

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 777 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，并维持“11鲁黄金MTN1”、“12鲁黄金MTN1”和“14鲁黄金MTN001”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月十二日



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
11 鲁黄金 MTN1	12 亿元	2011/1/12-2016/1/12	AAA	AAA
12 鲁黄金 MTN1	17 亿元	2012/9/6-2017/9/6	AAA	AAA
14 鲁黄金 MTN001	30 亿元	2014/11/3--	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 12 日

财务数据

项目	2012 年追溯数	2013 年追溯数	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	85.63	56.76	30.00	41.91
资产总额(亿元)	638.21	667.08	745.02	765.97
所有者权益(亿元)	169.05	130.07	187.51	182.06
短期债务(亿元)	220.09	265.55	262.36	295.83
全部债务(亿元)	327.17	392.80	391.17	424.68
营业收入(亿元)	579.31	621.26	760.18	181.78
利润总额(亿元)	24.29	-2.36	5.92	-2.76
EBITDA(亿元)	51.54	33.41	41.69	--
经营性净现金流(亿元)	17.49	12.03	15.42	-0.91
营业利润率(%)	11.58	8.03	7.08	4.53
净资产收益率(%)	8.88	-5.78	0.64	--
资产负债率(%)	73.51	80.50	74.83	76.23
全部债务资本化比率(%)	65.93	75.12	67.60	69.99
流动比率(%)	67.01	49.62	59.27	60.29
全部债务/EBITDA(倍)	6.35	11.76	9.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.55	2.49	2.80	--
经营现金流动负债比(%)	5.53	3.37	4.20	--

注: 2012 年、2013 年数据为追溯调整数据; 公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

祖宇 潘云峰

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

2014 年以来黄金价格持续下跌, 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”) 作为国内大型黄金集团企业之一, 受黄金市场冲击, 盈利出现波动, 同时公司债务规模进一步上升, 债务负担重。

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。公司经营活动现金流入量对存续期债券保障能力强。

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“11 鲁黄金 MTN1”、“12 鲁黄金 MTN1”和“14 鲁黄金 MTN001” AAA 的信用等级。

优势

1. 公司资源储备规模大, 对公司持续发展形成有力支撑。
2. 公司注重多金属发展, 具备一定资源储备规模, 有利于促进公司多元化发展格局。
3. 公司经营活动现金流入量对存续中期票据的保障能力强。
4. 公司直接、间接融资渠道畅通, 有助于缓解营运资金周转压力。

关注

1. 跟踪期内黄金价格持续下跌, 公司盈利有所波动。
2. 公司债务规模上升, 短期债务占比高, 债务负担重。

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2015年3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年底，公司共有纳入合并范围的二级子公司28家。

截至2014年底，公司合并资产总额745.02亿元，所有者权益187.51亿元；2014年公司实现营业收入760.18亿元，利润总额5.92亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额

765.97亿元，所有者权益182.06亿元；2015年1~3月，公司实现营业收入181.78亿元，利润总额-2.76亿元。

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，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，

同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。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，并将带动基础设施建设等投资，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、金融市场监管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

本次跟踪期内公司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》，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。

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。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，有色金属及房地产销售占总收入比重仍然较小。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，公司将形成以黄金为主的多金属产业格局。

近年来，公司经营规模不断扩大，营业收入快速增长。2012~2014 年，公司分别实现营业收入 579.31 亿元、621.26 亿元和 760.18 亿元，利润总额分别为 24.29 亿元、-2.36 亿元、5.92 亿元。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 181.78 亿元，利润总额-2.76 亿元。2014 年，受黄金价格大幅下行影响，公司黄金产量虽有所增长，其销售收入较上年保持稳定，其中矿产金收入较上年下降 12.29%，冶炼金收入较上年上升

39.08%，增长主要系公司将黄金套利业务收入计入该项下；公司矿产金毛利率较上年上升 1.86 个百分点，实现毛利率 42.97%；盈利能力较弱的冶炼金业务毛利率继续下降为 0.10%。从房产销售来看，2014 年公司房产销售确认收入实现 17.01 亿元，较上年下降 2.80%，实现毛利率 30.08%，较上年基本持平。受累于黄金价格下跌，公司整体盈利 2014 出现下滑，其主营业务毛利率为 7.35%，较上年下降 1.12 个百分点。公司 2014 年其他业务收入快速增长，实现收入 119.82 亿元，实现毛利率 10.04%。

2015 年第一季度，公司实现主业收入 181.69 亿元，实现利润总额-2.76 亿元。亏损的主要原因为两点，第一是自产金累积售价继续下跌；第二是铁精粉价格下跌影响利润。2015 年黄金价格继续维持低位震荡，公司 2015 年第一季度营业收入的毛利率 4.70%，相比 2014 年营业收入毛利率下跌了 2.65%；其中公司本期矿产金实现收入 13.96 亿元，矿产金毛利率 32.26%，较 2014 年下降 10.71 个百分点。下降的主要原因系黄金价格影响毛利率所致，另外金控公司营业收入大幅增加（同比增长 330%），但由于金控公司业务毛利率低（不足 1%），对集团公司整体的毛利率有一定影响。

表 1 近年来公司收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目		2012年		2013年		2014年		2015年1~3月	
		营业收入	毛利率（%）	营业收入	毛利率（%）	营业收入	毛利率（%）	营业收入	毛利率（%）
黄金	矿产金	104.76	55.53	99.60	41.11	88.70	42.97	13.96	32.26
	冶炼金	410.69	0.29	383.98	0.17	534.06	0.10	139.98	0.01
房屋销售		10.68	25.15	17.50	24.34	17.01	30.08	4.08	28.82
其他		53.18	11.32	120.13	5.63	119.82	10.04	23.67	12.07
合计		579.31	11.74	621.21	8.47	759.58	7.35	181.69	4.70

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；冶炼金营业收入中约有140亿元为黄金套利业务收入。

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。截至 2014 年底，公司黄金资源保有储量 1520 吨，较 2013 年底有所增加。

表 2 近年来公司黄金资源储量情况 (单位: 吨)

项目	2011年	2012年	2013年	2014年
保有储量	859.8	1300	1472	1520

资料来源: 公司提供

2014 年公司标准金产量 210.58 吨, 较上年略有下降, 其中矿产金产量 35.39 吨, 较上年基本持平。2015 年前一季度, 公司共计生产标准金 43.46 吨, 较上年同期下降 11.67%, 其中矿产金 8.82 吨, 同比增长约 5.13%。

表 3 公司黄金生产情况 (吨)

分类	2012年	2013年	2014年	15年1-3月
标准金产量	153.05	214.20	210.58	43.46
其中: 矿产金	31.97	35.31	35.39	8.82
冶炼金	121.08	178.89	175.19	34.64

资料来源: 公司提供

2014 年公司销售黄金 192.91 吨, 较上年增长 12.37%。2015 年一季度, 公司黄金实现销量 35.44 吨, 同比下降 16.55%。受黄金市场价格持续下行影响, 公司 2015 年一季度适度控制对外销售黄金节奏, 表现为黄金销售规模同比出现下滑。受跟踪期黄金价格持续低迷影响, 公司黄金销售价格持续下滑, 其中 2014 年销售均价为 250.21 元/克, 同比下降 11.17%, 2015 年一季度销售均价小幅跌至 245.28 元/克。

表 4 公司黄金销售情况 (吨, 元/克)

项目	2012年	2013年	2014年	15年1-3月
销量	152.18	171.67	192.91	35.44
矿产金销量	31.78	35.13	35.55	5.73
销售均价	338.82	281.68	250.21	245.28

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, 先后收购了昌邑铁矿和搭连

营铁矿; 在内蒙古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, 开发矾矿资源, 并已取得了探矿权。2014 年公司铅销售收入 14.19 亿元, 实现毛利率 12.74%, 锌销售收入 9.07 亿元, 实现毛利率 25.89%。

近几年来, 公司所属有色集团新并购的矿山, 多处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, 截至 2015 年 3 月底, 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, 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。未来伴随非金金属业务发展, 公司有望形成以黄金为核心的多金属发展产业格局。

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、时代广场和黄金海岸等。其中, 除黄金时代广场为商服类外, 其他项目项目业态均为住宅类。2014 年公司房产项目销售面积 182152.44 平方米。

表 5 公司 14 年房产销售情况

房产项目名称	14 年销售面积 (平方米)	14 年销售均价 (元/平方米)	14 年销售额 (万元)
黄金国际	74566.69	6124	45665
黄金 99	30943.19	13492	41749
黄金山水郡	24979.39	7677	19177.62
时代广场	47328.95	13572	64234
黄金海岸	4334.22	5590	2423
合计	182152.44	-	173248.62

资料来源: 公司提供

表 6 公司在建房产项目投资规划（亿元）

项目名称	项目类别	所在地	总出售面积	总投资	其中：自有资金	建设期	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	1.8	1.2
黄金 99	住宅	济南	342594	28.38	8.51	2006-2016	5.4	0
黄金山水郡	住宅	济南	52076	26.12	7.83	2012-2017	6.3	4.03
黄金时代广场	商服	济南	79877	36.00	10.80	2009-2017	4.45	2
黄金海岸	住宅	济南	246103	7.57	2.27	2005-2017	0.86	0.4
合计				131.45	39.43		18.81	7.63

资料来源：公司提供

公司房产项目计划总投资 131.45 亿元，其中 2015 年计划投资 18.81 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。

另一方面，公司采选、冶炼在建项目主要包括三山岛金矿、焦家金矿、昌邑矿业铁矿等改扩建项目。公司目前在建采选、冶炼项目均接近尾声，2015 年计划再投资 2.68 亿元，对公司资金影响较小。

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。根据山东黄金 2015 年 3 月 27 日《山东黄金矿业股份有限公司重大资产重组进展公告》，截至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，待上述工作完成，山东黄金将再次召开董事会会议审议本次重大资产重组报告书等相关议案。

根据山东黄金 2015 年 6 月 5 日公告《山东黄金矿业股份有限公司关于发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易申请材料获得中国证监会受理的公告》，山东黄金已于 2015 年 6 月 5 日收到证监会出具的《中国证监会行政许

可受理通知书》（151424 号）。证监会对山东黄金提交的《山东黄金矿业股份有限公司发行股份购买资产核准》行政许可申请材料进行了审查，认为该申请材料齐全，符合法定形式，决定对该行政许可申请予以受理。

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

公司提供的 2014 年度财务报告经北京天圆全会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。

2014 年公司新纳入合并范围的子公司一共有 6 家。分别是甘肃山金地质矿产勘查有限公司、山金国际资产管理有限公司、山金瑞鹏（满洲里）贸易有限公司、上海山金金元股权投资基金有限公司、山金期货有限公司、山东金地矿业有限公司。另外有 4 家公司被排除合并范围，分别是山东金陵服务有限公司、山东黄金篮球俱乐部有限公司、山东黄金矿业（金川）有限公司、平邑县宝元石膏矿有限公司。

根据公司 2014 年度审计报告披露，公司于 2014 年 7 月 1 日开始执行新颁布或修订的企业会计准则，并根据各准则衔接要求进行了调整，2014 年年期初数多个会计科目或数据进行了更新，除了因为会计准则的变更发生的变更，另外还包括“前期会计差错更正”，对前期一系列会计差错进行更正，并对 2013 年财务报表部分科目进行追溯调整。鉴于公司对 2013 年财务报表追溯调整对其有一定影响，2014 年底经审

计财务数据与 2013 年底经审计财务数据可比性较差, 报告财务分析中 2014 年底财务数据与经追溯调整的 2013 年数据进行比较分析。

截至 2014 年底, 公司合并资产总额 745.02 亿元, 所有者权益 187.51 亿元; 2014 年公司实现营业收入 760.18 亿元, 利润总额 5.92 亿元。

截至 2015 年 3 月底, 公司合并资产总额 765.97 亿元, 所有者权益 182.06 亿元; 2015 年 1~3 月, 公司实现营业收入 181.78 亿元, 利润总额-2.76 亿元。

1. 盈利能力

2014 年公司实现营业收入 760.18 亿元, 较上年增长 22.36%, 2014 年公司营业成本较上年增长 23.69%, 略快于收入增长。2014 年公司实现营业利润率 7.08%, 较上年下降 0.95 个百分点。

从期间费用来看, 近年公司期间费用略有降低, 其中 2014 年公司期间费用为 47.88 亿元, 较上期降低了 5.81%, 减少主要来自管理费用, 主要系公司提高了管理水平, 加强了管理控制。较上期降低了 12.60%。2014 年公司期间费用率为 6.30%, 较上期降低了 1.88 个百分点。整体看, 公司的费用控制有所加强, 但是受黄金价格大幅下滑及有色金属低位震荡影响, 公司仍然面临一定费用控制压力。

2014 年公司资产减值损失 2.28 亿元, 主要系坏账损失 (占 13.04%) 及无形资产减值损失 (占 83.54%)。2014 年公允价值变动收益为 1.20 亿元, 主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债变动所致, 主要为黄金租赁业务所致。

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, 部分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。2014 年虽然黄金价格依旧低迷, 但随着集团公司 2014 年对子公司进行整合, 2014 年公司实现利润总额 5.92 亿元, 2014 年公司总资本收益率及净资产收益率分别为 0.21% 和 0.64%,

分别较上期上升了 1.65 个百分点和 6.42 个百分点。公司 2014 年业绩扭亏, 但黄金价格没有企稳, 公司仍面临一定经营压力。

2015 年 1-3 月, 公司实现营业收入 181.78 亿元, 同比增长 21.34%, 实现利润总额-2.76 亿元, 同比下降 577.68%, 2015 年一季度公司实现营业利润率 4.53%, ; 利润下降原因系自产金和铁精粉价格降低影响利润所致, 另外部分黄金转入库存未销售影响部分利润。

总体看, 受黄金价格大幅下跌及有色金属价格低位震荡影响, 公司盈利能力有所下滑, 公司面临成本控制压力较大。

2. 现金流及保障

从经营活动来看, 2014 年公司经营活动现金流入量为 713.06 亿元, 较上期增长 13.56%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 646.29 亿元, 较上期增长 7.82%, 公司 2014 年现金收入比为 85.02%, 较上年下降 11.46 个百分点, 公司收入质量有所下降。同期公司经营活动现金流出量为 697.64 亿元, 较上期增长 13.28%, 主要系购买商品、接受劳务收到的现金和支付其他与经营活动有关的现金。公司 2014 年支付其他与经营活动有关现金为 120.25 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。2014 年公司实现经营活动现金流量净额 15.42 亿元, 受公司经营和管理活动改善的影响, 现金流量净额较上期有较大幅度的提升, 同比上升 28.19%。

2014 年公司投资活动现金流入为 26.60 亿元, 同期投资活动现金流出 119.47 亿元, 公司 2014 年投资活动产生的现金流量净额为-92.88 亿元。

2014 年公司筹资活动产生的现金流入量为 433.53 亿元, 其中公司吸收投资收到现金 67.98 亿元, 取得借款收到的现金共计 195.70 亿元; 2014 年公司筹资活动产生的现金流出为 379.90 亿元, 筹资活动净现金流为 53.63 亿元, 较年初相比, 减少了 30.19%。

2015 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 34.30 亿元，相比 2014 年增长了 122.44%。公司 2015 年第一季度现金收入比为 93.60%。较 2014 年底相比，增长了 8.58%，公司现金收入质量有所提升；投资活动产生的现金流量净额为-34.93 亿元，其中，公司 2015 年 1-3 月收回投资 98.24 亿元，系公司子公司收回投资所致；筹资活动产生的现金流量净额为 10.04 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 47.26 亿元和 20.02 亿元，其规模较大主要系本期公司黄金租赁业务增加所致。

总体看，受益于公司对各子公司的重新规划管理，经营业务和公司内部管理的改善，公司经营活动净现金流增幅较大。

3. 资本及债务结构

资产

2014 年公司资产规模保持增长，截至 2014 年底为 745.02 亿元，较年初增长 11.68%，其中流动资产占 29.21%，非流动资产占 70.79%，公司资产以非流动资产为主。

截至 2014 年底，公司流动资产为 217.65 亿元，较年初增长 22.99%，公司流动资产主要由应收账款(占 7.40%)、货币资金(占 12.39%)、预付款项(占 12.83%)、其他应收款(占 11.05%)和存货(占 38.26%)构成。

截至 2014 年底，公司货币资金为 26.97 亿元，较年初下降 47.11%，公司货币资金主要由银行存款(占 79.87%)构成。货币资金下降的主要原因是山东黄金按山东省国资委要求严格控制货币资金的余额，减少闲置资金，提高资金使用效率所致。

截至 2014 年底，公司预付款项为 27.93 亿元，较年初增长 35.86%，公司预付款主要系原料采购、工程款及收购款。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 24.04 亿元，较年初上升了 52.63%，增长主要系子公司山金瑞鹏为扩展铝业务所致。公司其他应收款账面余额为 31.88 亿元，计提坏账准备 7.83

亿元，计提比例为 24.59%。另外，公司部分其他应收款账龄较长。公司其他应收款存在一定回收风险。

截至 2014 年底，公司存货为 83.28 亿元，较年初增长 12.65%。公司库存商品账面余额 84.76 亿元，计提跌价准备 1.48 亿元，公司存货主要由库存商品(占 55.63%)和开发成本(占 21.78%)构成，开发成本主要系公司房地产业务的增长所致。

截至 2014 年底，公司其他流动资产为 36.27 亿元，公司本期其他流动资产主要系理财产品(占 40.07%)、委托贷款(占 24.21%)未抵扣进项税(占 9.13%)。流动资产委托贷款的主要对象是上海惠岚房地产开发有限公司，用于山东黄金公司上海地产项目。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 527.37 亿元，较年初增长 7.60%。公司本期增长主要由于固定资产、在建工程和商誉增长所致。

截至 2014 年底，公司固定资产为 148.31 亿元，较年初增长 3.42%，增长主要系建设项目转固所致。截至 2014 年底，公司商誉为 53.43 亿元，较年初增长 1.01%，增长主要来自山金期货并购，是非同一控制企业合并所致。从而导致了合并报表中商誉增加。截至 2014 年底，公司在建工程 79.22 亿元，较年初增长 27.40%。本期公司其他非流动资产为 31.39 亿元，较上年增加 22.09 亿元，主要系公司委托贷款的增加所致。同期公司无形资产为 195.08 亿元，较年初降低 2.74%，下降主要来自探矿权减少所致。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 765.97 亿元，较 2013 年底增加 2.81%，从资产结构来看，截至 2015 年 3 月底，公司流动资产合计 237.56 亿元，其中货币资金共计 36.87 亿元，相比 2014 年底，增长了 36.70%，应收账款共计 13.84 亿元，相比 2014 年底，减少了 14.01%，其他应收款为 24.56 亿元，较 2014 年底增长 9.15%，截至 2015 年 3 月底，公司其他流动资产为 42.77 亿元，较 2014 年底增长 17.92%，主要系公司委托贷款及理财业务所

致；截至 2015 年 3 月底，公司非流动资产合计 528.41 亿元，其中在建工程 85.99 亿元，同比增长了 8.54%。

总体看，公司资产以非流动资产为主，固定资产和在建工程所占比例较高，同时公司非流动资产中商誉规模较大，其未来收益存在一定不确定性，公司资产质量尚可。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 187.51 亿元（其中少数股东权益 112.87 亿元，占所有者权益 59.98%），其中实收资本占比 6.79%，资本公积占 1.09%，永续债占 32.00%。所有者权益总体较年初增长 44.16%，公司权益上升主要系永续债务融资工具的增加所致，截至 2014 年底，公司新增加了 60 亿元的永续债务融资工具。截至 2014 年底，资本公积共计 20.49 亿元，比 2014 年年初下降 27.14%，下降主要系回购股权融资支付股权溢价款、收购少数股东股权支付的溢价款冲减资本公积所致。截至 2014 年底，公司未分配利润共计 -0.80 亿元，主要系上年亏损，且归属于母公司净利润亏损较大对未分配利润侵蚀所致。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计（其中少数股东权益 110.17 亿元）为 182.06 亿元。较 2014 年底降低了 2.91%，主要系本期亏损对公司权益的侵蚀所致。截至 2015 年 3 月底，公司资本公积为 2.10 亿元，较 2014 年底上升 2.70%。

总体看，受行业景气下行影响，公司盈利能力下滑，对归属于母公司权益形成一定侵蚀。公司权益增长主要系发行永续债务融资工具所致，公司权益稳定性较弱。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 557.51 亿元，较年初增长 3.82%，增长主要来自交易性金融负债、应付债券和其他非流动负债。截至 2014 年底，公司流动负债占 65.87%，非流动负债占 34.13%。

截至 2014 年底，公司流动负债为 367.24 亿元，较年初增长 2.96%，增长主要来自交易性金融负债和应付债券。截至 2014 年底，公司

交易性金融负债为 139.49 亿元，较年初增长 110.45%，主要系主要系黄金租赁业务增加所致，黄金租赁业务融资成本较低，集团公司在 2014 年用黄金租赁业务置换成本较高的银行贷款，导致黄金租赁业务大幅增长。另外公司预收款持续增长，截至 2014 年底为 28.27 亿元，主要系房产开发预售所致。

截至 2014 年底，公司非流动负债为 189.88 亿元，较年初增长 5.51%。截至 2014 年底公司应付债券为 98.90 亿元，较上年减少 0.02%，保持相对稳定。截至 2014 年底，公司长期借款共计 29.90 亿元，相比年初，增长了 5.62%。主要系抵押借款和信用借款的增加。截至 2014 年底，其他非流动负债共计 11.30 亿元，相比年初增加了 680.41%，主要系工银瑞投股权融资的增加。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 583.91 亿元，较 2014 年底增长 4.74%，本期公司负债结构较上年底变化不大。截至 2015 年 3 月底，短期借款共计 100.97 亿元，相比 2014 年底，增长了 2.85%。截至 2015 年 3 月底，公司交易性金融负债为 169.31 亿元，较 2014 年底增长 21.38%，同样主要为黄金租赁业务所致。

从有息债务来看，公司债务规模保持相对稳定。截至 2014 年底，公司全部债务 391.17 亿元。公司全部债务中短期债务占 67.07%，债务以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2014 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 74.83%、67.60%和 40.72%，分别较年初降低 5.67 个百分点、7.52 个百分点、8.73 个百分点。主要系公司本期发行 60 亿元永续债务融资工具计入其他权益类工具所致，如将 60 亿元永续债务融资工具按债务考虑，公司以上指标分别为 82.89%、77.97%和 59.69%。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 424.68 亿元，较年初增长 8.57%，其以上债务指标分别为 76.23%、69.99%和 41.44%，如将 60 亿元永续债务融资工具按债务考虑，公司以上指标分别为 84.07%、79.88%、60.74%，公司本期债务负担较 2014 年底有所加重。

整体看,近年公司债务规模较大,债务负担重;债务结构中以短期债务为主,债务结构有待进一步改善。

4. 偿债能力

截至 2014 年底,公司流动比率、速动比率较上年增加较快,分别为 59.27%和 36.59%,截至 2015 年 3 月底为 60.29%和 38.37%。截至 2014 年底,公司现金流动负债比为 4.20%,较上年增加 0.83 个百分点,现金流动负债比有所提高,同时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。

2014 年公司 EBITDA 为 41.69 亿元,受公司管理和经营效率提高的影响,公司 EBITDA 较上年增长 24.76%。2014 年公司 EBITDA 利息倍数为 2.80 倍,全部债务/EBITDA 为 9.38 倍,公司长期偿债指标较上期有所提升。受黄金价格低迷及公司债务规模快速上升影响,对公司整体偿债能力有一定影响,但是随着在公司经营业务和公司管理的改善,同时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 2015 年 3 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 2015 年 3 月底,公司共获得银行的授信总额 1315.72 亿元,其中未使用 901.96 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(股票代码:SH600547),具备直接融资渠道。

公司于 2011 年发行 5 年期 12 亿元中期票据“11 鲁黄金 MTN1”、于 2012 年发行 5 年期 17 亿元中期票据“12 鲁黄金 MTN1”、于 2014 年发行永续中票 30 亿元“14 鲁黄金 MTN001”。考虑到永续中票兑付日期的不确定性,出于审慎性原则,以“12 鲁黄金 MTN1”和永续票据合计额度测算公司对存续债务的保障能力。公司以上两笔债券(以下简称“测算额度”)合计额度为 47 亿元。

近三年公司 EBITDA 波动下降,其对测算额度保障倍数三年均值为 0.88 倍,其中 2014 年为 0.89 倍。近三年公司经营活动现金流入量有所增长,三年均值为测算额度的 14.25 倍,其中 2014 年为 15.17 倍。公司经营活动现金流量净额近三年有所波动,其三年均值对测算额度保障倍数为 0.32 倍,其中 2014 年为 0.33 倍。总体看,公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力强。

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 5 月 18 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 5 月 18 日,公司无不良信贷信息,过往债务履约情况良好。

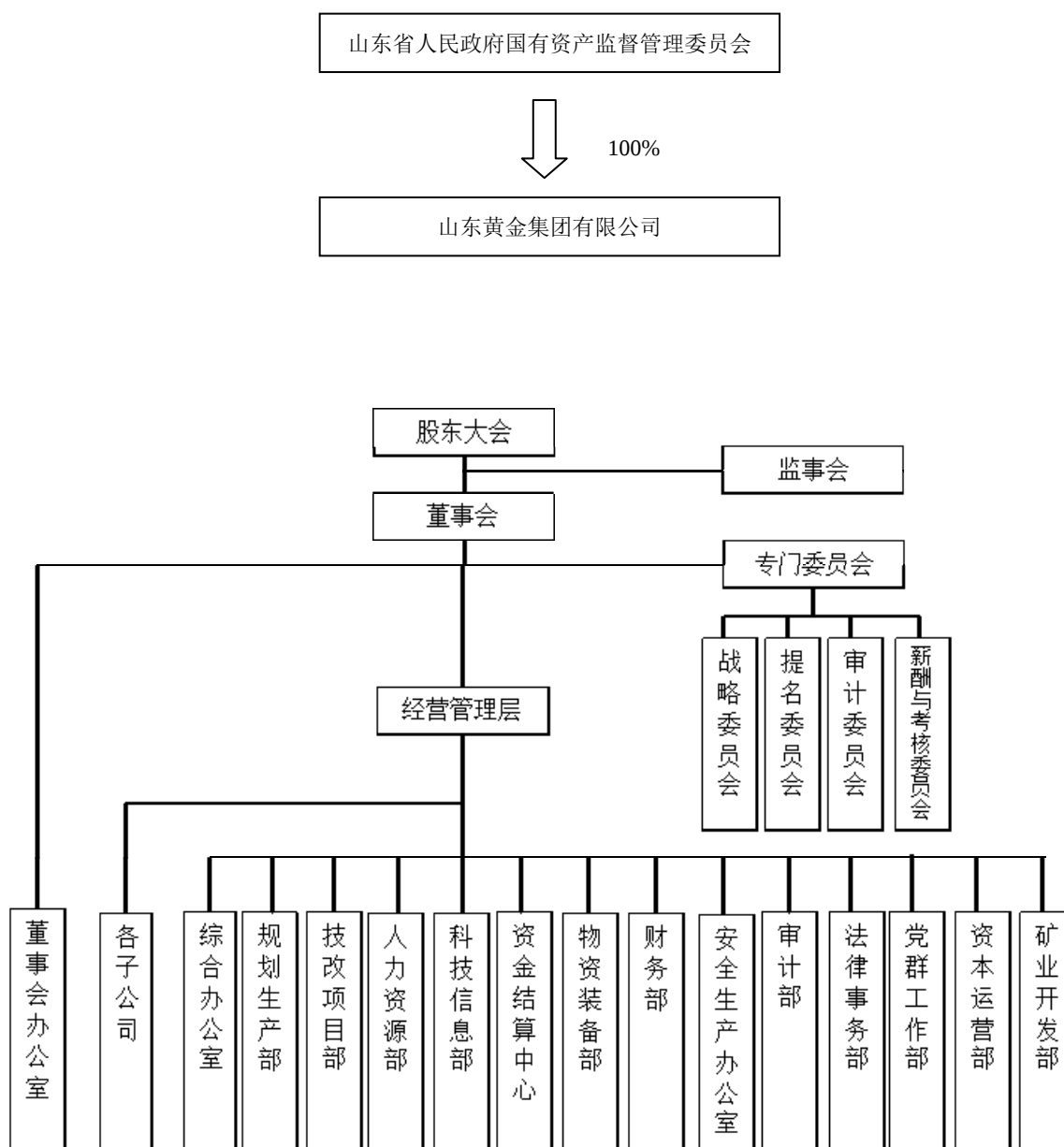
6. 抗风险能力

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“11 鲁黄金 MTN1”、“12 鲁黄金 MTN1”和“14 鲁黄金 MTN001” AAA 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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	85.63	56.76	30.00	41.91
资产总额(亿元)	638.21	667.08	745.02	765.97
所有者权益(亿元)	169.05	130.07	187.51	182.06
短期债务(亿元)	220.09	265.55	262.36	295.83
长期债务(亿元)	107.09	127.24	128.81	128.85
全部债务(亿元)	327.17	392.80	391.17	424.68
营业收入(亿元)	579.31	621.26	760.18	181.78
利润总额(亿元)	24.29	-2.36	5.92	-2.76
EBITDA(亿元)	51.54	33.41	41.69	--
经营性净现金流(亿元)	17.49	12.03	15.42	-0.91
财务指标				
销售债权周转次数(次)	151.54	78.50	51.88	--
存货周转次数(次)	8.50	7.83	8.95	--
总资产周转次数(次)	1.22	0.95	1.08	--
现金收入比(%)	99.91	96.48	85.02	93.60
营业利润率(%)	11.58	8.03	7.08	4.53
总资本收益率(%)	5.31	-1.44	0.33	--
净资产收益率(%)	8.88	-5.78	0.64	--
长期债务资本化比率(%)	38.78	49.45	40.72	41.44
全部债务资本化比率(%)	65.93	75.12	67.60	69.99
资产负债率(%)	73.51	80.50	74.83	76.23
流动比率(%)	67.01	49.62	59.27	60.29
速动比率(%)	44.43	28.89	36.59	38.37
经营现金流动负债比(%)	5.53	3.37	4.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.55	2.49	2.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.35	11.76	9.38	--

注：2012 年、2013 年财务数据为追溯调整数据；2015 年一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。