跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1745 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“12鲁黄金MTN1”、“14鲁黄金MTN001”和“15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

二零一六年七月二十七日

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中期票据跟踪评级报告

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
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
15 鲁黄金 MTN001	20 亿元	2015/5/27 --/--/--	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2013 年追溯数	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	56.76	30.00	64.09	73.82
资产总额(亿元)	667.08	745.02	792.54	810.87
所有者权益(亿元)	130.07	187.51	216.73	206.63
长期债务(亿元)	127.24	128.81	102.82	102.29
全部债务(亿元)	392.80	391.17	436.20	461.02
营业收入(亿元)	621.26	760.18	681.98	154.87
利润总额 (亿元)	-2.36	5.92	6.89	1.75
EBITDA(亿元)	33.41	41.69	44.00	--
经营性净现金流(亿元)	12.03	15.42	50.56	11.72
营业利润率(%)	8.03	7.08	7.48	8.94
净资产收益率(%)	-5.78	0.64	0.99	--
资产负债率(%)	80.50	74.83	72.65	74.52
全部债务资本化比率(%)	75.12	67.60	66.81	69.05
流动比率(%)	49.62	59.27	55.36	54.74
全部债务/EBITDA(倍)	11.76	9.38	9.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	2.95	2.28	--
经营现金流动负债比(%)	3.37	4.20	11.97	--

注：2013 年数据为追溯调整数据；公司 2016 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限资金；所有者权益中共有 95 亿元永续债券。

分析师

刘文彬　盛东巍　常启睿
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

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，在跟踪期内黄金价格持续下跌的背景下，积极调整策略，降本增效，成功地实现盈利增长；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务规模逐年上升，且以短期债务为主，短期偿债压力加大。

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中期票据保障能力强。

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“12鲁黄金MTN1”、“14鲁黄金MTN001”和“15鲁黄金MTN001”AAA的信用等级。

优势

1. 公司资源储备规模大，持续发展能力强。
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. 跟踪期内黄金价格波动大，对公司收入规模及盈利能力影响较大。
2. 公司债务规模上升，短期债务占比高，债务负担重。
3. 公司权益中永续债及少数股东权益占比较高，稳定性较差。

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中期票据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2016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2015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2015年底，公司共有纳入合并范围的二级子公司28家。

截至2015年底，公司合并资产总额792.54亿元，所有者权益216.73亿元（其中少数股东权益111.36亿元）；2015年公司实现营业收入681.98亿元，利润总额6.89亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额810.87亿元，所有者权益206.63亿元（其中少数股东权益104.38亿元）；2016年1～3月，公司实现营业收入154.87亿元，利润总额1.75亿元。

公司注册地址：山东省济南市舜华路2000号舜泰广场3号楼；法定代表人：陈玉民。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%。具体来看，2015年，中国第一产业增加值6.1万亿元，同比实际增长3.9%，增速较2014年下降0.4个百分点；第二产业增加值27.4万亿元，同比实际增长6.0%，增速较2014年下降1.3个百分点；第三产业增加值34.2万亿元，同比实际增长8.3%，增速较2014年上升0.5个百分点。整体看，2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较2014年回落5.7个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额14.3万亿元，同比增长7.8%，增幅较2014年下降1.5个百分点，整体上较为平稳；2015年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较2014年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015年，中国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较

为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

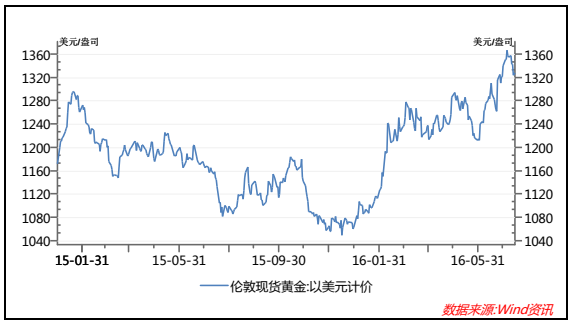
2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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

2015 年全球黄金矿业低迷，黄金价格出现大幅下跌。黄金协会统计数据显示，2015 年中国黄金产量为 450.05 吨，其中矿产金产量 379.42 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

2015 年，全球的黄金价格波动下行，2015 年 12 月 31 日为每盎司 1062.25 美元，相比年初的每盎司 1172.00 美元下跌 9.36%。2015 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；美元加息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 2016 年，受美国经济数据不及预期、英国脱离欧盟等频繁发生的风险事件影响，投资者避险需求增强，使得黄金价格逐渐走强。截至 2016 年 3 月 31 日，伦敦现货黄金价格为 1187.00 美元/盎司（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 255.70 元/克），较 2015 年 12 月 31 日的 1062.25 美元/盎司（上海金交所现货 Au9999 收盘价为 222.86 元/克）增长 11.74%。

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 2016 年 3 月底，公司共有探矿权 236 个，采矿权 147 个，黄金保有储量 1451 吨，铁矿石资源总量 18934 万吨，铅锌资源（金属量）288 万吨。2015 年公司实现矿产金产量 36.03 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”，被中国黄金协会授予“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

本次跟踪期内根据《山东省人民政府关于任免陈玉民等工作人员职务的通知》，鉴于公司已改建为国有资本投资公司，山东政府决定任命陈玉民为改建后的公司董事长，原董事长

于常青的董事长职务自然免除。

陈玉民先生，董事长、党委书记，汉族，1961年5月出生，安徽六安人，博士研究生，中共党员。1983年8月至2000年7月在玲珑金矿工作，先后任施工员、技术员、生产作业计划员、综合计划员、计划科副科长、计划处副处长、生产技术处副处长、计划处长、副总工程师、副矿长、副矿长兼总工程师（其间1991年8月至1994年3月，于北京科技大学研究生院学习）；2000年7月在山东黄金矿业股份有限公司任总工程师兼生产计划部部长；2003年6月在山东黄金矿业股份有限公司任副总经理兼总工程师；2006年6月在山东黄金矿业公司任安全生产部经理；2006年10月在山东黄金矿业股份有限公司任常务副总经理兼矿业公司安全生产部经理；2007年8月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；2008年5月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董事长、党委书记；2009年4月任山东黄金集团有限公司副总经理、党委委员兼山东黄金矿业股份有限公司董事长、党委书记；2013年2月任山东黄金集团有限公司董事、总经理、党委副书记；2015年10月至今任山东黄金集团有限公司董事长、党委书记。

跟踪期内，公司其他高管人员及管理制度方面无重大变化。

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，随黄金价格波动，公司调节黄金销售量，使得营业收入有所波动。2013~2015年，公司分别实现营业收入621.26亿元、760.18亿元和681.98亿元，利润总额分别为-2.36亿元、5.92亿元和6.89亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入154.87亿元，利润总额1.75亿元。2015年，受黄金价格大幅下行影响，及公司黄金销量下降，其销售收入较上年有所下降，其中矿产金收入较上年下降8.79%，冶炼金收入较上年下降15.03%；公司矿产金毛利率较上年下降0.49个百分点，实现毛利率42.48%；盈利能力较弱的冶炼金业务毛利率继续下降为0.04%。从房产销售来看，2015年公司房产销售确认收入16.72亿元，较上年下降1.70%，实现毛利率36.12%，较上年有所提升。受益于房地产板块盈利能力提升，公司整体盈利2015得到改善，其主营业务毛利率为7.90%，较上年提高0.55个百分点。公司2015年其他业务收入同比略有增长，实现收入129.93亿元，实现毛利率10.21%。

2016年一季度，公司实现主营业务收入154.87亿元，实现利润总额1.75亿元。受益于黄金价格有所回升，公司2016年第一季度毛利率同比上升1.26个百分点至9.16%；其中公司本期矿产金实现收入21.95亿元，矿产金毛利率48.43%，较2015年增长5.95个百分点。

表 1　近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目		2013年		2014年		2015年		2016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	99.60	41.11	88.70	42.97	80.90	42.48	21.95	48.43
	冶炼金	383.98	0.17	534.06	0.10	453.79	0.04	101.31	0.62
房屋销售		17.50	24.34	17.01	30.08	16.72	36.12	2.26	30.97
其他		120.13	5.63	119.82	10.04	129.93	10.21	29.35	7.56
合计		**621.21**	**8.47**	**759.58**	**7.35**	**681.36**	**7.90**	**154.87**	**9.16**

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 2015 年底，公司黄金资源保有储量 1451 吨，受采矿权重新核实及矿山消耗影响，较 2014 年有所降低。

表 2　近年来公司黄金资源储量情况（单位：吨）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年
保有储量	1300	1472	1520	1451

资料来源：公司提供

2015 年公司标准金产量 220.63 吨，较上年略有上升，其中矿产金产量 36.03 吨，较上年略有上升。2016 年前一季度，公司共计生产标准金 51.65 吨，较上年同期增长 18.84%，其中矿产金 8.87 吨，同比基本持平。

表 3　公司黄金生产情况（吨）

分类	2013年	2014年	2015年	16年1-3月
标准金产量	214.20	210.58	220.63	51.65
其中：矿产金	35.31	35.39	36.03	8.87
冶炼金	178.89	175.19	184.60	42.78

资料来源：公司提供

2015 年公司销售黄金 170.10 吨，受价格持续下降影响，公司有意控制销量，较上年减少 11.82%。2016 年一季度，公司黄金实现销量 39.21 吨，同比增长 10.64%。受黄金市场价格回暖影响，公司 2016 年一季度适度增强对外销售黄金节奏，表现为黄金销售规模同比出现增长。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 2015 年销售均价为 235.42 元/克，同比下降 5.91%，2016 年一季度销售均价有所回暖，为 244.85 元/克。

表 4　公司黄金销售情况（吨，元/克）

项目	2013年	2014年	2015年	16年1-3月
销量	171.67	192.91	170.10	39.21
矿产金销量	35.13	35.55	36.03	8.98
销售均价	281.68	250.21	235.42	244.85

资料来源：公司提供

总体看，黄金价格进入 2016 年出现回暖，有利于公司收入及盈利水平的提高，但黄金价格回暖是否能够持续，还需进一步观察。

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。2015 年公司铅销售收入 2.30 亿元，实现毛利率 7.90%，锌销售收入 2.50 亿元，实现毛利率 16.61%。

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，截至 2016 年 3 月底，公司铁矿石资源总量 18934 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和银的产量未来将会大幅提高，2015 年铅锌产量为 6.11 万吨。铁矿方面，公司目前拥有矿山 3 家，分别为山东省内的昌邑矿业、盛大矿业及山东省境外的蒙古山金公司，由于钢铁行业市场低迷，铁精粉市场价格已低于公司成本价，铁精粉产销量逐年下降，上述铁矿企业自 2015 年起至今均处于停产检修状态。

总体看，公司其他金属资源储量具备一定规模，但受制于钢铁行业低迷，公司计划退出铁矿石行业。未来伴随产能释放，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 99、黄金山水郡、黄金时代广场、翡翠甲第和上海 40 街坊等。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。2015 年公司房产项目销售面积 137441.92 平方米。

表 5　公司 2015 年房产销售情况

房产项目名称	15 年销售面积（平方米）	15 年销售均价（元/平方米）	15 年销售额（万元）
黄金国际	35563.00	7500.00	26673
黄金 99	25296.00	12000.00	30355
黄金山水郡	27962.00	9000.00	25167
时代广场	41155.00	13000.00	53502
黄金海岸	2442.00	3500.00	8547
翡丽甲第	5023.92	86000.00	43205
合计	**137441.92**	-	**187449**

资料来源：公司提供

表 6　公司在建主要房产项目投资规划（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	2016 年 3 月底已投资	2016~2017 年投资计划
黄金 99	住宅	济南	342594	28.38	8.51	2005-2016	29.67	0.58
黄金山水郡	住宅	济南	52076	26.12	7.83	2012-2018	20.11	9.26
黄金时代广场	商服	济南	79877	36.00	10.80	2008-2019	22.28	12.8
翡翠甲第	住宅	上海	12.39	63.54	36.00	2014-2017	40.98	23.82
上海 40 街坊	商办	上海	7.21	34.03	17.00	2016-2018	17.00	6.00
合计			**474566.60**	**188.07**	**80.14**		130.04	52.46

资料来源：公司提供

公司房产项目计划总投资 229.02 亿元，其中截至 2016 年 3 月底已投资 175.98 亿元。整体看，公司房产业务规模相较专业房地产企业规模较小，短期房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，计划投资共计 49.16 亿元。公司目前在建采选、冶炼项目大部分接近尾声。

八、募集资金使用情况

公司于 2012 年 9 月发行的“12 鲁黄金 MTN1”募集资金 17 亿元，2014 年 11 月发行的“14 鲁黄金 MTN001”募集资金 30 亿元，2015 年 5 月发行“15 鲁黄金 MTN001”募集资金 20 亿元，所募集资金全部按计划用途使用。公司下属子公司黄金矿业股份公司近三年向公司分红均为 7151 万元。

九、财务分析

公司提供的 2015 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 2016 年一季度财务数据未经审计。

2015 年公司新纳入合并范围的子公司一共有 3 家。分别是山东省广安消防技术服务中心、山东黄金（北京）产业投资有限公司、山东黄金创业投资有限公司；不再纳入合并范围的自有公司有 1 家，为雅诚投资有限公司。合并范围变化不大，财务数据具有可比性。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 792.54 亿元，所有者权益 216.73 亿元（其中少数股东权益 111.36 亿元）；2015 年公司实现营业收入 681.98 亿元，利润总额 6.89 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 810.87 亿元，所有者权益 206.63 亿元（其中少数股东权益 104.38 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 154.87 亿元，利润总额 1.75 亿元。

1. 盈利能力

2015 年公司实现营业收入 681.98 亿元，较上年下降 10.29%，2015 年公司营业成本较上年下降 10.83%，略快于收入下降幅度。2015 年公司实现营业利润率 7.48%，较上年增长 0.40 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 2015 年公司期间费用为 47.50 亿元，较上期降低了 0.78%，减少主要来自管理费用（同比降低 7.92%），主要系公司提高了管理水平，加强了管理控制。同期财务费用受债务规模增长影响，同比增长了 5.01%。2015 年公司期间费用率为 6.97%，受营业收入下降影响，同比增长了 0.67 个百分点。整体看，公司的费用控制水平较好。

2015 年公司资产减值损失 2.14 亿元，主要系坏账损失（占 50.92%）、无形资产减值损失（占 33.71%）及存货跌价损失（占 8.74%）。2015 年公允价值变动收益为-0.93 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。

2015 年公司投资收益同比大幅上涨至 5.77 亿元，主要由公司股票投资收益组成。

跟踪期内，公司通过整合及加强管理，实现了利润增长，2015 年公司实现利润总额 6.89 亿元，2015 年公司总资本收益率及净资产收益率分别为 2.71%和 0.99%，分别较上期上升了 0.06 个百分点和 0.35 个百分点。公司 2015 年业绩好转，但黄金价格没有企稳，公司仍面临一定经营压力。

2016 年 1-3 月，公司实现营业收入 154.87 亿元，同比下降 14.80%，实现利润总额 1.75 亿元，同比实现扭亏为盈，2016 年一季度公司实现营业利润率 8.94%；受黄金价格回暖影响，公司盈利情况有所好转。

总体看，受公司营业成本降低影响，公司盈利能力有所好转。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015 年公司经营活动现金流入量为 692.08 亿元，同比下降 2.94%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 627.51 亿元，同比下降 12.91%，公司 2015 年现金收入比为 92.01%，较上年增长 6.99 个百分点，公司收入质量有所提高。同期公司经营活动现金流出量为 641.51 亿元，同比下降 8.05%，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 2015 年收到及支付其他与经营活动有关现金分别为 64.47 亿元和 72.53 亿元，主要系公司与子公司之间的往来款。2015 年公司实现经营活动现金流量净额 50.56 亿元，受公司经营活动现金流出量下降的影响，现金流量净额较上期有较大幅度的提升，同比上升 227.92%。

2015 年公司投资活动现金流入为 195.92 亿元，同期投资活动现金流出 268.30 亿元，公司 2015 年投资活动产生的现金流量净额为 -72.37 亿元。

2015 年公司筹资活动产生的现金流入量为 406.57 亿元，其中公司吸收投资收到现金 35.02 亿元，取得借款收到的现金共计 241.50 亿元；2015 年公司筹资活动产生的现金流出为 375.08 亿元，筹资活动净现金流为 31.48 亿元，较 2014 年相比，下降了 41.30%。

2016 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 11.72 亿元，同期现金收入比为 100.39%，与 2015 年相比，增长了 8.38 个百分点，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-14.95 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-2.32 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 38.65 亿元和 31.18 亿元。

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

2015 年公司资产规模保持增长，截至 2015 年底为 792.54 亿元，较年初增长 6.38%，其中流动资产占 29.50%，非流动资产占 70.50%，公司资产以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产为 233.80 亿元，较年初增长 7.42%，公司流动资产主要由应收账款（占 6.98%）、货币资金（占 16.33%）、交易性金融资产（占 13.57%）、预付款项（占 8.09%）、其他应收款（占 8.59%）和存货（占 31.26%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 38.19 亿元，较年初增长 41.59%，公司货币资金主要由银行存款（占 72.77%）构成。货币资金增长的主要原因是公司为了偿付即将到期的融资增加资金储备所致。

截至 2015 年底，公司交易性金融资产为 31.73 亿元，同比大幅增长，主要为购买委托理财产品及基金投资。截至 2015 年底，公司预付款项为 18.91 亿元，较年初下降 32.28%，公司预付款主要系原料采购、工程款及收购款。

截至 2015 年底，公司应收账款 16.33 亿元，同比增长 1.42%。按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款共 5.94 亿元，集中度较高。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 20.09 亿元，较年初下降 16.46%，下降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 28.47 亿元，计提坏账准备 8.38 亿元，计提比例为 29.44%。计提比例较高，主要原因为 2015 年公司进行清查，对难以回收的账款进行坏账计提所致。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 2015 年底，公司存货为 73.09 亿元，较年初下降 12.24%。公司库存商品账面余额 74.40 亿元，计提跌价准备 1.31 亿元，公司存货主要由库存商品（占 48.03%）和开发成本（占 28.86%）构成。

截至 2015 年底，公司其他流动资产为 30.61 亿元，公司本期其他流动资产主要系理财产品（占 63.51%）、委托贷款（占 24.27%）和未抵扣进项税（占 6.93%）。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 558.74 亿元，较年初增长 5.95%。公司本期增长主要由于可供出售金融资产、持有至到期投资、固定资产和在建工程增长所致。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 10.45 亿元，同比大幅增长 134.47%。主要由公司可供出售权益工具同比大幅增长所致。主要为对肥城市农村合作信用联社投资 2.97 亿元、山东东平农村合作银行投资 1.58 亿元、确认东海证券公允价值变动 2.01 亿元和转让东海证券 0.30 亿元。

截至 2105 年底，公司持有至到期投资 19.81 亿元，同比大幅增长。主要为公司增加信托、基金等投资计划所致。

截至 2015 底，公司固定资产为 162.66 亿元，较年初增长 9.67%，增长主要系建设项目转固所致。截至 2015 年底，公司在建工程 89.32 亿元，较年初增长 12.75%。同期公司商誉为 53.44 亿元，同比基本持平。本期公司其他非流动资产为 20.91 亿元，较上年下降 33.38%，主要系公司委托贷款的减少所致。本期公司无形资产为 189.13 亿元，较年初降低 3.05%，下降主要来自探矿权及采矿权减少所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 810.87 亿元，较 2015 年底增加 2.31%，从资产

结构来看，截至 2016 年 3 月底，公司流动资产合计 247.19 亿元，公司非流动资产合计 563.67 亿元，构成与 2015 年底相比变化不大。

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，符合其行业特性；同时跟踪期内公司金融投资大幅上升，公司总体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 216.73 亿元（其中少数股东权益 111.36 亿元，占所有者权益 51.38%），其中实收资本占 15.87%，永续债占 43.83%。所有者权益总体较年初增长 15.58%，公司权益上升主要系永续债务融资工具的增加所致， 2015 年，公司新增加了 35.00 亿元的永续债务融资工具。截至 2015 年底，资本公积下降至 0，下降主要为公司收购青岛高尔夫少数股东权益冲减资本公积所致。截至 2015 年底，公司未分配利润共计 -4.87 亿元，主要系往年亏损对未分配利润侵蚀所致。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 206.63 亿元（其中少数股东权益 104.38 亿元）。较 2015 年底降低了 4.66%，主要系盈余公积、未分配利润及少数股东权益下降所致。

总体看，公司权益增长主要系发行永续债务融资工具所致，少数股东占比较高，公司权益稳定性较弱。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 575.81 亿元，较年初增长 3.28%，增长主要来短期借款及一年内到期的非流动负债。截至 2015 年底，公司流动负债占 73.35%，非流动负债占 26.65%。

截至 2015 年底，公司流动负债为 422.33 亿元，较年初增长 15.00%，增长主要来自短期借款及一年内到期的流动负债。截至 2015 年底，公司短期借款 133.94 亿元，较年初增长 36.44%，主要系主要系黄金租赁业务增加所致；同期，公司交易性金融负债为 143.07 亿元，同比增长 2.57%，主要由黄金租赁组成。另外公司预收款项受结转贸易收入影响同比大幅下降 72.18%至 7.86 亿元。同期，公司一年内到期的非流动负债为 39.00 亿元，同比大幅上升 32.38 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 153.48 亿元，较年初下降 19.34%。截至 2015 年底公司应付债券为 94.07 亿元，较上年减少 4.90%。截至 2015 年底，公司长期借款共计 8.76 亿元，相比年初，大幅下降了 70.72%，主要保证借款大幅下降所致。截至 2015 年底，其他非流动负债共计 1.42 亿元，相比年初下降了 9.88 亿元，主要系工银瑞投股权融资的减少。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 604.23 亿元，较 2015 年底增长 4.94%，公司负债结构较上年底变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司流动负债为 451.62 亿元，较年初增长 6.93%；非流动负债为 152.62 亿元，较年初下降 0.56%。

从有息债务来看，跟踪期内公司债务规模有所增长。截至 2015 底，公司全部债务 436.20 亿元。公司全部债务中短期债务占 76.43%，债务以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2015 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 72.65%、66.81%和 32.18%，分别较年初降低 2.18 个百分点、0.79 个百分点、8.54 个百分点。主要系公司本期发行 35 亿元永续债务融资工具计入其他权益类工具所致，公司目前共有 95.00 亿元永续债务融资工具，如将 95 亿元永续债务融资工具按债务考虑，公司以上指标分别为 84.86%、81.36%和 61.91%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 461.02 亿元，较年初增长 5.69%，其以上债务指标分别为 74.52%、69.05%和 33.11%，如将 95 亿元永续债务融资工具按债务考虑，公司以上指标分别为 86.23%、83.28%、63.86%，公司本期债务负担较 2015 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 2015 年底，公司流动比率、速动比率较上年有所波动，分别为 55.36%和 38.05%，截至 2016 年 3 月底为 54.74%和 38.18%。2015 年，公司现金流动负债比为 11.97%，受公司经营活动净现金流大幅上升影响，较上年增加 7.77 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。

2015 年公司 EBITDA 为 44.00 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 5.55%。2015 年公司 EBITDA 利息倍数为 2.28 倍，全部债务/EBITDA 为 9.91 倍，公司长期偿债指标较上期有所下降。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 2016 年 3 月底，公司对外担保余额为人民币 1.58 亿元，为对蓬莱金创集团有限公司、蓬莱金创精铸阀业有限公司、蓬莱金龙不锈钢管材公司担保和莱州市莱州宾馆（由子公司山东天承矿业有限公司对莱州市莱州宾馆担保 200 万元）的担保，其中子公司山东天承矿业有限公司对莱州市莱州宾馆的担保存在代偿风险。公司对外担保整体影响较小。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行的授信总额 1571.84 亿元，其中未使用 1122.23 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 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”、于 2015 年发行永续中票 20 亿元“15 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。公司以上三笔债券（以下简称“测算额度”）合计额度为 67.00 亿元。

近三年公司 EBITDA 不断增长，其对测算额度保障倍数三年均值为 0.59 倍，其中 2015 年为 0.66 倍。近三年公司经营活动现金流入量波动中有所增长，三年均值为测算额度的 10.11 倍，其中 2015 年为 10.33 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 0.39 倍，其中 2015 年为 0.75 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续中期票据保障能力强。

综合分析，公司对存续期中期票据券的保障能力强。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2016 年 6 月 20 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 2016 年 6 月 20 日，公司未结清信贷无不良信贷信息，已结清信贷中有 1 笔不良及关注类贷款，系银行系统错误导致，过往债务履约情况良好。

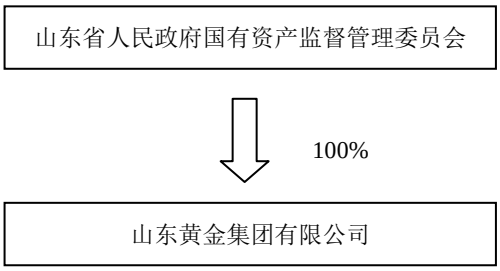
6. 抗风险能力

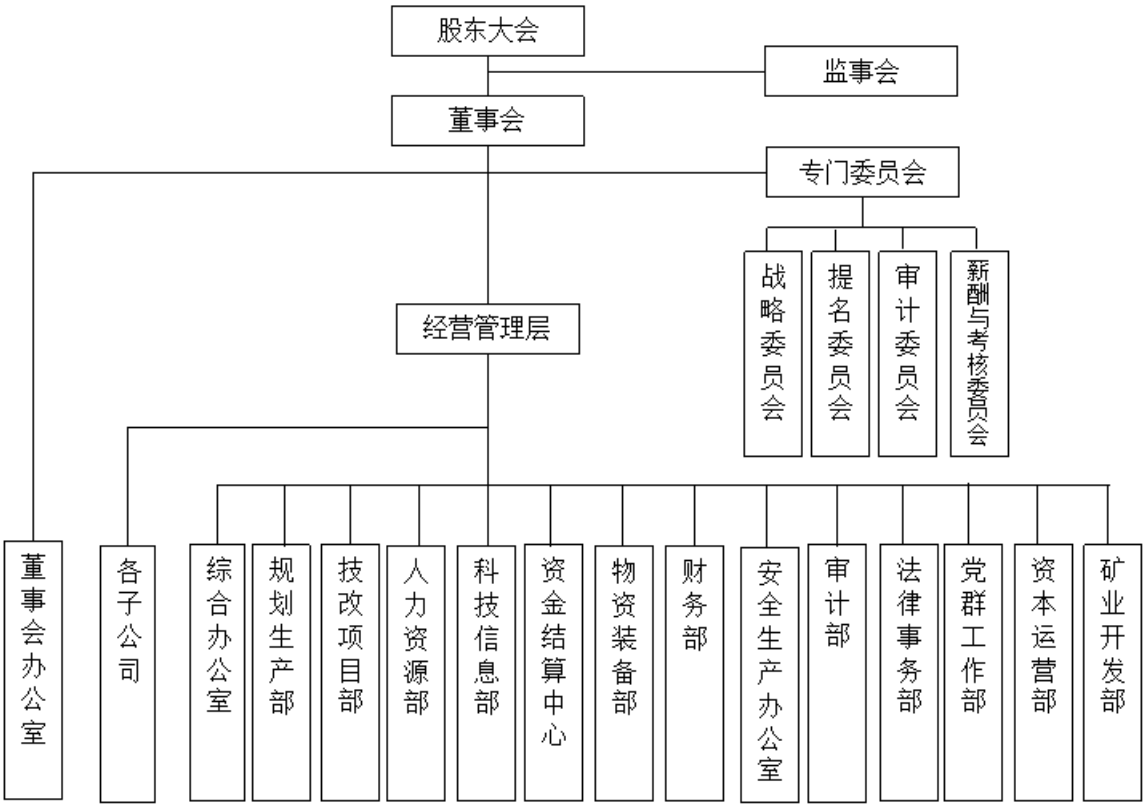
公司作为中国特大型黄金生产企业之一，在行业地位、资源储备、技术水平、区域环境等方面具备较明显的竞争优势。综合判断，公司整体抗风险能力强。

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“12鲁黄金MTN1”、“14鲁黄金MTN001”和“15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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	56.76	30.00	64.09	73.82
资产总额(亿元)	667.08	745.02	792.54	810.87
所有者权益(亿元)	130.07	187.51	216.73	206.63
短期债务(亿元)	265.55	262.36	333.38	358.73
长期债务(亿元)	127.24	128.81	102.82	102.29
全部债务(亿元)	392.80	391.17	436.20	461.02
营业收入(亿元)	621.26	760.18	681.98	154.87
利润总额(亿元)	-2.36	5.92	6.89	1.75
EBITDA(亿元)	33.41	41.69	44.00	--
经营性净现金流(亿元)	12.03	15.42	50.56	11.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	78.50	51.88	34.12	--
存货周转次数(次)	7.83	8.95	8.03	--
总资产周转次数(次)	0.95	1.08	0.89	--
现金收入比(%)	96.48	85.02	92.01	100.39
营业利润率(%)	8.03	7.08	7.48	8.94
总资本收益率(%)	1.13	2.65	2.71	--
净资产收益率(%)	-5.78	0.64	0.99	--
长期债务资本化比率(%)	49.45	40.72	32.18	33.11
全部债务资本化比率(%)	75.12	67.60	66.81	69.05
资产负债率(%)	80.50	74.83	72.65	74.52
流动比率(%)	49.62	59.27	55.36	54.74
速动比率(%)	28.89	36.59	38.05	38.18
经营现金流动负债比(%)	3.37	4.20	11.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	2.95	2.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.76	9.38	9.91	--

注：2013 年财务数据为追溯调整数据；2016 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限资金；所有者权益中共有 95 亿元永续债券。

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	（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/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。