



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪246号

山东黄金矿业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及公司已发行的“山东黄金矿业股份有限公司2019年公开发行绿色公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债项信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月二十四日

山东黄金矿业股份有限公司 2019年公开发行绿色公司债券跟踪评级报告（2019）

债券名称	山东黄金矿业股份有限公司 2019 年公开发行绿色公司债券		
发行主体	山东黄金矿业股份有限公司		
发行规模	10.00 亿元		
存续期限	2019/03/22-2022/03/22		
债券代码	155270		
债券简称	G19 鲁金 1		
上次评级时间	2019/03/12		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

基本观点

山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）黄金资源储备和矿产金产量位居行业前列；2018年，得益于矿产金和小金条产销量的明显增长，公司收入规模实现稳步增长；此外，公司融资渠道通畅，备用流动性充足，为公司债务偿付提供了有力保障。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到黄金价格持续波动对公司盈利能力产生的较大影响以及短期债务压力较大等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

综上，中诚信证评维持山东黄金主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“山东黄金矿业股份有限公司 2019 年公开发行绿色公司债券”的信用等级为 AAA。

正 面

- 黄金资源储备丰富。近年来，公司通过外部收购及推进探矿等方式，黄金资源储备持续增长，截至2018年末公司黄金资源量为31,133.20千盎司，整体资源储备丰富，为公司长期的良性发展奠定较好基础。
- 矿产金产量居同行业前列，公司营业收入规模稳定增长。2018年公司矿产金产量为39.32吨，同比增长9.57%，占全国矿产金产量的11.37%，公司规模优势明显，矿产金产量居同行业前列。2018年，在矿产金和小金条产销量均明显增长的带动下，公司实现营业总收入547.88亿元，同比增长7.34%。
- 融资渠道通畅。公司拥有较好的银企关系，截至2018年末，公司及所属单位共申请银行授信人民币401.92亿元，美元6.29亿元，其中尚未使用人民币授信额度为294.67亿元，美元2.19亿元，备用流动性充裕；同时，作为“A+H股”上市公司，公司股权融资渠道较为畅通。

概况数据

山东黄金	2016	2017	2018	2019.3
所有者权益（亿元）	163.45	171.69	233.77	237.07
总资产（亿元）	283.57	421.16	449.46	468.53
总债务（亿元）	80.44	171.81	135.60	149.09
营业总收入（亿元）	501.99	510.41	547.88	106.21
营业毛利率（%）	8.76	9.07	8.71	12.40
EBITDA（亿元）	35.98	43.36	45.83	-
所有者权益收益率（%）	8.01	6.95	4.01	6.93
资产负债率（%）	42.36	59.23	47.99	49.40
总债务/EBITDA（X）	2.24	3.96	2.96	-
EBITDA 利息倍数（X）	10.45	9.44	6.50	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2019年一季度的所有者权益收益率指标经过年化处理。

分析师



侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn
田 颢 tian@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2019年5月24日

关 注

- 黄金价格波动对公司盈利能力的影响较大。近年在黄金价格频繁波动背景下，公司盈利表现呈波动态势，目前黄金价格持续震荡走势，需关注黄金价格波动对公司盈利能力的影响。
- 短期偿债压力较大。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 149.09 亿元，其中短期债务为 110.31 亿元，长短期债务比为 2.84 倍。公司短期债务规模较大，面临着较大的短期偿债压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金专项说明

山东黄金于 2019 年 3 月 22 日完成“山东黄金矿业股份有限公司 2019 年公开发行绿色公司债券”的发行，债券简称“G19 鲁金 1”，债券代码“155270”，发行规模为人民币 10.00 亿元，票面利率 3.85%，债券基础期限为 3 年，2022 年 3 月 22 日到期全额兑付。本次债券募集的资金在扣除发行费用后拟用于金精矿综合回收利用工程的运营、公司旗下绿色矿山的运营。截至本报告出具之日，上述债券募集资金已按照募集说明书中募集资金用途使用。

行业关注

2018 年黄金供需两旺，官方储备需求及金条和金币需求的回升导致全球黄金消费需求小幅增长；澳大利亚、俄罗斯等国矿产金产量的提升和全球再生金产量的上升导致全球黄金总供给亦小幅增长

全球黄金需求主要来自四个方面：金饰制造、投资需求、工业需求以及官方部门购买。在各国央行创半个世纪以来最大购买量以及因股市波动、货币疲软和地缘政治不确定性等导致金条与金币投资需求增长的推动下，2018 年全球黄金实物消费需求量为 4,345.0 吨，同比增长 4.5%。

金饰制造需求方面，2018 年全球金饰需求为 2,200.0 吨，较 2017 年下降约 0.9 吨。其中，中国、美国全年金饰需求分别为 672.5 吨和 128.4 吨，较上年同期增长约 3.0% 和 4.0%；印度的金饰需求小幅下降至 598.0 吨，较上年同期下降 0.7%。中东地区金饰需求普遍疲软，较 2017 年下降约 15.0%，其中伊朗市场需求跌至 29.5 吨，创纪录新低。

投资需求方面，2018 年全球黄金投资需求总量 1,159.1 吨，同比下降 7.4%。其中，金条和金币需求总量为 1,090.2 吨，同比增长 4.3%；黄金 ETF 及类似产品的金融投资需求大跌 66.6% 至 68.9 吨。2018 年，欧洲上市基金全年增持 96.8 吨，推动了该细分市场的增长。在普遍存在的区域政治不确定性和主权债及高评级企业债券负收益的综合影响下，欧洲上市基金的投资需求得到有效支撑，欧洲成为 2018 年唯一实现黄金 ETF 净流入的地区。截

至 2018 年末，北美和欧洲上市基金的黄金 ETF 持有量约占全球的 50.0% 和 45.0%。

工业需求方面，2018 年全球工业用金需求小幅增长至 334.7 吨，其中电子领域用金 268.3 吨，同比增加 1.0%，牙科领域用金 15.4 吨，同比下滑 5.5%，其他行业用金 51.0 吨，同比增加 0.6%。整体来看，2018 年，高端消费电子产品和汽车电气化的需求增长推高了黄金需求。

央行储备方面，自 2010 年世界各国央行成为黄金净买方后，各国央行将黄金视为一种储备资产。全年地缘政治和经济的不确定性日益加剧，促使中央银行实现储备多元化，并将注意力重新集中投资在具有安全和流动性的主要目标资产上。2018 年，俄罗斯继续为增储主力，其凭借增持黄金储备 273.3 吨而超越中国成为全球第五大黄金储备国；同时，新兴经济体央行黄金储备占外汇储备总体比重偏低，亦是世界黄金储备增持的主力，其中土耳其和哈萨克斯坦分别增储黄金 51.5 吨和 50.6 吨，全年世界各国官方黄金购买量 651.5 吨，同比增长 73.82%。

表 1：截至 2018 年末黄金储备前十名国家（组织）

排名	国家	黄金储备 (吨)	黄金占外汇储备比重 (%)
1	美国	8,133.5	74.8
2	德国	3,369.7	70.1
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	66.3
5	法国	2,436.0	60.2
6	俄罗斯	2,113.0	18.5
7	中国	1,852.5	2.4
8	瑞士	1,040.0	5.4
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	65.6

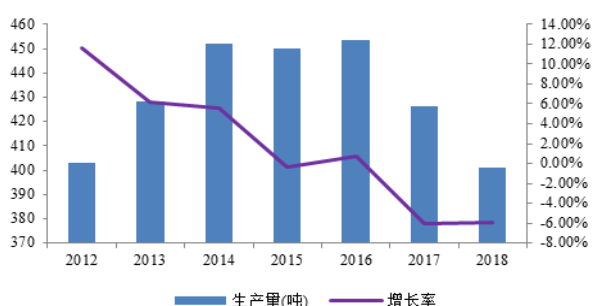
资料来源：世界黄金协会（World Gold Council），中诚信证评整理

从供给情况来看，世界黄金协会统计的数据显示，2018 年全球黄金总供应量较 2017 年增长 1.0% 至 4,490.2 吨。矿产金方面，在中国、印尼、南非、秘鲁等主要生产国受限于结构性改革而矿产金产量下降的同时，澳大利亚、俄罗斯、巴布亚新几内亚和加拿大等国矿产金产量明显增长，2018 年全球矿产金产量为 3,346.9 吨，同比小幅上升 0.9%。再生金方面，2017 年以来黄金回收活动回归正常水

平，2018 年全球再生金产量为 1,172.6 吨，同比增长 1.4%。此外，2018 年是连续第二年出现少量生产商净套保解除，生产商净套保解除总量从 2017 年的 27.9 吨上升至 2018 年的 29.4 吨。截至 2018 年末，全球套保总量约为 195.0 吨，同比减少 13.0%，延续了整体下行趋势。

中国是全球第一大实物黄金消费国，黄金需求主要集中在金饰消费领域和投资领域。中国黄金协会最新的统计数据显示，2018 年我国黄金实际消费量 1,151.43 吨，与去年同期相比增长 5.73%。其中，黄金首饰 736.29 吨，同比增长 5.71%；金条 285.20 吨，同比增长 3.19%；金币 24.00 吨，同比下降 7.69%；工业及其他用金 105.94 吨，同比增长 17.48%。供应方面，2018 年我国累计生产黄金 401.12 吨，同比下降 5.87%。其中，黄金矿产金完成 345.97 吨，有色副产金完成 55.15 吨，另有国外进口原料产金 112.78 吨，同比增长 23.47%，全国累计生产黄金（含进口量）513.90 吨，同比下降 0.69%，我国黄金产量已连续 12 年保持世界第一。近年来，我国黄金行业产业集中度在不断提升，形成了中国黄金集团公司、紫金矿业集团股份有限公司、山东黄金集团有限公司和山东招金集团有限公司等十二家大型黄金生产企业。2018 年，上述黄金生产企业集团成品金产量和矿产金产量分别占全国总产量的 55.08% 和 44.55%。

图 1：2012~2018 年中国黄金产量及增速



资料来源：中国黄金协会，中诚信证评整理

受地缘政治风险和政策不确定性影响，2018 年黄金价格整体呈“V 型”走势，随着全球经济增长放缓，地缘政治的不确定性增加等，短期内黄金价格可能延续震荡上行的格局

从影响黄金价格的因素来看，传统的生产与消费因素影响很小，以投资和避险需求为代表的金融

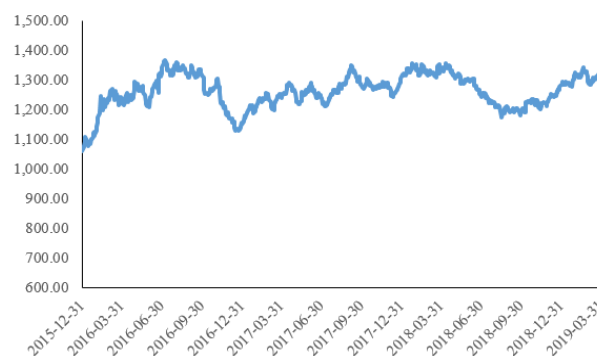
属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。

2018 年初，COMEX 黄金期货价格延续震荡上升趋势，并在 2018 年 1 月 25 日刷新高点。在美元疲软、美国债务上限危机临近及中美贸易摩擦等因素的推动下，国际黄金期货主力合约收盘价于 4 月一度冲高至 1,369.40 美元/盎司；此后受美元走强及美联储再度加息等因素影响，国际金价开始冲高回落。直到 8 月 16 日，COMEX 黄金期货收盘价跌至 1,176.30 美元/盎司，随后黄金期货价格逐渐企稳反弹，伴随美股的大幅波动、11 月以来原油价格的调整，通胀预期减弱之后的黄金价格同时调整，市场避险情绪升温，截至 2018 年 12 月 31 日，金价 COMEX 黄金期货收盘价成功站上 1,284.70 美元/盎司。

2018 年国内金价受美元指数影响整体呈先抑后扬的趋势，全年最高上探至 288.00 元/克，最低下行至 263.00 元/克，年底收于 284.00 元/克，全年均价为 271.00 元/克，同比下跌 1.50%。2019 年 1 季度，国际黄金价格整体震荡上扬，中美贸易冲突、印度巴基斯坦边界冲突、世界经济增长放缓、美联储 2019 年暂缓加息等事件引发国际市场避险投资需求变化，截至 2019 年 3 月 29 日，金价 COMEX 黄金期货收盘价为 1,297.0 美元/盎司。

图 2：2016.1~2019.3COMEX 黄金期货价格趋势图

单位：美元/盎司



资料来源：Choice，中诚信证评整理

业务运营

公司发展始终以黄金主业为核心，主要产品包括矿产金、外购金冶炼产品和小金条，并主要通过销售采选冶金过程中的副产品（银金属、铜金属、

铅、铁砂等) 获得其他业务收入。得益于矿产金和小金条业务量的上升, 2018 年公司实现营业总收入 547.88 亿元, 同比增长 7.34%。

从业务结构来看, 2018 年外购金冶炼产品、小金条、矿产金和其他业务收入占营业总收入的比重分别为 49.28%、30.71%、19.31% 和 0.80%。其中, 外购金冶炼产品收入为 270.00 亿元, 同比下降 7.73%; 小金条收入为 168.24 亿元, 同比增长 44.33%; 矿产金收入为 105.78 亿元, 同比增长 8.41%; 其他业务收入为 3.86 亿元, 同比增长 0.60%。

表 2: 2018 年公司各业务板块营业收入及占比情况

单位: 亿元、%			
业务板块	营业收入	较上年同期增减	占营业总收入比重
外购金冶炼产品	270.00	-7.73	49.28
小金条	168.24	44.33	30.71
矿产金	105.78	8.41	19.31
其他业务	3.86	0.60	0.70
合计	547.88	7.34	100.00

资料来源: 公司定期公告, 中诚信证评整理

2018 年, 公司继续保持行业领先的黄金资源储备规模, 且随着近年新增矿山项目建设的推进和勘探力度的增强, 未来其资源储量有望持续增长

作为中国最大的黄金生产企业之一, 公司拥有国内累计产金突破百吨的“焦家金矿”(同时也是国内首座数字化地下开采矿山) 和“玲珑金矿”; 全国装备水平和机械化程度最高之一的“三山岛金矿”, “国家环境友好企业”唯一的矿山企业“新城金矿”, 全国矿产金交易量最大的“黄金冶炼公司”等。公司国内矿山资源以山东为主体, 并在福建、甘肃、内蒙以及阿根廷等地拥有矿产资源, 黄金资源储备丰富。截至 2018 年末, 公司黄金矿产资源量为 31,133.20 千盎司¹。

2018 年, 公司依托现有矿山优势, 全面提升资源综合利用率、强力推进矿产资源整合, 加大探矿增储工作力度。目前, 公司正在论证审查三山岛金

矿矿产资源开发利用工程、焦家金矿带资源带开发等规划方案, 将致力建成万吨级规模的黄金生产基地, 打造成为国内黄金生产航母, 为公司的长远发展夯实项目支撑。2018 年, 公司启动的“国际一流示范矿山”建设项目在快速推进, 各子项工程加快实施; 同时把握“一带一路”建设的有利契机, 加快推进海外资源并购工作, 重点关注金、铜、锌(铅)、银等矿种, 并将积极推进非洲、南美等地区优质项目并购; 通过强化与巴理克黄金公司等世界知名矿业公司、国际投行的交流合作, 进一步加强海外矿山的运营管理, 降低贝拉德罗金矿运营成本, 提升公司国际化运营水平。

整体来看, 2018 年公司继续保持行业领先的黄金资源储备规模, 并不断寻求有条件的矿山进行并购整合。随着近年新增矿山项目建设的推进和勘探力度的增强, 未来其资源储量有望继续增长。但中诚信证评也关注到, 海外项目工程进度易受当地政治、法律、文化和政策等影响, 或将持续加大公司的经营管理压力。

2018 年, 在矿产金和小金条产销量均明显增长的带动下, 公司黄金业务收入小幅增长, 整体经营情况较好

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。2018 年, 随着基建技改工程的不断推进, 公司国内矿山采选能力继续提高, 国内公司矿石开采量为 13.70 百万吨, 同比增长 2.24%; 受品位下降、开采难度加大影响, 贝拉德罗金矿矿石开采量明显下降, 导致国外矿石开采量为 15.70 百万吨, 同比下降 3.68%。全年公司矿石开采量合计为 29.40 百万吨, 同比下降 1.01%。

选矿方面, 2018 年公司完成选矿(堆浸) 处理量 2,784.00 万吨, 同比增长 29.33%。其中, 国内选矿处理量为 1,429.00 万吨, 同比增长 3.15%; 国外堆浸处理量为 1,355.00 万吨, 同比增长 76.62%。

2018 年公司原矿品位为 1.59 克/吨, 同比下降 11.75%, 其中, 国内矿山原矿品位为 2.28 克/吨, 同比提高 0.05 克/吨; 国外矿山原矿入堆品位 0.85 克/吨, 同比下降 0.15 克/吨, 国外堆浸原矿品位较低且较上年下降, 拉低了整体品位。

¹ 2018 年公司黄金矿产资源量数据采用根据 NI43-101 守则由合资格人独立估算的资源量数据。

随着选冶难度的加大，黄金选冶回收率有所下滑，2018 年公司国内矿山黄金选冶回收率 91.82%，同比下降 0.16 个百分点，国外矿山黄金选冶回收率 73.14%，同比下降 1.59 个百分点。

为提高生产工艺水平以及矿山综合回收率，降低公司生产成本，公司不断加大研发投入。2018 年，公司研发投入共计 4.33 亿元，同比增长 11.21%，公司所属深井采矿实验室、充填实验室和选冶实验室三个实验室成功申报山东省工程实验室。

表 3：公司主要矿山企业生产情况

矿山	截至 2018 年末 权益比例 (%)	矿石开采量 (百万吨)		矿石处理量 (百万吨)	
		2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
三山岛金矿	100.00	3.40	3.60	3.60	3.80
焦家金矿	100.00	3.40	3.60	3.40	3.50
新城金矿	100.00	2.00	1.50	2.00	2.00
玲珑金矿	74.57	1.60	1.90	2.00	1.70
归来庄金矿	70.65	0.40	0.20	0.40	0.20
金洲金矿	60.78	0.40	0.40	0.40	0.50
青岛金矿	100.00	0.60	0.80	0.60	0.80
蓬莱金矿	100.00	0.30	0.50	0.30	0.40
沂南金矿	100.00	0.50	0.50	0.50	0.50
赤峰柴金矿	73.52	0.30	0.40	0.40	0.50
福建源鑫金矿	90.31	0.30	0.30	0.20	0.30
西和中宝金矿	70.00	0.10	0.20	0.20	0.20
国内小计		13.40	13.70	14.00	14.20
贝拉德罗金矿	50.00	16.30	15.70	7.70	13.50
合计		29.70	29.40	21.60	27.70

注：1、青岛金矿（包括鑫汇金矿和莱西金矿）；

2、境内小计包含各中国境内矿山 100% 的矿石开采量和矿石处理量；贝拉德罗金矿包括贝拉德罗金矿 50% 的矿石开采量和矿石处理量。
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

产销方面，公司外购金冶炼产品和小金条采用“以销定产”模式；矿产金采取即产即销的模式。2018 年，公司外购金冶炼产品产量和销售量均为 99.36 吨，同比均下降 6.05%。2018 年得益于我国金条投资需求继续增长，当年小金条产量为 71.19 吨，同比增长 42.54%；同期小金条销售量为 71.69 吨，同比增长 45.00%，由于 2017 年末小金条有 0.50

吨的库存，故销售量略高于产量。2018 年公司矿产金产量为 39.32 吨，同比增长 9.57%；销量为 39.35 吨，同比增长 10.75%，期末矿产金库存下降至 0.65 吨。公司规模优势明显，矿产金产量居同行业前列，2018 年公司矿产金产量约占全国矿产金产量的 11.37%。

表 4：公司 2018 年黄金产销情况

主要产品	生产量	销售量	库存量	单位：吨、%		
				生产量 较上年增减	销售量 较上年增减	库存量 较上年增减
外购金冶炼产品	99.36	99.36	-	-6.05	-6.05	-
小金条	71.19	71.69	-	42.54	45.00	-100.00
矿产金	39.32	39.35	0.65	9.57	10.75	-4.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司是上海黄金交易所综合类会员，主要合作对象为上海黄金交易所，2018 年公司前五大客户销售额为 415.52 亿元，占年度销售总额的 75.84%；

前五大供应商采购额为 409.4 亿元，占年度采购总额的 70.32%。

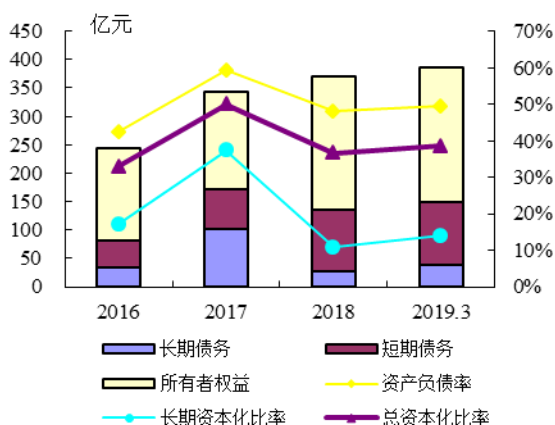
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经北京天圆全会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告，以及未审计的 2019 年一季度财务报告。公司财务报表均按照新会计准则编制，且为合并口径。

资本结构

2018 年，公司继续加大矿产资源投资及产能扩张力度，整体资产规模继续上升，期末资产总额为 449.46 亿元，同比增长 6.72%。同时，因归还到期债券和长期借款，负债规模明显下降，2018 年末公司负债总额为 215.69 亿元，同比减少 13.54%。公司于 2018 年 9 月 28 日在香港联交所主板挂牌上市，募集资金 52.46 亿港元，受益于此，期末公司实收资本和资本公积较期初大幅增加，截至 2018 年末公司所有者权益合计为 233.77 亿元，同比增长 36.16%。财务杠杆比率方面，截至 2018 年末，公司的资产负债率和总资本化比率分别为 47.99% 和 36.71%，分别较上年末减少 11.24 个百分点和 13.31 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为 468.53 亿元、231.45 亿元和 237.07 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 49.40% 和 38.61%。

图 3：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，由于公司的核心竞争力是矿产资源，近年来公司加大矿产资源投资支出及产能扩张力度，并形成了以非流动资产为主的资产结构。截至 2018 年末，公司非流动资产为 383.62 亿

元，占总资产的比重为 85.35%。从非流动资产结构来看，2018 年末公司非流动资产主要包括固定资产 198.82 亿元、在建工程 31.19 亿元、无形资产 101.46 亿元和商誉 27.59 亿元，占非流动资产的比重分别为 51.83%、8.13%、26.45% 和 7.19%。上述四项较上年末增幅不大。2018 年末公司长期股权投资较上年末增长 159.80% 至 10.37 亿元，主要系 2018 年对联营企业山东黄金集团财务有限公司追加投资 6.00 亿元所致。

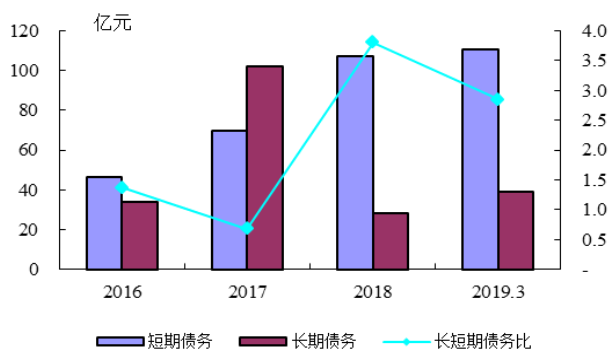
截至 2018 年末，公司流动资产为 65.84 亿元，占期末总资产的比重为 14.65%，主要由货币资金 21.39 亿元、存货 33.53 亿元和应收账款 5.71 亿元构成，占流动资产的比重分别为 32.49%、50.92% 和 8.67%。截至 2018 年末，公司货币资金同比减少 30.38%，主要系保函保证金减少所致。存货同比增长 8.08%，主要系在产品增加 3.59 亿元所致；公司按照谨慎性原则计提存货跌价准备 55.56 万元，存货计提跌价准备期末余额为 65.91 万元。应收账款同比增长 350.87%，主要系应收售金款增加所致；其中，一年以内应收账款占比为 95.20%，公司已按信用风险特征组合计提应收账款坏账准备 0.08 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产和流动资产分别为 386.89 亿元和 81.64 亿元，占总资产的比重分别为 82.58% 和 17.42%。

从负债结构来看，公司负债主要以流动负债为主，截至 2018 年末，公司流动负债为 142.45 亿元，占期末负债总额的比重为 66.05%，主要由短期借款 36.23 亿元、交易性金融负债 64.38 亿元、应付账款 19.49 亿元和其他应付款 9.24 亿元构成，占流动负债的比重分别为 25.44%、45.20%、13.68% 和 6.49%。截至 2018 年末，公司短期借款同比增长 359.06%，主要原因是融资额增加；交易性金融负债同比增长 11.95%，系指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债净增长 6.88 亿元所致；应付账款同比增长 10.29%，主要由于部分合同不再采用票据方式结算所致；其他应付款同比减少 11.95%，主要系应付利息和股利减少以及质保金、和其他单位的往来款等减少所致。非流动负债方面，截至 2018 年末，公司非流动负债为 73.23

亿元，占负债总额的 33.95%。主要由 20.91 亿元长期借款、6.88 亿元应付债券和 36.91 亿元递延所得税负债构成，分别同比下降 69.77%、下降 79.12% 和增长 6.60%。长期借款大幅下降主要原因是子公司归还长期借款；应付债券减少主要系“13 鲁金 01”和“13 鲁金 02”（部分）到期兑付所致。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债和非流动负债分别为 147.89 亿元和 83.56 亿元，占负债总额的比重分别为 63.90% 和 36.10%。

从债务期限结构来看，截至 2018 年末公司总债务为 135.60 亿元，同比减少 21.08%；长短期债务比从 2017 年末的 0.68 上升至 2018 年末的 3.80 倍。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 149.09 亿元，长短期债务比为 2.84 倍。依据公司业务经营特性，其业务呈现前期投资大，投资回报期相对较长的特点，目前以短期债务为主的债务结构不利于公司财务结构的稳定，且较高的短期债务规模使得公司存在一定的短期偿债压力，公司债务期限结构有待优化。

图 4：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于 H 股的发行上市和自身利润的积累，2018 年末公司所有者权益大幅增长；同时，因归还到期债务，公司负债规模明显下降，整体财务杠杆水平亦小幅下降。但值得注意的是，目前以短期债务为主的债务结构不利于公司财务结构的稳定，公司债务期限结构有待优化，且公司未来将继续加大对矿产资源收购与地质勘探力度，总债务规模将持续增长，债务偿付压力或将加大。

盈利能力

2018 年，公司自产金和小金条业务量的上升使

得其营业总收入规模小幅增长，当年公司实现营业总收入 547.88 亿元，同比增长 7.34%。

营业毛利率方面，受黄金价格有所回落影响，2018 年公司综合毛利率为 8.71%，同比下降 0.36 个百分点。其中，矿产金毛利率为 42.78%，同比减少 1.70 个百分点；外购金冶炼和小金条业务毛利率均很低，分别为 0.17% 和 0.14%，分别较上年下降 0.17 和提高 0.02 个百分点。整体来看，公司矿产金盈利能力处于国内黄金行业前列，但受毛利率很低的外购金冶炼和小金条业务影响，2018 年综合毛利率仍偏低。2019 年 1~3 月，公司营业总收入为 106.21 亿元，综合毛利率为 12.40%。未来随着在建矿山产能的逐步释放、资源自给率的进一步提高以及多金属板块的良好发展，公司盈利能力稳定性和经营抗风险能力或将有所提高。

表 5：2018 年公司各业务板块营业收入及毛利率情况

单位：亿元、%

业务板块	营业收入	同比增长	毛利率	同比增长
外购金	270.00	-7.73	0.17	-0.17
小金条	168.24	44.33	0.14	0.02
矿产金	105.78	8.41	42.78	-1.70
非金业务	3.86	0.60	-	-
合计	547.88	7.34	8.71	-0.36

资料来源：公司定期公告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司职工薪酬明显增加，销售费用同比增加 19.50% 至 0.37 亿元；同期管理费用（包含研发费用 3.21 亿元）为 20.68 亿元，同比减少 6.05%，主要系无形资产摊销减少所致；受利息支出和汇兑损失增加影响，当年财务费用为 7.92 亿元，同比增加 58.32%。2018 年，公司期间费用合计 28.97 亿元，同比增加 6.02%，同期期间费用收入占比为 5.29%，较上年下降 0.06 个百分点。2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 6.76 亿元，期间费用收入占比 6.36%。整体来看，公司期间费用控制能力较好。

表 6: 2016~2019.3 公司期间费用分析

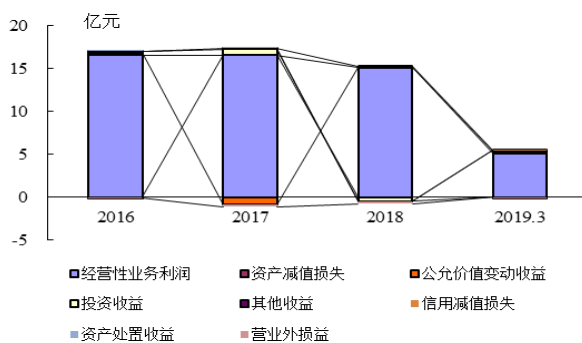
	2016	2017	2018	2019.3
销售费用	0.34	0.31	0.37	0.07
管理费用	22.05	22.01	20.68	4.93
财务费用	3.25	5.00	7.92	1.76
期间费用合计	25.64	27.32	28.97	6.76
期间费用收入占比	5.11%	5.35%	5.29%	6.36%

注: 上述管理费用里包含研发费用

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司的利润总额主要由经营性业务利润构成。2018 年公司营业毛利率有所下降, 当年经营性业务利润同比减少 8.75% 至 15.11 亿元。同时, 因处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债取得的投资损失增长, 投资收益从 2017 年的 0.62 亿元下降至 2018 年的 -0.47 亿元。2018 年公司实现利润总额 14.49 亿元, 同比减少 11.03%, 实现净利润 9.37 亿元, 同比减少 21.48%, 整体盈利水平有所弱化。2019 年 1~3 月, 公司实现利润总额 5.44 亿元 (其中经营性业务利润 5.11 亿元), 实现净利润 4.11 亿元。

图 5: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

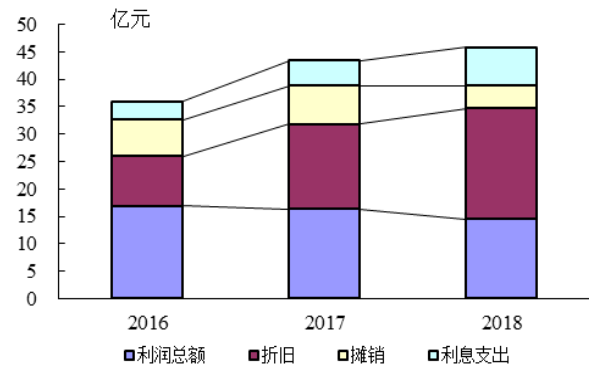
总体来看, 2018 年公司收入规模保持稳步增长, 但受黄金价格有所回落影响, 营业毛利率有所下降; 公司期间费用控制较好, 但受经营性业务利润下降影响, 整体盈利水平有所弱化。中诚信证评将持续关注金价波动对公司盈利表现的影响。

偿债能力

2018 年公司 EBITDA 规模为 45.83 亿元, 同比增长 5.70%, 其中利润总额、折旧和利息支出分别为 14.49 亿元、20.17 亿元和 6.99 亿元。从主要偿

债能力指标来看, 2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.95 倍和 6.50 倍, 较上年分别减少 1.01 倍和增长 2.94 倍, EBITDA 对债务本息的保障程度有所增强。

图 6: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 2018 年公司经营活动净现金流为 29.27 亿元, 同比减少 20.86%, 主要系购销活动产生的现金流量净额减少、支付的其他与经营活动有关的现金增加所致。同期经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.22 倍和 4.15 倍, 经营活动净现金流对债务利息的保障程度仍然较强。2019 年 1~3 月, 公司经营活动净现金流为 6.88 亿元, 经营活动净现金/总债务为 0.18 倍。

表 7: 2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
长期债务 (亿元)	33.97	102.12	28.24	38.78
总债务 (亿元)	80.44	171.81	135.60	149.09
资产负债率 (%)	42.36	59.23	47.99	49.40
总资本化比率 (%)	32.98	50.02	36.71	38.61
EBITDA (亿元)	35.98	43.36	45.83	-
EBITDA 利息倍数 (X)	10.45	9.44	6.50	-
总债务/EBITDA (X)	2.24	3.96	2.95	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	7.92	8.06	4.15	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.34	0.22	0.22	0.18

注: 2019 年一季度经营活动净现金/总债务经过年化处理

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 公司资信状况良好, 与多家商业银行建立了长期稳定的合作关系。截至 2018 年末, 公司及所属单位共申请银行授信人民币 401.92 亿元, 美元 6.29 亿元, 其中尚未使用人民币授信额

度为 294.67 亿元，美元 2.19 亿元，备用流动性充裕。同时，作为“A+H 股”上市公司，公司股权融资渠道较为畅通。整体来看，公司融资渠道顺畅，备用流动性充足，具备很强的财务弹性。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司所有权受限资产 2.02 亿元，占净资产的比重为 3.84%，主要为银行承兑汇票、土地复垦及环境治理的保证金。

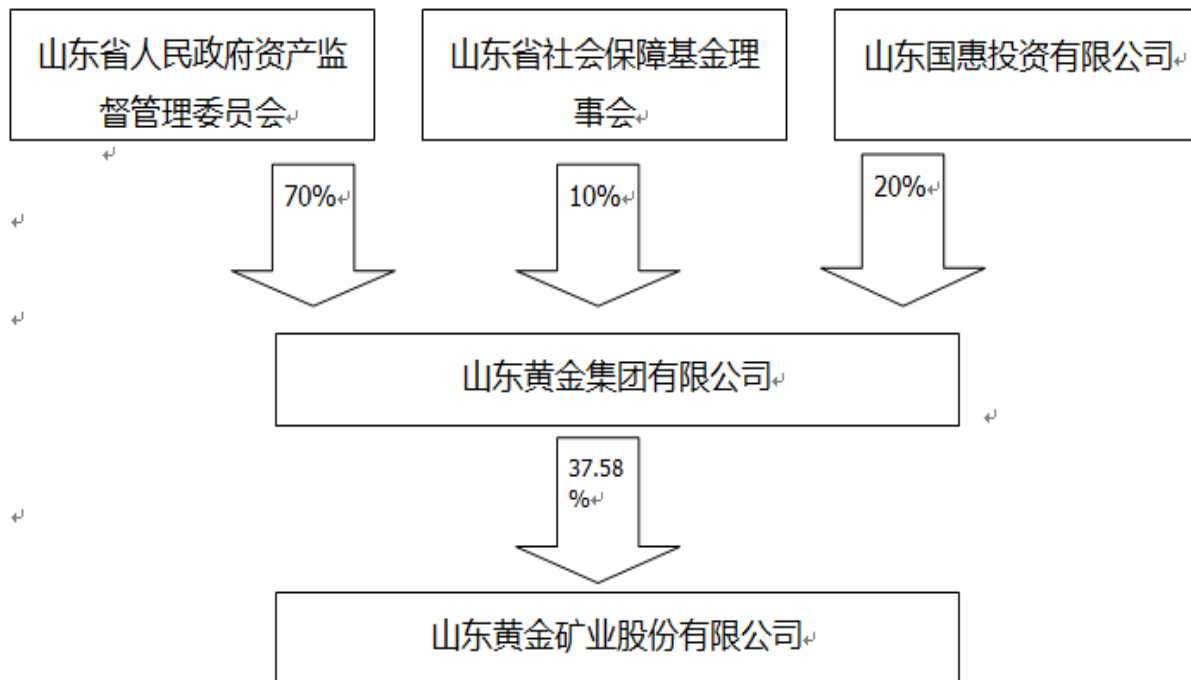
或有负债方面，截至 2018 年末，公司担保总额合计 28.14 亿元，全部为对子公司的担保，对外担保所承担的或有负债风险可控。未决诉讼方面，截至 2018 年末，公司无未决重大诉讼或仲裁事项。

总体来看，公司矿产资源储量丰富，矿产金位居国内前列，具有很强的规模优势和综合竞争力，且随着未来公司资源规模的不断扩张以及各金属业务的共同发展将进一步提升公司的抗风险能力和综合实力。同时，公司具备较强的盈利能力和获现能力，整体偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评维持发行主体山东黄金信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，维持“山东黄金矿业股份有限公司 2019 年公开发行绿色公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：山东黄金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：山东黄金矿业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：山东黄金矿业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	130,365.02	307,275.57	213,923.33	339,000.92
应收账款	2,770.54	12,666.28	57,108.95	35,677.39
存货	136,996.82	310,221.76	335,292.69	358,566.67
流动资产	305,302.68	690,911.84	658,430.07	816,360.99
长期投资	37,347.70	40,122.42	103,714.44	103,722.23
固定资产合计	1,364,954.82	2,132,116.46	2,325,777.75	2,354,484.44
总资产	2,835,721.27	4,211,628.97	4,494,597.02	4,685,273.84
短期债务	464,604.30	696,858.11	1,073,563.40	1,103,119.99
长期债务	339,749.11	1,021,193.16	282,397.42	387,813.94
总债务（短期债务+长期债务）	804,353.40	1,718,051.27	1,355,960.82	1,490,933.93
总负债	1,201,237.44	2,494,700.91	2,156,894.47	2,314,526.31
所有者权益（含少数股东权益）	1,634,483.83	1,716,928.06	2,337,702.55	2,370,747.54
营业总收入	5,019,885.26	5,104,130.34	5,478,787.73	1,062,109.26
三费前利润	421,912.75	438,827.64	440,775.49	118,735.65
投资收益	2,172.56	6,230.52	-4,666.61	1,219.02
净利润	130,880.86	119,339.11	93,707.56	41,060.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	359,769.74	433,586.22	458,300.92	-
经营活动产生现金净流量	272,395.02	369,867.94	292,716.59	68,837.94
投资活动产生现金净流量	-168,258.65	-1,040,776.74	-376,546.83	-85,086.50
筹资活动产生现金净流量	-38,438.50	796,699.25	35,624.06	140,033.68
现金及现金等价物净增加额	65,697.87	124,408.93	-46,062.01	122,971.77
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	8.76	9.07	8.71	12.40
所有者权益收益率（%）	8.01	6.95	4.01	6.93
EBITDA/营业总收入（%）	7.17	8.49	8.37	-
速动比率（X）	0.23	0.36	0.23	0.31
经营活动净现金/总债务（X）	0.34	0.22	0.22	0.18*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.59	0.53	0.27	0.25*
经营活动净现金/利息支出（X）	7.92	8.06	4.15	-
EBITDA 利息倍数（X）	10.45	9.44	6.50	-
总债务/EBITDA（X）	2.24	3.96	2.96	-
资产负债率（%）	42.36	59.23	47.99	49.40
总资本化比率（%）	32.98	50.02	36.71	38.61
长期资本化比率（%）	17.21	37.30	10.78	14.06

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

2、带“*”财务指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。