



信用等级通知书

信评委函字[2019]G203-X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贵公司拟发行的“山东黄金矿业股份有限公司2019年公开发行绿色公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年三月十二日

山东黄金矿业股份有限公司 2019年公开发行绿色公司债券信用评级报告

债券等级	AAA
主体等级	AAA
评级展望	稳定
发行主体	山东黄金矿业股份有限公司
发行规模	不超过人民币10亿元（含10亿元），拟一次发行
债券期限	本次发行的公司债券期限不超过5年（含5年）。具体期限构成和品种由发行人与主承销商在债券发行前根据有关法律、公司资金需求情况和市场情况协商确定
债券利率	本次债券为固定利率债券，本次债券的最终票面利率由发行人与主承销商根据网下利率询价情况在询价区间范围内协商确定
偿还方式	本次债券本息支付将按照本次债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体安排按照债券登记机构的相关规定办理。本次债券的利息自首个起息日起每年支付一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。具体本息兑付工作按照主管部门的相关规定办理

概况数据

山东黄金	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益（亿元）	120.81	163.45	171.69	220.08
总资产（亿元）	250.91	283.57	421.16	479.62
总债务（亿元）	91.21	80.44	171.81	189.50
营业总收入（亿元）	389.40	501.99	510.41	372.60
营业毛利率（%）	8.55	8.76	9.07	9.78
EBITDA（亿元）	28.43	35.98	43.36	-
所有者权益收益率（%）	5.76	8.01	6.95	5.06*
资产负债率（%）	51.85	42.36	59.23	54.11
总债务/EBITDA（X）	3.21	2.24	3.96	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.22	10.45	9.44	-

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、2015年、2016年数据分别采用2016年、2017年期初重述数；
3、2018年前三季度带“*”指标经过年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“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。该级别反映了本次债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）主体信用等级为AAA，评级展望稳定。该级别反映了山东黄金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。中诚信证评肯定了公司丰富的黄金资源储备、显著的规模优势、较强的技术实力和融资渠道畅通等正面因素对公司信用水平的支撑。但同时，中诚信证评也关注到黄金价格波动、黄金资源竞争激烈以及债务规模快速增长且面临较大的短期偿债压力等因素对公司信用水平可能产生的影响。

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2017年末公司黄金资源量为884.60吨，整体资源储备丰富，为公司长期的良性发展奠定较好基础。
- 显著的规模优势。公司年矿产金产量约占全国产量的10%，多年来位列同业前列。公司拥有全国乃至亚洲累计产金最多的“玲珑金矿”、全国装备水平和机械程度最高的“三山岛金矿”、全国首座数字化矿山“焦家金矿”、“国家环境友好企业”中唯一的矿山企业“新城金矿”以及全国矿产金交易量最大的精炼厂等。
- 技术优势突出。公司历来重视技术实力的提升，建有国家级企业技术中心、院士工作站、博士后工作站等国家级研发平台，为其研究开发与技术提升提供了良好的硬件支持，截至2018年6月末，公司获得194项专利，其中53项发明专利、135项实用新型专利，并掌握

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

田 琰 ctian@ccxr.com.cn

田 琰

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年3月12日

多项黄金采选冶核心技术。此外，公司承担和参与国家“十三五”重大科技专项“深地资源勘查开采”的研究，技术优势突出。

- 融资渠道畅通。截至 2018 年 9 月末，公司获得各银行人民币授信总额为 405.15 亿元，其中未使用额度为 255.89 亿元；美元授信总额为 19.79 亿元，其中未使用额度为 11.32 亿元。此外，作为“A+H 股”上市公司，公司股权融资渠道也较为畅通。

关 注

- 黄金价格波动。近年来，黄金价格波动较大，国内黄金生产企业应对价格冲击的手段较单一。金价的波动对公司盈利的稳定性会产生不利影响，公司经营面临一定产品价格波动风险。
- 资源竞争激烈，收购资金压力加大。近年来，国内主要黄金生产企业加大了对黄金资源的收购力度，矿产资源竞争日趋激烈，给公司资源整合带来了一定的资金压力。
- 债务规模快速增长且面临较大的短期偿债压力。近年来公司在对外投资等方面的资金投入较大，债务规模快速增长，2017 年末公司总债务为 171.81 亿元，同比增长 113.59%；随着短期借款的增长以及应付债券将在一年内到期偿付，2018 年 9 月末公司总债务增至 189.50 亿元，其中短期债务增至 114.51 亿元，较 2017 年末增长 64.32%。

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。

概 况

发债主体概况

山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）成立于2000年1月，系经山东省经济体制改革委员会鲁体改企字[2000]第3号文批准，由山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金集团”）作为主发起人，联合山东招金集团公司、山东莱州黄金（集团）有限公司、济南玉泉发展中心和山东金洲矿业集团有限公司（原“乳山市金矿”）等四家法人单位共同发起设立的股份有限公司。2003年8月，公司在上海证券交易所发行股票并上市（股票代码：600547.SH），经过多次资本公积金转增股本、送股和增发股票，截至2018年6月末，公司注册资本为人民币18.57亿元¹，山东黄金集团持股比例为44.80%，为公司控股股东；公司实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。2018年9月28日，公司在香港联交所主板挂牌并上市交易（股票代码：1787.HK），本次H股发行上市后（行使超额配股权之前）股份总数增至21.85亿股，山东黄金集团持股数不变，但持股比例下降至38.08%，仍为公司控股股东。

公司经营范围包括：黄金开采、选冶、黄金矿山专用设备、建筑装饰材料（不含国家法律法规限制产品）的生产、销售。经营范围涵盖了黄金地质探矿、开采、选冶、贵金属、有色金属制品、黄金珠宝首饰提纯、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。主要生产标准金锭和各种规格的投资金条和银锭等产品。截至2018年6月末，公司拥有一级子公司（全资及控股）18家。

截至2017年末，公司总资产421.16亿元，所有者权益171.69亿元，资产负债率59.23%；2017年公司实现营业总收入510.41亿元，净利润11.93亿元，经营活动净现金流36.99亿元。

截至2018年9月末，公司总资产479.62亿元，所有者权益220.08亿元，资产负债率54.11%；2018年1~9月公司实现营业总收入372.60亿元，净利润8.35

亿元，经营活动净现金流18.18亿元。

本次债券概况

表 1：本次公司债券概况

债券概况	
债券品种	山东黄金矿业股份有限公司 2019 年公开发行绿色公司债券
发行规模	不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），拟一次发行。
债券期限	本次发行的公司债券期限不超过 5 年（含 5 年）。具体期限构成和品种由发行人与主承销商在债券发行前根据有关法律、公司资金需求情况和市场情况协商确定。
债券利率	本次债券为固定利率债券，本次债券的最终票面利率由发行人与主承销商根据网下利率询价情况在询价区间范围内协商确定。
偿还方式	本次债券本息支付将按照本次债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体安排按照债券登记机构的相关规定办理。本次债券的利息自首个起息日起每年支付一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。具体本息兑付工作按照主管部门的相关规定办理。
募集资金用途	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。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

黄金行业概况

20 世纪 90 年代以来，随着金融业的逐步发展，作为重要的避险和投资工具，黄金对于保证国家经济安全和规避金融风险的作用日渐凸显。同时，黄金价格除了受自身的供需影响之外，还广泛受到全球政治、经济、国际货币等因素的综合影响。

世界黄金协会（WGC）公布的数据显示，截至 2017 年末，全球官方黄金储备共计 33,726.2 公吨。其中欧元区（包括欧洲央行）共计 10,782.0 公吨，占总比重的 55.6%；央行售金协议（CBGA）签约国共计 11,947.7 公吨，占总比重的 29.8%。全球主要黄金生产国为中国、澳大利亚、俄罗斯、美国和秘鲁等国家；主要黄金储备国有美国、德国、意大利、法国和中国。

¹ 2018 年 11 月 9 日，公司完成工商登记变更，注册资本为 2,214,008,309 元。

表 2: 截至 2017 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	75.0
2	德国	3,373.6	69.1
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	67.5
5	法国	2,435.9	63.5
6	中国	1,842.6	2.4
7	俄罗斯	1,828.6	17.5
8	瑞士	1,040.0	5.4
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	66.6

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

黄金供需

2017年, 受金价上涨、美联储加息及美股屡创新高因素影响, 黄金ETF及类似产品投资需求同比下降62.91%, 带动全球黄金需求整体下降, 根据世界黄金协会统计, 全球黄金消费需求为4,071.7吨, 同比下滑7.00%, 为2009年以来的最低水平。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。2017年, 黄金饰品需求约占53.15%, 私营部门投资需求约占30.26%, 央行储备黄金需求约占9.12%, 工业及其他用金约占8.17%。

金饰制造需求方面, 中国和印度为全球最大的金饰消费国, 二者约占全球近一半的市场份额。受黄金价格波动、经济前景不明以及消费者品味改变等因素影响, 2014~2016年全球金饰需求呈逐年下降趋势。2017年, 得益于相对稳定的金价和向好的宏观经济态势, 在中国和印度买家的推动下, 全年全球金饰需求同比增长3.99%至2,135.5吨, 实现了2013年以来的首次年度增长。

投资需求方面, 2017年全球黄金投资需求总量为1,231.9吨, 较2016年大幅下降22.76%, 黄金投资需求降至八年来最低点。一方面, 全球金币与金条投资需求同比下降1.86%至1,029.2吨, 其中, 金条投资需求较为稳定, 为770.9吨; 金币投资需求则主要因美国需求大幅下降的影响而同比下滑10%, 为258.2吨。另一方面, 黄金交易所交易基金 (ETF) 需求大跌62.91%至202.8吨。受地缘政治风险带来的

不确定性、实际利率为负或偏低以及以美股为主的全球股市表现良好等因素影响, 2017年欧洲黄金ETF基金流入148.9吨, 美国黄金ETF基金流入63.0吨, 亚洲和其他地区一共减持了9.2吨, 分别占全球黄金ETF净增持量的73.40%、31.10%和-4.50%。

工业需求方面, 黄金是少有的化学、物理、电子性能优异的金属, 应用领域非常广泛, 在电子、通讯、航空航天、化工和医疗等领域有着广泛的应用。近年来黄金的工业需求量较为稳定, 在黄金总需求中占的比例较小, 一般不超过10%。2017年, 受益于智能手机中的人脸识别技术、电子芯片以及汽车安全驾驶系统中传感器的需求持续增长, 提升了科技用金量, 电子工业和其他工业应用的黄金使用量全年稳步增长。全年黄金工业需求增加2.91%至332.8吨, 为2010年以来首次增长; 其中电子领域用金265.3吨, 同比增加3.79%, 牙科领域用金16.8吨, 同比下滑6.67%, 其他行业用金50.6吨, 同比增加1.61%。随着工业化进程的不断推进, 预计未来工业对黄金的需求仍将有所提升。

央行购金方面, 各国央行将黄金视为一种储备资产。2017年全球各国央行总计增持了371.4吨, 同比下降4.72%, 俄罗斯和土耳其为增储主力。其中, 俄罗斯的黄金净购买量为223.5吨, 年末黄金储备量增至1,828.6吨, 这标志着俄罗斯的黄金储备连续第11年增长; 土耳其的黄金净购买量为86.0吨, 年末黄金储备量增至525.8吨, 其黄金储备规模升至全球第十一位。

中国是全球第一大实物黄金需求国, 黄金需求主要集中在金饰消费领域和投资领域。近年来, 受经济发展、生活水平提高等因素影响, 金饰消费用金量稳定增长。中国黄金协会公布的数据显示, 2017年我国黄金实际消费量1,089.07吨, 与去年同期相比增长9.41%, 连续五年为世界第一黄金消费国。其中黄金首饰用金696.50吨, 同比增长10.35%, 金条用金276.39吨, 同比增长7.28%, 金币用金26.00吨, 同比下降16.64%, 工业及其他用金90.18吨, 同比增长19.63%。

另外, 作为我国黄金和基金市场的一项重要创新, 黄金ETF于2013年推出, 黄金ETF的推出不仅

丰富了投资者的投资渠道，有利于增加我国广义黄金储备，更有利于提升中国在世界黄金定价中的影响力以及加快中国金融开放的步伐。此外，2016年4月，上海黄金交易所发布了全球首个以人民币计价的黄金基准价格，首笔“上海金”基准价定格于256.92元/克。2017年4月，迪拜黄金与商品交易所（DGCX）“上海金”期货合约产品上线，这是“上海金”基准价在国际金融市场的首次应用。2017年11月，“黄金深港通”正式开通，由香港提供交易平台，深圳提供实物资产交割。深圳和香港市场的互联互通互融将使得中国的黄金市场进一步放大，随着“上海金”及“黄金深港通”的推出，我国有望在国际黄金市场上享有一定的定价权。

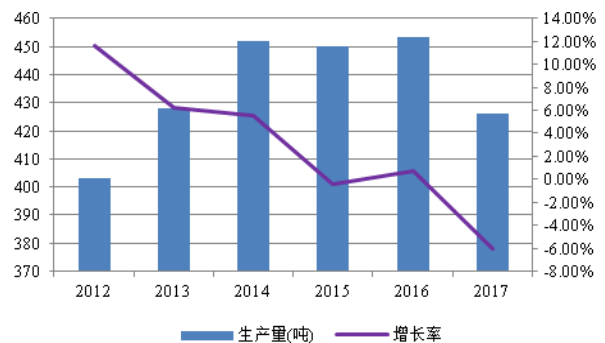
世界黄金协会统计的数据显示，2017年全球黄金总供应量较2016年下降4.19%至4,398.4吨。矿产金方面，2016年以来黄金价格回升带动新开业金矿数量增加，弥补了其他地方产量损失的空白，受此影响全球产量相对保持平稳，2017年全球矿产金产量3,268.7吨，同比小幅上升0.17%，为近年来最高全年总量。再生金方面，2016年在货币疲软的背景下，印度尼西亚、土耳其和埃及等地区国内较高的金价使得黄金回收活动非常活跃，但2017年以来随着黄金回收活动回归常态，当年全球再生金产量为1,160.0吨，同比下降10.43%，为全年黄金总供给量下降的主要影响因素。

黄金的供给主要来自于矿产金、各国央行抛售的储备金及再生金，其中矿产金是比较稳定的市场供给来源。世界八十多个黄金生产国中，美洲约占三分之一，亚太地区以及非洲占比均接近30%，其中主要产金大国包括中国、澳大利亚、美国、俄罗斯和南非等。南非曾经是最大的产金地区，随着黄金地下开采深度的加深，开采难度明显增加，近年来南非黄金产量不断下降，2017年其最大的产金区域威特沃特斯兰德盆地的黄金产量已下降至167.1吨；与此同时，随着黄金勘探、开采技术的提高，我国黄金产量已连续十一年居世界第一。2017年，我国政府先后出台环保税、资源税和资源保护税政策，同时要求自然保护区等生态功能区内矿业权退出，部分黄金矿山企业减产或关停整改，导致黄金

产量自2000年以来首次出现大幅下滑。全年我国原产黄金产量为426.12吨，较2016年下降6.03%。

国内方面，中国黄金协会最新的统计数据显示，2017年全国合计生产成品金517.49吨，受环保政策趋严部分黄金矿山企业减产或关停整改等因素影响同比下降3.35%，其中矿产金及有色副产金产量达426.14吨，同比下降6.03%，进口原料产金91.35吨，同比上升11.45%，我国黄金产量已连续十一年位居世界第一。近年来，我国黄金行业产业集中度在不断提升，黄金生产企业从2002年的1,200多家减少至目前不足700家，龙头企业有中国黄金集团公司、山东黄金集团、紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）和山东招金集团有限公司等4家大型黄金生产企业，亦为全球黄金产量前20名企业。2017年，上述四家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52.24%和40.39%。

图 1：2012~2017 年中国黄金产量及同比增长情况



资料来源：中国黄金协会，中诚信证评整理

整体看，2017年以来受相对稳定的金价及经济状况好转等因素影响，中国及印度等主要黄金消费国家黄金饰品消费需求有所上升；但在黄金投资机会成本增加的情况下，全球黄金投资需求大幅下降，带动全年黄金总需求呈现下滑态势。矿产金作为黄金供应的最主要来源，近年来在国际金价回升、新开业金矿增加等因素的影响下，产量相对较为稳定；但2017年以来随着黄金回收活动回归常态，再生金产量大幅下降，带动全球黄金总供给量同比有所下降。

价格走势

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。

2015年以来，国际金价受到美联储加息预期升温影响持续走低。截至2015年6月末，COMEX黄金期货价格为1,172.10美元/盎司。2015年下半年，在看空的大背景下，黄金价格持续下跌。其中，7月20日金价经历了日内大降50美元/盎司的暴跌，刷新1,087.80美元/盎司的逾5年低位。8月金价强势反弹，一度回到1,080美元/盎司之上，随后随着空头力量的爆发，黄金价格再度下跌，11月一举突破2010年初的低点。12月17日，美联储宣布加息，金价没有出现大涨或大跌，截至2015年末，COMEX黄金价格为1,060.50美元/盎司。2016年上半年，美联储暂缓加息步伐和英国脱欧公投两大事件引发的投资投机需求主导了国际金价走势，使得国际金价总体呈现震荡走高态势，黄金现货价格从1月中旬的1,071美元/盎司开始攀升，在7月初达到年内高点1,367.40美元/盎司后开始回落，但全年仍呈上升趋势。截至2016年末，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,152美元/盎司，同比上涨8.63%，全年均价为1,250.34美元/盎司，同比上升7.91%。2017年前三季度，持续的政治不确定性，尤其是特朗普上台后的一系列政策加剧了市场的不确定性，美元指数持续回落；以及美国空袭叙利亚、朝鲜核试验、法国大选等地缘政治事件的发生，阶段性推动着金价的上涨，COMEX黄金期货合约收盘价格一路震荡上涨至全年高点1,362.40美元/盎司。自2017年9月中旬开始，受美联储对外公布了缩表计划，预期降税将获得成功等影响，美元走强，金价震荡回调。2017年12月，美联储宣布第三次加息，截至2017年末，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,305.10美元/盎司，同比上涨13.29%，全年均价为1,258.79美元/盎司，同比上升0.68%。2018年1~4月，在美国债务上限危机临近、中美贸易战笼罩全球及俄罗斯与西方国家外交战升级等因素的推动下，国际金价维持高位震荡。受美联储紧缩货币政策预期压制和美元指数走强以及全球地缘政治风险有所减弱影响，国际金价

自4月下旬开始走低，8月中旬下降至年中最低点1,176.30美元/盎司，随后小幅回升，截至2018年10月末，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,216.10美元/盎司。

图2：2015.1~2018.10COMEX黄金当月连续期货价格趋势



资料来源：Choice，中诚信证评整理

中诚信证评认为，近年来世界经济进入周期性弱复苏阶段，珠宝首饰需求、世界各国央行购金及全球黄金金条投资需求都在恢复。未来在美联储加息缩表背景下，中美贸易战、全球主要经济体面临债务过高及局部地缘政治形势恶化等因素将对价格形成支撑。

行业政策

鉴于黄金对国民经济发展具有重要意义，中国对黄金实行了保护性开采的政策。近年来，国家陆续出台多项政策，在税金征收、地质勘查等方面给予黄金企业政策支持，对促进中国黄金行业产业集聚度的提升和黄金企业的发展起到了良好的助推作用。

表3：2010年以来我国已出台的黄金行业相关政策

时间	政策名称	主要内容
2010/7/22	人民银行、发改委等六部委联合出台《关于促进黄金市场发展的若干意见》	明确了黄金市场未来发展的总体思路和主要任务，对符合黄金行业规划和产业政策要求的大型企业，要求商业银行要按照信贷原则扩大授信额度。要重点支持大型黄金集团的发展和实施“走出去”战略，支持大型企业集团发行企业债券、公司债券、中期票据和短期融资券，拓宽企业融资渠道，降低企业融资成本
2012/11/26	工业和信息化部《关于促进	“十二五”期间，黄金工业结构调整和产业转型升级取得明显

<p>黄金行业持续健康发展的指导意见》</p>	<p>进展，工业增加值年均增长12%以上，产业发展规模和数量进一步提高；提高行业准入规模；通过加大兼并重组力度，企业数量减少到600家左右，形成1个50吨级、2个40吨级、1个30吨级、1个20吨级、2个10吨级的黄金企业集团公司；到2015年，十大黄金集团公司产量达到260吨，比2010年增加100吨，大中型黄金企业的黄金产量占全国的70%以上</p>		<p>产能力达到600吨（含进口料生产能力100吨）。黄金开采企业数量从600多家减少到450家左右。扣除黄金生产消耗4,000吨，全国新增黄金查明资源储量3,000吨，到2020年查明黄金资源储量为13,000~14,000吨</p>
<p>2013/2/22 国土资源部《关于金矿资源合理开发利用“三率”指标要求（试行）的公告》</p>	<p>明确了黄金开采回采率、选矿回收率、综合利用率指标要求，现有生产矿山在指标要求发布之日后两年内必须达到指标规定要求。达不到指标要求的，省级国土资源主管部门应组织督促其限期整改，整改后仍未达标的矿山企业，不予通过矿产资源开发利用年度检查</p>	<p>2017/2/7 中国黄金协会发布《黄金行业“十三五”发展规划》</p>	<p>“十三五”期间，黄金行业结构调整和产业转型升级取得明显进展，传统矿山采选业向中高端迈进，产业布局得到进一步优化，生产逐步向大基地、大集团集中，绿色矿山、数字化矿山建设取得新进展，矿区生态环境得到大幅改善，企业“走出去”取得明显成效</p>
<p>2015/4/1 中国人民银行、国家海关总署联合发布《黄金及黄金制品进出口管理办法》</p>	<p>除银行等金融机构外，生产企业等也可以申请黄金进出口资格</p>	<p>2017/7/5 国土资源部发布《自然保护区内矿业权清理工作方案》</p>	<p>将系统性开展各类保护区内矿业权清理工作，确保新设矿业权不再进入自然保护区</p>
<p>2016/2/3 国务院分发布《国务院关于取消13项国务院部门行政许可事项的决定》</p>	<p>明确取消了开采黄金矿产资质认定</p>	<p>2018/3/1 环保部发布《黄金行业氰渣污染控制技术规范》</p>	<p>本标准规定了黄金行业金矿石氰化、金精矿氰化、氰化堆浸过程产生的氰渣在贮存、运输、脱氰处理、利用和处置过程中的污染控制及检测制度要求。自2018年3月1日起实施</p>
<p>2016/5/9 财政部、国家税务总局发布《关于全面推进资源税改革的通知》</p>	<p>将矿产资源补偿费等收费基金适当并入资源税，在煤炭、原油、天然气、稀土、钨、钼等已实施从价计征改革基础上，对其他21种矿产资源全面实施改革，自2016年7月1日起实施。其中，金矿资源税征税对象为金锭，税率幅度1%~4%适用于北京、上海、广州、南京、青岛、深圳海关。允许企业在指定海关不超过规定数量和批次的报关，避免了原来每一批进口货物都需要办理一次《准许证》。这一政策极大提高了黄金进出口企业的通关效率，有助于黄金贸易企业实施对自身较为有利的价格策略</p>	<p>资料来源：公开信息，中诚信证评整理</p> <p>黄金资源储量对矿业公司的运营尤其重要，近年来黄金生产企业纷纷加大了对上游资源的开发和并购力度，竞争日趋激烈，黄金资源的获取成本不断上升。黄金资源获取成本上升的原因主要有：一是采矿权竞争更加激烈，二是开采难度加大，三是黄金资源税提高，四是黄金开采风险加大。</p>	
<p>2016/5/11 央行、海关总署发布《中国人民银行黄金及黄金制品进出口许可证“非一批一证”管理试点工作</p>	<p>“十三五”期间，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业。黄金产量年均增长3%左右，到2020年末，黄金产量达到500吨（力争达到550吨），新增黄金产能125吨，淘汰落后产能40吨，黄金年生</p>		<p>从2003年8月1日开始，根据国土资源部颁布的《探矿权采矿权招标拍卖挂牌管理办法》，新增矿权需要实行招拍挂牌管理，改变了过去交易双方通过协议转让矿山资源的交易方式，黄金矿山资源的买卖更加透明化，竞争也日趋激烈。</p>
<p>2017/1/11 工业和信息化部发布《关于推进黄金行业转型升级的指导意见》</p>	<p>“十三五”期间，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业。黄金产量年均增长3%左右，到2020年末，黄金产量达到500吨（力争达到550吨），新增黄金产能125吨，淘汰落后产能40吨，黄金年生</p>		<p>2015年，《黄金及黄金制品进出口管理办法》的出台，使得除银行等金融机构外，生产企业等也可以申请黄金进出口资格。2015年9月25日，紫金矿业获中国人民银行批复允许从事黄金进口业务，成为国内获得黄金进口业务资质的首家黄金企业。</p> <p>2017年1月，《工业和信息化部办公厅关于推进黄金行业转型升级的指导意见》正式发布；随后2月，《黄金行业“十三五”发展规划》（以下简称“规划”）亦正式发布，为制定相关政策和改善行业管</p>

理提供依据。规划要求：“以建设黄金强国、满足国内市场需求为目标，以资源勘探开发、技术创新、绿色发展、两化融合、国际合作等为重点，以全球化视野进一步优化产业布局，以调结构、促转型、深化企业改革为主线，推进供给侧结构性改革，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业，到 2020 年底迈入世界黄金工业强国行列。”

鉴于黄金对国民经济发展具有重要意义，我国对黄金实行了保护性开采的政策。近年国家陆续出台多项政策，在税金征收、地质勘查等方面给予黄金企业政策支持，对促进我国黄金行业产业集中度的提升和黄金企业的发展起到良好的助推作用。

行业关注

黄金作为资源型行业，其矿产资源供给的不确定性将影响黄金生产企业的核心竞争力以及给其发展空间带来限制。

作为资源型行业，黄金矿产资源保有量在很大程度上决定了黄金企业的核心竞争力和发展空间。黄金生产企业可能面临矿产资源供给的不确定性而带来的风险。近年来环保趋严，我国政府先后出台环保税、资源税和资源保护税政策等多项政策，特别是 2017 年 7 月，国土资源部印发《自然保护区内矿业权清理工作方案》后，系统性开展各类自然保护区内矿业权清理工作，部分黄金生产企业受此影响减产或关停整改。此外，矿山的持续开采造成矿藏量逐渐减少，矿石品位日趋下降，同时个别矿山还存在资源接续紧张和生产瓶颈等问题。若不能持续获得充足的黄金矿产资源，黄金生产企业未来的可持续发展将受到限制。

黄金矿产开采主要位于山区，存在发生多种自然灾害的可能性，如若发生事故，将对黄金产量、企业收入甚至企业形象造成影响，因此国家颁布了相关法律法规规范了黄金生产企业安全生产的流程。

黄金矿产开采时若发生安全事故，将直接影响黄金生产厂商的黄金产量，进而影响收入、利润以及企业形象等。黄金的开采主要在山区，开采过程中受断层、顶板、涌水量、滑坡等地质条件的影响，存在发生水淹、塌方、溃坝等多种自然灾害的可能

性，若防护措施不到位，可能造成人员伤亡或财产损失。此外，使用爆破物品、氰化物等时如有操作不规范，也有可能造成人员和财产损失。国务院、国家安全生产监督管理总局等部门发布了《中华人民共和国矿山安全法》、《金属与非金属矿产资源地质勘探安全生产监督管理暂行规定》等法律法规，规范安全生产，减少矿产资源开发时对人身、财产造成的伤害。

黄金开采、生产过程中会产生对环境造成污染的废弃物，若自然灾害或操作不当会发生环境污染，这对企业的清洁生产等提出了较高的要求。

在黄金的开采、生产过程中会产生废石、尾矿以及废气、废水和废渣等废弃物，如果环保措施出现问题，废弃物中的有害物质将会对矿区及周边的土地、空气及水资源等造成污染。一直以来，国家对矿山开采行业的环保设施建设要求较高，黄金生产企业需要根据国家要求建立了完善的废水净化系统与环境测评系统，使整个生产过程都处于受控状态，尽可能降低发生环境污染的可能性，但若自然灾害或操作不当等意外状况的出现，将导致发生环境污染的可能，从而影响企业生产经营的正常进行。国务院等部门发布了《中华人民共和国环境保护法》、《中华人民共和国水污染防治法》等法律法规，在黄金勘探、开采、生产等环节推行清洁生产、绿色矿山建设，减少对环境和生态的影响。此外，为解决过去排污费制度存在的执法刚性不足、地方政府干预等问题，进一步促使矿山开采企业加强环保意识，并自觉加大环保投入、提升环保治理水平，我国政府第一次对污染排放企业征收环保税，《中华人民共和国环境保护税法》已于 2018 年 1 月 1 日起正式施行。

竞争优势

丰富的黄金资源储备

公司系国内大型黄金生产企业之一，黄金资源储量丰富。截至 2017 年底，公司拥有探矿权 30 个，探矿权面积 179.60 平方公里；拥有采矿权 42 个，采矿权面积 189.80 平方公里，具备明显的资源优势。公司主要通过对外收购矿山和提高对现有矿山

周边及深部找矿力度两种方式增加黄金资源储备。2015~2017 年公司新增资源储量分别达到 14.38 吨、312.33 吨和 293.00 吨，黄金资源储量保持增长。截至 2017 年末公司黄金资源量为 884.60 吨。

总体看，公司黄金资源储备丰富，为其业务的稳步发展奠定良好基础。与此同时，随着公司对外收购及现有矿区深部探矿的深入，未来公司的黄金资源储备有望稳步提升。但我们也关注到，近年来，国内黄金企业纷纷加大了对黄金资源的收购资源竞争日益激烈，而黄金价格波动亦对资源储备造成一定冲击，给公司资源整合带来一定的压力。

显著的规模优势

公司集黄金地质勘探、采选、冶炼、精炼、科学研究等于一体，黄金产量、资源储备、经济效益、科技水平及人才优势均居全国同业前列，凭借较好的经营业绩和管理水平，公司入围 2018 年《福布斯》全球 2,000 强企业，在上榜的全球有色金属企业中排名第 36 位，在全球黄金企业中排名第 6 位；居中国有色企业第 6 位和中国黄金企业第 2 位。普华永道发布《2018 全球矿业报告》，公司名列第 34 位。公司股票成功入选上证 50 指数样本股和香港“恒生 A 股行业龙头指数”、被纳入 MSCI（美国明晟公司）指数体系。

公司现有生产矿山拥有多项之最，包括全国乃至亚洲累计产金最多的“玲珑金矿”，全国装备水平和机械程度最高的“三山岛金矿”，全国首座数字化矿山“焦家金矿”，“国家环境友好企业”中唯一的矿山企业“新城金矿”，全国矿产金交易量最大的“黄金冶炼公司”等。公司是目前国内唯一拥有两座累计产金突破百吨的矿山企业的上市公司。三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿连续多年上榜“中国黄金生产十大矿山”。总体而言，公司矿产金生产规模较大，具有较强的规模优势，并稳居国内领先地位。

较强的技术实力

公司历来重视技术实力的提升，建有国家级企业技术中心、院士工作站、博士后工作站等国家级研发平台，并依托上述平台建立了深井开采实验室、充填工程实验室、选冶实验室等实体研发机构。

公司拥有“深井采矿关键技术研究创新团队”为代表的矿业技术人才团队，掌握了深部探矿、深井开采、海底采矿、智能采矿、氰渣无害化处理、精炼等黄金采选冶核心技术。截至 2018 年 6 月末，公司拥有 194 项专利，包括 53 项发明专利、135 项实用新型专利及 6 项设计专利。在承担和参与国家“十三五”重大科技专项“深地资源勘查开采”中的 4 个国家重点研发计划课题的基础上，2018 年公司又牵头组织申报了国家“十三五”重大科技专项“深地资源勘查开采”中“深部金属矿绿色开采关键技术研发与示范”项目并已通过答辩评审，为公司实现绿色矿业的发展目标提供了技术支撑。

总体而言，依托于持续的研发投入和良好的硬件设施，公司形成了较强的研发实力和技术优势，能够为其探矿、冶炼及安全环保等方面提供技术支撑，在有效提升公司市场竞争力的同时，也能为其快速发展提供较强的技术保障。

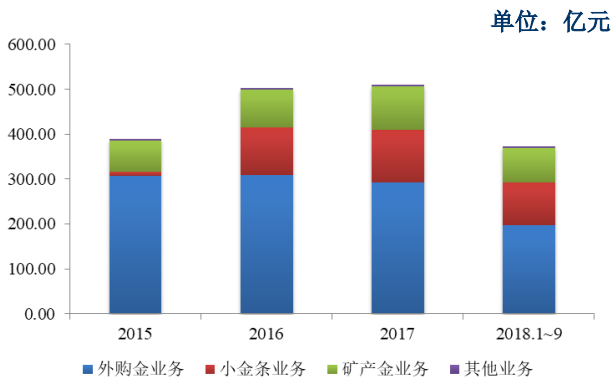
业务运营

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）获得非金业务收入。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司营业收入分别为 389.40 亿元、501.99 亿元、510.41 亿元和 372.60 亿元，其中黄金业务收入分别为 382.02 亿元、498.83 亿元、506.77 亿元和 369.78 亿元，占营业总收入的比重分别为 99.04%、99.38%、99.29%和 99.25%。

公司黄金生产拥有“采矿—选矿—冶炼—精炼—金银首饰加工”一体化的完整产业链。公司黄金业务产品主要包括成品金（矿产金）、外购合质金精炼后产生的标准金（冶炼金）和金饰品等。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，该业务板块毛利率较高，是公司最主要的利润来源；但受矿石自给率限制，收入占比有限。2015~2017 年，公司矿产金板块分别实现收入 63.52 亿元、83.22 亿元和 97.58 亿元，占营业总收入的比重分别为 16.47%、16.58%和 19.12%；同期，外购金板块分别实现收入 310.55 亿元、308.21 亿元和 292.63 亿元，占营业总收入的比重分别为

80.51%、61.40%和 57.33%。公司小金条业务近年来增长较快，2015~2017 年该业务板块分别实现收入 7.96 亿元、107.40 亿元和 116.57 亿元。此外，公司其他业务主要包括采选冶金过程中的副产品（银金属、铜金属、铅、铁砂等）等，收入规模很小。

图 3：2015~2018.Q3 公司营业总收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

黄金资源储备

公司是中国最大的黄金生产企业之一，黄金资源储备丰富。截至 2017 年底，公司拥有探矿权 30 个，探矿权面积 179.60 平方公里；拥有采矿权 42 个，采矿权面积 189.80 平方公里。得益于 2016、2017 年收购多项矿产资源，公司黄金资源储量有所提升，截至 2017 年底，公司黄金矿产资源量 884.60 吨，同比增加 32.15%。

表 4：2015~2017 年公司资源量变动情况

项目	2015	2016	2017
探矿权（个）	19	25	30
探矿权面积（平方公里）	88.84	128.40	179.60
采矿权（个）	22	28	42
采矿权面积（平方公里）	35.10	44.40	189.80
黄金矿产资源量（吨）	434.40	669.40	884.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：截至 2018 年 6 月末公司主要矿山情况

矿山	权益比例（%）	采选能力（吨/日）	资源量（吨）	可开采年限（年）
三山岛金矿	100.00	9,022	217.70	10+
焦家金矿	100.00	9,868	94.90	10
玲珑金矿	100.00	4,814	150.30	10+
新城金矿	100.00	5,535	156.30	10+
沂南金矿	100.00	1,269	17.30	10+
金洲金矿	60.43	1,293	9.20	7
鑫汇金矿	100.00	1,705	31.20	9
柴矿栏子金矿	73.52	1,283	12.40	7
源鑫金矿	90.31	989	3.00	2
归来庄金矿	70.65	-	8.40	-
蓬莱金矿	100.00	937	13.20	7
西和中宝金矿	70.00	550	25.40	10+
莱西金矿	100.00	969	9.80	10+
贝拉德罗金矿	50.00	37,897	137.80	10+
合计			886.80	

注：1、服务年限的计算是按采矿权和探矿权内所有资源储量进行估算的；

2、因采矿权、探矿权证书办理续期变更，归来庄金矿 2018 年上半年停产，2018 年 11 月 9 日恢复生产，故上半年无采选能力数据，2017 年归来庄金矿日均采选能力为 2,160 吨。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

资源获取方面，公司主要通过对外收购矿山和提高现有矿山周边和深部找矿力度两种方式增加黄金资源储备。对外收购矿山方面，截至 2017 年底，公司控制及经营 12 座中国矿山，并与巴理克黄金公司（Barrick Gold Corporation）共同经营位于

南美洲的贝拉德罗矿²。公司所辖矿山企业分布于中

² 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“香港子公司”）收购巴理克黄金公司所属 MAG（Minera Argentina Gold SRL）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），购买协议同时约定了交易价款调整机制。该项目已于北京时间 2017 年 6 月 30 日完成交割。

国山东、福建、内蒙、甘肃等省份以及南美洲阿根廷圣胡安省。公司中国境内的矿山有 9 座位于山东省，其中 4 座位列“全国十大黄金矿山”，即亚洲海底无轨开采机械化程度最高、规模最大的单体矿山“三山岛金矿”、全国首家数字矿山“焦家金矿”、国家环境友好企业“新城金矿”和亚洲累计产金最多的“玲珑金矿”，并与巴理克黄金公司按照 50-50% 基准共同经营阿根廷最大及南美洲第二大的金矿——贝拉德罗矿。深部探矿方面，2015~2017 年公司探矿增储新增黄金资源储量分别为 14.38 万吨、20.11 万吨和 18.50 万吨。

表 6：2015~2017 年公司黄金资源获取情况

单位：平方公里、吨

项目	2015	2016	2017
收购探矿权面积	-	62.49	68.60
收购采矿权面积	-	6.66	144.50
收购黄金资源储量	-	292.22	274.50
探矿新增黄金资源储量	14.38	20.11	18.50

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

未来，公司将继续以现有矿山为基础，不断收购其周边优质矿产区域，扩大探矿空间，以便集约化开发生产，并选取资源丰富、政局稳定、与中国关系友好的国家或地区作为海外矿业开发方向；与此同时，公司将进一步重点实施攻深找盲探矿和空白区地质科研探矿，加大探矿资金投入，预计未来资源储量将进一步增长。

总体看，公司黄金资源储备丰富，资源量逐年增长，为业务持续稳步发展奠定了良好基础。与此同时，随着公司对外收购及现有矿区深部探矿的推进，预计未来公司黄金资源储备将稳步提升。同时，中诚信证评关注到，近年来国内黄金企业纷纷加大了对黄金资源的收购，资源竞争日益激烈，而黄金价格波动亦对公司盈利能力和获现能力造成影响，给公司资源整合带来一定的压力。

黄金生产

采选

黄金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。得益于较好的资源条件，公司国内金矿含硫、砷、锑等元素较少，基本不属于难浸金矿，因此无需预氧化处理，较好的节约了生产成本。

在行业景气状态下，公司通过技术改进、更新设备等方式，不断提升矿山企业的采矿能力和处理能力。公司重点建设工程中，焦家金矿 6,000 吨/日选厂二期工程和三山岛金矿 8,000 吨/日改扩建工程中的选厂项目先后顺利投产，同时，新城深部开拓配套工程、新城采选 8,000 吨/日建设项目、鑫汇 1 号脉深部开采工程等重点工程项目均取得实质性突破；东风矿区扩界扩能工程等工程项目也已经启动。此外，公司加大技改力度，通过对矿山竖井提升、磨浮选冶、采矿方法的改造升级，进一步挖掘了生产潜能。2017 年公司国内选矿处理量达到 1,395 万吨，同比增长 4.49%，原矿品位 2.22 克/吨；国外堆浸处理量达到 707.32 万吨，入堆品位 1.00 克/吨，累计的黄金选矿回收率为 79.73%。未来，随着对外收购以及基建技改工程的不断推进，公司矿山采选能力有望持续提高，从而进一步提升公司资源自给率。

生产成本方面，近年来原材料价格上涨及用工成本上升，导致公司生产成本相应地有所提高，对其盈利水平产生一定影响。2015~2017 年，公司克金综合成本均在 200 元/克以下，但以每年上涨约 10 元/克的速度递增。

矿山产量方面，2015~2017 年，公司矿产金产量分别为 30.05 吨、29.98 吨和 35.88 吨。其中 2017 年矿产金产量明显提升，主要得益于对外并购以及基建技改工程的不断推进，公司矿山采选能力大幅提升。

此外，近年来公司重视创新投入的力度和质量，通过实施科研技术创新项目，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。2015~2017 年，公司分别完成研发投入 1.55 亿元、2.78 亿元和 3.89 亿元。

总体来看，近年来公司保持了较大规模的矿产金产量，采矿能力和处理能力很强，具备很强的竞争优势。

冶炼

公司冶炼金业务包括外购金冶炼产品和投资型黄金产品的生产加工。外购金冶炼产品是指公司外购合质金，主要经山东黄金冶炼有限公司（原“山东黄金矿业（莱州）有限公司精炼厂”，以下简称“精炼公司”）精炼后产生的标准金，在上海黄金交易所进行销售，利润主要为加工费，该费用是公司根据加工市场情况进行设定，不与金价挂钩。投资型黄金产品主要指公司从上金所购买标准金，加工的投资型小金条。精炼公司目前拥有 1,200 吨/日的金精矿处理能力，200 吨/年的标准黄金精炼能力，其中大部分需要冶炼外购粗金消化。此外，公司另一冶炼厂为深圳市山金矿业贵金属有限公司，主要向第三方提供黄金加工服务，同时生产定制化黄金产品，设计年产能为 60.00 万吨。2015~2017 年，公司冶炼金及小金条产量合计分别为 135.28 吨、161.67 吨和 155.71 吨。

表 7：2015~2017 年公司黄金冶炼产品产量情况

单位：吨			
项目	2015	2016	2017
外购金冶炼	131.33	114.45	105.76
小金条	3.95	47.22	49.95
合计	135.28	161.67	155.71

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司黄金冶炼产品产量保持增长势头，技术水平较好，除自产黄金外，公司冶炼业务原材料以外购为主，且受限于冶炼行业竞争激烈等因素，公司冶炼业务毛利率较低。

黄金销售

销售方面，精炼公司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 和 Au99.5，标准重量为 12.5 公斤、3 公斤和 1 公斤的金锭。2010 年 1 月还获得了伦敦金银市场协会（LBMA）优质交易锭资格，被评为国际金银市场优质产品。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。凭借雄厚的资金实力、先进的冶炼技术以及品牌效应等

竞争优势，公司产品在黄金市场中保有很强的竞争力。目前，国内各黄金生产企业在黄金销售方面均不具有自主定价权，但企业可根据经验和对金价走势的判断，采取灵活的销售策略以维持稳定的盈利能力。公司设有专职销售人员，以公司制定的销售制度和销售策略为基础，根据黄金价格的长期走势和即时变化调整销售量，从而实现销售价格最优。

近年来随着国际金价上涨的影响，公司黄金平均售价也有所提升。2015~2017 年，公司全年黄金平均售价均在 200~300 元/克区间。2016 年初黄金价格探底回升，走势趋稳，当年公司黄金平均售价同比上涨 13.53%，对公司的盈利状况形成了支撑。2017 年，地缘政治不确定性引发的避险需求再次驱动金价小幅上涨，公司黄金产品平均售价亦同比上涨 2.91%。

此外，为避免金价波动对公司带来的风险，公司利用黄金租赁、黄金期货和 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。虽然公司针对远期交易建立了内部管理制度，但期货的交易特点使该业务仍面临一定市场及操作风险，因此应持续关注公司对套期保值业务的风险控制情况。

发展规划

公司坚持以“做优做大，成为全球黄金矿业综合实力前十名”的“十三五”战略目标为指引，以“实现股东利益最大化”为目标，未来将继续坚持对外开发、资源收购，积极参与境内外矿业资源的开发，同时加强对收购企业的技术改造及基础设施建设工程，进一步提升公司核心竞争力。

具体来看，公司将提高产出能力和产出规模，积极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，积极拓展

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，实现绿色生态发展。尤其是莱州黄金基地要在管理、技术、安全、生态、企业文化等诸多方面，深入挖掘物质和精神方面的潜力，建设成为全球领先的黄金生产与冶炼基地。

总体而言，公司的发展战略立足于自身经营特色，着眼于行业的未来发展趋势，专注于黄金矿产资源的获取，战略定位明确，战略规划较稳健。

管 理

治理结构

公司不断完善法人治理结构，规范公司运作行为。公司股东大会、董事会、监事会和经营层之间权责明确，公司法人治理结构符合《公司法》、《证券法》和《上市公司治理准则》等有关法律法规和现代企业制度的要求。股东大会是公司的权力机构，享有法律法规和公司章程规定的合法权利，依法行使公司经营方针、筹资、投资和利润分配等重大事项的决定权。公司董事会由 9 名董事组成（其中 1/3 以上为独立非执行董事），对股东大会负责，依法行使企业的经营决策权，并通过设立战略、审计、薪酬与提名四个专业委员会提升管理效率。公司监事会由 3 名监事组成（其中职工代表的比例不低于 1/3），对股东大会负责，对公司财务和高管履职情况等进行检查监督。公司经营层负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持公司日常经营管理工作。截至 2018 年 6 月 30 日，公司董事会由 9 名董事（含 3 名独立董事）组成，公司监事会由 3 名监事（含 1 名职工代表监事），其他非董事高级管理人员 8 名。董事会成员可以兼任公司总经理及其他高级管理人员。

内部管理

根据公司战略定位及管理需求，公司内设办公室（经济发展研究室）、董事会办公室、战略规划部、人力资源部、财务部、投资发展部、企业管理部、科技信息部、交易部、安全生产部、审计与风控部、法律事务部、纪检监察部、企业文化部共 14

个部门，以及齐鲁矿业事业部、中华矿业事业部、资源勘查事业部共 3 个事业部。

财务管理方面，公司执行授权审批制度和遵循不相容职责相分离的岗位设置原则，实行《全面预算管理制度》、《会计核算制度》、《财务管理制度》等，加强预算的适时分析及事中控制，规范会计核算和财务报表管理，加强成本费用分析和财务控制，对新增子公司及时委派财务总监，并对外派财务总监进行相关业务和管理知识培训。

资产管理方面，公司资产独立完整、权属清楚，拥有经营所需的独立的营运资产和配套设施，包括机器设备、房屋建筑物等固定资产以及土地使用权、专利技术等无形资产均由公司拥有，资产产权清晰，与股东单位之间的资产产权界定明确，对各项财产拥有独立处置权。

安全生产管理方面，为加强公司的生产控制和安全管理工作，公司组建成立营销管理、漏失管理、安全管理、绩效管理四个专业小组，为实现运营阶段的精细化管理搭建了组织平台；在完善下属公司应急预案编制的同时，公司组织检查小组到各子公司进行安全检查，督导各子公司加强安全生产管理，确保京通快速路的安全畅通，以及给水项目的安全优质供水和污水项目的稳定运营；公司开展客服营销和控制产销差的专项工作，根据各子公司的实际情况制定相应措施和工作计划；为加强对下属子公司技改计划的审查，组织对工程建设项目核查小组对工程资金、质量、进度等的控制情况进行现场调查；公司组织水质管理检查，除各公司自行检测外，还委托具有检测资质的外部机构进行水样抽检。

子公司管理方面，公司通过向控、参股公司委派董事、监事及主要高级管理人员，对控股公司实施战略管理，从公司治理、经营及财务等方面对控股公司实施有效的管理。公司定期跟踪分析下属公司的经营指标和财务报表，掌握各项重点工作和年度经营目标的完成进度。另外，为了加强对下属公司领导人员的管理和监督，公司制定了《下属公司领导人员任期经济责任审计办法》，规定了审计对象范围、审计内容、审计依据和审计程序等。

总体看，公司具有健全的公司治理结构、严格

的资金使用和管理制度以及较为完善的安全环保制度措施，有效地防范了内控风险，并保证了公司各项业务的合理开展。

财务分析

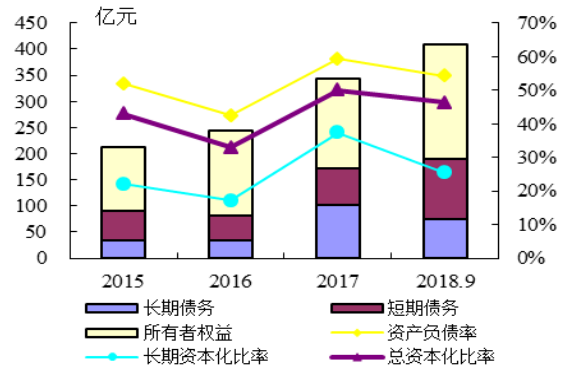
以下分析基于山东黄金矿业股份有限公司提供的由北京天圆全会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年审计报告及未经审计的2018年三季度财务报表，其中2015年、2016年数据分别采用2016年、2017年期初重述数。公司财务报表均按照新会计准则编制，且为合并口径。

资本结构

近年来公司不断加大矿产资源投资及产能扩张力度，整体资产规模逐年增长。2015~2017年末，公司总资产分别为250.91亿元、283.57亿元和421.16亿元，三年复合增长率为29.56%。其中，2017年末资产总额大幅增长，主要系收购MAG50%权益，境外资产并表所致。2015~2017年末，得益于公司利润的积累以及增发股票产生的资本溢价，公司所有者权益亦逐年增长，2015~2017年末公司所有者权益分别为120.81亿元、163.45亿元和171.69亿元，三年复合增长率为19.21%。财务杠杆比率方面，2015~2017年末，公司资产负债率分别为51.85%、42.36%和59.23%；总资本化比率分别为43.02%、32.98%和50.02%，整体呈波动上升态势。其中，2016年末公司财务杠杆比率下降，主要系当年公司增发股票所致。

2018年9月公司港股上市，资本溢价增加，期末公司总资产增至479.62亿元，总负债增至259.55亿元，所有者权益增至220.08亿元；资产负债率和总资本化比率分别小幅下降至54.11%和46.27%。

图4：公司2015~2018.Q3资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产结构看，公司资产以非流动资产为主，由于公司业务规模持续扩大，非流动资产规模也持续增长。2015~2017年末，公司非流动资产分别为232.78亿元、253.04亿元和352.07亿元，占总资产的比重分别为92.78%、89.23%和83.60%。公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程构成，截至2017年末，上述三项在非流动资产中占比分别为52.35%、27.89%和7.43%。2015~2017年末，公司固定资产分别为96.07亿元、111.09亿元和184.32亿元，主要系房屋建筑物、机器设备、运输工具及其他设备等，公司在建工程转固以及企业合并范围的增加，使得公司固定资产逐年增加。2015~2017年末，公司无形资产分别为70.92亿元、89.45亿元和98.19亿元，主要系矿权及土地使用权，随着公司黄金资源储备的增加，无形资产持续增长。2015~2017年末，公司在建工程分别为30.39亿元、22.33亿元和26.15亿元，主要系在建房屋建筑物及机器设备。截至2018年9月末，公司固定资产、无形资产和在建工程分别为185.05亿元、94.91亿元和37.38亿元，占非流动资产的比重分别为50.32%、25.1%和10.16%。

公司流动资产主要由存货和货币资金构成，截至2017年末，上述二项在流动资产中占比分别为44.90%和44.47%。2015~2017年末，公司存货余额分别为6.91亿元、13.70亿元和31.02亿元，主要系在产品、库存商品及原材料。截至2017年末，公司在产品23.02亿元，库存商品2.14亿元，原材料5.56亿元，占存货的比重分别为74.20%、6.90%和17.94%；公司已按照谨慎性原则计提存货跌价准备12.88万元。2015~2017年末，公司货币资金分

别为 6.07 亿元、13.04 亿元和 30.73 亿元。其中，2017 年末货币资金大幅增长，主要系公司并购 MAG 增加的履约保证金及货币资金。截至 2018 年 9 月末，公司存货和货币资金分别为 35.92 亿元和 65.90 亿元，占流动资产的比重分别为 32.10% 和 58.90%。

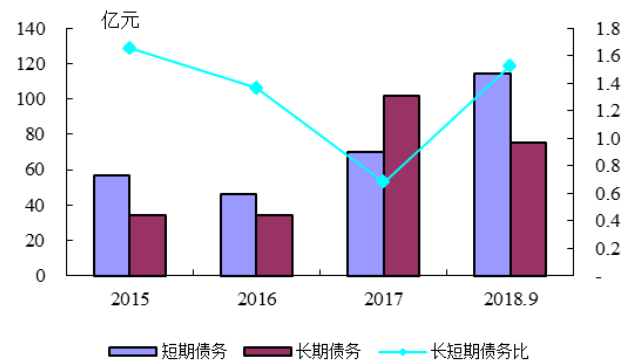
从负债结构看，公司负债以流动负债为主，2015~2017 年末，公司流动负债分别为 81.51 亿元、72.40 亿元和 106.74 亿元，分别占负债总额 62.65%、60.27% 和 42.79%。公司流动负债主要由短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、应付账款和其他应付款组成，截至 2017 年末，上述四项在流动负债中占比分别为 7.39%、53.88%、16.55% 和 9.83%。2015~2017 年末，公司短期借款分别为 4.70 亿元、5.30 亿元和 7.89 亿元，呈增长态势，主要系保证借款、信用借款、质押借款、抵押借款和短期融资券本金。2015~2017 年末，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债金额分别为 47.77 亿元、31.70 亿元和 57.51 亿元，主要为公司黄金租赁与期货业务产生的。公司从金融机构租赁黄金，然后在现货市场卖出黄金，且为锁定黄金价格，公司租赁黄金的同时在黄金期货市场上购买相同数量的黄金期货。2015~2017 年末，公司应付账款分别为 12.90 亿元、13.00 亿元和 17.67 亿元，主要系矿权款、应付工程款及工程材料款等；同期公司其他应付款分别为 6.80 亿元、7.80 亿元和 10.49 亿元，主要系往来款、质保金和矿权款等。

2015~2017 年末，公司非流动负债分别为 48.59 亿元、47.72 亿元和 142.73 亿元，分别占负债总额的 37.35%、39.73% 和 57.21%。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，截至 2017 年末在非流动负债中占比分别为 48.04% 和 23.08%。2015~2017 年末，公司长期借款分别为 1.47 亿元、1.07 亿元和 69.17 亿元；其中，2017 年末长期借款大幅增长，主要系公司并购 MAG50% 的权益增加了融资规模所致。2015~2017 年末，公司应付债券分别为 32.87 亿元、32.90 亿元和 32.94 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司流动负债为 143.95 亿元，占负债总额的 55.46%；其中，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、应付账款和其他应付款分别为 28.26 亿元、0.64 亿元、14.64 亿元和 8.61 亿元。公司非流动负债为 115.60 亿元，占负债总额的 44.54%；其中长期借款和应付债券分别为 68.13 亿元和 6.86 亿元。

债务结构方面，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司总债务分别为 91.21 亿元、80.44 亿元、171.81 亿元和 189.50 亿元；长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.66 倍、1.37 倍、0.68 倍和 1.53 倍。其中，2017 年以来债务规模大幅增长，主要系为项目收购加大融资规模所致。依据公司业务经营特性，其业务有前期投资大，投资回收期相对较长的特点，目前以短期债务为主的债务结构不利于公司资金使用的稳定，且较高的短期债务规模使得公司存在较大的短期偿债压力。

图 5：公司 2015~2018.Q3 债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于非公开发行股票地完成和自身利润的积累，近年来公司所有者权益逐年增长。同时，公司资产随业务规模的扩大而增长，特别是 2017 年公司收购 MAG50% 权益后，其资产和负债规模均大幅增长。公司财务杠杆比率虽有所波动，但仍处于适中水平，考虑到公司仍需增加对外收购以扩充自身资源储备，以及基建技改工程等的推进，其资本支出水平将有所提高，债务规模或将因此进一步扩大，同时目前以短期债务为主的债务规模也使公司面临较大的短期偿债压力。

盈利能力

2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司营业收入分别为 389.40 亿元、501.99 亿元、510.41 亿元和 372.60 亿元。其中，2016 年以来收入明显增长主要受益于金价的回暖和外购小金条销量的增加。从收

入构成来看，公司专注黄金主业的发展，黄金业务收入（包括矿产金、外购金和小金条三个板块）为公司收入最主要构成部分，2015~2017 年及 2018 年三季度，分别实现收入 382.02 亿元、498.83 亿元、506.77 亿元和 258.05 亿元，占营业收入的比重分别为 99.04%、99.38%、99.29% 和 99.19%。

毛利率方面，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公

司营业毛利率分别为 8.55%、8.76%、9.07% 和 9.78%，呈逐年增长趋势。分板块来看，受冶炼行业竞争影响，公司外购金冶炼和小金条业务板块毛利率均很低，对利润贡献相对较小，而矿产金板块毛利率较高，对利润贡献大。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司矿产金毛利率分别为 43.92%、50.48%、44.48% 和 43.06%。

表 8：2015~2018.Q3 公司营业收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

业务板块	2015 年度			2016 年度			2017 年度			2018 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
外购金	310.55	80.51	0.10	308.21	61.40	0.05	292.63	57.33	0.34	198.10	53.17	0.30
小金条	7.96	2.06	0.18	107.40	21.40	0.09	116.57	22.84	0.12	93.85	25.19	0.13
矿产金	63.52	16.47	43.92	83.22	16.58	50.48	97.58	19.12	44.48	77.83	20.89	44.05
其他业务	3.71	0.96	-	3.16	0.64	-	3.64	0.71	-	2.13	0.75	-
合计	385.73	100.00	8.55	501.99	100.00	8.76	510.41	100.00	9.07	372.60	100.00	9.78

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，随着生产规模的扩大，近年来公司期间费用总额整体呈上升态势，2015~2017 年，公司三费合计金额分别为 23.76 亿元、25.64 亿元和 27.32 亿元，占营业收入的比例分别为 6.10%、5.11% 和 5.35%。2015~2017 年公司销售费用分别为 0.35 亿元、0.34 亿元和 0.31 亿元；同期，公司管理费用分别为 19.72 亿元、22.05 亿元和 22.01 亿元，主要系 2016 年以来公司研发费用和职工薪酬的增加所致；同期，公司财务费用分别为 3.69 亿元、3.25 亿元和 5.00 亿元。2018 年 1~9 月，三费合计及三费收入占比分别为 19.41 亿元和 5.21%。总体来看，公司期间费用管控能力尚可。

表 9：公司 2015~2018.Q3 期间费用情况

单位：亿元

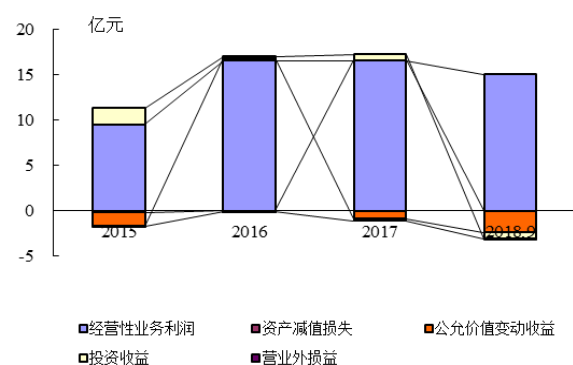
	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	0.35	0.34	0.31	0.20
管理费用	19.72	22.05	22.01	13.79
财务费用	3.69	3.25	5.00	5.41
三费合计	23.76	25.64	27.32	19.41
营业总收入	389.40	501.99	510.41	372.60
三费收入占比	6.10%	5.11%	5.35%	5.21%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从利润总额看，2015~2017 年，公司分别实现利润总额 9.58 亿元、16.91 亿元和 16.29 亿元。从利润总额的构成来看，公司利润总额主要由经营性

业务利润构成，2015~2017 年公司分别实现经营性业务利润 9.49 亿元、16.55 亿元和 16.56 亿元。此外，2015~2017 年公司投资收益分别为 1.85 亿元、0.22 亿元和 0.62 亿元；公允价值变动收益分别为 -1.53 亿元、0.25 亿元和 -0.87 亿元，其波动亦对利润总额形成一定的影响。2018 年 1~9 月，公司实现利润总额 11.98 亿元，其中经营性业务利润 15.03 亿元，公允价值变动收益 -2.33 亿元，投资收益为 -0.74 亿元。

图 6：公司 2015~2018.Q3 利润总额构成分析



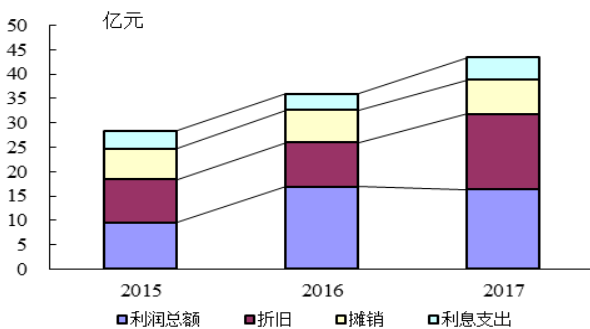
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司收入规模和毛利率水平均保持增长，期间费用控制较好，整体盈利能力增强，但金价波动对盈利表现产生的影响仍需予以关注。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 由利息支出、折旧、摊销和利润总额构成。近年来公司获现能力逐步加强，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 28.43 亿元、35.98 亿元和 43.36 亿元。同期，公司总债务/EBITDA 分别为 3.21 倍、2.24 倍和 3.96 倍；EBITDA 利息倍数分别为 7.22 倍、10.45 倍和 9.44 倍，公司 EBITDA 能对债务利息的偿还形成很强保障。

图 7：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

现金流方面，由于公司的标准金锭均在黄金交易所进行现货交易，货款结算稳定且及时，因而现金回笼状况良好，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司经营活动净现金流分别为 23.60 亿元、17.24 亿元、36.99 亿元和 18.18 亿元。同期，经营净现金流/总债务分别为 0.26 倍、0.34 倍、0.22 倍和 0.13 倍；2015~2017 年，经营活动净现金/利息支出分别为 6.00 倍、7.92 倍和 8.06 倍。公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度较好。

表 10：2015~2018.Q3 公司主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q3
总资产 (亿元)	250.91	283.57	421.16	479.62
总债务 (亿元)	91.21	80.44	171.81	189.50
资产负债率 (%)	51.85	42.36	59.23	54.11
总资本化比率 (%)	43.02	32.98	50.02	46.27
经营活动净现金流 (亿元)	23.60	27.24	36.99	18.18
经营活动净现金/总债务 (X)	0.26	0.34	0.22	0.13*
经营活动净现金/利息支出 (X)	6.00	7.92	8.06	-
EBITDA (亿元)	28.43	35.98	43.36	-
总债务/EBITDA (X)	3.21	2.24	3.96	-
EBITDA 利息倍数 (X)	7.22	10.45	9.44	-

注：带“*”指标经过年化处理

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2018 年 9 月末，公司获得多家银行的授信，包括交通银行、招商银行、建设银行、中国工商银行在内的主要银行给予公司的人民币授信总金额为 405.15 亿元，其中已使用额度约为 146.91 亿元，未使用额度为 255.89 亿元；星展银行、国家开发银行、中国银行给予公司的美元授信总金额为 19.79 亿元，其中已使用额度约为 8.47 亿元，未使用额度为 11.32 亿元。此外，作为“A+H 股”上市公司，公司股权融资渠道较为畅通。

受限资产方面，截至 2018 年 9 月末，公司受限的货币资金为 1.52 亿元；其他资产受限方面，公司以香港子公司为主体收购 MAG 公司，为取得质押借款，香港子公司以其持有的 MAG 公司股权及其对 MAG 公司 1.4 亿美元的债权为质押物，质押给贷款银行。公司受限资产合计为 46.73 亿元，占净资产的比例为 21.23%。公司受限资产规模较大，降低了其资产变现能力。

对外担保方面，截至 2018 年 9 月末，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2018 年 9 月末，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

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；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，中诚信证评评定山东黄金矿业股份有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；评定“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。

关于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安排

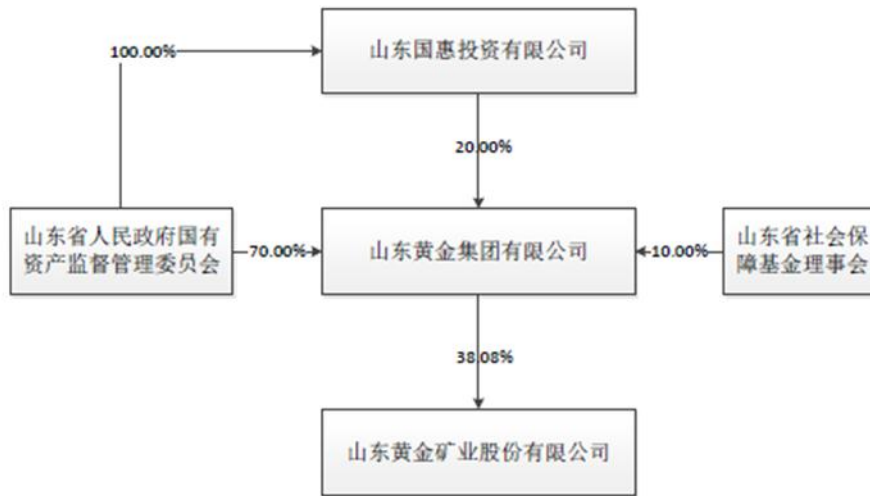
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

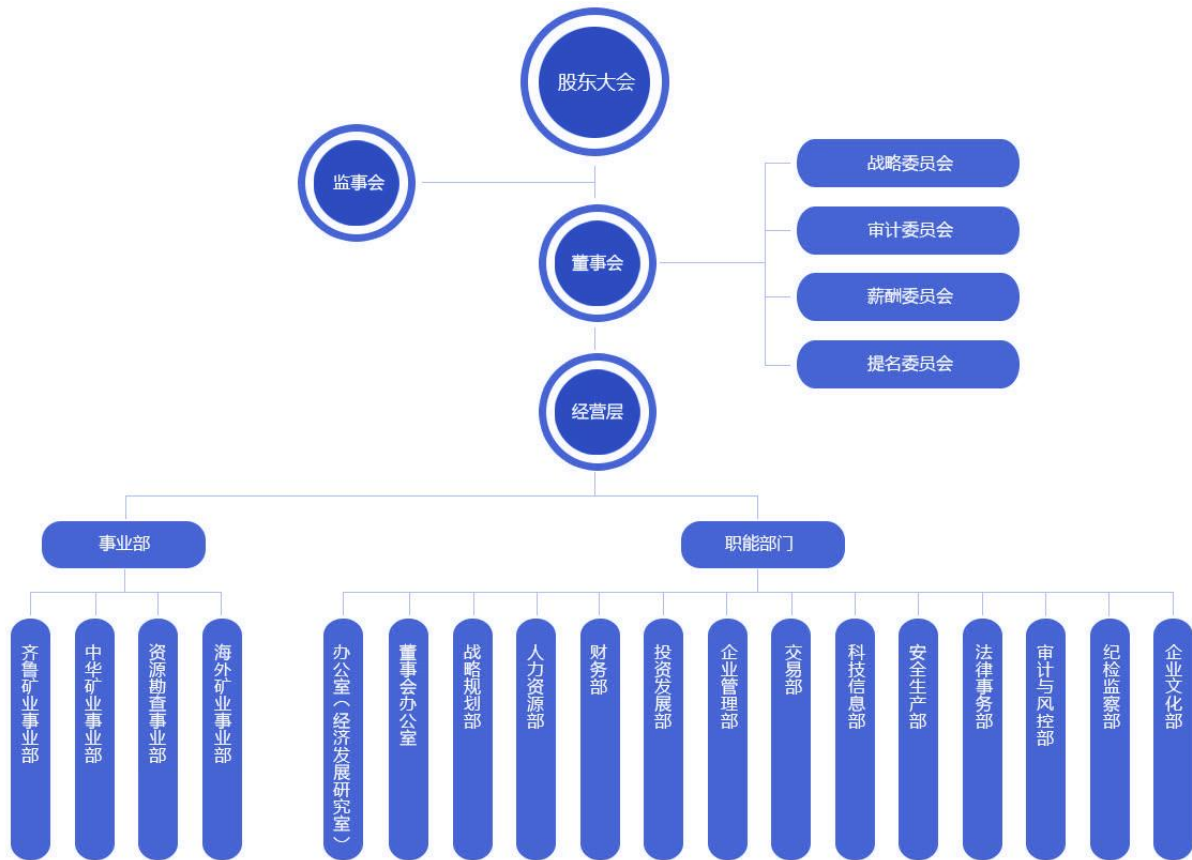
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：山东黄金矿业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



注：2018 年 10 月 19 日，公司公开发行境外上市外资股（H 股）并在香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）主板挂牌上市之联席全球协调人（代表国际承销商）于 2018 年 10 月 19 日部分行使超额配售权，公司额外发行 29,159,500 股 H 股股份。经香港联交所批准，本次部分行使超额配售权公司额外发行的 29,159,500 股 H 股，定于 2018 年 10 月 26 日在香港联交所主板挂牌并开始上市交易。部分行使超额配售权后，公司股份数量为 2,214,008,309 股。山东黄金集团有限公司持股比例下降至 37.58%，仍为本公司的控股股东。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 9 月 30 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）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	60,675.18	130,365.02	307,275.57	658,980.81
应收账款净额	3,117.87	2,770.54	12,666.28	26,850.32
存货净额	69,148.03	136,996.82	310,221.76	359,178.24
流动资产	181,273.22	305,302.68	690,911.84	1,118,830.17
长期投资	34,785.19	37,347.70	40,122.42	103,069.40
固定资产合计	1,298,753.92	1,364,954.82	2,132,116.46	2,246,764.08
总资产	2,509,057.08	2,835,721.27	4,211,628.97	4,796,244.77
短期债务	568,781.21	464,604.30	696,858.11	1,145,104.31
长期债务	343,324.90	339,749.11	1,021,193.16	749,934.31
总债务（短期债务+长期债务）	912,106.11	804,353.40	1,718,051.27	1,895,038.62
总负债	1,300,969.10	1,201,237.44	2,494,700.91	2,595,483.50
所有者权益（含少数股东权益）	1,208,087.99	1,634,483.83	1,716,928.06	2,200,761.27
营业总收入	3,894,031.04	5,019,885.26	5,104,130.34	3,726,042.33
三费前利润	332,447.05	421,912.75	438,827.64	344,374.48
投资收益	18,487.94	2,172.56	6,230.52	-7,425.13
净利润	69,634.30	130,880.86	119,339.11	83,500.57
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	284,271.85	359,769.74	433,586.22	-
经营活动产生现金净流量	235,977.69	272,395.02	369,867.94	181,828.14
投资活动产生现金净流量	-220,591.97	-168,258.65	-1,040,776.74	-299,227.54
筹资活动产生现金净流量	-15,139.94	-38,438.50	796,699.25	519,940.67
现金及现金等价物净增加额	245.78	65,697.87	124,408.93	403,912.85
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	8.55	8.76	9.07	9.78
所有者权益收益率（%）	5.76	8.01	6.95	5.06*
EBITDA/营业总收入（%）	7.30	7.17	8.49	-
速动比率（X）	0.14	0.23	0.36	0.53
经营活动净现金/总债务（X）	0.26	0.34	0.22	0.13*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.41	0.59	0.53	0.21*
经营活动净现金/利息支出（X）	6.00	7.92	8.06	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.22	10.45	9.44	-
总债务/EBITDA（X）	3.21	2.24	3.96	-
资产负债率（%）	51.85	42.36	59.23	54.11
总资本化比率（%）	43.02	32.98	50.02	46.27
长期资本化比率（%）	22.13	17.21	37.30	25.42

注：1、带“*”指标经过年化处理；

2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

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。