

# 跟踪评级公告

联合[2018]442号

---

山东黄金矿业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**山东黄金矿业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**山东黄金矿业股份有限公司公开发行的“13鲁金01”和“13鲁金02”债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月四日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 山东黄金矿业股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

## 主体长期信用等级

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

## 债项信用等级

| 债券简称     | 债券余额    | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间    |
|----------|---------|--------|--------|-----------|
| 13 鲁金 01 | 20 亿元   | AAA    | AAA    | 2017/5/26 |
| 13 鲁金 02 | 6.89 亿元 | AAA    | AAA    | 2017/5/26 |

担保方：山东黄金集团有限公司

担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2018 年 5 月 4 日

主要财务数据：

发行人

| 项目               | 2016 年 | 2017 年 |
|------------------|--------|--------|
| 资产总额（亿元）         | 285.57 | 421.16 |
| 所有者权益（亿元）        | 163.45 | 171.69 |
| 长期债务（亿元）         | 33.97  | 102.12 |
| 全部债务（亿元）         | 80.44  | 171.81 |
| 营业收入（亿元）         | 501.99 | 510.41 |
| 净利润（亿元）          | 13.09  | 11.93  |
| EBITDA（亿元）       | 35.98  | 43.36  |
| 经营性净现金流（亿元）      | 27.24  | 36.99  |
| 营业利润率（%）         | 8.40   | 8.60   |
| 净资产收益率（%）        | 9.21   | 7.12   |
| 资产负债率（%）         | 42.36  | 59.23  |
| 全部债务资本化比率（%）     | 32.98  | 50.02  |
| 流动比率（倍）          | 0.42   | 0.65   |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.45   | 0.25   |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 10.80  | 9.44   |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 1.34   | 1.61   |

## 担保方

| 项目        | 2016 年 | 2017 年   |
|-----------|--------|----------|
| 资产总额（亿元）  | 860.00 | 1,035.89 |
| 所有者权益（亿元） | 243.21 | 320.71   |
| 营业收入（亿元）  | 731.12 | 748.07   |
| 净利润（亿元）   | 5.22   | 8.37     |
| 资产负债率（%）  | 71.72  | 69.04    |
| 流动比率（倍）   | 0.68   | 0.81     |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）的跟踪评级反映了山东黄金作为一家集采、选、冶于一体的大型上市公司，在跟踪期内保持了很强的综合实力。2017 年，公司完成对阿根廷贝拉德罗金矿的收购，资产规模和黄金储备进一步增加；受益于黄金价格的上涨和并购金矿对产销量的贡献，公司主营业务收入同比增长并保持了较好的盈利能力和经营活动现金流。同时，联合评级也关注到金价波动较大、资源开发风险、公司债务负担加重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”由山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金集团”或“集团”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。集团整体资产规模较大，资源储备丰富，整体偿债能力强，其担保对本次债券的信用状况仍有积极影响。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”债项“AAA”的信用等级。

## 优势

1. 公司是我国最主要的独立黄金生产企业之一，在黄金生产、探矿等方面依然具有较强的技术实力。

2. 2017 年，公司完成对阿根廷贝拉德罗金矿的收购，黄金储备进一步增强。

3. 2017 年，公司整体盈利能力仍属较好水平，经营活动获取现金的能力强。

4. 担保方山东黄金集团的资产规模较大，资源储备丰富，整体偿债能力强，其担保对本次债券的信用状况仍有积极影响。

## 关注

1. 黄金价格在很大程度上决定了公司的利润水平，黄金价格的波动对公司经营业绩影响大。
2. 作为资源类开采企业，公司安全生产和环境保护等方面的压力较大。
3. 2017年，公司因收购导致财务费用增加明显，债务负担加重。

## 分析师

李 晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

余瑞娟

电话：010-85172818

邮箱：yurj@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

  
李心怡 李心怡

联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）由山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金集团”或“集团”）、山东招金集团公司、山东莱州黄金（集团）有限公司、济南玉泉发展有限公司（原名济南玉泉发展中心）、山东金洲矿业集团有限公司（原乳山市金矿）五家法人单位于 2000 年共同发起设立，五家发起人共投入公司净资产 14,889 万元，按 67.16% 的比例折股本 10,000 万股。

公司于 2003 年 8 月通过上海证券交易所挂牌上市，股票简称“山东黄金”，股票代码“600547.SH”，注册资本变更为 16,000 万元。2006 年 3 月，公司完成了股权分置改革。后经多次转增股本和送股、增资，截至 2017 年底，公司注册资本为 185,711.88 万元；公司第一大股东山东黄金集团持有公司 44.80% 的股份，山东省人民政府国有资产监督管理委员会持有山东黄金集团 70% 的股份，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围未发生变动。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司 18 家，在职员工 14,378 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 421.16 亿元，负债合计 249.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 171.69 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 163.24 亿元。2017 年，公司实现营业收入 510.41 亿元，净利润（含少数股东损益）11.93 亿元，其中，归属于母公司净利润为 11.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 36.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.44 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：李国红。

## 二、债券概况

### “13 鲁金 01”

经证监会证监许可（2013）318 号文许可，公司于 2013 年 9 月 3 日公开发行 20 亿元公司债券，期限为 5 年期（3+2），发行票面利率为 5.16%。该债券于 2013 年 9 月 3 日起息，于 2013 年 9 月 17 日在上海证券交易所挂牌交易（债券简称：“13 鲁金 01”，债券代码：“122273.SH”）。“13 鲁金 01”募集资金净额为 19.89 亿元，募集资金在扣除发行费用后用于偿还银行贷款和补充公司流动资金。根据公司于 2016 年 7 月发布的《山东黄金矿业股份有限公司关于“13 鲁金 01”票面利率不调整 and 投资者回售实施办法的第二次提示性公告》（公告编号：临 2016-043）披露，公司选择不上调票面利率，即票面年利率维持为 5.16%，在债券存续期内后 2 年固定不变；根据《山东黄金矿业股份有限公司关于“13 鲁金 01”公司债券回售实施结果的公告》（公告编号：临 2016-044），本次回售无回售资金需发放，“13 鲁金 01”的余额不变，为 20 亿元。

2017 年 9 月，公司支付了 2016 年 9 月 3 日至 2017 年 9 月 2 日期间的应付利息。

### “13 鲁金 02”

经证监会证监许可（2013）318 号文许可，公司于 2015 年 4 月 1 日公开发行 13 亿元公司债券，期限为 5 年期（3+2），发行票面利率为 4.80%。该债券于 2015 年 3 月 30 日起息，于 2015 年 5 月 4 日在上海证券交易所挂牌交易（债券简称：“13 鲁金 02”，债券代码：“122284.SH”）。“13 鲁金 02”募集资金为 13 亿元，全部用于补充公司流动资金。根据公司于 2018 年 2 月发布的《山东黄金矿业股份有限公司关于“13 鲁金 02”票面利率上调和投资者回售实施办法的第二次提示性公告》（公告编号：临 2018-009）披露，公司选择上调票面利率至 5.30%，在债券存续期内后 2 年固

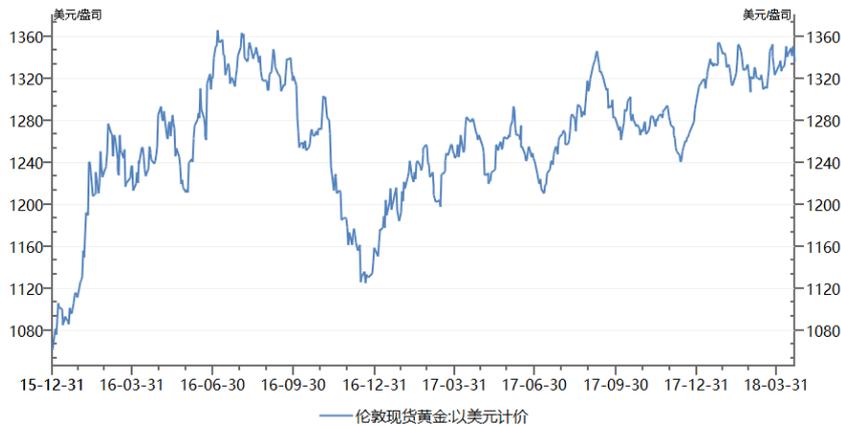
定不变；根据《山东黄金矿业股份有限公司关于“13鲁金02”投资者回售申报结果的公告》（公告编号：临2018-021），本次回售金额为6.11亿元，“13鲁金02”的余额为6.89亿元。两期债券均由山东黄金集团提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

2018年3月，公司支付了2017年3月30日至2018年3月29日期间的应付利息。

### 三、行业分析

2017年，黄金价格总体呈现缓慢上涨态势，中间不乏震荡走势。上半年，在诸多利好因素（美元疲软、国际局势不确定性增强等）的刺激下，最大涨幅超过10%；下半年，随着美元指数大幅走弱的推动，金价自低位逐级抬高，全年涨幅再创新高。2017年，国际金价年加权平均价为1,255.59美元/盎司，相比2016年均价1,246.14美元/盎司上涨了0.76%。截至2018年4月6日，伦敦现货黄金价格为1,331.20美元/盎司，较2018年1月2日的1,312.05美元/盎司上涨1.44%。

图1 2015~2018年4月伦敦现货黄金交易价格（单位：美元/盎司）



资料来源：wind 资讯

从黄金供给来看，2017年，国内全年累计生产黄金426.14吨，与2016年同期相比，减产27.34吨，同比下降6.03%，主要因为国家一系列环保政策对国家黄金生产影响比较大：环保税、资源税的出台，以及部分自然保护区和工业区的矿业权的退出使得部分黄金矿山企业减产或关停、整改，导致了2017年黄金产量的下滑。其中，黄金矿产金369.17吨，有色副产金56.97吨，另有进口原料产金91.35吨，同比上升11.45%。全国合计生产黄金（含进口料）517.49吨，同比下降3.35%。

从黄金消费来看，2017年，中国黄金消费量1,089.7吨，较2016年增长9.41%，连续5年成为世界第一黄金消费国。其中，黄金首饰用金696.5吨，同比增长10.35%；金条用金276.39吨，同比增长7.28%；金币26吨，同比下降16.64%；工业及其他90.18吨，同比增长19.63%。黄金首饰、金条销售和工业用金量继续保持增长趋势，仅金币销售量出现了下跌。

2017年，上海黄金交易所全部黄金品种累计成交量5.43万吨，同比增长11.54%，成交额14.98万亿元，同比增长14.98%；上海期货交易所黄金期货合约累计成交量共3.90万吨，同比下降43.96%，成交额10.84万亿元，同比下降41.99%。

2017年，黄金行业运行中仍需关注一些问题：（1）黄金资源保障程度亟待加强。我国黄金资源储量相对较小，在黄金矿山资源整合速度和勘探速度大幅提升的环境下，加剧了资源竞争。有限的资源将逐步成为黄金行业发展的瓶颈。（2）我国黄金企业以拥有小型矿床居多，使得开采技术

相对复杂，加大了企业开采成本。政府对企业实施了更为严格的安全生产规定，也增加了企业成本进而影响企业效益。（3）受国际经济政治环境影响，国际金价低位震荡，未来波动可能更为频繁，是行业稳定发展的不利因素。

总体看，近两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；全球宏观经济不确定性增强，以投资和避险为目的的黄金需求量增加，预计未来黄金市场仍将增长，未来发展前景良好。

#### 四、管理分析

2017年，公司完成了第五届董事会、第五届监事会换届选举工作，更换董事会秘书，对公司经营未造成重大影响。

2017年11月22日，公司披露了因H股发行须修订的《公司章程》等14项新的管理制度以及新增加制订的3项内控制度，其中，《公司总经理工作细则》、《公司董事会秘书工作细则》、《公司信息披露暂缓与豁免业务内部管理制度》自董事会审议通过后生效，其余均适用于公司在香港上市之后，目前暂不适用。此外，2017年10月31日，公司修订了自产黄金套期保值管理制度（试行）。

2017年11月21日，邱子裕先生因个人原因，申请辞去公司董事、董事会秘书、董事会战略委员会委员职务。公司聘任汤琦先生为公司董事会秘书，任期自本次董事会审议通过之日起至下届董事会聘任董事会秘书之日止。

汤琦，男，汉族，中共党员，1977年生，经济学硕士，高级职称，注册黄金投资分析师，具有基金从业和上市公司董秘任职资格。曾任山东黄金矿业股份有限公司董事会证券事务代表、董事会办公室副主任、董事会办公室主任，山东黄金集团有限公司深化改革小组办公室成员，山东黄金创业投资有限公司研究发展部部长、总经理助理、副总经理。

总体看，2017年，公司董事会、监事会换届选举、更换董事会秘书，新任董事和监事在公司任职多年，履历丰富，公司经营管理运作正常；公司新的管理制度有助于公司管理和运营。

#### 五、经营分析

2017年，公司主营业务未发生变化，仍为黄金开采和选冶，主要产品是黄金，并伴有部分白银产品。目前，公司自产金不能满足公司精炼能力的需求，因此还需外购非标准金进行冶炼。公司矿产金业务系公司自产金冶炼为标准金后出售给上海黄金交易所（以下简称“上金所”）；外购金业务系公司从黄金市场上购买非标准金，冶炼为标准金后出售给上金所；小金条业务系公司从上金所购买标准金，加工为小金条后销售给各银行终端，小金条产品采用“泰山牌”销售。

2017年，受益于黄金价格上涨以及并购金矿<sup>1</sup>对矿产金销量的贡献，公司实现营业收入510.41亿元，同比增长1.68%；同时，公司实现净利润11.93亿元，同比减少8.82%，主要系公司于2017年收购贝拉德罗金矿50%股权，增加了融资规模，财务费用较上年度大幅提升所致。

表1 2016~2017年公司主营业务收入及毛利情况（单位：亿元、%）

| 项目  | 2016年  |       |       | 2017年  |       |       |
|-----|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|     | 收入     | 占比    | 毛利率   | 收入     | 占比    | 毛利率   |
| 矿产金 | 83.21  | 16.58 | 50.48 | 97.58  | 19.16 | 44.48 |
| 外购金 | 308.21 | 61.07 | 0.05  | 292.63 | 57.44 | 0.34  |

<sup>1</sup> 金矿指的是矿产金和小金条

|           |               |               |             |               |               |             |
|-----------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|-------------|
| 小金条       | 107.40        | 21.39         | 0.09        | 116.57        | 22.88         | 0.12        |
| 其他        | 4.83          | 0.96          | 37.27       | 2.63          | 0.52          | 50.62       |
| <b>合计</b> | <b>501.99</b> | <b>100.00</b> | <b>8.77</b> | <b>509.41</b> | <b>100.00</b> | <b>9.00</b> |

资料来源：公司年报

注：其他包括银金属、硫精矿、铜金属、铅金属、锌金属。

主营业务收入结构方面，公司黄金业务（包括外购金、矿产金和小金条）是公司主要收入来源，而矿产金是利润的主要来源。2017 年黄金业务占公司主营业务收入的 99.48%，较上年变动较小。2017 年矿产金收入较上年增长 14.73% 至 97.58 亿元，主要系收购金矿使得矿产金的销量增加所致，占比较上年有所提高。外购金收入较上年下降 5.32% 至 292.63 亿元，主要系外购金销量的减少所致，占比较上年变化不大；小金条收入增长 8.54% 至 116.57 亿元，主要系开拓小金条市场增加小金条销售量所致，占比基本不变。公司其他产品的收入占公司主营业务收入的 0.52%，占比很小。

毛利率方面，公司矿产金毛利率较 2016 年下降 6.00 个百分点至 44.48%，主要系贝拉德罗金矿矿产金毛利率较低所致。外购金毛利率较 2016 年上涨 0.29 个百分点至 0.34%，主要系外购结算收益高的粗金数量较 2016 年增加所致；小金条毛利率较上年上涨 0.03 个百分点至 0.12%。公司外购金和小金条业务均为外采黄金进行加工，该部分毛利率较低，为微利经营。

总体看，2017 年受黄金价格上涨以及矿产金和小金条销量的增加影响，公司收入有所增长；由于外购金、小金条和其他金属毛利率上升，整体毛利率水平提升。

### 3. 黄金业务

公司拥有集采矿、选矿、冶炼、精炼等于一体的较完整的黄金生产产业链，主要产品包括矿产金和冶炼金。

公司四大矿山已符合“安全生产标准化二级企业”标准，有两家企业被国家安全总局认定为“全国安全文化建设示范企业”，四家企业被认定为省级“安全文化建设示范企业”。四家企业被评为“国家级绿色矿山”，三家企业被评为“国家级绿色矿山试点单位”。

储量方面，公司拥有焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿、贝拉德罗金矿五大主力矿山。探矿增储方面，探矿新增金金属量 18.50 吨。

表 2 公司矿山企业生产技术指标

| 项目      | 2016 年 | 2017 年 |
|---------|--------|--------|
| 采矿量（万吨） | 1,283  | 1,896  |
| 处理量（万吨） | 1,335  | 2,103  |
| 回收率（%）  | 95.18  | 94.39  |

资料来源：公司提供

黄金生产方面，矿石采选依旧由下属各矿山负责。2017 年，公司采矿量为 1,896 万吨，同比增长 47.78%，处理量为 2,103 万吨，同比增长 57.53%，主要系新增贝拉德罗金矿露天采矿量 759.25 万吨、堆浸量 707.32 万吨所致。

表 3 公司黄金产销量及产品构成（单位：KG）

| 项目      | 2016 年    |           |        | 2017 年    |           |        |
|---------|-----------|-----------|--------|-----------|-----------|--------|
|         | 生产量       | 销售量       | 库存量    | 生产量       | 销售量       | 库存量    |
| 黄金（矿产金） | 29,978.75 | 31,127.61 | 315.43 | 35,884.35 | 35,527.67 | 672.11 |

|     |            |            |    |            |            |        |
|-----|------------|------------|----|------------|------------|--------|
| 外购金 | 114,448.18 | 114,448.18 | -- | 105,759.99 | 105,759.99 | --     |
| 小金条 | 47,219.78  | 47,219.78  | -- | 49,945.10  | 49,444.32  | 500.78 |

资料来源：公司提供

2017年，公司矿产金产量较上年上涨至35.88吨，同比增加19.71%；外购金生产量下降7.59%至105.76吨，小金条产量增长5.77%至49.95吨，主要系不断拓展销售渠道所致。同时，公司各项环保设施均正常运行，主要污染物实现了达标排放并完成了总量减排目标，无超标排放情况。

黄金销售方面，公司外购金和小金条采用“以销定产”模式；矿产金采取即产即销的模式，由于2017年产量增加，矿产金销量增加14.14%至35.53吨。销售均价方面，由于2017年黄金价格上涨，公司各产品价格均呈增长态势。2017年，公司主要销售对象仍为上金所；对上金所销售额为372.20亿元，同比下降9.66%，占年度销售总额的75.90%，集中度有所下降。

此外，公司采用黄金租赁代替银行借款进行融资，以降低融资成本。公司向银行申请黄金租借及以人民币计价的黄金远期交易，用于锁定未来黄金价格。

总体看，2017年，公司由于新收购贝拉德罗金矿，产品销量有所增加。

#### 4. 重大事项

##### (1) 重大股权投资

跟踪期内，公司完成重大收购工作。公司通过新设全资子公司山东黄金矿业（香港）有限公司（以下简称“香港公司”）收购BarrickGoldCorporation（以下简称“巴理克黄金公司”）所属Minera ArgentinaGoldSRL（以下简称“MAG”）50%权益，购买协议约定的交易总价款为9.6亿美元（包括收购ABGII50%股权的款项、认购MAG50%新增股权款项及受让MAG股东贷款款项），收购事项产生的商誉为1.54亿美元，购买协议同时约定了交易价款调整机制。该项目主要是通过现金收购，并且于2017年6月30日完成交割。自2017年6月30日起，公司与巴理克黄金公司对MAG实施共同经营，双方按购买协议约定的各50%比例分别确认资产和负债，并有权享有贝拉德罗金矿50%的产品及确认其所产生的50%开支（资产和负债均按50%合并报表）。贝拉德罗金矿是阿根廷最大金矿及南美洲第二大金矿，也是国内中国黄金公司目前经营最大的海外金矿。根据《2015年合资格人士报告》，截至2015年底，贝拉德罗金矿金-金属量储量为754万盎司。根据购买协议约定的交易价款调整机制，2017年11月28日，香港公司向巴理克黄金公司另行支付因营运资金及存货调整产生的购股价调整款项共计29,859,443美元。

本次收购将有利于公司加快国际化进程，迅速扩大矿产资源储备，增强公司境内外市场的竞争力。本次交易完成后，公司资产总额和矿产资源储备将得到大幅增加，公司整体盈利能力进一步增强。

总体看，本次收购有利于公司后续发展，优化资源，增强自身实力，但由于主要是通过现金收购，导致资产负债率有所增加，财务负担加重。

##### (2) 重大非股权投资

跟踪期内，公司的全资子公司山东黄金矿业（莱州）有限公司（以下简称“莱州公司”）购买山东省第六地质矿产勘查院为探矿权人的“山东省莱州市前陈-上杨家矿区金矿勘探”探矿权。本次交易完成后可使莱州公司增加金金属量10.33吨。

公司的全资子公司山东黄金矿业（鑫汇）有限公司（以下简称“鑫汇公司”）收购青岛市平度金兴金矿所持有的大庄子南段探矿权、大庄子-侯家探矿权及相关的资产、负债和人员。上述探矿权正在办理矿权转让手续。该项交易完成后，可使鑫汇公司金金属量增加约19吨。

公司及全资子公司山东黄金矿业（玲珑）有限公司（以下简称“玲珑公司”）、山东黄金矿业（沂南）有限公司（以下简称“沂南公司”）分别收购山东黄金集团的新城探矿权、“玲珑探矿权”、“沂南探矿权”。上述三个探矿权正在办理矿权转让手续。本次交易完成后可使公司金金属量增加约 56 吨。

总体看，上述非股权投资增加了公司的黄金资源储量，有利于公司后续发展、提高公司盈利水平。

## 5. 经营关注

### （1）金价波动风险

黄金是公司的主要产品，黄金价格在很大程度上决定了公司的利润水平。受世界经济、政治、需求等因素的影响，黄金价格的不确定性在加剧，黄金价格的波动将导致公司的经营业绩存在不确定性，若金价出现大幅下跌，公司的经营业绩将会受到影响。

### （2）安全和环保风险

公司所从事的黄金开采、冶炼业务，对安全、环境有较高的要求。黄金矿产开采、冶炼时若发生安全事故或环境污染，将直接影响公司黄金产量，进而影响公司的收入。

### （3）资源开发风险

矿山的持续开采造成矿藏量逐渐减少，个别矿山存在资源接续紧张问题，虽然公司高度重视探矿增储、生产接续和权证办理工作，以确保最大限度的降低资源开发风险，但国家对矿山生产企业权证办理的管控和审批程序越来越严格。若在矿权审批过程中出现延滞现象，则会影响到公司的黄金产量和经营业绩。

## 6. 未来发展

公司将继续以“做优做大，成为全球黄金矿业综合实力前十强”为目标，提高产出能力和产出规模，培育差异化竞争优势，走高效、节能、绿色环保的新型发展道路。加快海外并购步伐，拓展优质资源；加强企业内部挖潜，保障长远生产接续；全方位推进精细化管理，提高生产效益，增强成本竞争力；加大科技研发投入，提升技术贡献水平；坚持安全环保“双零”目标，实现绿色发展。

总体看，随着收购的完成、公司储量进一步增加，产能有望进一步提高；同时，通过强化管理、降本增效等措施，公司经营效益有望得到进一步提升。

## 六、财务分析

公司提供的 2017 年度合并财务报表已经北京天圆全会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司包括 18 家，合并范围比上年度增加 2 家。2017 年，公司新设立了山东黄金矿业科技有限公司和香港公司。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 421.16 亿元，负债合计 249.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 171.69 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 163.24 亿元。2017 年，公司实现营业收入 510.41 亿元，净利润（含少数股东损益）11.93 亿元，其中，归属于母公司净利润为 11.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 36.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.44 亿元。

## 1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 421.16 亿元，较年初增长 48.52%，主要系非流动资产增长所致；其中，流动资产占 16.40%，非流动资产占 83.60%，流动资产占比有所上升。公司总资产较上年增加较大的原因主要系公司通过新设全资子公司香港公司通过大规模增加负债的形式收购巴理克黄金公司 MAG50% 权益，与巴理克黄金公司对贝拉德罗金矿实施共同经营，增加境外资产人民币 102.46 亿元。

截至 2017 年底，公司流动资产 69.09 亿元，较年初增长 126.30%，主要系货币资金和存货的增长所致；公司流动资产以货币资金（占 44.47%）和存货（占 44.90%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金 30.73 亿元，较年初增长 135.70%，主要系公司并购 MAG 增加的履约保证金及货币资金。截至 2017 年底，公司使用受限货币资金 6.74 亿元（占 1.60%），受限比例较低。

截至 2017 年底，存货账面价值 31.02 亿元，较年初增长 126.44%，主要系增加了收购的 MAG 存货所致；其中，原材料占 17.94%，在产品占 74.20%，库存商品占 6.90%，其余为周转材料和消耗性生物资产；公司存货计提跌价准备 12.88 万元，全部系库存商品的存货跌价准备；公司存货主要为库存商品（黄金），变现能力较强。

截至 2017 年底，公司非流动资产 352.07 亿元，较年初增长 39.14%，主要来自固定资产和无形资产的增长；公司非流动资产以固定资产（占 52.35%）、在建工程（占 7.43%）、商誉（占 7.69%）和无形资产（占 27.89%）为主。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 184.32 亿元，较年初增长 65.92%，主要系部分在建工程转固以及企业合并增加所致；其中土地、房屋及构筑物占 79.67%，通用设备占 5.22%，专用设备占 15.06%，其余为家具、用具、装具及其他，构成较年初变动不大；公司固定资产累计计提折旧 128.85 亿元，累计计提减值准备 0.62 亿元，固定资产成新率 58.74%，成新率一般。

截至 2017 年底，公司在建工程账面价值 26.15 亿元，较年初增加 17.11%；在建工程均为各矿山的技改工程、探矿工程等，均为正常施工，不存在减值迹象，故未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 98.19 亿元，较年初增长 9.77%，主要系增加焦家金矿和鑫汇公司购买矿权所致；公司无形资产以矿权（占 96.37%）为主，较上年无明显变动，符合黄金生产企业的特点；公司无形资产累计摊销 41.70 亿元。

截至 2017 年底，公司受限资产共计 6.74 亿元，占公司总资产的 1.60%，受限比例低。

总体看，2017 年，随着公司收购 MAG50% 权益，公司资产规模大幅增长；公司存货规模较大，但变现能力强、资产流动性较好；非流动资产以固定资产和无形资产为主，固定资产成新率一般，资产质量尚可。

## 2. 负债及所有者权益

### 负债

截至 2017 年底，公司负债合计 249.47 亿元，较年初增加 107.68%，主要系非流动负债增加所致；其中流动负债占 42.79%，非流动负债占 57.21%，非流动负债占比有所上升。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 106.74 亿元，较年初增加 47.42%，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增加所致；以短期借款（占 7.39%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债（占 53.88%）、应付账款（占 16.55%）和其他应付款（占 9.83%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 7.89 亿元，较年初增长 48.92%，主要系公司银行贷款融资额

增加所致。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 57.51 亿元,较年初增加 81.44%,主要系公司本期租赁黄金融资额增加所致;公司应付账款 17.67 亿元,较年初增长 35.91%,主要系增加了并购的 MAG 的应付账款,账龄在 1 年以内的占 72.12%。公司其他应付款 10.49 亿元,较年初增长 34.57%,主要系子公司收购价格调整款增加。

截至 2017 年底,公司非流动负债合计 142.73 亿元,较年初增加 199.11%;以长期借款(占 48.04%)、应付债券(占 23.08%)和递延所得税负债(占 24.26%)为主。

截至 2017 年底,公司长期借款 68.58 亿元,较年初增加了 67.70 亿元,主要系收购 MAG50% 的权益增加了融资规模所致;截至 2017 年底,公司应付债券 32.94 亿元,较年初增长 0.12%;公司存续期债券为“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”,分别为 20.00 亿元和 13.00 亿元。公司递延所得税负债 34.63 亿元,较年初增加 160.67%,主要系并购 MAG 增加的所得税暂时性差异所致。

截至 2017 年底,公司全部债务为 171.81 亿元,较年初增加 113.59%,主要来自长期债务的增加;其中短期债务 69.69 亿元(占 40.56%),占比有所下降,长期债务 102.12 亿元(占 59.44%)。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 59.23%、50.02%和 37.30%,分别较年初上升 16.87 个百分点、17.04 个百分点和 20.09 个百分点。

总体看,2017 年,公司为收购 MAG 股权增加了举债规模,债务规模迅速增长,债务负担显著加重。

#### 所有者权益

截至 2017 年底,公司所有者权益 171.69 亿元,较年初增长 5.04%,主要系未分配利润增加所致。归属于母公司所有者权益 163.24 亿元,占所有者权益 95.08%,其中股本占 11.38%,资本公积占 25.83%,未分配利润占 59.44%,股本和资本公积合计占比有所提升。公司权益结构稳定性一般。

总体看,2017 年,公司所有者权益有所增长,股本和资本公积占比有所提升,但未分配利润占比仍较大,权益的稳定性一般。

#### 3. 盈利能力

2017 年,公司实现营业收入 510.41 亿元,同比增长 1.68%,同期营业成本增长 1.34%至 464.12 亿元,营业收入及营业成本与上年基本持平。2017 年公司实现净利润 11.93 亿元,同比减少 8.82%,主要系公司收购贝拉德罗金矿 50% 股权,增加了融资的规模,融资成本较上年度有所提高。

期间费用方面,2017 年公司费用总额 27.32 亿元,同比增长 6.54%。其中管理费用为 22.01 亿元,较上年变化不大;销售费用 0.31 亿元,同比减少 9.55%,主要系公司在上海黄金交易所的交易量减少 37.20 亿元使黄金交易费下降所致;财务费用 5.00 亿元,同比增长 54.00%,主要系公司收购巴理克黄金公司所属 MAG50% 权益,融资规模增加所致。2017 年,公司费用收入比为 5.35%,较 2016 上升 0.24 个百分点,费用控制能力仍较好。

2017 年,公司公允价值变动收益为-0.87 亿元,全部系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债所致,主要来自金融租赁业务;投资收益 0.62 亿元,以处置长期股权投资产生的投资收益为主,占营业利润 3.77%。2017 年,公司实现营业外收入 0.24 亿元,同比增长 8.24%,以并购利得为主,占利润总额 1.47%。公司公允价值变动、投资收益和营业外收入规模较小,对公司利润影响较小。

从盈利指标来看,2017 年公司营业利润率为 8.60%,较上年变化不大。由于净利润的减少,公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均较 2016 年有所减少,2017 年分别为 5.60%、5.90%和 7.12%。

总体看, 2017 年, 由于矿产金产量较上年提升, 公司收入有所增长, 但由于收购贝拉德罗金矿 50% 股权导致融资成本提高, 公司利润规模和盈利能力整体有所下降。

#### 4. 现金流

从经营活动看, 2017 年, 公司经营活动现金流入 534.18 亿元, 同比增长 2.24%, 主要系随着营业收入的增长, 公司销售商品、提供劳务收到的现金相应增长所致; 经营活动现金流出 497.20 亿元, 同比增长 0.39%。经营活动产生的现金流量净额为 36.99 亿元, 较上年增长 35.78%, 主要系黄金购销业务产生的现金净流入增加所致。2017 年, 公司现金收入比为 104.09%, 同比上升 0.93 个百分点, 收入实现质量较好。

投资活动方面, 2017 年, 公司投资活动现金流入 12.09 亿元, 同比减少 19.59%, 投资活动现金流出 116.17 亿元, 同比增加 264.62%, 主要系公司收购 MAG50% 权益导致投资活动现金流出增加所致; 投资活动净现金流-104.08 亿元, 净流出规模较上年大幅增加。

筹资活动方面, 2017 年, 公司筹资活动现金流入 177.79 亿元, 同比增加 105.43%, 主要系为收购 MAG50% 权益增加长期借款所致; 筹资活动现金流出 98.12 亿元, 同比增加 8.55%; 筹资活动净现金流 79.67 亿元, 公司由去年的净流出变为净流入。

总体看, 2017 年, 公司的经营活动现金流维持在较好水平, 收入实现质量较好; 但由于举债收购金矿影响, 投资活动流出和筹资活动流入规模较大。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力看, 2017 年, 由于流动资产的快速增长, 公司流动比率和速动比率分别由 2016 年的 0.42 倍和 0.23 倍上升至 2017 年的 0.65 倍和 0.36 倍; 公司现金短期债务比由 2016 年的 0.28 倍上升至 2017 年的 0.44 倍, 经营现金流动负债比率由 2016 年的 37.62% 下降至 2017 年的 34.65%。考虑到公司主要产品是黄金, 其变现能力较强, 经营活动创造现金能力强, 因此公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看, 2017 年, 由于固定资产折旧的增长, 公司 EBITDA 较上年增长 20.52% 至 43.36 亿元, 其中折旧占 35.88%, 摊销占 16.18%, 计入财务费用的利息支出占 10.38%, 利润总额占 37.56%。但由于公司债务规模的大幅增长, EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 9.44 倍和 0.25 倍, EBITDA 利息倍数较上年有所下降, EBITDA 全部债务较上年大幅下降。公司长期偿债能力稍有减弱。

截至 2017 年底, 公司无对外担保和重大诉讼仲裁事项。

截至 2017 年底, 公司及所属单位共获得银行授信人民币 302.40 亿元, 美元 17.60 亿元, 已经使用人民币 82.70 亿元, 美元 12.60 亿元, 公司间接融资渠道通畅, 公司作为上市企业, 具备资本市场直接融资渠道。

根据中国人民银行企业信用报告 (机构信用代码: G1037010100374830N), 截至 2018 年 3 月 22 日, 公司无未结清关注类和不良类贷款信息。

总体看, 公司短期偿债能力较强, 公司长期偿债能力稍有减弱, 但综合考虑公司行业地位、资源储备、业务规模、盈利能力、经营获现能力等因素, 整体偿债能力极强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 12 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 30.92 亿元，约为“13 鲁金 01”、“13 鲁金 02”余额（26.89 亿元）的 1.15 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产为 171.69 亿元，约为债券待偿余额（26.89 亿元）的 6.38 倍，公司较大规模的净资产能够对“13 鲁金 01”、“13 鲁金 02”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 43.36 亿元，约为债券待偿余额（26.89 亿元）的 1.61 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 534.18 亿元，约为债券待偿余额（26.89 亿元）的 19.87 倍，公司经营活动现金流入量对债券的覆盖程度很高。公司 2017 年经营活动产生的现金流量净额为 36.99 亿元，约为债券待偿余额（26.89 亿元）的 1.38 倍，公司经营活动现金流量净额对本期债券的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司作为中国主要的独立黄金生产企业之一，在行业地位、资源储备、经营规模等方面具有优势，公司对“13 鲁金 01”、“13 鲁金 02”的偿还能力极强。

## 八、担保方实力

“13 鲁金 01”债和“13 鲁金 02”债由山东黄金集团提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

### 1. 担保方概况

山东黄金集团前身为 1988 年成立的山东省黄金工业总公司，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，属大型国有独资企业。经过历次股本变更，截至 2017 年底，集团注册资本 12.73 亿元，实际控制人为山东省国有资产监督管理委员会。

集团经营范围包括黄金地质探矿、开采；黄金矿山电力供应；黄金珠宝首饰提纯、加工、生产、销售；黄金选冶及技术服务；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，物业管理等。

截至 2017 年底，集团合并资产总额 1,035.89 亿元，负债合计 715.18 亿元，所有者权益合计 320.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 107.41 亿元。2017 年，集团实现营业总收入 748.83 亿元，净利润 8.37 亿元，其中，归属于母公司净利润为 1.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 56.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.55 亿元。

集团注册地址：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。

### 2. 经营情况

2017 年，集团主营业务为黄金、房地产、有色金属和金融业务。其中黄金生产为核心业务，集团拥有集采矿、选矿、冶炼、精炼、金银首饰等于一体的完整产业链。2017 年，集团实现营业总收入 748.83 亿元，较上年增长 2.31%。公司 2017 年利润总额同比增长 51.88% 至 16.63 亿元，主要系矿产金毛利及投资收益增加所致。

收入结构方面，2017 年，黄金板块仍是集团最主要的收入来源，公司矿产金和冶炼金收入均有所提升，2017 年黄金板块实现收入较上年有所提升，为 442.98 亿元，占营业收入的比重较上年上升 3.22 个百分点至 59.16%。房地产板块营业收入占比为 1.56%，较上年小幅下降 1.11 个百分点；

其他业务包括其他矿类、机械施工、建材、电力等，合计占营业收入的 39.28%，较上年小幅下降 2.11 个百分点。

盈利水平方面，矿产金是集团的主要利润来源，利润率较高，较 2016 年相比，集团矿产金毛利率小幅下降；黄金冶炼业务的利润主要来自冶炼加工费，毛利率很低，仅为 0.56%。集团房地产板块毛利率较上年下降 11.35 个百分点至 15.42%；其他业务毛利率由 4.83% 降至 4.44%。受上述因素影响，集团综合毛利率由 2016 年的 9.27% 上升到 9.61%。

表 4 近年来集团营业总收入构成情况（单位：亿元、%）

| 项目   |     | 2016 年        |               |             | 2017 年        |               |             |
|------|-----|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|-------------|
|      |     | 收入            | 占比            | 毛利率         | 收入            | 占比            | 毛利率         |
| 黄金   | 矿产金 | 99.00         | 13.54         | 46.88       | 118.16        | 15.78         | 46.78       |
|      | 冶炼金 | 309.99        | 42.40         | 0.46        | 324.82        | 43.38         | 0.56        |
| 房屋销售 |     | 19.52         | 2.67          | 26.95       | 11.66         | 1.56          | 15.42       |
| 其他   |     | 302.61        | 41.39         | 4.83        | 294.19        | 39.28         | 4.44        |
| 合计   |     | <b>731.12</b> | <b>100.00</b> | <b>9.27</b> | <b>748.83</b> | <b>100.00</b> | <b>9.61</b> |

注：集团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。

资料来源：公司提供

总体来看，2017 年，由于矿产金的销量增加，集团矿产金板块营业收入提高；毛利率较 2016 年小幅下降；其他业务营业收入有所下降，毛利率水平不高。

#### （1）黄金生产业务

集团黄金生产方面主要包括采矿、选矿、冶炼等环节。目前，集团黄金业务主要由山东黄金来运营，具体内容参见上述山东黄金的相关分析。

#### （2）非金业务

集团非金业务包括其他矿产资源开发业务、房地产业务以及机械施工、建材、电力等业务，其中以其他矿产资源业务和房地产业务为主。

矿产资源方面，主要集中于铅锌矿等资源的开发。近年，集团在内蒙收购了红岭、阿尔哈达及呼伦贝尔等铅锌矿，目前合计拥有铅锌金属量 261 万吨，有助于改变集团单一依靠黄金矿产资源的状况。

集团房地产业项目业态主要为住宅类。截至 2017 年末已投资 165.82 亿元，2017~2018 年分别计划投资 11.46 亿元和 10.76 亿元，资金压力较小。

总体看，集团非金业务有利于促进集团多元化发展，同时也是集团营业收入和利润的有效补充，一定程度上分散了黄金价格波动给集团带来的经营风险。

### 3. 财务分析

集团 2017 年财务报告经北京天圆全会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。截至 2017 年底，集团纳入合并范围的子公司包括 130 家，合并范围比上年度减少 2 家，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，集团合并资产总额 1,035.89 亿元，负债合计 715.18 亿元，所有者权益合计 320.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 107.41 亿元。2017 年，集团实现营业总收入 748.83 亿元，净利润 8.37 亿元，其中，归属于母公司净利润为 1.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 56.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.55 亿元。

## 资产质量

截至 2017 年底，集团资产总额 1,035.89 亿元，较上年末增长 20.45%，主要来自流动资产的增长，其中流动资产占比 37.17%，非流动资产占比 62.83%，仍以非流动资产为主。

截至 2017 年底，集团流动资产合计 385.04 亿元，较上年末增长 31.80%，以货币资金（占 16.32%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 18.18%）、其他应收款（占比 18.44%）、存货（占比 28.91%）和其他流动资产（占比 8.56%）为主。

截至 2017 年末，集团货币资金 62.85 亿元，较上年末增长 34.94%，主要系并购 MAG 增加的履约保证金及货币资金所致。截至 2017 年底，公司受限资金共计 12.32 亿元，占公司总资产的 1.19%，受限比例低。

截至 2017 年末，集团以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 70.01 亿元，较上年末增加 67.57%，主要系集团购买投资基金增加所致；集团预付款项 18.08 亿元，较上年末下降 28.63%，主要系地产旅游集团新增合并山东明化置业有限公司（以下简称“明化置业”）往来抵消所致。

截至 2017 年末，集团存货 111.32 亿元，较上年末增长 47.08%，主要系地产旅游集团新增合并淄博黄金城项目以及新增合并明化置业、山东黄金香港公司并购 MAG 所致。

截至 2017 年末，集团非流动资产合计 650.84 亿元，较上年末增长 14.61%，主要由固定资产（占 42.12%）、在建工程（占 9.55%）、无形资产（占 32.07%）和商誉（占 7.88%）构成。

截至 2017 年末，集团固定资产账面价值 274.14 亿元，较上年末增长 41.55%，主要系新增合并 MAG 所致；集团固定资产累计计提折旧 172.54 亿元，固定资产成新率 61.44%，成新率一般。截至 2017 年末，集团在建工程 62.16 亿元，较上年末下降 4.96%，主要系在建工程转固所致；集团无形资产账面价值 208.73 亿元，较上年末增长 7.35%，主要系在建工程地质探矿转入无形资产探矿权所致；集团商誉为 51.29 亿元，较上年末下降 4.19%，主要系山东黄金金创集团有限公司（以下简称“金创集团”）、山东盛大矿业有限公司（以下简称“盛大矿业”）调减所致。

总体看，集团资产规模继续扩张，仍以非流动资产为主，资产构成符合矿山企业特点；集团货币资金较为充裕，存货中黄金产品变现性好，但固定资产成新率一般。集团整体资产质量较好。

## 负债及所有者权益

截至 2017 年末，集团负债 715.18 亿元，较上年末增长 15.95%，主要来自非流动负债的增长；集团流动负债占 66.49%，占比有所下降，非流动负债占 33.51%，集团负债仍以流动负债为主。

截至 2017 年末，集团流动负债 475.54 亿元，较上年末增长 10.24%，主要集中于短期借款（占 21.85%）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债（占 43.29%）等。

截至 2017 年末，集团短期借款为 103.93 亿元，较上年末下降 21.84%，主要系归还到期借款所致；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债为 205.85 亿元，较上年末增长 21.58%，主要系增加黄金租赁融资所致。

截至 2017 年末，集团非流动负债为 239.64 亿元，较上年末增长 29.23%，主要为长期借款（占 28.63%）、应付债券（占 42.75%）和递延所得税负债（占 25.39%）。其中长期借款为 68.61 亿元，较上年末增长 1,225.37%，主要系山东黄金收购 MAG50% 的股权增加了融资规模所致；应付债券为 102.45 亿元，较上年末下降 20.28%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债 25 亿元所致；递延所得税负债为 56.53 亿元，较上年末上升 20.13%，主要系新增合并 MAG 增加 21.34 亿元以及调减盛大矿业、山东黄金金创集团有限公司（以下简称“金创集团”）递延所得税负债 12.66 亿元所致。

债务负担方面，截至 2017 年末，集团全部债务为 538.38 亿元，规模较上年末增长 14.59%，其中短期债务占比 67.86%、长期债务占比 32.14%。2017 年，集团资产负债率、全部债务资本化比率

和长期债务资本化比率分别为 69.04%、62.67% 和 35.05%，较上年变化不大，集团债务负担仍然偏重，短期债务负担较大。

由于所有者权益中有永续债 110 亿元，若把永续债作为长期债务，截至 2017 年末，集团全部债务为 648.38 亿元，规模较上年末增长 8.09%，其中短期债务占比 56.35%、长期债务占比 43.65%。2017 年，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 79.66%、75.47% 和 57.33%，较上年有所下降，集团债务负担仍然偏重，短期债务负担较大。

截至 2017 年末，集团所有者权益合计 320.71 亿元，较上年末增长 31.86%，主要系少数股东权益增长所致。归属于母公司的所有者权益为 107.41 亿元（占所有者权益的 33.49%），其中，实收资本占 11.85%，其他权益工具占 102.42%，未分配利润占-16.04%。其他权益工具为集团发行的中期票据和长期限含权非公开定向债务融资工具，依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在集团依据发行条款的约定赎回时到期，合计 110.00 亿元。

总体看，集团负债规模较大，债务负担偏重；所有者权益稳定性较弱。

### 盈利能力

受黄金行业景气度上行影响，2017 年，集团实现营业总收入 748.83 亿元，较上年增长 2.31%；利润总额同比增长 51.88% 至 16.63 亿元；净利润同比增长 60.43% 至 8.37 亿元，主要系矿产金毛利及投资收益增加所致。

期间费用方面，集团费用总额 53.92 亿元，同比增长 1.20%，其中，销售费用 3.32 亿元，同比下降 12.84%，主要系运输费下降所致；管理费用 33.78 亿元，同比下降 2.42%；财务费用 16.82 亿元，同比增长 13.24%，主要系公司收购巴理克黄金公司所属 MAG50% 权益使得融资规模增加所致。集团费用收入比为 7.21%，较上年下降 0.08 个百分点，集团费用控制能力尚可。

2017 年，集团实现资产减值损失 3.59 亿元，较上年增长 165.12%，主要系集团本期对破产立案企业山东黄金集团金斯顿有限公司（以下简称“金斯顿”）和山东黄金集团建设工程有限公司（以下简称“建设工程”）的股权及债权全额计提坏账准备影响所致；集团实现投资收益 5.67 亿元，较上年增长 342.28%，主要系对金斯顿和建设工程破产清算所确认投资收益 2.21 亿元，山东黄金地产旅游集团确认合营企业投资收益同比增加 0.95 亿元，山东黄金确认黄金租赁及套期保值业务投资收益同比增加 0.86 亿元；实现营业外收入 0.66 亿元，较上年减少 32.05%，主要系政府补助减少所致，占利润总额的 3.99%。

盈利指标方面，集团 2017 年营业利润率由 2016 年的 8.60% 小幅上升至 8.74%；得益于利润水平的上升，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均较上年有所提升，分别为 3.33%、3.64% 和 2.97%，但盈利能力仍然偏弱。

总体看，2017 年，由于矿产金产量较上年提升，集团收入大幅增长；2017 年公司营业外收入下降较大，整体盈利能力仍然较弱。

### 现金流

经营活动方面，2017 年集团经营活动现金流量净额为 56.86 亿元，同比下降 1.35%，经营活动现金流量净额表现稳定。集团现金收入比较上年下降 1.58 个百分点至 104.29%，现金收入质量有所下降，但整体质量较好。

投资活动方面，2017 年，集团投资活动现金流入合计 81.61 亿元，较上年下降 29.02%，主要为收回投资收到的现金流入和收到其他与投资活动有关的现金流入；集团投资活动现金流出合计 223.05 亿元，较上年增长 23.71%，主要为投资支付的现金流出、支付其他与投资活动有关的现金流出和购建固定资产、无形资产等支付的现金流出。2017 年，集团投资活动现金流量净额为-141.44

亿元，净流出较上年增加 76.12 亿元。

筹资活动方面，2017 年，集团筹资活动现金流入合计 607.55 亿元，较上年增长 43.63%，主要为取得借款所收到的现金以及吸收投资收到的现金；集团筹资活动现金流出合计 512.31 亿元，较上年增长 24.86%，主要为偿还债务支付的现金以及支付其他与筹资活动有关的现金。2017 年，集团筹资活动现金流量净额为 95.24 亿元，较上年增长 649.47%。

总体看，集团经营活动净现金流表现稳定，现金收入实现质量较好；集团对外投资规模较大导致投资性现金流出较多；集团对外投资主要依靠银行借款等外部融资渠道。

#### 偿债能力

短期偿债能力方面，2017 年，集团流动比率、速动比率分别为 0.81 倍和 0.58 倍，均较上年有所提升；集团经营性现金流流动负债比为 11.96%，较上年下降 1.41 个百分点。虽然上述指标偏低，但考虑集团黄金产品业务较大规模以及较好获现能力，集团短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2017 年，集团 EBITDA 为 62.88 亿元，同比增长 27.26%，主要来自利润总额的增长；其中折旧占 32.84%，摊销占 12.34%，计入财务费用的利息支出占 28.37%，利润总额占 26.45%。集团 EBITDA 利息倍数为 3.17 倍，EBITDA 对利息覆盖程度较高；EBITDA 全部债务比为 0.12 倍，EBITDA 对全部债务覆盖程度一般。整体看，集团长期偿债能力有待提升。考虑到集团目前拥有丰富的资源储备，以及较强的获现能力和多元化的融资渠道，未来随着公司非金业务逐步贡献利润，集团盈利能力有望进一步提升，集团长期偿债能力将有所提高。

截至 2017 年末，集团对外担保余额为 21.27 亿元，主要为对中国银行济南分行的 21.14 亿元担保，对外担保余额占所有者权益的 6.63%。截至 2017 年末，集团共获银行授信总额 1,636 亿元，其中未使用 1,126 亿元，集团间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码 G1037010100374730V)，截至 2018 年 3 月 22 日，集团无不良和关注类未结清信贷信息，已结清信贷信息中有 1 笔关注类贷款和 7 笔欠息记录。

总体看，集团资产规模及业务规模较大，主营黄金类相关产品，资源储备丰富，变现能力强，整体偿债能力极强。

#### 4. 债权保护效果

截至 2018 年 3 月底，“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”待偿余额共计 26.89 亿元，以 2017 年底财务数据测算，占担保方山东黄金集团资产总额的 2.60%和净资产总额的 8.38%，占比较低；山东黄金集团 2017 年经营活动现金净流量是本次债券的 2.11 倍，对“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”的覆盖能力较强。山东黄金集团的担保对债券的保护程度很高。

总体看，山东黄金集团的资产和权益规模较大，“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”待偿本金规模占其资产的比重较低，其担保对于“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”的到期还本付息具有积极的保护作用。

## 九、综合评价

2017 年，公司完成对贝拉德罗金矿的收购，资产规模和黄金储备进一步增加；由于受益于黄金价格的上涨和并购金矿对产销量的贡献，公司主营业务收入同比有所增长并保持了较好的盈利能力和经营活动现金流。由于公司收购贝拉德罗金矿以及产量略有下降，净利润有所下降。债务负担

有所加重；经营活动现金流状况较好，盈利能力稳定。同时，联合评级也关注到金价波动较大、资源开发风险、公司债务负担加重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”由山东黄金集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。集团整体资产规模较大，资源储备丰富，整体偿债能力强，其担保对本次债券的信用状况仍有积极影响。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用评级，评级展望维持“稳定”；同时维持“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”债项“AAA”的信用等级。

## 附件 1 山东黄金矿业股份有限公司 主要财务指标

| 项目                | 2016 年   | 2017 年 |
|-------------------|----------|--------|
| 资产总额 (亿元)         | 283.57   | 421.16 |
| 所有者权益 (亿元)        | 163.45   | 171.69 |
| 短期债务 (亿元)         | 46.47    | 69.69  |
| 长期债务 (亿元)         | 33.97    | 102.12 |
| 全部债务 (亿元)         | 80.44    | 171.81 |
| 营业收入 (亿元)         | 501.99   | 510.41 |
| 净利润 (亿元)          | 13.09    | 11.93  |
| EBITDA (亿元)       | 35.98    | 43.36  |
| 经营性净现金流 (亿元)      | 27.24    | 36.99  |
| 应收账款周转次数 (次)      | 1,339.37 | 616.56 |
| 存货周转次数 (次)        | 44.36    | 20.75  |
| 总资产周转次数 (次)       | 1.88     | 1.45   |
| 现金收入比率 (%)        | 103.15   | 104.09 |
| 总资本收益率 (%)        | 7.20     | 5.60   |
| 总资产报酬率 (%)        | 7.58     | 5.90   |
| 净资产收益率 (%)        | 9.21     | 7.12   |
| 营业利润率 (%)         | 8.40     | 8.60   |
| 费用收入比 (%)         | 5.11     | 5.35   |
| 资产负债率 (%)         | 42.36    | 59.23  |
| 全部债务资本化比率 (%)     | 32.98    | 50.02  |
| 长期债务资本化比率 (%)     | 17.21    | 37.30  |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 10.80    | 9.44   |
| EBITDA 全部债务比 (倍)  | 0.45     | 0.25   |
| 流动比率 (倍)          | 0.42     | 0.65   |
| 速动比率 (倍)          | 0.23     | 0.36   |
| 现金短期债务比 (倍)       | 0.28     | 0.44   |
| 经营现金流动负债比率 (%)    | 37.62    | 34.65  |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 1.34     | 1.61   |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 附件 2 山东黄金集团有限公司 主要财务指标

| 项目               | 2016 年 | 2017 年   |
|------------------|--------|----------|
| 资产总额 (亿元)        | 860.00 | 1,035.89 |
| 所有者权益 (亿元)       | 243.21 | 320.71   |
| 短期债务 (亿元)        | 335.99 | 365.34   |
| 长期债务 (亿元)        | 133.86 | 173.04   |
| 全部债务 (亿元)        | 469.85 | 538.38   |
| 营业收入 (亿元)        | 731.12 | 748.07   |
| 净利润 (亿元)         | 5.22   | 8.37     |
| EBITDA (亿元)      | 49.41  | 62.88    |
| 经营性净现金流 (亿元)     | 57.64  | 56.86    |
| 应收账款周转次数 (次)     | 42.11  | 49.18    |
| 存货周转次数 (次)       | 8.78   | 7.15     |
| 总资产周转次数 (次)      | 0.88   | 0.79     |
| 现金收入比率 (%)       | 105.88 | 104.29   |
| 总资本收益率 (%)       | 2.92   | 2.92     |
| 总资产报酬率 (%)       | 3.10   | 3.33     |
| 净资产收益率 (%)       | 2.27   | 2.97     |
| 营业利润率 (%)        | 8.60   | 8.60     |
| 费用收入比 (%)        | 7.29   | 7.21     |
| 资产负债率 (%)        | 71.72  | 69.04    |
| 全部债务资本化比率 (%)    | 65.89  | 62.67    |
| 长期债务资本化比率 (%)    | 35.50  | 35.05    |
| EBITDA 利息倍数 (倍)  | 3.36   | 3.17     |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.11   | 0.12     |
| 流动比率 (倍)         | 0.68   | 0.81     |
| 速动比率 (倍)         | 0.50   | 0.58     |
| 现金短期债务比 (倍)      | 0.22   | 0.24     |
| 经营现金流流动负债比率 (%)  | 13.36  | 11.96    |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式   |
|-------------------|--|
| <b>增长指标</b>       |  |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |  |
| 应收账款周转次数          | 营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]  |
| 存货周转次数            | 营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]  |
| 总资产周转次数           | 营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]  |
| 现金收入比率            | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%   |
| <b>盈利指标</b>       |  |
| 总资本收益率            | (净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%                               |
| 总资产报酬率            | (利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%  |
| 净资产收益率            | 净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%  |
| 主营业务毛利率           | (主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%  |
| 费用收入比             | (管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%   |
| <b>财务构成指标</b>     |  |
| 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%  |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |  |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)   |
| EBITDA 全部债务比      | EBITDA/全部债务  |
| 经营现金债务保护倍数        | 经营活动现金流量净额/全部债务  |
| 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   |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |  |
| 流动比率              | 流动资产合计/流动负债合计  |
| 速动比率              | (流动资产合计-存货)/流动负债合计   |
| 现金短期债务比           | 现金类资产/短期债务   |
| 经营现金流动负债比率        | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%   |
| 经营现金利息偿还能力        | 经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)   |
| 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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)  |
| <b>本次债券偿债能力</b>   |  |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA/本次债券到期偿还额   |
| 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/本次债券到期偿还额   |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额   |

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。