

信用等级公告

联合[2015] 656 号

联合资信评估有限公司通过对山东黄金集团有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

山东黄金集团有限公司

主体长期信用等级为

AAA

山东黄金集团有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年五月十七日



山东黄金集团有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 20 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还金融机构借款、补充运营资金

评级时间: 2015 年 5 月 27 日

财务数据

项目	2012 年 追溯数	2013 年 追溯数	2014 年	15 年 3 月
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
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
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	--
EBITDA/本期发债额(倍)	2.58	1.67	2.08	--

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。

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

联合资信评估有限公司(以下称“联合资信”)对山东黄金集团有限公司(以下称“公司”)的评级, 反映了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、区域环境等方面具有明显竞争优势。同时, 联合资信也关注到受黄金价格大幅下跌及下属部分子公司亏损影响, 公司盈利波动下滑; 金矿自给率相较于公司冶炼能力较低, 债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来伴随公司探矿工作的持续开展、有色金属产能的陆续释放, 公司竞争实力有望增强, 联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据属债券创新品种, 具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 黄金作为稀缺资源, 行业发展获得政策大力支持。
2. 公司是国内五大黄金生产企业之一, 在行业地位、资源储备、技术水平和区域环境等方面具有明显的竞争优势。
3. 公司拥有较为丰富的黄金资源, 黄金储量进一步增长, 为可持续发展提供有效保障。
4. 未来公司有色金属产能的逐步释放有利于提升公司综合实力。

关注

1. 2014 年以来，黄金价格持续下跌，公司成本压力上升，盈利波动下滑。
2. 公司债务负担重，债务结构有待改善。
3. 公司 2013 年和 2014 年财务数据对前期会计差错进行更正较多，部分亏损子公司 2012 和 2013 年应并未并表，公司前期会计处理存在一定瑕疵。
4. 本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

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、山东黄金集团有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到发行人依据发行条款约定赎回时到期有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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。

二、本期中期票据概况

公司于2014年注册中期票据50亿元，并于2014年10月底成功发行2014年度第一期中期票据（“14鲁黄金MTN001”，额度30亿元），本期计划发行剩余20亿元额度（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据无担保。公司计划将募集资金20亿元。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据第3个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

本期中期票据采用固定利率计息，前3个计息年度利率保持不变，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。其中前3个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，如公司在第3年不行使赎回权，从第4~6个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加300个基点，此后每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于发行人所有其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付

¹ 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算数平均值（四舍五入计算至0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司（含合并范围子公司）向股东分红或公司减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。且公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向股东分红或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AAA 企业与 AA 企业发行 3 年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除公司（含合并范围子公司）发生向股东分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。首先，自 2011 年来，公司（含合并范围子公司）连续三年进行现金分红，2011 年为 4147.56 万元，2012 年为 8214.35 万元（追溯调整数），2013 年为 6170.32 万元，其中，公司上市子公司山东黄金自 2004 年起连续 11 年分红，从历史分红角度分析，公司分红意愿明

显，未来持续分红可能性大。其次，近年黄金价格波动对公司盈利影响较大，但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、锌等多种金属，未来发展潜力较大，从利息支付角度分析，公司未来逐年持续分红可能性较大，递延利息支付可能性较小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

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%。全国一般公共预算支出 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、行业及区域环境

1. 世界黄金市场状况

目前，全世界查明的黄金金属基础储量约为 10 万吨，资源主要集中于南非、澳大利亚、秘鲁、俄罗斯、美国、中国等国家。

供给

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，其中矿产金和再生金是两大市场供给主体。矿产金方面，2004~2007 年，国际经济保持较快增速，黄金保值需求下降，加上部分产金国（如南非、印尼等）受金矿品位下降、开采难度增加等因素影响，黄金产量持续下降，导致全球矿产金产量持续低位。2008 年以来，受国际金融危机、美国债务危机、欧债危机等因素影响，全球经济局势不明朗，黄金的避险功能凸显，金价高位运行，带动各产金国矿产金产量持续上升。2014 年全球黄金产量达到 2860 吨，同比增涨 2.1%。矿产金产量保持稳定。再生金方面，随着全球经济发展，和冶炼技术水平的提高，全球再生金供应总体保持稳定增长的趋势，但是受生产商惜售、各国宏观经济情况和上游各类矿石供应等多方面因素影响，全球再生金产量自 09 年起持续小幅下降，2014 年全球再生金供应量 1112.5 吨，同比下降 11.51%。

考虑到黄金规模化产出周期较长，且产量受开采条件限制，预计全球矿产金产量短期内不会出现大幅增长。官方售金作为官方储备，尤其在全球经济形势不明朗的环境下，2010 年已经出现净回笼 77 吨，2011 年达到 439.60 吨，反映出新兴经济体央行对外汇储备资产多元化及再平衡的需求，预计未来短期内各国央行抛售动力不大。再生金具有较大的供应价格

弹性，但受多方因素制约，短期内产能增幅有限。综合考虑，未来几年全球范围内的黄金供应有望保持稳定增长。

需求

黄金的需求主要来自珠宝用金、工业用金以及个人投资等。2008 年以前，首饰用金约占世界黄金需求的 60~70% 左右，占主导地位；印度、中国、土耳其等国家具有黄金消费的传统和习惯，其对黄金需求相对稳定；但近年黄金价格高位运行在一定程度上抑制了首饰用金的消费需求。工业用金所占比重较低，一般在 10~12% 左右。黄金具备一定的货币属性，具有保值增值的功能，是较为理想的避险工具。2008 年以来，在金融危机、美元贬值、地区局势紧张和欧债危机的大环境下，以投资为目的的黄金需求明显增长。2008 年之前黄金投资需求量所占比重维持在 15~20% 左右，2010 年上升至 38.74%；由于国际经济形势的不明朗，截止 2015 年 3 月投资需求的黄金占总需求的比例为 25.83%，较 2014 年的 19.88% 有所回升。根据世界黄金协会数据统计，2014 年全世界黄金需求总量为 3923.7 吨；其中金饰用金 2152.9 吨、科技用金 389.00 吨、投资用金 904.6 吨，同比增加了 2%、央行净购买 477.2 吨，接近 50 年来的历史最高水平。

总体来看，近年来世界黄金需求主要由投资性需求带动。在全球宏观经济不确定性增强、全球资本市场低利率运行及主要黄金消费国中国、印度、越南等国面临较高通货膨胀率的背景下，预计未来一段时期内，全球投资避险需求可能进一步增长并传导至黄金市场。但随着国际经济形势向好，预计需求增速将有所放缓。

2. 中国黄金市场状况

根据中国黄金协会 2008 年的统计数据，中国黄金探明保有储量约 4630 吨左右，排名世界第六。中东部地区是中国探明金矿资源、储量相对集中的地区，其中山东、河北、辽宁、

福建、黑龙江、吉林、河南等省（区）探明的资源储量均在百吨以上。

2008 年中国黄金产量首次超越南非成为世界第一大黄金生产国；2014 年我国黄金产量达到 451.799 吨，同比增长 4.96%，再创历史新高，连续八年位居世界第一。

黄金产量排名前十位的省份为山东、河南、江西、内蒙古、云南、湖南、甘肃、福建、湖北、新疆，这十个省（区）黄金产量占全国黄金总产量的 82.94%。矿产金排名前十的黄金企业为中国黄金集团公司、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、埃爾拉多黄金公司（中国）、云南黄金矿业集团股份有限公司、山东中矿集团有限公司、灵宝黄金股份有限公司、灵宝金源矿业股份有限公司，这十家企业矿产金产量占全国矿产金总产量的 44.96%。整体而言，黄金行业“小而散”的局面逐步改善，大型企业主导行业发展的格局已初步形成。

综合考虑资源禀赋瓶颈、企业生产能力，新增产能建设周期以及下游需求旺盛等因素，预计中国的黄金供应量未来几年仍将保持增长趋势。

中国的黄金消费结构较为单一，大部分用于首饰用金。作为具有避险功能的投资工具，黄金投资是企业及个人投资组合中的重要组成部分。近年来国内通胀率维持较高水平，金价持续上涨，中国黄金零售投资市场日趋活跃，国内黄金投资需求逐步增大，自 2007 年以来，中国黄金消费保持两位数增速。据中国黄金协会最新统计数据，2014 年，中国黄金产量为 451.799 吨，同比增长 4.96%，产量居世界第一，其中矿产金产量 368.364 吨；中国的黄金需求 943 吨的历史新高，比上年增加 122 吨，成为全球最大黄金消费国。随着中国金融市场的发展，投资者对黄金保值避险功能及投资组合多元化等方面需求不断增强，国内黄金需求仍有一定的增长空间。

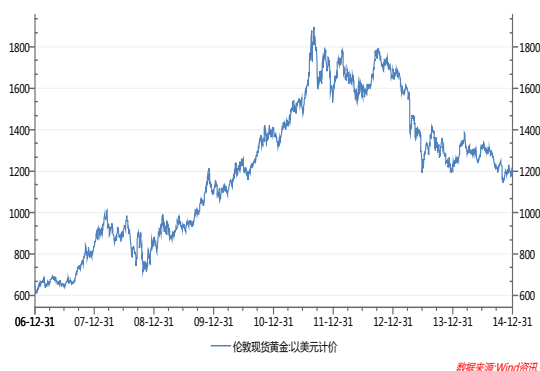
3. 黄金价格走势

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。2002 年，中国黄金市场开放后，国内金价与国际金价保持了较高的联动性；2008 年，黄金期货正式挂牌交易，这种联动性得以进一步增强。

国际金价在过去十年中呈现出整体上涨的趋势，涨幅超过 7 倍。2008 年下半年国际金价出现较大幅度调整，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 年初起继续保持单向上涨趋势。此后，受到欧洲债务危机以及美联储量化宽松政策的影响，国际金价加速上扬，并在 2011 年下半年触及此轮行情高点，达到每盎司 1920 美元。

2012 年，全球经济处于缓慢复苏的进程。宽松的货币政策与经济复苏避险需求下降导致 2012 年黄金价格处于高位区间震荡。伦敦现货黄金价格年初每盎司 1598.00 美元（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 328.72 元/克），年内最高 1791.75 美元，最低 1540.00 美元，收盘 1664.00 美元（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 334.50 元/克），较上年收盘上涨 5.68%，平均价格较上年上涨 6.39%。

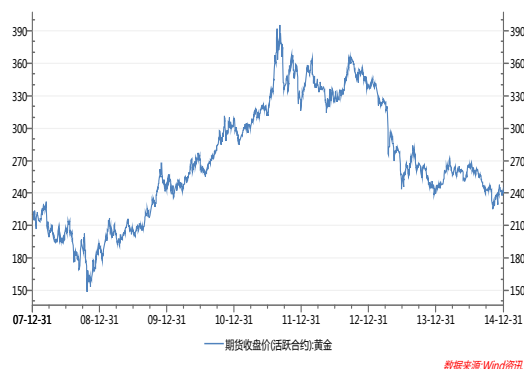
图 1 伦敦现货黄金价格走势（单位：美元/盎司）



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，全球黄金价格波动下行，2013 年 12 月 31 日为每盎司 1201 美元（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 236.46 元/克），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，全球黄金价格跌势有所缓解并波动维持平稳状态。截至 2015 年 5 月 18 日，伦敦现货黄金价格为 1214.30 美元/盎司（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 243.55 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）略有下降，金价仍然处于低迷状态。

总体看，近年黄金价格波动较大，影响当前黄金价格的因素错综复杂，黄金价格未来走势仍存在不确定性，黄金行业未来发展前景有待关注。

4. 行业关注

黄金价格是决定行业整体盈利水平的主要因素之一。2011 年四季度以来，国际金价受

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。

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。近年来各大黄金生产企业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；但在黄金价格高位运行的环境下，原料竞争激烈，一定程度上影响了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。

2011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2011年11月1日起施行。该条例中增加了从价定率的资源税计征办法，规定原油、天然气税率均为5%~10%。同时将焦煤和稀土矿分别在煤炭资源和有色金属原矿资源中单列，相应提高这两种重要稀缺资源的税额标准。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赋向下游转嫁。

据中国黄金协会介绍，2012年中国黄金行业继续深入学习贯彻科学发展观，加大结构调整力度，加快转变发展方式，初步形成了大型企业集团主导行业发展的战略格局。黄金行业越来越多地以科技创新和技术进步推动行业

发展，自主创新能力逐步增强，中国自主开发的生物氧化和焙烧提金技术已达到国际水平，这两项技术的研发和应用，使中国难处理金矿资源的开发利用实现了突破性的进展。资源勘查和资源整合取得了显著成效，重点产金区的资源勘探、整合、开发速度进一步加快，新区勘探不断取得突破，在重点成矿带上建成了一批具有规模效应的黄金生产基地。“绿色黄金”的理念贯穿于黄金勘探、开采、冶炼、精炼、设计、加工、回收等整个产业链，推行清洁生产、绿色矿山建设、减少对环境 and 生态的影响。2012年12月，中国黄金协会首次发布《中国黄金行业社会责任报告》，旨在强化黄金行业在国家经济安全、金融安全中的重要战略地位，树立行业社会责任意识，提升黄金行业整体形象。

5. 未来发展

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,黄金行业未来发展前景良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司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,山东省国资委是公司唯一出资人及实际控制人。

2. 企业规模

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2015年3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。2014年公司实现矿产金产量35.39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”。

综合分析,公司具有较强的规模优势。

3. 人员素质

目前公司高层管理人员8人,其中董事长1名、总经理1名、副总经理4名、纪委书记1名。公司高层管理人员平均年龄52岁,均具有大学及以上学历,并具有长期的管理工作经历。

公司董事长于常青先生,57岁,自1997年12月起先后任烟台市莱山区委副书记、书记;滨州市委常委、组织部部长等职;2011年12月任山东省国资委党委副书记;2013年2月至今任山东黄金集团有限公司董事长、党委书记。

公司总经理、董事陈玉民先生,52岁,自1993年5月起先后任山东黄金集团玲珑金矿副总工程师、副矿长等职;2006年11月任山东黄金矿业股份有限公司总经理;2007年8月起任山东黄金集团有限公司总经理助理兼山东黄金矿业股份有限公司总经理;2013年2月起任公司总经理、党委副书记、董事兼山东黄金矿业股份有限公司董事长、党委书记。

截至2015年3月底,公司员工总数24558人,其中生产人员14230人;公司员工中,具有大专及以上学历的占29.95%。

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. 技术水平

公司拥有省级企业技术中心1个、专业研究所6个和甲级黄金设计研究院1个,拥有工程类应用研究员12名,博士后科研工作站1个。同时建立了由31位专家组成的技术中心专家委员会。

2009年,公司获得省部级奖励项目8项,其中:《山东三山岛—仓上金矿带控矿规律研究及深部外围成矿预测》项目获2009年山东省科技进步一等奖;《海底大型金矿床安全高效开采综合技术研究》获2009年中国黄金协会科学技术特等奖;获得专利技术授权5项。

2010年,公司《中国东部典型矿集区深部资源勘查技术集成与示范》、《深井采矿关键技术研究》、《选冶检测与优化控制技术》三个项目分别列入国家“十二五”科技支撑计划和国家高技术研究发展计划“863计划”。公司获得

省部级奖励项目19项，其中：《海底大型金矿床安全高效开采综合技术》项目获2010年山东省科技进步二等奖；获得专利技术授权15项，其中发明专利1项；焦家金矿被授予“中国专利山东明星企业”，其发明专利《一种井下充填专用胶结材料的制备方法》获得“第十一届山东省专利奖”。

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。

2014年，公司投入的研发费用为1.85亿元，实施科研与创新项目172项，当年计划完成项目122项，获得32项省级以上科研奖项及25项实用新型专利授权。

总体来看，公司研发投入较为充足，科研技术水平处于行业前列，部分研究成果达到世界先进水平。

5. 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。

6. 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。山东省黄金资源主要集中在招远、莱州、莱西等胶东半岛地区，且以单生黄金矿床居多，整体矿石品位较高。

公司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，2006年以来，公司对莱州市黄金资源进行区域整合，先后收购了寺庄金矿、金仓公司、栖霞西林金矿、玲珑东风金矿和金石矿业等优质矿产资源，并在2010年获得新立金矿、玲珑东风金矿和寺庄金矿周边探矿权（合计详查资源量294.12吨），使公司黄金保有量快速增长。

山东省政府在2010年初发布的《关于深化矿产资源开发整合工作的通知》中，特别提到了重点整合区域包括平度金矿区、蓬莱金矿区和玲珑金矿区，这些地区黄金储量丰富，并且均属公司下属金矿所在矿区，预计未来一段时期公司有望获得更多省内资源并购机会。目前，山东省矿产金总产量约为100吨左右，其中山东黄金集团和招金集团产量分别为30吨和20吨左右，尚有50吨左右的产量分散于省内中小型矿山企业，综合来看，未来公司在省内的资源扩张潜力仍然巨大。

总体上，山东作为中国黄金生产第一大省，黄金资源储量丰富、地质条件和资源禀赋好，未来随着资源收储和内部整合挖潜，公司资源优势有望进一步显现。公司拥有良好的外部环境和有力的政府支持，有利于公司未来发展。

7. 股东支持

公司的控股股东为山东省国资委，因政府

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,公司黄金保有量快速增长。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构,公司下设董事会、监事会和总经理。

公司不设股东会,由山东省国资委依法对公司履行股东会职权和其他法定职权。

公司设置董事会,设董事长1人及副董事长若干,公司董事会由9名董事组成(1名董事由职工大会选举产生),其中外部董事5名,董事长和副董事长由山东省国资委指定。

公司管理层由总经理(1人)、副总经理、总经济师、总工程师和财务负责人(若干)组成。

公司设置监事会,设监事会主席1人,监事会由5人组成,其中职工监事2人,监事会主席由山东省国资委指定,公司董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司实行母子公司管理体制,根据产权关系,公司向全资子公司委派董事长、总经理,并决定子公司董事会成员的组成;对非全资子公司的董事、监事和高级管理人员拥有推荐权。公司对个别下属企业委派财务负责人,大部分下属企业的财务负责人由其管理层自主决定,公司主要通过约束、监督、考核下属企业的管理层的形式实现下属企业的经营管理。

2. 管理水平

公司制定了一套旨在规范公司内部管理的办法,内容涉及财务管理、资金管理、投资管理、内部审计、安全生产管理等领域。

财务管理方面,为了规范企业会计确认、计量和报告行为,统一会计核算标准,公司根据《会计法》、《企业会计准则—基本准则》等38项具体准则、《企业会计准则—应用指南》

以及国家其他法律和法规,制订了《内部会计核算办法》。公司还建立了包括《财务管理及内部控制制度》、《财务支出管理办法》、《财务组织构架及财务人员管理办法》等在内的管理制度,加强了对财务会计工作和会计人员的管理。公司总部作为财务管理的决策中心,有权对下属企业派驻财务总监。

资金管理方面,为加强集团资金管理,发挥资金规模优势,提高集团整体资信和资金运作能力,公司制定了《山东黄金集团有限公司资金管理办法(暂行)》。根据管理办法,2008年7月起公司开始对资金进行集中管理,设立资金结算中心,代表公司负责日常结算业务,履行内部银行职责,办理下属子公司的资金结算、融资信贷、资金调度和资金监督业务,并为其提供内部金融服务。管理办法规定了“资金权属不变”、“资金使用相对独立”、“不垫款”、“有偿存借”、“互惠互利,借贷双赢”、“收支两条线”等原则,规定了资金结算管理、资金预算管理制度,明确了内部借款程序及管理、资金结算业务的会计核算手续等内容。

投资管理方面,为规范投资行为,公司制定了《山东黄金集团投资管理办法》,严格规定了各类项目投资审批程序以及施工单位的确定和工程物资的采购办法;并规定所有投资项目必须编制资金使用计划、工程进度计划和工程质量管理办法并上报公司备案,以加强项目资金管理、工程审计工作和工程成本管理。同时,为加强公司对下属企业投资项目的管控,公司定期和不定期地对各单位项目投资管理情况进行检查,并以此作为公司对下属企业和企业负责人考核的重要内容之一。

内部审计制度方面,公司制订了《山东黄金集团有限公司内部审计工作规定》等12项审计管理制度,设立有审计委员会和审计部,对所属下级单位的审计工作给予指导,并接受上级审计机关和主管部门的指导和监督。公司下属单位根据公司相关制度规定,分别设立内

部审计机构，在公司规定和董事会批准范围内，依法独立行使内部审计监督权，并据此制定审计工作规划和年度审计工作计划，按规定程序开展各项审计工作。公司内部审计制度较好地强化了审计监督，规范了审计行为，确保了内部审计人员依法履行职责。

安全生产管理方面，公司制定了《安全生产检查制度》、《重大危险源监测、监控管理制度》和《生产安全事故报告、应急救援和调查处理制度》等一系列规章制度。公司本部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。但作为矿山类企业，公司面临一定安全生产压力，公司仍需继续加强安全生产工作。

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。

总体上，作为具有长期经营历史的黄金生产企业，公司已建立起较为健全的法人治理结构以及各类管理制度和对下属企业的管理方法，可以满足公司正常运转的需要。

七、经营分析

1. 经营现状

经过系列调整，公司形成了黄金采选和地产旅游两大主营业务，目前公司仍以黄金生产为核心业务。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%；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（同比增加 330%），但由于金控公司业务毛利率极低（不

足 1%），因此极大的影响了集团公司整体的毛利率。

表 1 近年来公司营业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（亿元）	毛利率（%）	营业收入（亿元）	毛利率（%）	营业收入（亿元）	毛利率（%）	营业收入（亿元）	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；冶炼金营业收入中有140亿元为黄金套期业务收入。

2. 黄金业务

资源储量

黄金生产企业的竞争主要集中体现于金属资源的获取。公司始终关注资源开发和占有力度，自公司设立之时，公司并购资源的步伐就一直持续前进。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 4845 万元收购国鑫公司所持有的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 年公司收购了黄金集团的三山岛、玲珑、沂南、鑫汇、金仓矿业资产，至此，公司主营业务在做大做强上更进一步。

在加大省内矿山并购的同时，公司开始走出山东，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矿周边 4.76 平方公里的探矿权，收购了山东金石矿业有限公司剩余 25%的股权，2012 年公司又收购了甘肃西和县中宝矿业公司 70%的股权和福建源鑫公司 80%的股权。

与此同时，公司全面加强地质勘探工作，现有矿山的深部及周边探矿，均取得一定进展。公司黄金资源储量大幅增加，截至 2013 年底，公司保有储量 1472 吨，较 2012 年底增

长 13.23%。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

总体上，公司拥有较为丰富的黄金资源，黄金储量进一步增长，为可持续发展提供有效保障。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。尤其是公司开始由山东省向外省拓展业务，对公司的成本控制能力及管理能力的提出了挑战。

生产经营

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。在行业景气状态下，公司通过技术改进、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。经过近几年产能的扩张，公司采矿和

选矿能力已成倍增长，截至2015年3月底公司日处理矿石量47788吨。

表3 截至2015年3月底公司矿山企业生产情况

矿山企业名称	采选能力(吨/日)
玲珑金矿	5393
三山岛金矿	11727
沂南金矿	1448
新城金矿	5525
焦家金矿	8547
金洲矿业	1237
青岛公司	4317
柴胡栏子	1070
嵩县山金	600
金创集团	2308
福建金创	806
天承矿业	669
蓬莱矿业	1034
海南抱伦	807
青海山金	430
归来庄金矿	1871
合计	47788

资料来源：公司提供

注：末位差异由四舍五入引起。

生产成本方面，近年来公司吨矿综合成本波动下降，2014年公司加强成本控制，吨矿综合成本较上年下降11.98%。

表4 公司矿山企业生产技术指标

项目	2012年	2013年	2014年	15年1-3月
采矿量(万吨)	1353	1766.22	2114.07	489.01
处理量(万吨)	1619	1710.33	2169.28	511.48
入选品位(克/吨)	2.23	2.16	2.26	2.27
回收率(%)	92.07	92.94	91.51	91.70
吨矿综合成本(元/吨)	396.14	399.42	351.57	360.60
克金成本(元/克)	190.68	196.99	181.8	183.74

资料来源：公司提供

公司拥有超过300公斤/日的金精矿冶炼能力，近年公司采选能力的提升使矿产金产量有所增长，2012~2014年公司标准金产量分别为153.05吨、214.20吨和210.58吨，其中矿产金产量分别为31.97吨、35.31吨和35.39吨。2015年前三季度，公司共计生产标准金43.46吨，其中矿产金8.82吨。相对于冶炼能力，公司的金精矿自给能力处于较低水平；公司冶炼

规模迅速扩大，因此原料供应除自产黄金外，冶炼用合质金（非标准金）大部分来自外购。

表5 公司黄金产量及产品构成(单位：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

总体上，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，采充、采选不能完全平衡，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。另外，公司黄金业务矿石自给率较低，公司黄金冶炼需大量外购粗金，但公司所处的山东区域是黄金企业的密集地，也是上海黄金交易所会员的密集地，公司在粗金原料的采购方面也存在着激烈的竞争。

产品销售

公司所属的黄金精炼厂是上海黄金交易所指定的全国首批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。根据中国目前的相关规定，标准金锭的销售必须在上海黄金交易所进行且必须是在上海黄金交易所注册的品牌。因此，公司生产的标准金锭基本不存在销售和回款压力。

表6 公司黄金销售情况(单位：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

2012~2014年，公司黄金销售量有所增长，分别销售黄金152.18吨、171.67吨和192.91吨。2014年，受同期黄金价格持续下跌影响，

公司黄金销售收入较上年有所下降。2015 年一季度公司黄金实现销量 35.44 吨，受黄金市场价格持续下行影响，公司 2015 年前一季度黄金平均售价出现进一步下滑，公司经营及成本控制压力加大。

为避免金价波动对公司带来的风险，公司利用黄金 T+D 业务对冲黄金价格波动风险，对主要产品黄金进行合理套期保值，有效化解经营风险，平抑公司经营业绩的波动。公司制定了《精炼厂黄金期货交易管理暂行办法》及《精炼厂黄金交易风险管理办法》，对该项业务进行严格管理，使公司的黄金 T+D 业务始终保持正常运作。此外，公司 2011 年引入黄金租赁业务作为融资渠道的补充（向银行借金还金），针对该业务公司进行了相应的套期保值，以对冲远期黄金价格波动风险。除此之外，公司无其他商品期货、结构性存款、理财产品投资等。

在销售自产产品的同时，作为上海黄金交易所会员，公司代理了部分黄金交易业务，但占收入比重很小。

总体来看，公司黄金产品销售渠道畅通，但由于公司是黄金价格的被动接受者，公司收入规模和利润水平对金价敏感度高，受金价波动影响较大。近年受金价持续下跌影响，公司面临经营及成本控制压力。

3. 非黄金业务

其他非黄金金属

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

公司房产板块不断发展，2012~2014 年，公司房产销售分别实现确认收入 10.68 亿元和 17.50 亿元和 17.01 亿元，业务收入较平稳。2015 年前一季度公司房产项目销售确认收入 4.08 亿元。

表 7 公司主要房地产项目销售情况（平方米，元/平方米，万元）

房产项目名称	13 年销售面积	13 年销售均价	销售收入	14 年销售面积	14 年销售均价	14 年销售收入
黄金国际	90932	7559.88	68744	74566.69	6124	45665
黄金 99	15754	10190.43	16054	30943.19	13492	41749
黄金山水郡	40872	9657.71	39473	24979.39	7677	19177.62
时代广场	31480.48	14748.82	46430	47328.95	13572	64234
黄金海岸	12624	3608	4555	4334.22	5590	2423
五峰山	336.99	13168.64	443.77	-	-	-
合计	191999.47	-	175699.77	182152.44	-	173248.62

资料来源：公司提供

公司主要房产项目正在开工建设, 并进行预售, 未来仍能对公司形成一定收入、利润贡献, 但随国家宏观调整政策频出, 公司房产盈利存在不确定性。

4. 经营效率

2012~2014 年公司销售债权周转次数分别为 151.54 次、78.50 次和 51.88 次。同期, 公司存货周转次数保持相对稳定, 分别为 8.50 次、7.83 次和 8.95 次, 总资产周转次数有所波动, 分别为 1.22 次、0.95 次和 1.08 次。

总体来看, 公司整体经营效率良好。

5. 在建项目

公司目前投资规模在 5 亿元以上的金属业务在建项目主要有三山岛金矿 8000 吨/日探建结合工程、焦家金矿采选 6000 吨/日扩建工程、昌邑矿业东辛庄铁矿 200 万吨/年采选工程和赤峰山金 10 万吨/年铅冶炼项目。除赤峰山金计划于 2014 年 7 月完工外, 其他均将于 2015 年完工。在建项目实际投资部分超过投资预算, 主要是因为 (1) 实际施工超设计范围, 造成工程量增加; (2) 土建工程土石方超挖严重, 土石方量增大; (3) 井巷工程涌水量

增大或岩石破碎, 需注浆或支护导致费用增多; (4) 设计变更与现场签证导致费用增多;

(5) 部分项目建设周期较长, 人工、材料涨价及相关的定额有调整。这些项目如能顺利投产, 公司的经济效益能够获得有效提升。

目前公司主要开发房地产项目包括黄金国际项目、黄金 99 项目、黄金山水郡项目、黄金时代广场项目和黄金海岸项目。公司拥有一个储备项目, 地块位于上海杨浦区 40 街坊地块 (又称渔人码头三期地块) 位于黄浦江、杨树浦港 “两港交汇” 之处, 北至杨树浦路, 西至丹东路、东至兰州路、南至规划安浦路, 占地面积约 31.73 亩, 土地用途为商办用地, 容积率 3.2, 地上核定计容面积 67686 平方米。预计总投资约 25.26 亿元, 由公司子公司山东黄金地产旅游集团有限公司 (出资 60%) 与保利置业 (上海) 投资有限公司 (出资 40%) 合作开发, 投资收益率约 27.28%, 计划 2017 年实现项目清盘。该地块 2014 年 2 月份完成土地摘牌工作, 土地出让金 101923 万元, 已经全部缴纳完毕, 土地用途为商办用地, 规划建筑单体主要为办公用写字楼。其他批文尚未拿到。

表 8 公司主要房地产在建项目情况 (单位: 平方米、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	截至 15 年 3 月底已投资	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	0.71	1.8	1.2
黄金 99	住宅	济南	342594	28.38	8.51	2006-2016	1.1	5.4	0
黄金山水郡	住宅	济南	52076	26.12	7.83	2012-2017	0.82	6.3	4.03
黄金时代广场	商服	济南	79877	36.00	10.80	2009-2017	0.26	4.45	2
黄金海岸	住宅	济南	246103	7.57	2.27	2005-2017	0.02	0.86	0.4
合计				131.45	39.43		2.91	18.81	7.63

资料来源: 公司提供

表 9 公司金属冶炼在建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	总投资	资金筹措方案		项目进展安排 (项目工期)	截至 15 年 3 月底完成投资情况	2015 年投资计划	2016 年投资计划
		贷款	自筹				
三山岛金矿 8000t/d 探建结合工程项目	14.90	70%	30%	2015.9 (盲竖井除外)	16.58	0.41	2015 年完成
焦家金矿采选 6000t/d 扩建工程	5.81	70%	30%	2015.12	13.86	0.59	2015 年完成

昌邑矿业东辛庄铁矿 100 万 t/d 采矿、200 万 t/a 选矿工程建设项目	7.94	70%	30%	2015.1	12.75	因市场低迷，目前项目暂停	
赤峰山金红岭矿业新增 1500 吨技改扩建项目	3.20	70%	30%	2014.3	3.09	项目已建设完成，2015 年无投资	
赤峰山金 10 万 t/a 铅冶炼项目	11.10	70%	30%	2014.7	13.58	0.63	2015 年完成
东风矿区采选 2000 吨/日工程	6.21	70%	30%	2015.6	7.81	0.56	2015 年完成
合计	49.16					2.68	

资料来源：公司提供

注：赤峰山金红岭矿业新增 1500 吨技改扩建项目已于 2014 年 6 月完工；小数点后差异由四舍五入引起。

总体看，公司在建项目主要集中在房地产开发项目上，未来投资规模相对较小。

6. 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。

目前，公司主要在建工程包括三山岛金矿 8000 吨/日探建结合工程、焦家金矿采选 6000 吨/日扩建工程、黄金山水郡、黄金 99 等房地产项目；除此之外，公司对新收购或正在收购中的黄金矿山，也计划进行基础建设投资或勘探投资；同时，公司正在积极洽谈各类股权或资源的合作事宜，未来可能存在大量矿山类企业的股权收购事项，这将极大的提升公司黄金储量和持续发展能力。

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，在快速发展的过程中，大量跨地区和跨金属品种经营的格局对公司管理能力和技术实力提出了挑战。

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。

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

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012 年度财务报告经利安达会计师事务所有限责任公司审计，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，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，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，均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 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、上海盛钜资产经营管理有限公司、福克斯矿业公司（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。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 2012 年数据进行比较分析。

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。

2. 资产质量

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，符合黄金业务企业特征。

截至 2014 年底，公司流动资产为 217.65 亿元，较年初增加了 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 2013 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。

3. 负债及所有者权益

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%），另外实收资本占比 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上涨了 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 年年初降低了 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去年底变化不大。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，较年初增加了 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，债务负担较重；债务结构中以短期债务为主，债务结构有待进一步改善。

4. 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。

2013 年，公司实现利润为 -1.40 亿元，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。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，公司 2014 年盈利加速反弹。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 年前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。

5. 现金流

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。

6. 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。

7. 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。

8. 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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 20 亿元, 在公司赎回前长期存续, 且与其他债务融资工具特征接近, 故联合资信将其全部作为有息债务进行分析, 发行后将在现有全部债务的基础上增加 20 亿元有息债务, 占 2015 年 3 月底全部债务的 5.11%, 长期债务的 15.53%, 对公司现有债务影响较小。

截至 2015 年 3 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 76.23%、69.99% 和 41.44%; 以公司 2015 年 3 月底财务数据为基础, 根据谨慎性原则, 若将永续债务融资工具视作债务, 预计本期中期票据发行后, 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将分别上升

至 86.68%、80.53% 和 63.11%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年公司经营活动产生的现金流入量分别为 623.23 亿元、627.90 亿元和 713.06 亿元, 分别为本期中期票据的 31.16 倍、31.39 倍和 35.65 倍, 公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖程度高。2012~2014 年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 17.49 亿元、12.03 亿元和 15.42 元, 分别为本期中期票据的 0.87 倍、0.60 倍和 0.77 倍, 对中期票据本金覆盖程度一般。公司 2012~2014 年 EBITDA 分别为 51.54 亿元、33.41 亿元和 41.69 亿元, 分别为本期中期票据额度的 2.58 倍、1.67 倍和 2.08 倍。总体而言, 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度良好。

通过前文分析, 公司利息递延支付的可能性较小, 但一旦出现递延, 累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十一、结论

黄金作为稀缺资源, 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。

山东黄金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, 在行业地位、资源储备、技术水平、政府支持和区域环境等方面具有较强的竞争优势。

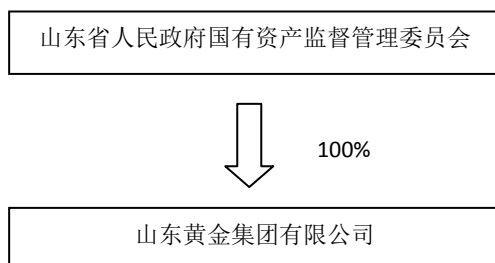
公司资产以非流动资产为主, 公司非流动资产中商誉规模较大, 其未来收益存在一定不确定性, 公司资产质量尚可; 公司权益稳定性一般; 近年公司债务规模快速上升, 债务负担持续加重, 公司债务负担重; 债务结构中以短期债务为主, 债务结构有待进一步改善; 公司受黄金价格大幅下跌冲击盈利出现下滑; 公司整体偿债能力较好。

本期中期票据属债券创新品种, 具有发行

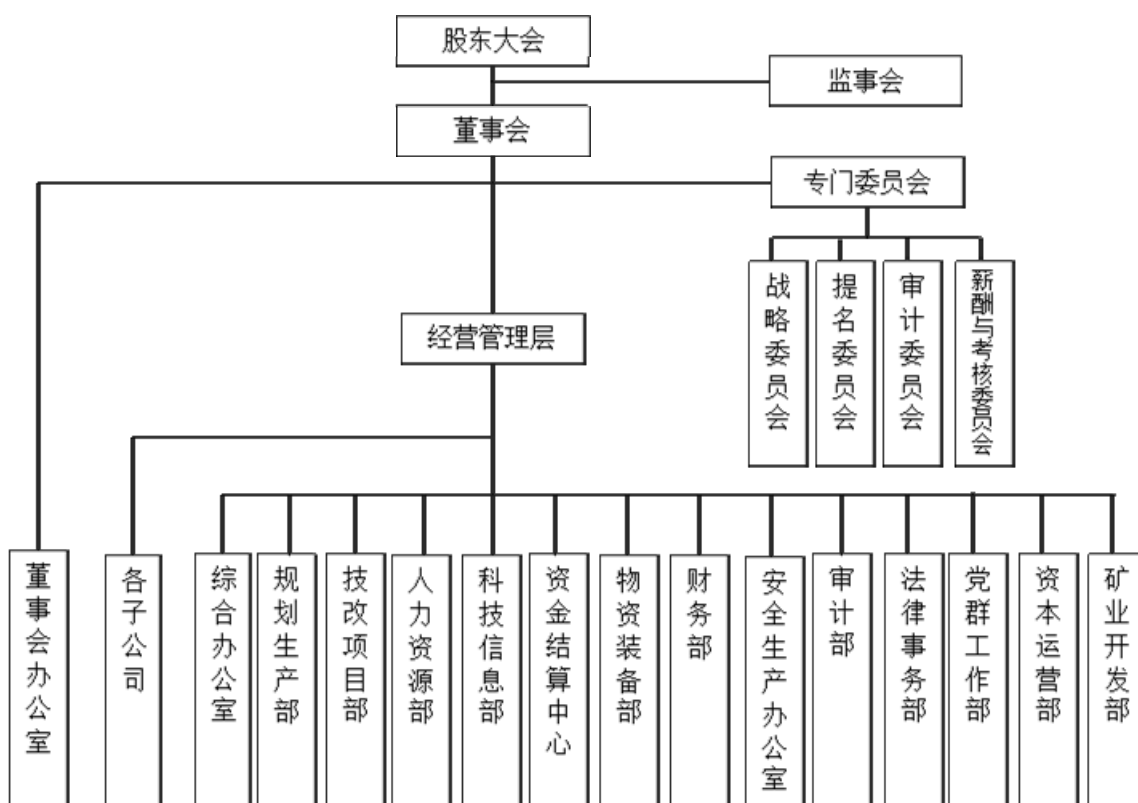
人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司现金类资产、经营活动现金流入量规模大，对本期中期票据覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



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	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	2.58	1.67	2.08	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	31.16	31.39	35.65	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.87	0.60	0.77	--

注：2012 年财务数据为追溯调整数据；2013 年财务数据为追溯调整数据；2015 年第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(新准则)

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+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 中长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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 山东黄金集团有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山东黄金集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。山东黄金集团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，山东黄金集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山东黄金集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现山东黄金集团有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如山东黄金集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山东黄金集团有限公司、主管部门、交易机构等。

