

跟踪评级公告

联合[2011] 1017 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AA⁺,将评级展望由稳定调整为正面,维持“09鲁黄金债”AAA的信用等级;维持“11鲁黄金MTN1”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月二十七日



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)

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: AA⁺ 评级展望: 正面
上次评级结果: AA⁺ 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
09 鲁黄金债	10 亿元	2009/05/26-2014/05/26	AAA	AAA
11 鲁黄金 MTN1	12 亿元	2011/01/12-2016/01/12	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 27 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
现金类资产(亿元)	12.71	25.44	22.68
资产总额(亿元)	170.05	259.37	283.92
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	57.17	81.28	97.79
短期债务(亿元)	43.73	50.83	58.05
全部债务(亿元)	77.47	113.35	134.82
营业收入(亿元)	251.36	349.38	341.49
利润总额(亿元)	8.70	18.41	25.09
EBITDA(亿元)	16.46	28.83	--
经营性净现金流(亿元)	8.54	17.72	18.13
营业利润率(%)	10.03	11.59	12.69
净资产收益率(%)	10.11	14.61	--
资产负债率(%)	66.38	68.66	65.56
全部债务资本化比率(%)	57.54	58.24	57.96
流动比率(%)	103.90	100.26	115.61
全部债务/EBITDA(倍)	4.71	3.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.99	6.29	--
经营现金流/流动负债(%)	11.23	16.25	--

注: 公司 2011 年 3 季度财务数据未经审计。

分析师

陈立扬

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

跟踪期内, 中国黄金产量创出新高, 并保持了世界第一大黄金生产国的地位; 在全球经济复苏过程不确定、地缘政治以及欧洲主权债务危机的影响下, 黄金价格持续高位运行并创出历史新高, 预计未来一段时间内黄金价格仍将维持高位运行。

跟踪期内, 山东黄金集团有限公司(以下简称“公司”)在地质探矿、对外并购等方面取得成果, 工程建设有序推进, 科技创新工作成效突出, 公司资源储量、生产能力和矿产金产量等指标均得到显著提升。因黄金产量, 特别是矿产金产量的提高, 公司收入快速增长, 综合盈利能力增强。同时, 联合资信也关注到原材料价格上涨, 资源税改革可能增加公司经营成本等因素, 将对公司经营及发展带来的不利影响。

目前, 公司经营活动现金流和 EBITDA 对“09 鲁黄金债”和“11 鲁黄金 MTN1”形成较好覆盖。山东高速集团有限公司综合实力强, 其对“09 鲁黄金债”的担保提升了“09 鲁黄金债”到期偿付的安全性。

综合考虑, 联合资信维持山东黄金集团有限公司 AA⁺ 的主体长期信用等级, 将评级展望由稳定调整至正面, 并维持“09 鲁黄金债”AAA 的债项信用级别; 维持“11 鲁黄金 MTN1”AA⁺ 的债项信用级别。

优势

1. 黄金价格高位运行, 黄金行业保持了较高的景气状态。
2. 公司工程建设有序推进, 产能明显扩大, 收入快速增长, 盈利能力增强。
3. 公司经营活动产生现金的能力有较大幅度提高, 对外部融资依赖程度有所下降。
4. 公司现金类资产、经营现金流和 EBITDA 规

模大，对存续期债券的覆盖能力强。

5. 山东高速集团有限公司担保实力强，有效提升“09鲁黄金债”的信用水平。

关注

1. 黄金行业原料竞争激烈，黄金价格大幅上涨，推高了原材料的采购成本，冶炼毛利率处于低水平；
2. 未来资源税计税方式如果变更为从价计税，可能增加公司经营成本。

一、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”）的前身为成立于1988年的山东省黄金工业总公司。1996年7月12日经山东省人民政府鲁政字【1996】128号文件批准成立，属国有独资大型一类企业。

截至2011年9月底，公司注册资本为12.73亿元，山东省国有资产监督管理委员会是公司唯一出资人。

2000年2月，山东黄金矿业股份有限公司成立，并于2003年8月在上海证交所发行上市（山东黄金，600547.SH）；截至2011年9月底，公司持有其50.25%的股份，另下属子公司平度黄金有限公司持有其1.13%的股权，合计控股51.38%。

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。

截至2010年底，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2010年底，公司纳入合并范围的二级企业为27家。

截至2010年底，公司（合并）资产总额259.37亿元，所有者权益81.28亿元；2010年公司实现营业收入349.38亿元，利润总额18.41亿元。

截至2011年9月底，公司（合并）资产总额283.92亿元，所有者权益97.79亿元；2011年1~9月公司实现营业收入341.49亿元，利润总额25.09亿元。

公司注册地址：山东省济南市解放路16号；法定代表人：王建华。

二、行业分析

1. 行业供需

黄金的供给主要来自矿产金、各国央行抛售储备金和再生金。根据世界黄金协会统计，

矿产黄金和再生金为近年黄金供给的主要来源，2010年占比分别在60%和40%左右。近年各国央行抛售的黄金储备整体规模小，此外各国央行受《央行售金协议》的上限限制，其抛售对世界黄金供给影响不大。

黄金的需求主要来自工业和首饰用金、各国中央银行的货币储备以及个人投资等。首饰用金约占世界黄金需求的70%，占主导地位；在金融危机、美元贬值以及地区局势紧张的环境下，以投资为目的的黄金需求将明显增长。2009年黄金需求虽小幅度回落，但随着2010年欧洲债务危机出现、美元指数无实质性回转等因素影响，全球黄金需求出现较快反弹，根据世界黄金协会统计，2010年全球黄金需求约为3971万吨，较2009年增长10%左右。

综合以上因素，全球黄金市场在跟踪期内基本保持平衡。

中国黄金主要集中于山东、河南、福建、内蒙古、湖南、陕西等10个重点产金省（区），其矿产金产量合计约占全国矿产金产量的65%。山东黄金、中国黄金、紫金矿业、招金集团和灵宝黄金等五大企业合计拥有的黄金保有储量约占到全国总量的50%；2010年，国内排名前10位的大型黄金企业生产黄金167.686吨，占全国总产量的49.19%。中国黄金行业的产业集中度较高，大型企业主导的行业发展格局初步形成。

2. 价格走势

黄金作为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、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，2010年世界主要经济体维持宽松的货币政策，全球流动性充裕，此外在欧元区债务危机等因素支撑下，世界黄金价格持续上涨态势。2010年一季度国际COMEX黄金期货价格主要运行在1050美元~1150美元/盎司的区间内，二季度主要运行在1150美元~1250美元/盎司

的区间内，三季度逐步走高，并创出历史高点1297 美元/盎司。2011 年以来，国际黄金价格整体延续上涨趋势，至 2011 年 9 月 30 日，国际黄金价格升至 1620.40 美元/盎司。

中国国内黄金价格跟随国际金价走势，在过去年度内亦保持了整体上涨趋势，2010 年一季度，上海黄金主力合约价格主要运行在 240 元~250 元/克的区间内；自二季度起，黄金价格主要运行在 250 元~280 元/克的区间内。此后黄金价格波动上行，于 2010 年底达到 301.80 元。2011 年以来，中国黄金价格维持了震荡上行态势，于 2011 年 9 月 30 日收于 335 元/克的高位。

3. 行业政策

国内资源税改革方案基本达成共识，2010 年6月1日起已在新疆试点；改革方案的核心思路是将原来的从量税率改为从价税率，这一征税基础的变化将整体提升资源型企业的生产成本。2011年11月1日起，《资源税暂行条例实施细则》正式实行，按公司现有黄金矿山的等级，仍按照从量税率上缴税收，但如将从量计税方式变更为从价计税方式，则公司税负可能将较快上升。

三. 经营管理分析

公司为集黄金地质勘探、采选、冶炼、精炼、科学研究等为一体的大型黄金生产企业，是国家重点扶持的 520 户企业之一。截至 2011 年 9 月底，公司黄金保有储量 687 吨。矿权面积为 1400.16 平方公里，覆盖山东、四川、安徽、内蒙古、贵州以及陕西等地区。公司下属的山东黄金矿业股份有限公司位列“2011 年度中国公司 500 强排行榜”第 119 位。

经过产业结构调整和升级，公司形成了矿业和地产旅游两大主业，未来公司将继续突出主业的发展，并加快低效和无效资产或业务的退出。2010年公司实现主营业务收入349.38亿元，同比增长39.00%；其中，黄金产品收入占

比90.92%，黄金产品收入来源于矿产金和冶炼金收入。2010年矿产金收入61.40亿元，占比19.33%，毛利率为55.30%；冶炼金收入占比高达80.67%，但毛利率很低，为0.43%。2011年1~9月，黄金产品收入占比为86.49%，其中，矿产金收入35.63亿元，毛利率较2010年底有所上升，达到59.82%。同期，冶炼金收入为259.70亿元，较2010年底有所增长；冶炼金的毛利率降至0.30%，主要受金精矿原料价格及人工成本上涨的影响。

2010年公司资源开发工作继续推进，在山东、青海、内蒙等地收购了多个金矿和铅锌矿。同时，公司全面加强地质勘探工作，2010年完成各类勘探投资3.85亿元，全年新增金资源量227吨。截至2010年底，公司拥有各类矿权125个，矿权总面积1400.16平方公里，金金属量687吨。另外，公司战略探矿也取得显著效果，有望在陕西、内蒙等地获得一个中型钒矿和一个大型钼矿。资源储量的增加奠定了公司持续发展的基础。

在行业高度景气的状态下，公司快速扩张生产能力，焦家金矿6000吨/日扩建工程新建选厂竣工投产，山金公司通过改造产能由1200吨/日提升至2800吨/日，蓬莱矿业、归来庄金矿、海南山金等公司的日处理能力也提高了300多吨；同时，三山岛金矿8000吨/日探建工程、东风矿区2000吨/日采选工程和精炼厂1200吨/日金精矿综合回收利用工程等也逐步推进。2010年公司采矿量和处理量分别完成1470万吨和1046万吨，同比分别增长14.13%和14.69%。

表 1 公司黄金产量状况

分类	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
自产金 (吨)	20.55	23.62	20.21
加工粗金 (吨)	86.83	94.36	80.7
合计	107.38	117.98	100.91

资料来源：公司提供

2010年公司累计完成黄金产量117.98吨，其中矿产金产量23.62吨，同比增长14.94%；

2011年1~9月，在黄金价格继续高位运行的环境下，公司完成黄金产量100.91吨，其中矿产金产量为20.21吨。

跟踪期内，公司继续加强安全管理工作，继续执行高管层和矿山负责人下进制度，在矿山单位开展安全治理和突发性事故应急演练活动；加大安全专项资金投入，进一步完善各类安全设施和措施；2010年公司矿山单位实现了全年安全生产，无伤亡事故的良好记录。作为高危行业之一，特别是在产能和产量快速扩张的过程中，公司需要始终对安全生产管理工作保持高度重视。

2009~2011年9月，公司通过自主创新和产学研相结合等方式，在地质勘探、采矿、选矿、机电等矿山主体专业研究领域取得许多重大科研成果。公司获得省部级以上奖励25项，共申请专利59项，其中28项获得授权。公司科研项目的总体技术性能水平居国内同行业前列，部分研究成果达到世界先进水平；其中，“海底大型金矿床安全高效开采综合技术研究”、“山东三山岛一仓上金矿带控矿规律研究及深部外围成矿预测”等技术均达到了国际领先水平；“山东三山岛一仓上金矿带控矿规律研究及深部外围成矿预测”获山东省科技进步一等奖；“排风侧分区多级机站通风系统综合技术的应用”、“多变难采矿体盘区上向分层充填连续采矿综合技术研究”、“金属矿床海底开采突水规律研究”、“露地隔离带矿体安全高效开采综合技术研究”等技术均达到国际先进或国内领先水平。

总体上，通过产业结构调整和提高，公司强化了黄金产业的主体地位。跟踪期内，公司探矿工作和矿业并购工作效果明显，建设工程和生产任务有序推进，科技创新工作成效突出，公司资源储量、生产能力和矿产金产量等指标均得到显著提升。

三、财务分析

公司 2010 年财务报表已经中审国际会计

师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2011 年 3 季度财务报表未经审计。

截至2010年底，公司（合并）资产总额259.37亿元，所有者权益81.28亿元；2010年公司实现营业收入349.38亿元，利润总额18.41亿元。

截至2011年9月底，公司（合并）资产总额283.92亿元，所有者权益97.79亿元；2011年1~9月公司实现营业收入341.49亿元，利润总额25.09亿元。

1. 盈利能力

2010 年公司黄金产品在主营业收入中的占比为 90.92%。矿产金和冶炼金的产量均有所增长，但由于原料竞争激烈，冶炼金的毛利率仍维持在低水平，2010 年为 0.43%；矿产金则继续保持很高的毛利率水平，公司 2010 年的营业利润率为 11.59%，较上年提升 1.56 个百分点。

2010 年公司薪酬费用、无形资产摊销费用以及研究开发费用等费用的增加导致管理费用较上年增长 38.21%；有息债务规模同比较快增加导致财务费用较上年同期增长 20.49%。

2010 年公司利润总额实现 18.41 亿元，同比增长 111.68%，主要受益于金价上扬；公司净资产收益率较上年增长 4.50 个百分点，为 14.61%。

2011 年 1~9 月，黄金价格的高位运行带动毛利率的上升，因此公司营业利润率为 12.69%，同比增加 1.68 个百分点。

总体上，受益于公司矿产金产量的增长以及黄金价格的高位运行，跟踪期内，公司整体盈利能力增强。

2. 现金流

受益于收入和利润水平的增长，公司 2010 年经营性现金流入和经营性现金净流量分别较 2009 年增长 44.47%和 107.45%，达到 365.04

亿元和 17.72 亿元。公司经营性现金流增幅明显。2010 年，公司现金收入比为 99.27%，收入实现质量一般。

2010 年，公司继续加大对探矿权的收购以及公司并购，投资性现金流出和净流出量分别为 48.05 亿元和 42.69 亿元，较 2009 年分别增长 58.18%和 79.53%，公司投资规模大幅上升。

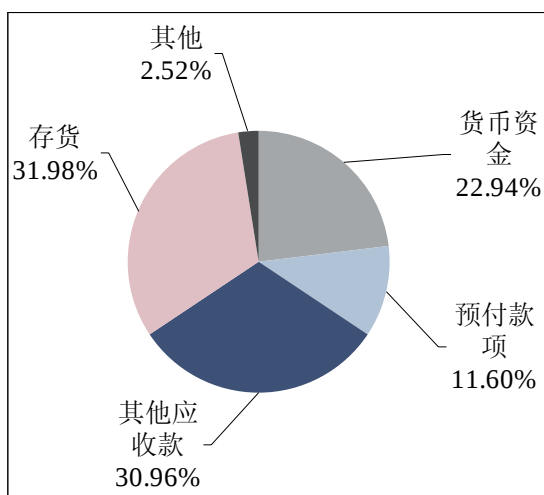
2010 年，公司筹资性活动现金流入和流出分别为 103.70 亿元和 66.59 亿元，较 2009 年分别下降 3.37%和 24.21%，筹资性活动现金净流入量为 37.11 亿元。

2011 年 1~9 月，公司经营性现金流入和净流量分别为 354.10 亿元和 18.13 亿元；投资性现金净流出 30.41 亿元；筹资活动产生的现金净流入 8.96 亿元；与上年同期相比，经营性活动现金流入规模和投资规模更大，而筹资规模有所缩减，对外部融资依赖程度有所降低。

总体来看，公司经营活动获现能力有较大幅度提升，投资规模有所扩大，对外部融资依赖程度有所降低。

3. 资本及债务结构

图 1 2010 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至 2010 年底，公司资产总额为 259.37 亿元，较 2009 年底增长 52.53%，主要是货币资金、在建工程、无形资产、存货的增长所致。

截至 2010 年底，公司资产总额中流动资产占 42.15%，非流动资产占 57.85%。公司资产以非流动资产为主。

截至 2010 年底，公司货币资金为 25.08 亿元，同比增长 99.58%，主要是销售收入增长以及银行贷款和发行债券所致。货币资金中 1.42 亿元其他货币资金中的 1.41 亿元系在上海黄金交易所的存款。

截至 2010 年底，预付款项为 12.68 亿元，较 2009 年底增长 44.82%，主要是收购土地以及矿权款等款项增加所致。公司 1 年以内的预付款占比为 86.86%。

截至 2010 年底，其他应收款为 33.85 亿元，同比增长 84.95%，主要是与开发基金与地勘基金、信佳实业公司等公司的往来款增长所致。前 5 大主要债务人的金额占比为 22.41%，应收款集中度一般；2 年以上的款项金额占比超过 45%，2010 年累计计提坏账准备 2.43 亿元，计提比率一般。

截至 2010 年底，公司存货为 34.96 亿元，较 2009 年底下降 7.16%，主要是在产品完工并售出所致。全年共计提存货跌价准备 3216.49 万元。

截至 2010 年底，公司固定资产为 52.15 亿元，较 2009 年底增长 31.40%，主要是并购公司新增的固定资产和在建工程转入的厂房设备及建筑物等。全年累计折旧 5.33 亿元，房屋及建筑物以及机器设备的成新率分别为 66.09%和 61.46%，成新率偏低。

截至 2010 年底，公司在建工程为 19.55 亿元，同比增长 32.77%，主要是三山岛金矿 8000 吨产能扩建项目和焦家金矿 6000 吨产能扩建项目，以及东风矿区 2000 吨/日采选工程的项目投入所致。

截至 2010 年底，公司无形资产为 45.64 亿元，同比增长 110.81%，主要是公司收购的探矿权。

截至 2010 年底，公司其他非流动资产为 17.71 亿元，主要系公司对山东莱州鲁地金矿有

限公司、东乌珠穆沁旗阿尔哈达矿冶有限责任公司和海南安中矿业有限公司的收购，以及对蓬莱矿业有限公司增资活动中，收购成本超过取得被收购方账面净资产的余额。

截至 2010 年底，公司所有者权益为 81.28 亿元，同比增长 42.17%，主要是未分配利润和少数股东权益的增加。

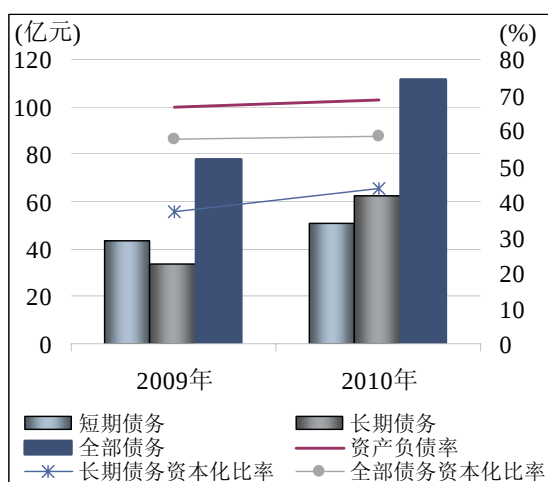
截至 2010 年底，公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 15.66%、25.62%、2.98%和 5.84%，少数股东权益占 49.79%，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2010 年底，公司负债总额为 178.09 亿元，较 2009 年底增长 57.77%，主要系长短期借款和其他应付款增加。负债构成中，流动负债占 61.23%，非流动负债占 38.77%。

截至 2010 年底，公司其他应付款为 31.67 亿元，较 2009 年底增长 210.32%，主要是新增山东百安消防工程公司、山东省国土资源厅、巴巴多斯、济南鲍德房地产公司、巴林左旗经贸局等公司的欠款所致。

截至 2010 年底，公司全部债务为 113.35 亿元，较 2009 年底增加 46.31%，主要是长期借款增长所致。受此因素影响，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化率分别为 68.66%、43.48%和 58.24%。

图 2 2009~2010 年公司债务负担变化情况



资料来源：公司年报

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额为 283.92 亿元，较上年同期增长 31.93%，主要是固定资产、在建工程 and 无形资产金额增加所致。资产构成中，流动资产占 41.95%，非流动资产占 58.05%，非流动资产占比较上年同期有所增长。截至 2011 年 9 月底，所有者权益的增长主要系未分配利润的增长以及新合并子公司所致。公司负债总额较上年同期增长 33.27%，主要系有息债务规模、债券发行额度、应付及其他应付款金额较快增长所致。其中，其他应付款增加主要由于在建工程规模扩大所致。截至 2011 年 9 月底，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 65.56%、57.96%和 43.98%，较上年同期分别上升 0.66、2.89 和 4.68 个百分点。

总体看，跟踪期内公司资产和所有者权益规模均有所上升，长期债务占比增长，债务结构比较稳定。

4. 偿债能力

2010 年底，公司流动比率和速动比率分别为 100.26%和 68.20%，速动比率同比上升了 13.84 个百分点，流动比率有小幅的下降；2011 年 9 月底，公司流动比率和速动比率持续增长，分别为 115.61%和 72.21%；2010 年公司经营活动现金流量净额的大幅增长使经营现金流流动负债比指标上升至 16.25%，考虑到公司黄金产品存货较好的变现能力，以及较为便利的融资渠道，公司短期偿债能力较强。

2010 年，公司全部债务/EBITDA 为 3.93 倍，同比有所下降；EBITDA 利息倍数为 6.29 倍，同比增长显著，公司长期偿债能力较强。

截至 2011 年 9 月底，公司对外担保共计 4.16 亿元，担保比率为 4.25%。其中，对莱钢集团担保 3.7 亿元，对山水集团担保 0.46 亿元。截至 2010 年底，莱钢集团资产总额为 840.62 亿元，所有者权益为 201.4 亿元，全年实现营业收入 650.35 亿元，利润总额 30.46 亿元，公司运营状况正常。总体看，公司担保比率低，

被担保企业运营状况正常，公司因对外担保产生或有负债的风险较小。

截至 2011 年 9 月底，公司共获取银行授信总计 264.30 亿元，已使用授信额度 115.28 亿元，未使用额度为 149.02 亿元。公司间接融资渠道畅通。此外，公司下属企业山东黄金集团股份有限公司（股票代码：SH.600547）在上海证券交易所上市，公司直接融资渠道畅通。

四、债券募集资金使用情况和偿债能力分析

1. 债券募集资金使用情况分析

截至 2011 年 9 月底，公司本部仍处于存续期的债券为 2 期，为 5 年期公司债券和 5 年期中期票据，共计 22.00 亿元，占同期公司长期债务的 28.66%。截至 2011 年 9 月底，存续期内的企业债“09 鲁黄金债”2011 年的利息已按时足额支付。公司“11 鲁黄金 MTN1”利息将于 2012 年 1 月 12 日之前支付。

2. 债券偿还能力分析

截至 2011 年 9 月底，公司现金类资产合计 22.68 亿元，是存续期债券（“09 鲁黄金债”和“11 鲁黄金 MTN1”共 22 亿元）发行额度的 1.03 倍；2010 年，公司经营活动现金流入量为 365.04 亿元，为存续期债券的 16.10 倍。截至 2010 年底，公司 EBITDA 为 28.83 亿元，是存续债券发行额度的 1.31 倍。

整体看，公司现金类资产充足，经营活动现金流入量和 EBITDA 规模大，对公司存续债券的覆盖倍数高。

六、担保分析

“09 鲁黄金债”由山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

山东高速集团是由 1997 年 6 月成立的山东省高速公路有限公司变更而来，截至 2011 年 6 月底，注册资本为 150.00 亿元，山东省国有资

产监督管理委员会为其唯一出资人。

截至 2010 年底，山东高速集团（合并）资产总额为 1374.88 亿元，所有者权益为 393.01 亿元；2010 年山东高速集团实现营业总收入 187.24 亿元，利润总额 31.74 亿元。

截至 2010 年 6 月底，山东高速集团资产总额 1497.16 亿元，所有者权益 420.80 亿元；2011 年 1~6 月，山东高速集团实现营业总收入 98.18 亿元，利润总额 13.96 亿元。

1. 公司运营

2010 年山东高速集团实现营业总收入 187.24 亿元，同比增长 22.03%，其中路桥通行费、施工结算和油料业务收入合计占 73.97%，路桥通行费的占比为 37.03%。2011 年 1~6 月，山东高速集团实现营业总收入 98.18 亿元，超过上年同期水平。

山东高速集团对公路资产加强养护施工、路政管理和监控调度，改善软硬件设施，并对服务区进行专项整治，提升了整体运营水平。2010 年实现路桥通行费收入 69.34 亿元，同比增长 1.84%，毛利率为 54.03%，同比增长 9.13 个百分点；主要路段济青高速和京福高速山东段运营状况良好，两路产通行费收入之和占比约 70%。工程施工业务方面，公司继续拓展国内公路、铁路等建设市场，并成功进入阿尔及利亚、越南、安哥拉和乍得等国家和地区的建设市场；2010 年公司施工结算实现收入 25.90 亿元，较上年增长 6.37%。油料业务实现收入 11.04 亿元。

山东高速集团加强集团管控，建成资金集中结算和财务集中核算系统，下属各级企业均被纳入管理；同时，综合运用各种金融工具，发行债券及理财产品 50 多亿元，并获得银行长、短期贷款超过 270 亿元，银行综合授信额度 1500 亿元，保证了发展建设的资金需求。截至 2011 年 3 月底，山东高速集团主要在建路桥项目完成建设投资 196.63 亿元，其中青岛海湾大桥累计投资 89.32 亿元，完成概算的 93.66%；

临沂-枣庄高速、乐山-自贡高速和烟台-海阳高速累计投资额合计 43.95 亿元，；概算完成比率分别为 52.86%、16.60%和 31.95%。

2. 盈利能力

2010 年山东高速集团下属的威海商业银行实现利息收入 15.76 亿元，较上年增长 56.04%，业务发展迅速。

与上年相比，2010 年山东高速集团全部期间费用在营业总收入中的占比为 14.10%，较上年同期略有下降。

2010 年山东高速集团毛利率为 30.94%，较上年上升 0.16 个百分点。

3. 资本结构

2010 年山东高速集团因项目建设融入了大量长期资金；下属威海商业银行 2010 年的吸收存款、同业存放款，以及卖出回购金融资产款均较上年大幅增长，短期负债因此同比有所增长；上述因素变化导致负债总额较上年增长 20.98%。截至 2011 年 6 月底，山东高速集团资产负债率和全部债务资本化比率分别为 71.86%和 49.90%，比 2010 年底略有上升。

截至 2011 年 9 月底，流动资产所占比重为 27.62%，较 2010 年底略有下降，流动资产及非流动资产内部结构没有明显变化。

4. 偿债能力

山东高速集团流动比率和速动比率指标 2010 年 6 月底分别为 57.69%和 50.98%，与 2010 年底相比差异不大；经营活动现金流量净额有所下降，2010 年经营现金流动负债比指标下降至 4.98%，短期偿债能力有所下降。

2010 年利润和折旧增加使 EBITDA 出现一定增长，商业银行业务使债务大幅增长；全部债务/EBITDA 指标由 4.31 倍上升至 5.17 倍，EBITDA 利息倍数由 6.79 倍下降至 5.62 倍。

考虑到山东高速集团较为充裕的现金类资产，以及良好的融资环境，其整体偿债能力保持正常。

总体上，2010 年山东高速集团主营的公路收费业务及毛利率水平有所增长，施工业务和铁路运输业务大幅增长，下属的银行资产规模也迅速扩张。预计随着重点工程的继续推进，以及系列铁路工程的逐步推进，公司资产和收入规模继续保持扩张。

基于以上，联合资信评估有限公司维持山东高速集团有限公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

“09 鲁黄金债”发行额度 10 亿元分别占山东高速集团有限公司 2010 年底资产总额和所有者权益的 0.73%和 2.54%，立即偿还此担保债务对其影响很小。山东高速集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“09 鲁黄金债”的信用水平。

综合考虑，联合资信维持山东黄金集团有限公司 AA⁺的主体长期信用等级，将评级展望由稳定调整为正面，并维持“09 鲁黄金债”AAA 的信用级别；维持“11 鲁黄金 MTN1”AA⁺的信用级别。

附件 1 截至 2010 年底公司并表二级子公司状况

序号	子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	表决比例（%）
1	山东金平置业有限公司	2000.00	70.00%	70.00%
2	嵩县天运矿业有限责任公司	650.00	70.00%	70.00%
3	山东金陵服务有限公司	600.00	100.00%	100.00%
4	山东黄金五峰山旅游开发有限公司	16900.00	100.00%	100.00%
5	山东黄金归来庄矿业有限公司	62167.00	69.24%	69.24%
6	山东黄金集团昌邑矿业有限公司	11550.00	100.00%	100.00%
7	莱州黄金海岸旅游地产有限公司	2000.00	80.00%	80.00%
8	山东黄金物业管理有限公司	100.00	90.00%	90.00%
9	山东黄金矿业开发有限公司	2000.00	100.00%	100.00%
10	青岛国际高尔夫俱乐部有限公司	6944.81	57.00%	57.00%
11	山东黄金汽车服务有限责任公司	600.00	100.00%	100.00%
12	山东省旅游汽车公司	2495.77	100.00%	100.00%
13	山东黄金集团金斯顿有限公司	3298.00	89.75%	89.75%
14	贞丰县金龙矿业有限责任公司	500.00	70.00%	70.00%
15	山东黄金集团建设工程有限公司	2010.00	100.00%	100.00%
16	山东黄金集团烟台设计研究工程有限公司	4950.30	100.00%	100.00%
17	山东省烟台黄金技工学校	1571.89	100.00%	100.00%
18	山东莱州鲁地金矿有限公司	3000.00	100.00%	100.00%
19	山东黄金矿产资源集团有限公司	30000.00	100.00%	100.00%
20	山东黄金金斯顿陶瓷有限公司	1000.00	100.00%	100.00%
21	山东金信新型建材有限公司	6718.00	100.00%	100.00%
22	山东黄金交易中心有限公司	300.00	100.00%	100.00%
23	山东省黄金电力公司	1385.81	100.00%	100.00%
24	山东黄金地产旅游集团有限公司	30000.00	100.00%	100.00%
25	山东黄金集团青岛黄金有限公司	11649.00	30000.00	100.00%
26	山东黄金有色矿业集团有限公司	35000.00	57.14%	100.00%
27	山东黄金矿业股份有限公司	142307.24	51.38%	51.38%

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	125,654.12	250,782.22	99.58	217,307.26
交易性金融资产				
应收票据	1,415.50	3,606.80	154.81	9,460.08
应收账款	13,369.41	21,989.89	64.48	20,492.59
预付款项	87,587.47	126,840.98	44.82	230,574.90
应收利息				
应收股利				11.47
其他应收款	182,994.99	338,450.79	84.95	263,770.73
存货	376,596.16	349,629.73	-7.16	447,127.85
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	2,270.51	1,987.82	-12.45	2,276.63
流动资产合计	789,888.16	1,093,288.22	38.41	1,191,021.50
非流动资产：				
可供出售金融资产	7,812.13	6,508.22	-16.69	6,742.21
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	30,541.18	34,892.86	14.25	74,376.40
投资性房地产	4,251.14	8,909.10	109.57	4,993.56
固定资产	396,890.97	521,524.71	31.40	535,289.29
在建工程	147,250.95	195,498.75	32.77	316,023.94
工程物资	7,329.16	8,105.06	10.59	7,711.63
固定资产清理	183.84	265.46	44.40	197.72
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	216,496.83	456,390.63	110.81	433,302.76
开发支出				
商誉	79,866.00	73,411.82	-8.08	73,411.82
长期待摊费用	1,215.03	1,029.03	-15.31	1,064.33
递延所得税资产	18,777.35	16,784.99	-10.61	18,011.18
其他非流动资产		177,093.25		177,093.25
非流动资产合计	910,614.58	1,500,413.88	64.77	1,648,218.10
资产总计	1,700,502.74	2,593,702.10	52.53	2,839,239.59

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：				
短期借款	436,940.00	463,100.00	5.99	512,257.91
交易性金融负债				33,849.00
应付票据	290.00	200.00	-31.03	397.35
应付账款	70,157.22	99,262.35	41.49	105,818.13
预收款项	108,733.29	100,535.82	-7.54	106,907.07
应付职工薪酬	10,622.33	22,255.92	109.52	23,768.44
应交税费	28,766.08	40,631.55	41.25	49,413.55
应付利息	2,581.06	2,718.59	5.33	6,065.73
应付股利				7,835.70
其他应付款	102,058.07	316,707.43	210.32	149,675.76
一年内到期的非流动负债		45,000.00		34,000.00
其他流动负债	72.43	10.07	-86.10	232.00
流动负债合计	760,220.47	1,090,421.72	43.43	1,030,220.65
非流动负债：				
长期借款	236,962.26	524,737.46	121.44	547,244.40
应付债券	100,432.25	100,432.25	0.00	220,432.25
长期应付款	15,326.27	6,667.27	-56.50	6,517.27
专项应付款	3,814.21	4,772.96	25.14	3,629.96
预计负债	278.30	0.00	-100.00	0.00
递延所得税负债	8,416.38	49,931.34	493.26	48,354.95
其他非流动负债	3,345.27	3,959.97	18.38	4,907.29
非流动负债合计	368,574.95	690,501.25	87.34	831,086.12
负债合计	1,128,795.41	1,780,922.97	57.77	1,861,306.77
所有者权益				
实收资本	127,261.89	127,261.89	0.00	127,261.89
资本公积	179,425.93	208,263.96	16.07	208,263.96
专项储备	152.35	837.99	450.04	1,058.43
盈余公积	26,157.77	24,235.95	-7.35	25,002.01
未分配利润	5,430.23	47,503.80	774.80	136,709.77
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	338,428.17	408,103.60	20.59	498,296.06
少数股东权益	233,279.16	404,675.53	73.47	479,636.77
所有者权益合计	571,707.33	812,779.13	42.17	977,932.82
负债和所有者权益总计	1,700,502.74	2,593,702.10	52.53	2,839,239.59

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-9 月
一、营业收入	2,513,584.63	3,493,835.17	39.00	3,414,854.80
减: 营业成本	2,254,659.01	3,074,162.09	36.35	2,972,529.79
营业税金及附加	6,907.43	14,591.20	111.24	9,074.35
销售费用	15,642.80	15,159.83	-3.09	7,951.20
管理费用	116,859.46	161,514.87	38.21	129,479.82
财务费用	28,558.84	34,410.99	20.49	43,986.67
资产减值损失	10,946.21	9,365.64	-14.44	128.14
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	437.54	-477.75	-209.19	500.59
投资收益 (损失以“—”号填列)	2,573.51	221.21	-91.40	802.76
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损失以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	83,021.92	184,374.01	122.08	253,008.17
加: 营业外收入	8,265.39	4,833.07	-41.53	2,317.97
减: 营业外支出	4,327.44	5,129.35	18.53	4,448.22
其中: 非流动资产处置损失		2,877.89		
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	86,959.86	184,077.72	111.68	250,877.92
减: 所得税费用	29,170.86	65,325.45	123.94	72,183.91
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	57,789.00	118,752.27	105.49	178,694.02
其中: 归属于母公司所有者的净利润	12,821.43	42,212.62	229.23	82,885.00
少数股东损益	44,967.57	76,538.65	70.21	95,809.02
被合并方合并前实现的净利润				

附件 4-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 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	2,498,738.13	3,468,415.77	38.81	3,398,389.77
收到的税费返还	10.35	6.96	-32.74	737.11
收到其他与经营活动有关的现金	28,089.58	182,017.87	547.99	141,847.39
经营活动现金流入小计	2,526,838.06	3,650,440.60	44.47	3,540,974.27
购买商品、接受劳务支付的现金	2,125,598.55	2,948,189.73	38.70	2,969,555.57
支付给职工以及为职工支付的现金	102,888.43	137,144.30	33.29	125,003.81
支付的各项税费	68,765.95	104,204.98	51.54	109,256.47
支付其他与经营活动有关的现金	144,178.02	283,722.84	96.79	155,832.90
经营活动现金流出小计	2,441,430.95	3,473,261.84	42.26	3,359,648.75
经营活动产生的现金流量净额	85,407.11	177,178.75	107.45	181,325.52
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	756.00	719.49	-4.83	116.94
取得投资收益收到的现金	2,580.09	421.90	-83.65	304.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	507.32	1,898.46	274.21	577.95
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	62,141.90	50,558.02	-18.64	97,616.31
投资活动现金流入小计	65,985.31	53,597.88	-18.77	98,615.70
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	123,799.10	163,078.02	31.73	233,469.87
投资支付的现金	0.00	136,743.51		85,308.10
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	117,220.00	122,514.94	4.52	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	62,749.37	58,150.40	-7.33	83,943.54
投资活动现金流出小计	303,768.47	480,486.86	58.18	402,721.50
投资活动产生的现金流量净额	-237,783.16	-426,888.99		-304,105.80
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	81,844.00	110,051.11	34.46	0.00
取得借款收到的现金	984,071.94	926,940.00	-5.81	382,295.00
发行债券收到的现金				119,640.00
收到其他与筹资活动有关的现金	7,252.34	1.39	-99.98	0.00
筹资活动现金流入小计	1,073,168.28	1,036,992.50	-3.37	501,935.00
偿还债务支付的现金	832,968.02	602,549.53	-27.66	335,576.26
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	45,668.54	63,085.25	38.14	70,861.06
支付其他与筹资活动有关的现金	23.79	263.67	1008.36	5,924.47
筹资活动现金流出小计	878,660.36	665,898.45	-24.21	412,361.79
筹资活动产生的现金流量净额	194,507.92	371,094.05	90.79	89,573.21
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	-102.18		-267.88
五、现金及现金等价物净增加额	42,131.87	121,281.64	187.86	-33,474.96

附件 4-2 合并现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

补充资料	2009 年	2010 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	57,789.00	118,751.27	105.49
加：资产减值准备	10,946.21	9,365.64	-14.44
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	40,779.30	53,294.39	30.69
无形资产摊销	8,082.63	15,974.25	97.64
长期待摊费用摊销	249.83	628.27	151.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	149.06	1,565.89	950.55
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	2,592.22	665.13	-74.34
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-437.54	477.75	-209.19
财务费用（收益以“-”号填列）	28,558.84	34,410.99	20.49
投资损失（收益以“-”号填列）	-2,573.51	-221.21	-91.40
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-14,182.76	-1,992.36	-85.95
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	6,653.56	-41,514.96	-723.95
待摊费用减少（增加以“-”号填列）			
预提费用增加（减少以“-”号填列）			
存货的减少（增加以“-”号填列）	-67,303.31	26,889.54	-139.95
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	57,806.94	-436,120.72	-854.44
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	1,264.21	395,005.76	31145.19
其他			
经营活动产生的现金流量净额	85,407.11	177,179.63	107.45

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	151.48	173.04	--
存货周转次数(次)	6.57	8.47	--
总资产周转次数(次)	1.64	1.63	--
现金收入比(%)	99.41	99.27	99.52
盈利能力			
营业利润率(%)	10.03	11.59	12.69
总资本收益率(%)	12.79	8.46	--
净资产收益率(%)	10.11	14.61	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	37.11	43.48	43.98
全部债务资本化比率(%)	57.54	58.24	57.96
资产负债率(%)	66.38	68.66	65.56
偿债能力			
流动比率(%)	103.90	100.26	115.61
速动比率(%)	54.36	68.20	72.21
经营现金流动负债比(%)	11.23	16.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.99	6.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.71	3.93	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.20	-0.22	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-5.34	-5.45	--

注：公司 2011 年 3 季度财务数据未经审计。

附件 6 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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
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×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%
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/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 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 8 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