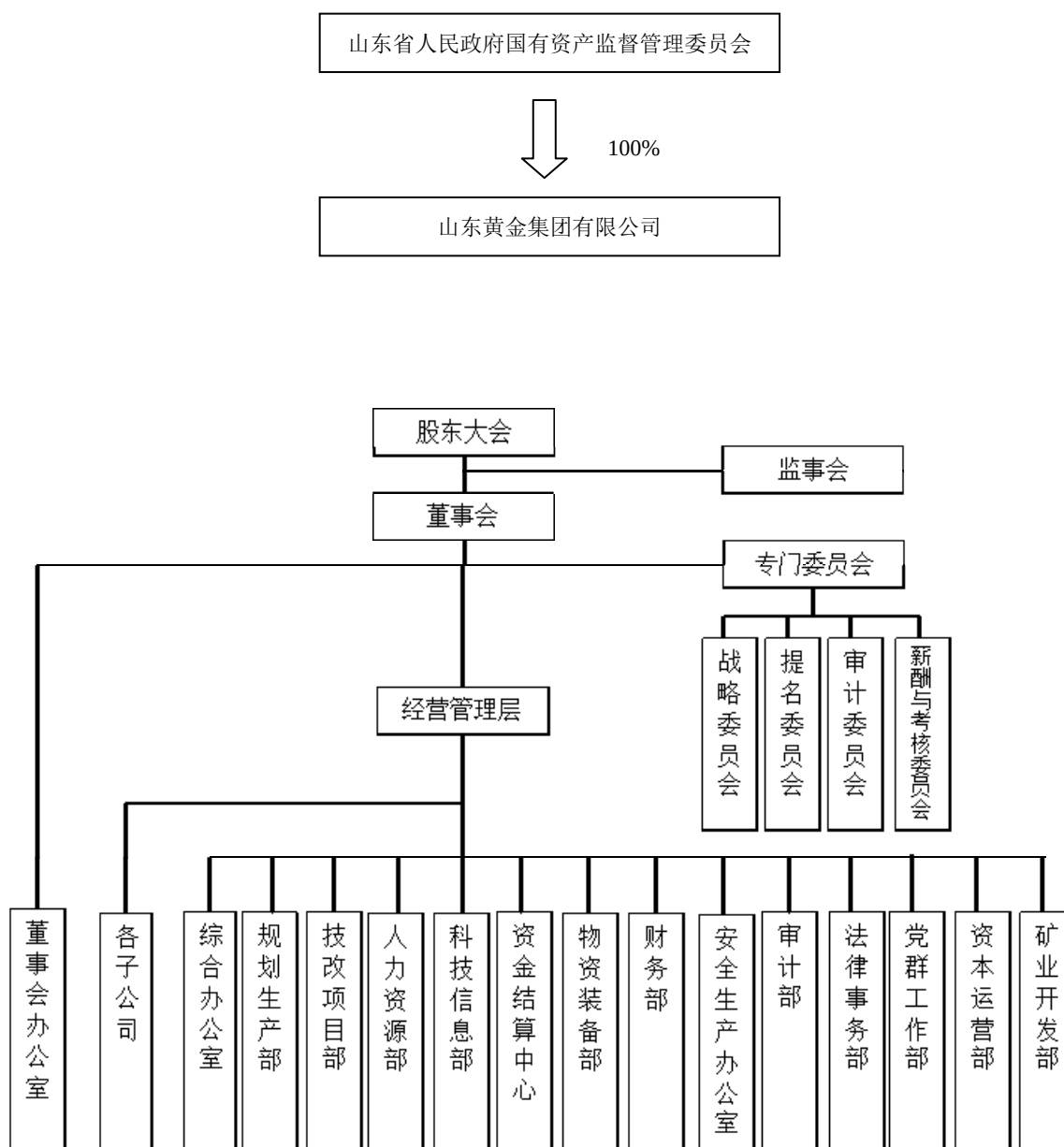
公司作为中国特大型黄金生产企业之一，在行业地位、资源储备、技术水平、区域环境

等方面具备较明显的竞争优势。综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持山东黄金集团有限公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14鲁黄金CP001” A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	28.27	85.63	56.76	45.56
资产总额(亿元)	310.92	638.21	670.20	720.91
所有者权益(亿元)	99.26	169.05	132.95	171.95
短期债务(亿元)	81.23	220.09	265.55	270.38
长期债务(亿元)	71.05	107.09	127.24	131.81
全部债务(亿元)	152.27	327.17	392.80	402.19
营业收入(亿元)	434.83	579.31	621.21	536.33
利润总额(亿元)	27.23	24.29	-1.40	4.51
EBITDA(亿元)	45.30	51.54	34.37	--
经营性净现金流(亿元)	22.05	17.49	12.02	-13.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	215.19	151.54	78.50	--
存货周转次数(次)	7.71	8.50	7.81	--
总资产周转次数(次)	1.40	1.22	0.95	--
现金收入比(%)	99.99	99.91	96.49	88.95
营业利润率(%)	13.64	11.58	8.08	7.50
总资本收益率(%)	9.52	5.31	1.29	--
净资产收益率(%)	18.01	8.88	-5.00	--
长期债务资本化比率(%)	41.74	38.78	48.90	43.39
全部债务资本化比率(%)	60.56	65.93	74.71	70.05
资产负债率(%)	68.07	73.51	80.16	76.15
流动比率(%)	89.78	67.01	49.62	53.03
速动比率(%)	53.49	44.43	28.84	31.70
经营现金流动负债比(%)	16.48	5.53	3.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.37	4.55	2.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.36	6.35	11.43	--

注：2012 年财务数据为追溯调整数据；2014 年三季度财务数据未经审计。

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	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息