

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告之內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部分內容而產生或因依賴該等內容而引致之任何損失承擔任何責任。



SD-GOLD

SHANDONG GOLD MINING CO., LTD.

山東黃金礦業股份有限公司

(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號：1787)

海外監管公告

本公告乃根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條作出。

茲載列山東黃金礦業股份有限公司(「本公司」)在上海證券交易所網站(www.sse.com.cn)刊登之《山東黃金礦業股份有限公司關於公司主體及相關公司債券跟蹤評級結果的公告》、《山東黃金礦業股份有限公司2022年度跟蹤評級報告》及《山東黃金礦業股份有限公司公司債2022年度跟蹤評級報告》，僅供參閱。

承董事會命
山東黃金礦業股份有限公司
董事長
李國紅

中國濟南，2022年5月27日

於本公告日期，本公司執行董事為劉欽先生、王樹海先生和湯琦先生；本公司非執行董事為李國紅先生、王立君先生和汪曉玲女士；本公司獨立非執行董事為王運敏先生、劉懷鏡先生和趙峰女士。

证券代码：600547

债券代码：175514

债券代码：175566

证券简称：山东黄金

债券简称：20 鲁金 Y1

债券简称：20 鲁金 Y2

编号：临 2022-030

山东黄金矿业股份有限公司 关于公司主体及相关公司债券跟踪评级结果的公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，对公告的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏负连带责任。

重要内容提示：

- **前次评级结果：**山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；“20 鲁金 Y1”、“20 鲁金 Y2”的债项信用等级为 AAA。
- **本次评级结果：**公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“20 鲁金 Y1”、“20 鲁金 Y2”的债项信用等级为 AAA。

根据中国证券监督管理委员会《公司债券发行与交易管理办法》和上海证券交易所《公司债券上市规则》等有关规定，公司委托信用评级机构中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”），对本公司 2020 年公开发行可续期公司债券（第一期、第二期）（债券简称：“20 鲁金 Y1”、“20 鲁金 Y2”）进行跟踪信用评级。

公司前次评级结果：公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；“20 鲁金 Y1”、“20 鲁金 Y2”的债项信用等级为 AAA。评级机构为中诚信国际，评级时间为 2021 年 5 月 28 日。

中诚信国际在对公司经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，于 2022 年 5 月 27 日出具了《山东黄金矿业股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告》（信评委函字[2022]跟踪 0372 号）、《山东黄金矿业股份有限公司公司债 2022 年度跟踪评级报告》（信评委函字[2022]跟踪 0373 号），维持本公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持本公司债券“20 鲁金 Y1”、“20 鲁金 Y2”的债项信用等级为 AAA。

投资者欲全面了解本次跟踪评级报告的具体情况，请查阅公司在上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）上刊登的上述信用评级报告全文。

特此公告。

山东黄金矿业股份有限公司董事会

2022年5月27日

山东黄金矿业股份有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：吕卓林 zhllv@ccxi.com.cn

项目组成员：霍 飞 fhuo@ccxi.com.cn

评级总监：刘洋

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 27 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 5 月 27 日至 2023 年 3 月 6 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0372 号

山东黄金矿业股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，该信用评级结果有效期为 2022 年 5 月 27 日至 2023 年 3 月 6 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年五月二十七日



评级观点：中诚信国际维持山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了公司黄金资源丰富、规模优势明显及融资渠道畅通等方面的优势；同时中诚信国际也关注到公司黄金产品面临一定的价格波动风险、安全检查停工停产使得盈利下滑及资产负债率上升较多等因素对其经营和整体信用状况的影响。

概况数据

山东黄金（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	581.56	638.59	783.08	809.74
所有者权益合计（亿元）	258.18	316.52	317.83	321.98
总负债（亿元）	323.38	322.07	465.24	487.76
总债务（亿元）	222.21	209.91	266.41	340.29
营业总收入（亿元）	626.31	636.64	339.35	134.81
净利润（亿元）	14.21	25.41	-1.95	3.55
EBIT（亿元）	29.61	41.87	7.54	--
EBITDA（亿元）	56.18	67.96	32.64	--
经营活动净现金流（亿元）	41.80	58.10	18.22	1.60
营业毛利率(%)	9.65	12.33	10.56	13.18
总资产收益率(%)	5.29	6.86	1.06	--
资产负债率(%)	55.61	50.43	59.41	60.24
总资本化比率(%)	46.26	39.87	45.60	51.38
总债务/EBITDA(X)	3.96	3.09	8.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.60	8.51	4.44	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：有色金属(C050000 2019_04)

山东黄金矿业股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	EBIT 利润率(%)*	4.51	7
	总资产收益率(%)*	4.40	7
财务政策与 偿债能力 (34%)	总资本化比率(%)	45.60	8
	EBITDA/总债务(%)*	23.30	8
	EBIT 利息保障倍数(X)*	3.25	8
	调整后的 CFO/总债务(%)*	12.96	10
规模与多元 化(20%)	营业总收入(亿元)*	534.10	8
	业务多样性	7	7
运营实力 (30%)	资源赋存	10	10
	原材料供应稳定性	10	10
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **资源储备丰富。**截至 2021 年末，公司黄金权益资源量为 1,280.65 吨，资源量均处于行业领先水平，丰富的资源储量和较高的产量为公司持续发展奠定基础。此外，黄金资产收购和省内外矿山的整合将进一步增加公司资源储备和经营规模。

■ **规模优势明显。**2020 年公司矿产金产量为 37.80 吨，2021 年受省内安全检查影响产量有所下降，2022 年根据公司生产经营计划，矿产金产量不低于 39.27 吨。公司矿产金常态化产量位于国内领先水平，且未来仍具有一定增长空间，具备明显的规模优势。

■ **A+H 股上市公司，融资渠道畅通。**目前公司为 A+H 股上市公司，直接融资渠道畅通，2021 年在 H 股进行融资，资本实力增强。作为行业及地方领先企业，公司获得金融机构授信额度充足，备用流动性强。

关注

■ **黄金价格波动风险。**黄金价格受通货膨胀预期、利率、市场供需及避险需求等多方面因素的影响，价格不确定性高。公司营业收入与黄金价格挂钩，若金价出现下跌，公司盈利能力将受到较大影响。

■ **2021 年受停产影响当期业绩呈亏损状态。**2021 年受山东省矿山安全事故造成的停产检查影响，矿山产品产量同比大幅下滑；三季度以来公司积极推进复工复产，所属矿山黄金产量逐步提升，下半年季度盈利环比增长较多。2022 年一季度公司矿产金产量达 9.43 吨，实现归属于上市公司股东净利润 3.15 亿元，后续业绩提升有待持续关注。

■ **资产负债率上升较多。**2021 年主要受对外并购影响，当期公司对外融资规模较大，同时短期经营业绩不佳，使得当期末杠杆率大幅上升。截至 2021 年末，公司资产负债率增至 59.41%，较上年末上升 8.98 个百分点。

评级展望

中诚信国际认为，山东黄金矿业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**资产负债率持续上升；短期债务占比持续维持高位，流动性承压；主要金属价格超预期下行，营利润及现金流持续恶化；控股股东支持能力或支持意愿大幅弱化。

评级历史关键信息 1

山东黄金矿业股份有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型		评级报告
AAA/稳定	--	2022/03/07	吕卓林、霍飞	中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000 2019 04		阅读全文
AAA/稳定	--	2020/06/15	商思仪、汤梦琳	中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000 2019 04		阅读全文

注：中诚信国际原口径

评级历史关键信息 2

山东黄金矿业股份有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型		评级报告
AAA/稳定	--	2019/05/24	侯一甲、田聪	中国有色金属行业评级方法		阅读全文
AAA/稳定	--	2019/03/12	侯一甲、田聪	中国有色金属行业评级方法		阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

部分有色金属企业 2021 年（末）主要指标对比表						
公司名称	矿产金产量（吨）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	总资产（亿元）	资产负债率（%）	经营活动净现金流（亿元）
招金矿业	12.62	72.99	1.86	429.10	54.19	28.05
紫金矿业	47.46	2,251.02	196.00	2,085.95	55.47	260.72
山东黄金	24.78	339.35	-1.95	783.08	59.41	18.22

注：“招金矿业（01818.HK）”为“招金矿业股份有限公司”简称；“紫金矿业（601899.SH）”为“紫金矿业集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需在“20鲁金 Y1”、“20鲁金 Y2”、“22鲁金 SCP001”和“22鲁金 SCP002”的存续期内对公司进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加

大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望:疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

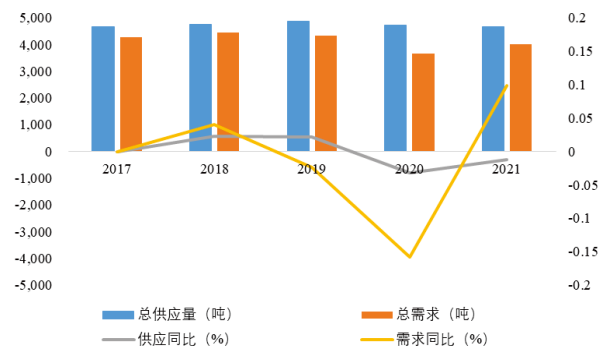
近期关注

2021 年全球黄金供给趋于平缓，需求实现恢复；同时需求结构有所调整，实物黄金需求增加；2021 年黄金价格走势低于预期，呈宽幅震荡态势；2022 年 2 月以来受俄乌战争以及高通胀等因素影响，黄金价格再次冲高

全球黄金供应主要来源于金矿产金、再生金、生产商套保以及官方售金，但自 2010 年以各国央行已从净抛售转为净购买。黄金属不可再生资源，矿产金是全球黄金供应的最主要组成部分。2021 年全球黄金总供应量同比略降 1%至 4,666 吨，为 2017 年以来的最低水平。虽然矿产金量随着复工复产同比小幅增长 2%，但因相较于 2020 年金价的走低导致再生金产量同比大幅下降 11%抵消了矿产金的增量。

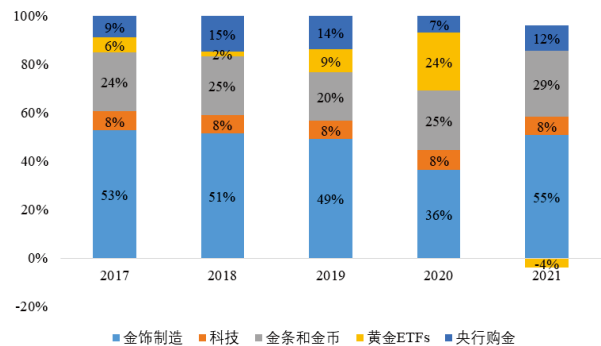
全球黄金的需求主要来自金饰制造、科技用金、央行购金以及黄金投资等几个方面，近两年受疫情影响需求结构波动较大。受消费情绪复苏以及金价下降等因素影响，2021 年全球黄金需求量增长 10%至 4,021 吨。金饰制造大幅增长 67%至 2,221 吨，金饰消费基本恢复至 2019 年的水平；科技用金、央行购金以及金条金币等需求也较 2020 年有较大幅度的增长。但全年黄金 ETFs 净流出 173 吨，主要系北美基金规模缩减所致。

图 1：黄金供需变化情况



资料来源：世界黄金协会，中诚信国际整理

图 2：黄金需求结构变化情况



资料来源：世界黄金协会，中诚信国际整理

国内方面，2021 年国内黄金产量为 443.6 吨，同比下降 7.5%。受山东省非煤矿山整改部分黄金企业阶段性停产影响，全年利用国内原料生产的黄金同比下降 10%至 329 吨，其中黄金矿产金下降 14.5%至 258.09 吨，有色副产金小幅提升至 70.89 吨，国内黄金原材料供应趋紧。利用国外原料产金 114.6 吨，较 2020 年小幅增长 0.4%。同期国内黄金消费量 1,121 吨，同比增长 36.5%，较疫情前 2019 年同期增长 11.8%，需求端实现恢复。国内黄金交易方面，上海黄金交易所以及上海期货交易所全部黄金品种 2021 年全年累计成交量分别为 3.48 万吨以及 9.71 万吨，成交量以及成交额同比均有所下滑。国内黄金 ETF 基金持仓量较 2020 年末的 60.9 吨增长 23.6%至 75.28 吨。

黄金的价格属性包含大宗商品属性与金融属性，其中需求因素对商品属性形成一定影响，但其金融属性影响更大。2020 年以来在疫情突发以及经

济下行压力等影响下黄金价格不断走高，并于 2020 年 8 月突破 2,000 美元，后在 2020 年四季度小幅回调。2021 年以来随着全球流动性宽松后的预期收紧，疫苗接种等带来的全球经济复苏进程加速，也使得避险情绪下降，大量资金流出黄金市场并涌入股票市场，令黄金价格在年初高点回调；但叠加疫情反复及经济恢复不明朗同时通胀预期加强，黄金价格在下行趋势中仍有所反弹，下半年国际金价围绕 1,800 美元/盎司波动。2021 年 COMEX 黄金期货结算价年均 1,778.5 美元/盎司，同比小幅增长 2.7%；同期上期所黄金期货结算价年均 352.8 元/克，同比下降 3.1%。除上述因素外，叠加美联储紧缩预期不断增强和美元指数上涨等，黄金价格在 2021 年度持续承压，整体走势弱于预期。2022 年 2 月以来受俄乌战争影响，避险需求的激增超过了名义利率上涨以及美元走强对黄金需求的负面影响，地缘政治风险、高通胀以及黄金 ETFs 的净流入都对黄金价格提供了有力支撑，金价在 3 月末收盘价格上涨至 1,954 美元/盎司，同比涨幅超过 13%。但美联储释放出加息和缩表提前的组合拳信号对黄金价格仍有一定压制，加息时间段附近黄金价格或将出现短暂回调。

图 3：黄金价格走势情况



资料来源：Choice，中诚信国际整理

中诚信国际认为，对于行业内企业来说，黄金价格上升带来的价格显著高于开采成本的窗口期有效延长，有益于企业资产负债表及利润表的修复，黄金行业企业整体信用水平将保持稳定。但仍需关

注刺激性事件平息后，美元加息、汇率走强等带来的价格冲高回落风险等。

控股股东完成对公司不超过 5 亿元的增持，持股比例上升约 0.5%

截至 2022 年 3 月末，公司控股股东为山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金集团”），直接持股比例为 37.87%，山东黄金集团及其一致行动人对公司的持股比例为 45.58%，公司实际控制人为山东省国有资产监督管理委员会。自 2021 年 9 月 10 日至 2022 年 1 月 7 日，山东黄金集团基于对公司发展的信心及维护市场稳定，通过上海证券交易所交易系统累计增持 22,360,054 股公司股份，增持比例为 0.4998%。

公司严格按照《公司法》、《证券法》等法律法规及中国证监会颁布的行政规章和上海证券交易所、香港联合交易所制定的各类境内外规则的有关要求规范运作建立健全了规范、完善的三会一层的法人治理结构和完备的公司治理体系。

2021 年公司分别完成对香港及海外上市公司的收购，同时推动集团资源的整合，竞争实力进一步增强

2021 年 2 月，公司完成对香港上市公司恒兴黄金控股有限公司（以下简称“恒兴黄金”）100%股份的换股收购，恒兴黄金成为公司的全资子公司，同时在香港联合交易所退市。恒兴黄金拥有新疆维吾尔自治区的金山金矿采矿权，截至 2021 年末其黄金资源量为 46.10 吨，黄金储量为 22.71 吨；已建成年产 500 万吨矿石量的采选工程，2021 年生产 2.35 吨。本次收购，公司新增发行不超过 1.59 亿股 H 股股份，根据收购协议前最后交易日 H 股收盘价格 19.08 港元计算，此次换股交易价值为 30.43 亿港元。2021 年 2 月，公司所发行的 1.59 亿股 H 股股份在香港联交所主板市场挂牌上市交易，总股本增至 44.73 亿股。

2021 年 3 月末，公司完成对澳大利亚、加拿大

两地上市公司卡帝诺资源有限公司（Cardinal Resources Limited，以下简称“卡帝诺”）的要约收购，该公司成为山东黄金矿业（香港）有限公司（以下简称“山东黄金香港”）的全资子公司，同时在澳、加两地分别退市。卡帝诺核心资产为位于加纳的三个黄金项目，其中 Namdini 项目拥有探明加控制资源量约 203.1 吨黄金，平均品位 1.12 克/吨；推断资源量约 14.3 吨黄金，平均品位 1.20 克/吨；根据可研报告，若该项目建成投产，可年产黄金 8.9 吨。2020 年 6 月，山东黄金香港与该公司签署《要约实施协议》，拟以每股 0.60 澳元的价格，要约收购卡帝诺全部已发行股份，交易对价约 3.00 亿澳元。如卡帝诺期权全部转换为普通股股份，则股权总对价为 3.09 亿澳元。同时拟以每股 0.46 澳元的价格认购卡帝诺新增发的 2,600 万股普通股，认购总价为 1,200 万澳元；总交易对价约 3.21 亿澳元，约合 15.65 亿元人民币。最终经过多轮要约竞争，收购价格从最初的 0.60 澳元/股增加至 1.075 澳元/股，股份较初始交易方案溢价 79.17%。

2021 年 6 月公司公告称，子公司莱州公司将以现金的方式收购山东黄金集团所持焦家金矿采矿权、探矿权及相关土地资产，标的资产的转让价格合计 2.28 亿元，扣除未缴纳的出让收益 0.59 元，双方协定的标的资产转让价款为 1.69 亿元。以 2021 年 3 月 31 日为评估基准日，焦家金矿采矿权评估范围内保有金金属量 12.44 吨，平均品位 3.29 克/吨；焦家金矿探矿权评估范围内保有金金属量 0.97 吨，平均品位 4.52 克/吨。

2021 年 8 月公司公告称，莱州公司将现金方式收购山东黄金集团所持山东地矿来金控股有限公司（以下简称“地矿来金”）100% 股权，交易对价 26.13 亿元，所持莱州鸿昇矿业投资有限公司¹（以下简称“鸿昇矿业”）45% 股权，交易对价 20.54 亿元；所持山东莱州鲁地金矿有限公司 100% 股权，交易对价 20.34 亿元；所持山东天承矿业有限公司 100% 股权，交易对价 4.31 亿元。上述收购议案已

注¹：山东黄金集团持有地矿来金 100% 股权，地矿来金持有鸿昇矿业 55% 股权，山

于 2021 年 8 月与 9 月分别通过董事会审议及股东大会投票通过。第一宗收购案中，地矿来金将部分子公司股权剥离至山东黄金集团，不参与本次收购。收购实际涉及莱州金盛矿业投资有限公司朱郭李家金矿采矿权、莱州汇金矿业投资有限公司纱岭金矿采矿权。朱郭李家金矿采矿权保有金金属量 121.86 吨，平均品位 3.65 克/吨，纱岭金矿采矿权保有金金属量 309.06 吨，平均品位 3.44 克/吨。第二宗收购涉及山东省莱州市南吕一欣木金矿探矿权，探矿权评估范围内保有金金属量 133.14 吨，平均品位 3.14 克/吨。第三宗收购涉及的马塘矿区采矿权保有金金属量 879 千克，平均品位 2.16 克/吨；马塘二矿区采矿权保有金金属量 795 千克，平均品位 2.53 克/吨；东季矿区采矿权保有金金属量 1.65 吨，平均品位 2.60 克/吨；红布矿区采矿权保有金金属量 1.25 吨，平均品位 2.83 克/吨；剩余探矿权评估分别以勘察成本效用法和折现现金流法进行评估，评估价值较低。

截至 2021 年末，公司 100% 权益黄金资源量为 1,479.26 吨，权益黄金资源量为 1,280.65 吨；100% 权益黄金储量为 592.41 吨，权益黄金储量为 499.62 吨，均处于较高水平。

表 1：近年来公司黄金资源量情况（吨）

	2019	2020	2021
资源量：100% 基准	1,101.84	1,046.98	1,479.26
资源量：权益基准	883.96	850.60	1,280.65
储量：100% 基准	417.38	388.06	592.41
储量：权益基准	308.83	287.94	499.62

注：2019、2020 年数据单位由盎司换算至吨，1 千盎司≈0.0311035 吨，1 吨≈32.15075 千盎司。

资料来源：公司年度报告

中诚信国际认为，成功的对外收购及关联收购有助于公司增加资源储备，扩大生产规模，进而提高公司资产规模及盈利能力等财务指标；此外，关联收购将持续解决山东黄金集团在公司首发及再融资过程中关于同业竞争的承诺。在落实山东省政府对省内矿山整合的指示方针的同时，相近矿权的整合得以提升规模效益，收购将提高公司的核心竞

山东黄金集团持有鸿昇矿业 45% 股权，公司实际完成鸿昇矿业 100% 股权收购。

争力，海外市场的进一步打开使得公司多元化布局得以开拓，但较大规模的并购也将增加公司短、中期债务负担。

2021 年受山东省矿山安全事故后续排查造成的停产影响，公司当期矿山产品产量同比大幅下降；但矿山资源及自动化水平的提升使得其常态下具备一定的规模优势

2021 年一季度，受山东五彩龙投资有限公司栖霞市笏山金矿、山东招远曹家洼金矿（均非公司所属企业）发生安全事故影响，公司根据山东省主管部门的要求，自 2021 年 2 月对矿山进行停产安全检查工作，受上述因素影响，公司生产运营受到了较大的冲击和影响，全年生产经营指标出现大幅下滑。2021 年公司矿产金产量为 24.78 吨，同比下降 13.98 吨（降幅达到 36.06%）。但自矿山安全整改以来，公司积极推进复工复产工作。矿产金产量已由 2021 年 6 月的 1.63 吨恢复至 12 月的 2.81 吨，单月产量已恢复至正常水平。三季度公司实现盈亏平衡，四季度实现转盈，较大程度扭转了上半年利润总额亏损-13.12 亿元的形势。2022 年 1~2 月，公司矿产金产量同比增加约 24%。中诚信国际将对公司短期流动性及后续财务指标修复保持关注。

表 2：公司自产金产量情况（吨）

单位	2019	2020	2021
三山岛金矿	7.22	7.14	2.67
焦家金矿	7.42	7.47	4.56
新城金矿	4.34	4.52	2.22
玲珑金矿	4.07	3.81	1.00
归来庄金矿	1.28	0.75	0.17
金洲金矿	0.82	1.31	1.01
青岛金矿	1.67	1.87	2.02
蓬莱金矿	1.38	0.85	0.11
沂南金矿	0.36	0.36	0.29
山东省	28.57	28.07	14.05
赤峰柴金矿	1.26	1.40	1.55
福建源鑫金矿	0.59	0.50	0.45
西和中宝金矿	0.65	0.81	1.01
新疆金川	--	--	2.35
中国小计	31.11	30.77	19.39
公司应占	27.68	27.32	17.12
贝拉德罗矿	8.54	7.02	5.39
总计	40.12	37.80	24.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

停产期间公司增加基础设施建设和安全隐患排查，将为其后续扩大生产奠定基础，同时矿山事故推动了省内黄金矿产资源的整合，公司黄金资源量或将进一步增加。此外，公司积极推进国际一流示范矿山建设，努力提高矿山装备水平和机械自动化水平，部分矿山采掘机械化作业率已达到 50% 以上，矿井辅助生产系统自动化控制率已达到 80% 以上。在具备大型优质矿山资源的情况下，公司将逐步显现出一定的规模优势。

除自产金外，公司黄金产品还包括了外购金和小金条。外购金为公司外购合质金，经冶炼公司精炼生产成标准金锭通过上海黄金交易所进行销售。小金条业务是公司采购标准金锭加工制成小金条等黄金产品进行销售。山东黄金冶炼有限公司形成了日处理金精矿 1,200 吨，精炼标准金 200 吨/年，白银 100 吨/年的生产规模。2021 年受区域矿山停产带来的原材料供应紧缺影响，公司外购金产量同比降幅较大；但小金条产量受价格波动市场投资需求增加，产量同比大幅增加。

表 3：公司黄金产品产量情况（吨）

产品名称	2019	2020	2021
自产金	40.12	37.80	24.78
外购金	161.63	121.31	30.99
小金条	5.97	3.86	26.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，公司自产金业务及外购金业务生产的标准金锭均向上海黄金交易所进行销售。小金条则可根据客户下达订单的方式进行销售。由于黄金销售的特性，公司产品产销率保持较高水平，库存随价格变化有所波动。

表 4：公司黄金产品销量情况（吨）

产品名称	2019	2020	2021
自产金	39.73	36.67	26.20
外购金	156.18	122.83	31.49
小金条	5.94	3.80	26.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

参与新三板挂牌券商定向增发，产业链金融板块进一步布局

2019年8月，公司自控股股东山东黄金集团处以22.72亿元现金收购其所持山金金控资本管理有限公司（以下简称“山金金控”）100%股权。该公司主要从事黄金租赁、黄金交易以及股权投资基金、股权投资基金管理等业务。

2021年10月，山金金控参与认购东海证券股份有限公司（以下简称“东海证券”，832970.NQ）定向增发股票在全国股份转让系统挂牌，山金金控以5亿元认购6,510.42万股股份，增发完成后山金金控持有东海证券2.90亿股合计15.62%股份，仍为其第二大股东，山金金控与其子公司合计持有东

海证券17.63%股份。

在建、拟建项目主要为对公司现有项目改扩建，项目建设周期较长，整体资本支出压力较为可控

公司在建及拟建工程主要为对现有产能升级改造，截至2021年末，项目预算总数为101.03亿元，已完成投资48.56亿元，预计剩余投入为51.47亿元。其中在建的新城金矿采选扩建工程以及东风矿区扩能扩界工程均为公司主力金矿的建设项目，产能升级改造后公司采选能力将进一步增强。由于项目平均建设年限较长，且具备较高的投资回报率，资本支出压力较为可控。

表5：截至2021年末公司主要在建工程情况（亿元）

项目名称	预算数	2021年投入	工程累计投入占预算比重	预计剩余投入	工程进度	资金来源
新城采选8000吨/d建设项目	37.84	1.23	28.15%	27.19	29.55%	自有资金
鑫汇1号脉深部开采工程	5.95	0.89	74.53%	1.51	97.11%	自有资金、借款
玲珑矿区深部开采工程	4.35	0.06	34.96%	2.83	35.00%	自筹资金
玲珑金矿东风矿区扩能扩界工程	12.27	0.96	51.68%	5.93	52.00%	自筹资金
归来庄探矿井工程	4.41	0.03	31.01%	3.04	31.01%	自有资金
黄金矿业装备制造项目（一期）	5.31	1.01	66.00%	1.81	100.00%	自筹资金
温家地探矿工程	3.00	0.27	60.79%	1.18	96.10%	自有资金
金龙东区采矿工程项目	2.72	0.32	85.20%	0.40	85.20%	借款
中宝地质探矿工程	2.52	0.42	82.02%	0.45	98.10%	自有资金、借款
寺庄矿区扩界扩能工程	0.63	0.18	89.83%	0.06	89.00%	自筹资金
焦家金矿带资源整合开发利用工程项目	3.85	0.20	10.35%	3.45	2.00%	自筹资金
源鑫地质探矿工程	3.87	0.82	50.69%	1.91	51.87%	自有资金
宋家庄工程	1.17	0.34	67.00%	0.38	67.00%	自有资金
三山岛科研信息化项目	1.98	1.97	99.41%	0.01	95.00%	自筹资金
三山岛技术改造工程	2.36	2.12	89.73%	0.24	90.00%	自筹资金
莱西井巷工程	2.69	0.43	61.28%	1.04	90.00%	自有资金
电力线	0.67	0.17	99.34%	0.00	99.34%	自有资金
Veladero 6-9期，6期堆浸垫扩容1	5.45	1.09	99.52%	0.03	99.52%	自有资金
合计	101.03	12.52	--	51.47	--	--

注：因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司年度报告

财务分析

以下分析基于经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2019~2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报告期末数。

2021年受矿山安全检查停产影响，公司短期经营业绩出现大幅下滑

受2021年矿山安全检查造成停产影响，公司矿产金产量下降使得板块收入降幅较大；整改带来的固定成本提升及停产所致的固定成本占比提升使得矿产金毛利率下降较多。冶炼金板块受产量下降影响及较高的外购成本影响，营业收入及毛利率均有所下降。此外，2021年公司新增大宗贸易业务，其他业务收入有所增长。受上述因素影响，2021年公司营业收入同比下降46.70%，毛利率同比下降

1.88 个百分点。

表 6：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元）

板块名称	2019		2020		2021		2022.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
矿产金	123.58	44.38%	142.15%	50.91	97.79%	29.08	34.81%	44.99%
冶炼金	496.41	0.22%	489.10%	0.64	207.16%	0.22	51.81%	1.68%
其他	6.32	90.90%	3.64%	60.79	34.40%	20.22	48.19%	2.57%
营业总收入/营业毛利率	626.31	9.65%	636.64%	12.33	339.35%	10.56	134.81%	13.18%

注：因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

2021 年受期货公司销售佣金增加影响，销售费用同比有所上升；职工薪酬支出增加带动管理费用有所增长；2020 年末公司整体债务基数有所下降，2021 年付息费用减少使得当期财务费用同比有所下降。2021 年公司期间费用小幅增长，但营业收入的大幅下滑使得期间费用率较高，加之主营业务毛利率的下降，经营性业务利润呈亏损状态。公司下属山金金控及所属企业持有的权益类证券等金融资产当期公允价值增加较多，同时公司处置部分交易性金融资产及长期股权投资产生收益，合计产生的收益同比有所增加，对当期净利润产生较大补充。但受主营业务亏损较大影响，公司当期缴纳所得税费用后，净利润呈亏损状态，进而导致 EBIT 利润率及总资产收益率均大幅下滑。

2022 年一季度，公司实现营业总收入 134.81 亿元，同比增长 84.49%，收入已恢复至 2020 年同期水平；实现净利润 3.55 亿元，同比增长 200.29%。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	1.88	1.07	3.61	0.58
管理费用	23.79	29.42	32.76	7.91
财务费用	8.47	8.56	7.11	2.05
期间费用合计	34.14	39.05	43.48	10.54
期间费用率	5.45%	6.13%	12.81%	7.82%
经营性业务利润	21.15	33.62	-13.75	5.28
资产减值损失	-1.23	-1.61	-0.06	0.00
信用减值损失	-0.14	-0.39	0.03	0.01
公允价值变动收益	1.75	3.93	5.76	0.64
投资收益	-0.11	0.10	7.28	-0.27
营业外损益	-0.25	-1.75	-0.46	-0.35
利润总额	21.17	33.92	0.22	5.31
净利润	14.21	25.41	-1.95	3.55
EBIT 利润率	4.73%	6.58%	2.22%	--

总资产收益率	5.29%	6.86%	1.06%	--
--------	-------	-------	-------	----

注：中诚信国际在分析时将研发费用计入管理费用；减值损失以“-”号列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年受投资并购影响，公司股权及债务融资均有所增加，总资产规模有所上升；同时主营业务经营受到影响，资产负债率上升较多

2021 年以来随着公司完成对恒兴黄金、卡帝诺及山东黄金集团资产包的收购，在固定资产及无形资产等非流动资产并入的带动下，当期末公司总资产规模大幅增长。流动资产中，受融资流入影响及期货公司保证金增加的影响，2021 年末货币资金同比上升较多。货币资金中主要包括存放于集团财务公司的存款及期货保证金等。交易性金融资产主要为公司所持权益工具投资，随着公司完成和终止上市公司收购工作，交易性金融资产及以支付收购保证款项为主的预付款项规模有所下降。期货子公司支付期货交易所的保证金增加使得当期末其他应收款规模有所上升。尽管当期公司生产销售受阻，但因合并报表范围扩大影响，当期末存货余额仍有所上升。固定资产随着当期在建项目转固影响有所增加，无形资产增加主要受并购项目并入矿权所致。此外，山金金控及其子公司持有较多非流动金融资产，主要为权益类证券，当期公允价值有所增加。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	32.42	32.91	50.08	49.46
交易性金融资产	15.28	30.57	26.82	22.94
预付款项	1.17	19.62	4.60	10.96
其他应收款合计	11.70	16.30	25.61	28.34

存货	36.40	25.50	29.84	39.08
流动资产合计	103.62	131.77	142.68	160.11
其他非流动金融资产	56.88	55.69	56.53	63.49
长期股权投资	10.42	10.28	19.54	19.56
固定资产合计	220.34	239.22	268.28	264.69
在建工程合计	39.82	46.05	46.39	54.53
无形资产	106.28	104.66	193.36	191.25
商誉	28.11	27.41	30.66	30.60
其他非流动资产	9.11	17.60	18.00	18.81
非流动资产合计	477.94	506.83	640.39	649.63
资产总计	581.56	638.59	783.08	809.74
流动资产占比	17.82%	20.63%	18.22%	19.77%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，2021 年末经营规模扩大使得整体负债规模大幅上升。流动负债方面，2021 年公司短期借款金额有所下降，通过黄金租赁融资的交易性金融负债小幅增加，同时公司发行的超短期融资券余额也有所上升，整体来看短期借贷融资规模基本保持稳定。应付供应方工程款及应付山东黄金集团股权收购款的增加使得应付账款及其他应付款的等有所增加。随着公司所发行的绿色公司债券即将到期，2021 年末一年内到期的非流动负债有所增加。2021 年山东黄金香港增加的长期并购贷款及山东黄金矿业（莱州）公司增加的长期建设性资金使得当期末公司长期借款大幅增长，共同带动总负债增加。

所有者权益方面，2021 年新增 H 股融资 20 余亿元影响，总股本有所增加；但因同一控制下股权合并冲抵-53.73 亿元影响，当期末资本公积反而有所下降。公司联合平安资产管理有限责任公司设立 22.50 亿元 5+N 保债计划，当期末其他权益工具余额有所上升。短期业绩的下滑以及对外融资的增加大幅推升当期末公司资产负债水平。

2022 年一季度，受当期生产经营活动开展影响，期末短期借款、黄金租赁及超短期融资券等短期债务规模有所增加，同时公司为支付山东黄金集团股权转让款使得长期借款大幅增加。对应资产端，存货等经营性资产规模有所增加。

表 9：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	31.54	78.66	57.84	62.57

交易性金融负债	130.56	86.72	95.87	104.64
应付账款	20.23	22.98	31.39	30.03
其他应付款合计	23.16	29.36	95.99	45.81
一年内到期的非流动负债	29.50	4.58	16.51	3.72
其他流动负债	0.04	15.35	25.35	35.29
流动负债合计	248.73	255.52	349.87	319.98
长期借款	12.02	6.78	53.40	104.72
应付债券	10.31	10.00	--	--
递延所得税负债	38.19	35.14	42.42	43.53
非流动负债合计	74.64	66.55	115.37	167.78
负债合计	323.38	322.07	465.24	487.76
总股本	31.00	43.14	44.73	44.73
其他权益工具	--	39.99	62.49	63.12
资本公积	75.22	63.11	55.68	56.14
未分配利润	116.32	135.44	123.93	126.34
所有者权益	258.18	316.52	317.83	321.98
资产负债率	55.61%	50.43%	59.41%	60.24%
经调整的资产负债率	55.61%	56.70%	67.39%	68.03%
总资本化比率	46.26%	39.87%	45.60%	51.38%

注：经调整的资产负债率将公司计入其他权益工具的永续债调至负债计算所得。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营活动净现金流同比有所下降，相关偿债指标均弱化

2021 年公司主营业务收入规模大幅下滑，当期经营活动净现金流有所下降；但公司金融期货业务所产生的金融产品申赎及交易所出让金等现金流仍使得经营活动现金流量较大；2022 年一季度受存货及预付款项等增加影响，当期经营活动现金流仅呈小幅净流入。2021 年及 2022 年一季度投资活动现金流出主要为固定资本开支所致。公司当期并购子公司及后续款项支付通过筹资活动流出，剔除该部分影响，2021 年及 2022 年一季度两期筹资活动现金呈大幅净流入状态。

2021 年受并购及短期经营受阻影响，公司总债务规模增长较多，收购活动有较长期限债务进行相应匹配，债务结构有所优化。当期息税前、息税折旧前利润等盈利指标及经营活动净现金流下滑较多，其对债务本息的覆盖指标弱化较为严重。但随着经营情况逐步恢复，公司仍可通过较强的常态盈利水平及较好的外部融资能力满足其偿债需求。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	41.80	58.10	18.22	1.60
投资活动净现金流	-38.31	-80.44	-26.07	-7.51
筹资活动净现金流	0.22	22.82	21.41	3.47
总债务	222.21	209.91	266.41	340.29
短期债务占比	89.95%	92.01%	79.96%	69.23%
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.91	7.28	2.48	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.28	0.07	0.02*
EBITDA/总债务(X)	0.25	0.32	0.12	--
经调整的 CFO/总债务	15.00%	22.10%	1.76%	--
EBIT 利息倍数(X)	3.48	5.25	1.03	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 804.03 亿元，其中尚未使用额度为 560.36 亿元；同时，公司为 A+H 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅。同期末，山东黄金集团及其关联机构持有公司 45.58% 股份，其中山东黄金集团持有公司 37.87% 股份，此前因债转股质押给中国工商银行山东省分行的 5.09 亿股股份已于 2022 年 4 月解除质押。自此，山东黄金集团对公司股份不存在质押。

截至 2021 年末，公司受限资产合计为 4.82 亿元，占当期末总资产的 0.62%。主要包括土地复垦及环境治理保证金及银行承兑汇票保证金。

截至 2021 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼；对子公司跨境融资提供的担保余额为 54.19 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业征信报告》及相关资料，2019~2022 年 5 月 6 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金及利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

作为山东黄金集团旗下最重要的资产，控股股东对公司的支持能力和支持意愿均很强；公司获得银行系资产投资公司增资，资本实力有所增强

山东省黄金资源储备丰富，形成了以山东黄金集团及招金集团为主的黄金产业群，控股股东山东

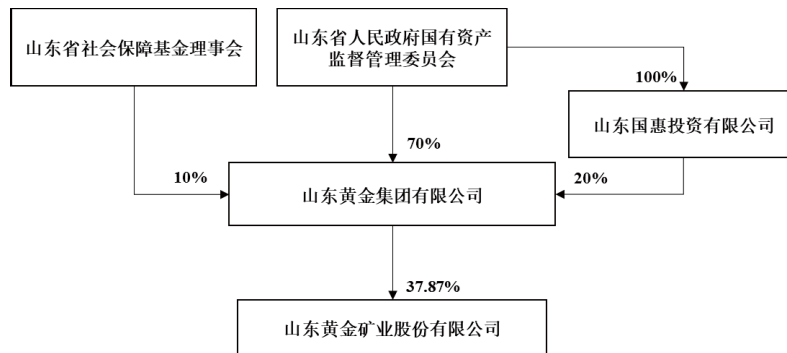
黄金集团作为经济强省国有行业龙头企业之一，自身经营实力较强，对子公司的支持能力很强。此外，公司作为控股股东旗下最重要的资产，对控股股东的收入和利润贡献度很高，控股股东对公司的支持意愿很强。2019 年山东黄金集团推动公司向产业链下游扩张，收购山金金控 100% 股权，使得公司资产、收入水平及综合实力得以进一步提升。2021 年山东黄金集团向公司出售黄金资产，且将继续积极推动符合条件的矿权转让至公司的工作，将对公司的长期经营产生良性影响。

此外，工银投资、建信投资及中银投资已作为财务投资者，对公司下属子公司进行了增资。此举有利于增强公司资本实力，降低公司资产负债水平。作为公司下属子公司的参股股东，银行系资产投资公司还将为公司提供一系列配套金融服务。

评级结论

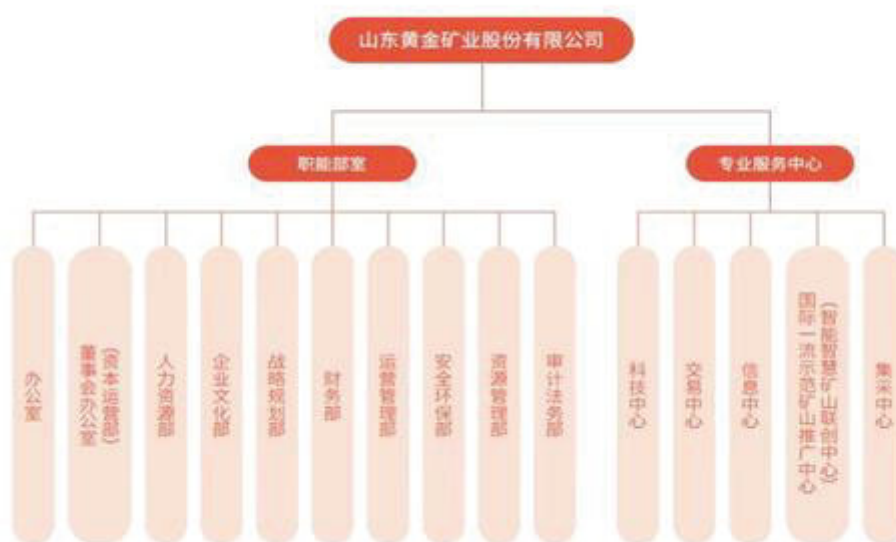
综上所述，中诚信国际维持山东黄金矿业股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：山东黄金矿业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



主要子公司名称	持股比例
山东黄金矿业（莱州）有限公司	95.31%
山东黄金矿业（玲珑）有限公司	74.57%
山东黄金集团蓬莱矿业有限公司	100.00%
山东黄金冶炼有限公司	100.00%
山东黄金矿业（鑫汇）有限公司	66.80%
山东黄金矿业（香港）有限公司	100.00%
山金金控资本管理有限公司	100.00%
Cardinal Resources Limited	100.00%

组织架构



资料来源：公司提供

附二：山东黄金矿业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	324,192.18	329,106.86	500,771.71	494,563.11
应收账款净额	29,014.33	16,990.42	11,823.84	21,203.42
其他应收款	116,996.00	162,963.62	256,066.34	283,370.09
存货净额	363,978.73	254,971.40	298,375.72	390,824.40
长期投资	673,765.70	660,333.88	761,484.46	831,578.97
固定资产	2,203,355.22	2,392,165.67	2,682,849.74	2,646,864.52
在建工程	398,187.46	460,542.62	463,854.01	545,265.42
无形资产	1,062,830.63	1,046,607.90	1,933,576.37	1,912,484.12
总资产	5,815,557.28	6,385,945.01	7,830,758.57	8,097,449.92
其他应付款	231,554.59	293,649.79	959,874.83	458,127.41
短期债务	1,998,833.06	1,931,379.59	2,130,113.08	2,355,641.02
长期债务	223,291.81	167,709.84	533,963.59	1,047,220.72
总债务	2,222,124.86	2,099,089.42	2,664,076.67	3,402,861.74
净债务	1,897,932.68	1,769,982.56	2,163,304.96	2,908,298.63
总负债	3,233,782.98	3,220,696.48	4,652,437.53	4,877,646.42
费用化利息支出	84,370.97	79,529.81	73,178.20	--
资本化利息支出	716.41	288.24	391.71	--
所有者权益合计	2,581,774.30	3,165,248.54	3,178,321.04	3,219,803.50
营业总收入	6,263,069.93	6,366,403.01	3,393,496.05	1,348,060.87
经营性业务利润	211,525.60	336,214.77	-137,538.59	52,757.54
投资收益	-1,067.75	967.20	72,832.20	-2,673.28
净利润	142,138.60	254,118.46	-19,541.14	35,520.27
EBIT	296,115.10	418,693.67	75,424.34	--
EBITDA	561,808.48	679,589.55	326,408.97	--
经营活动产生现金净流量	418,008.07	580,963.21	182,224.27	15,987.03
投资活动产生现金净流量	-383,142.91	-804,365.46	-260,690.99	-75,130.96
筹资活动产生现金净流量	2,173.98	228,196.65	214,080.46	34,700.16
资本支出	417,463.52	476,693.56	355,590.26	72,910.72
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	9.65	12.33	10.56	13.18
期间费用率(%)	5.45	6.13	12.81	7.82
EBITDA 利润率(%)	8.97	10.67	9.62	--
总资产收益率(%)	5.29	6.86	1.06	--
净资产收益率(%)	5.55	8.84	-0.62	4.44*
流动比率(X)	0.42	0.52	0.41	0.50
速动比率(X)	0.27	0.42	0.32	0.38
存货周转率(X)	16.11	18.04	10.97	13.59*
应收账款周转率(X)	142.04	276.77	235.54	326.53*
资产负债率(%)	55.61	50.43	59.41	60.24
总资本化比率(%)	46.26	39.87	45.60	51.38
短期债务/总债务(%)	89.95	92.01	79.96	69.23
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.28	0.07	0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.21	0.30	0.09	0.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.91	7.28	2.48	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	15.00	22.10	1.76	--
总债务/EBITDA(X)	3.96	3.09	8.16	--
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.35	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.60	8.51	4.44	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.48	5.25	1.03	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务；3、将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。

山东黄金矿业股份有限公司公司债

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：吕卓林 zhllv@ccxi.com.cn

项目组成员：霍 飞 fhuo@ccxi.com.cn

评级总监：刘洋

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 27 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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，不存在因发行人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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0373 号

山东黄金矿业股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持“20 鲁金 Y1”和“20 鲁金 Y2”的债项信用等级为 AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年五月二十七日



评级观点：中诚信国际维持“20 鲁金 Y1”和“20 鲁金 Y2”的债项信用等级为 AAA。中诚信国际肯定了山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）黄金资源丰富、规模优势明显及融资渠道畅通等方面的优势；同时中诚信国际也关注到公司黄金产品面临一定的价格波动风险、安全检查停工停产使得盈利下滑及资产负债率上升较多等因素对其经营和整体信用状况的影响。

概况数据

山东黄金（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	581.56	638.59	783.08	809.74
所有者权益合计（亿元）	258.18	316.52	317.83	321.98
总负债（亿元）	323.38	322.07	465.24	487.76
总债务（亿元）	222.21	209.91	266.41	340.29
营业总收入（亿元）	626.31	636.64	339.35	134.81
净利润（亿元）	14.21	25.41	-1.95	3.55
EBIT（亿元）	29.61	41.87	7.54	--
EBITDA（亿元）	56.18	67.96	32.64	--
经营活动净现金流（亿元）	41.80	58.10	18.22	1.60
营业毛利率(%)	9.65	12.33	10.56	13.18
总资产收益率(%)	5.29	6.86	1.06	--
资产负债率(%)	55.61	50.43	59.41	60.24
总资本化比率(%)	46.26	39.87	45.60	51.38
总债务/EBITDA(X)	3.96	3.09	8.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.60	8.51	4.44	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理。

正面

- **资源储备丰富。**截至 2021 年末，公司黄金权益资源量为 1,280.65 吨，资源量均处于行业领先水平，丰富的资源储量和较高的产量为公司持续发展奠定基础。此外，黄金资产收购和省内矿山的整合将进一步增加公司资源储备和经营规模。
- **规模优势明显。**2020 年公司矿产金产量为 37.80 吨，2021 年

受省内安全检查影响产量有所下降，2022 年根据公司生产经营计划，矿产金产量不低于 39.27 吨。公司矿产金常态化产量位于国内领先水平，且未来仍具有一定增长空间，具备明显的规模优势。

- **A+H 股上市公司，融资渠道畅通。**目前公司为 A+H 股上市公司，直接融资渠道畅通，2021 年在 H 股进行融资，资本实力增强。作为行业及地方领先企业，公司获得金融机构授信额度充足，备用流动性强。

关注

- **黄金价格波动风险。**黄金价格受通货膨胀预期、利率、市场供需及避险需求等多方面因素的影响，价格不确定性高。公司营业收入与黄金价格挂钩，若金价出现下跌，公司盈利能力将受到较大影响。
- **2021 年受停产影响当期业绩呈亏损状态。**2021 年受山东省矿山安全事故造成的停产检查影响，矿山产品产量同比大幅下滑；三季度以来公司积极推进复工复产，所属矿山黄金产量逐步提升，下半年季度盈利环比增长较多。2022 年一季度公司矿产金产量达 9.43 吨，实现归属于上市公司股东净利润 3.15 亿元，后续业绩提升有待持续关注。
- **资产负债率上升较多。**2021 年主要受对外并购影响，当期公司对外融资规模较大，同时短期经营业绩不佳，使得当期末杠杆率大幅上升。截至 2021 年末，公司资产负债率增至 59.41%，较上年末上升 8.98 个百分点。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 鲁金 Y1	AAA	AAA	2021/05/28	27.00	27.00	2020/12/03~2023/12/03(3+N)	延期、调整票面利率、利息递延权、有条件赎回
20 鲁金 Y2	AAA	AAA	2021/05/28	13.00	13.00	2020/12/21~2023/12/21(3+N)	延期、调整票面利率、利息递延权、有条件赎回

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

山东黄金矿业股份有限公司 2020 年公开发行可续期公司债券（面向专业投资者）（第一期）（20 鲁金 Y1）27 亿元募集资金已按照募集说明书之约定用途使用完毕。

山东黄金矿业股份有限公司 2020 年公开发行可续期公司债券（面向专业投资者）（第二期）（20 鲁金 Y2）13 亿元募集资金已按照募集说明书之约定用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末

持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力

并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

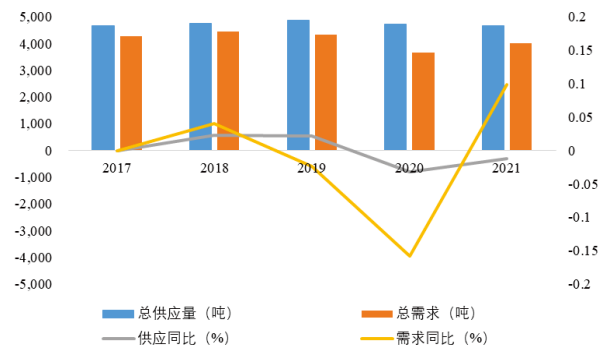
2021年全球黄金供给趋于平缓，需求实现恢复；同时需求结构有所调整，实物黄金需求增加；2021年黄金价格走势低于预期，呈宽幅震荡态势；2022年2月以来受俄乌战争以及高通胀等因素影响，黄金价格再次冲高

全球黄金供应主要来源于金矿产金、再生金、生产商套保以及官方售金，但自2010年以各国央行已从净抛售转为净购买。黄金属不可再生资源，矿产金是全球黄金供应的最主要组成部分。2021年全球黄金总供应量同比略降1%至4,666吨，为2017年以来的最低水平。虽然矿产金量随着复工复产同比小幅增长2%，但因相较于2020年金价的走低导致再生金产量同比大幅下降11%抵消了矿产金的增量。

全球黄金的需求主要来自金饰制造、科技用金、央行购金以及黄金投资等几个方面，近两年受疫情影响需求结构波动较大。受消费情绪复苏以及金价下降等因素影响，2021年全球黄金需求量增长10%至4,021吨。金饰制造大幅增长67%至2,221

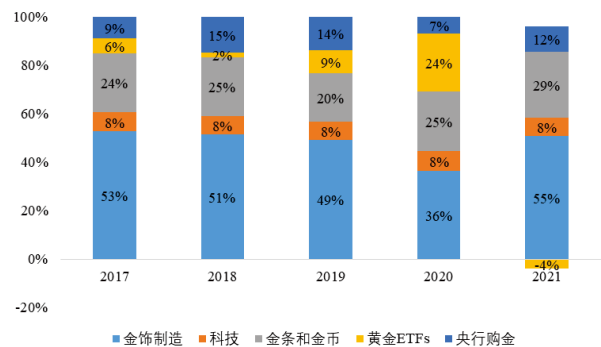
吨，金饰消费基本恢复至2019年的水平；科技用金、央行购金以及金条金币等需求也较2020年有较大幅度的增长。但全年黄金ETFs净流出173吨，主要系北美基金规模缩减所致。

图1：黄金供需变化情况



资料来源：世界黄金协会，中诚信国际整理

图2：黄金需求结构变化情况



资料来源：世界黄金协会，中诚信国际整理

国内方面，2021年国内黄金产量为443.6吨，同比下降7.5%。受山东省非煤矿山整改部分黄金企业阶段性停产影响，全年利用国内原料生产的黄金同比下降10%至329吨，其中黄金矿产金下降14.5%至258.09吨，有色副产金小幅提升至70.89吨，国内黄金原材料供应趋紧。利用国外原料产金114.6吨，较2020年小幅增长0.4%。同期国内黄金消费量1,121吨，同比增长36.5%，较疫情前2019年同期增长11.8%，需求端实现恢复。国内黄金交易方面，上海黄金交易所以及上海期货交易所全部黄金品种2021年全年累计成交量分别为3.48万吨以及9.71万吨，成交量以及成交额同比均有所下滑。国内黄金ETF基金持仓量较2020年末的60.9吨增长

23.6%至 75.28 吨。

黄金的价格属性包含大宗商品属性与金融属性，其中需求因素对商品属性形成一定影响，但其金融属性影响更大。2020 年以来在疫情突发以及经济下行压力等影响下黄金价格不断走高，并于 2020 年 8 月突破 2,000 美元，后在 2020 年四季度小幅回调。2021 年以来随着全球流动性宽松后的预期收紧，疫苗接种等带来的全球经济复苏进程加速，也使得避险情绪下降，大量资金流出黄金市场并涌入股票市场，令黄金价格在年初高点回调；但叠加疫情反复及经济恢复不明朗同时通胀预期加强，黄金价格在下行趋势中仍有所反弹，下半年国际金价围绕 1,800 美元/盎司波动。2021 年 COMEX 黄金期货结算价年均 1,778.5 美元/盎司，同比小幅增长 2.7%；同期上期所黄金期货结算价年均 352.8 元/克，同比下降 3.1%。除上述因素外，叠加美联储紧缩预期不断增强和美元指数上涨等，黄金价格在 2021 年度持续承压，整体走势弱于预期。2022 年 2 月以来受俄乌战争影响，避险需求的激增超过了名义利率上涨以及美元走强对黄金需求的负面影响，地缘政治风险、高通胀以及黄金 ETFs 的净流入都对黄金价格提供了有力支撑，金价在 3 月末收盘价格上涨至 1,954 美元/盎司，同比涨幅超过 13%。但美联储释放出加息和缩表提前的组合拳信号对黄金价格仍有一定压制，加息时间段附近黄金价格或将出现短暂回调。

图 3：黄金价格走势情况



资料来源：Choice，中诚信国际整理

中诚信国际认为，对于行业内企业来说，黄金价格上升带来的价格显著高于开采成本的窗口期有效延长，有益于企业资产负债表及利润表的修复，黄金行业企业整体信用水平将保持稳定。但仍需关注刺激性事件平息后，美元加息、汇率走强等带来的价格冲高回落风险等。

控股股东完成对公司不超过 5 亿元的增持，持股比例上升约 0.5%

截至 2022 年 3 月末，公司控股股东为山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金集团”），直接持股比例为 37.87%，山东黄金集团及其一致行动人对公司的持股比例为 45.58%，公司实际控制人为山东省国有资产监督管理委员会。自 2021 年 9 月 10 日至 2022 年 1 月 7 日，山东黄金集团基于对公司发展的信心及维护市场稳定，通过上海证券交易所交易系统累计增持 22,360,054 股公司股份，增持比例为 0.4998%。

公司严格按照《公司法》、《证券法》等法律法规及中国证监会颁布的行政规章和上海证券交易所、香港联合交易所制定的各类境内外规则的有关要求规范运作建立健全了规范、完善的三会一层的法人治理结构和完备的公司治理体系。

2021 年公司分别完成对香港及海外上市公司的收购，同时推动集团资源的整合，竞争实力进一步增强

2021 年 2 月，公司完成对香港上市公司恒兴黄金控股有限公司（以下简称“恒兴黄金”）100%股份的换股收购，恒兴黄金成为公司的全资子公司，同时在香港联合交易所退市。恒兴黄金拥有新疆维吾尔自治区的金山金矿采矿权，截至 2021 年末其黄金资源量为 46.10 吨，黄金储量为 22.71 吨；已建成年产 500 万吨矿石量的采选工程，2021 年生产 2.35 吨。本次收购，公司新增发行不超过 1.59 亿股 H 股股份，根据收购协议前最后交易日 H 股收盘价格 19.08 港元计算，此次换股交易价值为 30.43 亿港元。2021 年 2 月，公司所发行的 1.59 亿股 H 股

股份在香港联交所主板市场挂牌上市交易，总股本增至 44.73 亿股。

2021 年 3 月末，公司完成对澳大利亚、加拿大两地上市公司卡帝诺资源有限公司（Cardinal Resources Limited，以下简称“卡帝诺”）的要约收购，该公司成为山东黄金矿业（香港）有限公司（以下简称“山东黄金香港”）的全资子公司，同时在澳、加两地分别退市。卡帝诺核心资产为位于加纳的三个黄金项目，其中 Namdini 项目拥有探明加控制资源量约 203.1 吨黄金，平均品位 1.12 克/吨；推断资源量约 14.3 吨黄金，平均品位 1.20 克/吨；根据可研报告，若该项目建成投产，可年产黄金 8.9 吨。2020 年 6 月，山东黄金香港与该公司签署《要约实施协议》，拟以每股 0.60 澳元的价格，要约收购卡帝诺全部已发行股份，交易对价约 3.00 亿澳元。如卡帝诺期权全部转换为普通股股份，则股权总对价为 3.09 亿澳元。同时拟以每股 0.46 澳元的价格认购卡帝诺新增发的 2,600 万股普通股，认购总价为 1,200 万澳元；总交易对价约 3.21 亿澳元，约合 15.65 亿元人民币。最终经过多轮要约竞争，收购价格从最初的 0.60 澳元/股增加至 1.075 澳元/股，股份较初始交易方案溢价 79.17%。

2021 年 6 月公司公告称，子公司莱州公司将以现金的方式收购山东黄金集团所持焦家金矿采矿权、探矿权及相关土地资产，标的资产的转让价格合计 2.28 亿元，扣除未缴纳的出让收益 0.59 元，双方协定的标的资产转让价款为 1.69 亿元。以 2021 年 3 月 31 日为评估基准日，焦家金矿采矿权评估范围内保有金金属量 12.44 吨，平均品位 3.29 克/吨；焦家金矿探矿权评估范围内保有金金属量 0.97 吨，平均品位 4.52 克/吨。

2021 年 8 月公司公告称，莱州公司将现金方式收购山东黄金集团所持山东地矿来金控股有限公司（以下简称“地矿来金”）100%股权，交易对价 26.13 亿元，所持莱州鸿昇矿业投资有限公司¹（以下简称“鸿昇矿业”）45%股权，交易对价 20.54 亿

元；所持山东莱州鲁地金矿有限公司 100%股权，交易对价 20.34 亿元；所持山东天承矿业有限公司 100%股权，交易对价 4.31 亿元。上述收购议案已于 2021 年 8 月与 9 月分别通过董事会审议及股东大会投票通过。第一宗收购案中，地矿来金将部分子公司股权剥离至山东黄金集团，不参与本次收购。收购实际涉及莱州金盛矿业投资有限公司朱郭李家金矿采矿权、莱州汇金矿业投资有限公司纱岭金矿采矿权。朱郭李家金矿采矿权保有金金属量 121.86 吨，平均品位 3.65 克/吨，纱岭金矿采矿权保有金金属量 309.06 吨，平均品位 3.44 克/吨。第二宗收购涉及山东省莱州市南吕一欣木金矿探矿权，探矿权评估范围内保有金金属量 133.14 吨，平均品位 3.14 克/吨。第三宗收购涉及的马塘矿区采矿权保有金金属量 879 千克，平均品位 2.16 克/吨；马塘二矿区采矿权保有金金属量 795 千克，平均品位 2.53 克/吨；东季矿区采矿权保有金金属量 1.65 吨，平均品位 2.60 克/吨；红布矿区采矿权保有金金属量 1.25 吨，平均品位 2.83 克/吨；剩余探矿权评估分别以勘察成本效用法和折现现金流法进行评估，评估价值较低。

截至 2021 年末，公司 100%权益黄金资源量为 1,479.26 吨，权益黄金资源量为 1,280.65 吨；100%权益黄金储量为 592.41 吨，权益黄金储量为 499.62 吨，均处于较高水平。

表 1：近年来公司黄金资源量情况（吨）

	2019	2020	2021
资源量：100%基准	1,101.84	1,046.98	1,479.26
资源量：权益基准	883.96	850.60	1,280.65
储量：100%基准	417.38	388.06	592.41
储量：权益基准	308.83	287.94	499.62

注：2019、2020 年数据单位由盎司换算至吨，1 千盎司≈0.0311035 吨，1 吨≈32.15075 千盎司。

资料来源：公司年度报告

中诚信国际认为，成功的对外收购及关联收购有助于公司增加资源储备，扩大生产规模，进而提高公司资产规模及盈利能力等财务指标；此外，关联收购将持续解决山东黄金集团在公司首发及再

山东黄金集团持有鸿昇矿业 45%股权，公司实际完成鸿昇矿业 100%股权收购。

注¹：山东黄金集团持有地矿来金 100%股权，地矿来金持有鸿昇矿业 55%股权，山

融资过程中关于同业竞争的承诺。在落实山东省政府对省内矿山整合的指示方针的同时，相近矿权的整合得以提升规模效益，收购将提高公司的核心竞争力，海外市场的进一步打开使得公司多元化布局得以开拓，但较大规模的并购也将增加公司短、中期债务负担。

2021 年受山东省矿山安全事故后续排查造成的停产影响，公司当期矿山产品产量同比大幅下降；但矿山资源及自动化水平的提升使得其常态下具备一定的规模优势

2021 年一季度，受山东五彩龙投资有限公司栖霞市笏山金矿、山东招远曹家洼金矿（均非公司所属企业）发生安全事故影响，公司根据山东省主管部门的要求，自 2021 年 2 月对矿山进行停产安全检查工作，受上述因素影响，公司生产运营受到了较大的冲击和影响，全年生产经营指标出现大幅下滑。2021 年公司矿产金产量为 24.78 吨，同比下降 13.98 吨（降幅达到 36.06%）。但自矿山安全整改以来，公司积极推进复工复产工作。矿产金产量已由 2021 年 6 月的 1.63 吨恢复至 12 月的 2.81 吨，单月产量已恢复至正常水平。三季度公司实现盈亏平衡，四季度实现转盈，较大程度扭转了上半年利润总额亏损-13.12 亿元的形势。2022 年 1~2 月，公司矿产金产量同比增加约 24%。中诚信国际将对公司短期流动性及后续财务指标修复保持关注。

表 2：公司自产金产量情况（吨）

单位	2019	2020	2021
三山岛金矿	7.22	7.14	2.67
焦家金矿	7.42	7.47	4.56
新城金矿	4.34	4.52	2.22
玲珑金矿	4.07	3.81	1.00
归来庄金矿	1.28	0.75	0.17
金洲金矿	0.82	1.31	1.01
青岛金矿	1.67	1.87	2.02
蓬莱金矿	1.38	0.85	0.11
沂南金矿	0.36	0.36	0.29
山东省	28.57	28.07	14.05
赤峰柴金矿	1.26	1.40	1.55
福建源鑫金矿	0.59	0.50	0.45
西和中宝金矿	0.65	0.81	1.01
新疆金川	--	--	2.35

中国小计	31.11	30.77	19.39
公司应占	27.68	27.32	17.12
贝拉德罗矿	8.54	7.02	5.39
总计	40.12	37.80	24.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

停产期间公司增加基础设施建设和安全隐患排查，将为其后续扩大生产奠定基础，同时矿山事故推动了省内黄金矿产资源的整合，公司黄金资源量或将进一步增加。此外，公司积极推进国际一流示范矿山建设，努力提高矿山装备水平和机械自动化水平，部分矿山采掘机械化作业率已达到 50% 以上，矿井辅助生产系统自动化控制率已达到 80% 以上。在具备大型优质矿山资源的情况下，公司将逐步显现出一定的规模优势。

除自产金外，公司黄金产品还包括了外购金和小金条。外购金为公司外购合质金，经冶炼公司精炼生产成标准金锭通过上海黄金交易所进行销售。小金条业务是公司采购标准金锭加工制成小金条等黄金产品进行销售。山东黄金冶炼有限公司形成了日处理金精矿 1,200 吨，精炼标准金 200 吨/年，白银 100 吨/年的生产规模。2021 年受区域矿山停产带来的原材料供应紧缺影响，公司外购金产量同比降幅较大；但小金条产量受价格波动市场投资需求增加，产量同比大幅增加。

表 3：公司黄金产品产量情况（吨）

产品名称	2019	2020	2021
自产金	40.12	37.80	24.78
外购金	161.63	121.31	30.99
小金条	5.97	3.86	26.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，公司自产金业务及外购金业务生产的标准金锭均向上海黄金交易所进行销售。小金条则可根据客户下达订单的方式进行销售。由于黄金销售的特性，公司产品产销率保持较高水平，库存随价格变化有所波动。

表 4：公司黄金产品销量情况（吨）

产品名称	2019	2020	2021
自产金	39.73	36.67	26.20
外购金	156.18	122.83	31.49
小金条	5.94	3.80	26.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

参与新三板挂牌券商定向增发，产业链金融板块进一步布局

2019年8月，公司自控股股东山东黄金集团处以22.72亿元现金收购其所持山金金控资本管理有限公司（以下简称“山金金控”）100%股权。该公司主要从事黄金租赁、黄金交易以及股权投资基金、股权投资基金管理等业务。

2021年10月，山金金控参与认购东海证券股份有限公司（以下简称“东海证券”，832970.NQ）定向增发股票在全国股份转让系统挂牌，山金金控以5亿元认购6,510.42万股股份，增发完成后山金金控持有东海证券2.90亿股合计15.62%股份，仍

为其第二大股东，山金金控与其子公司合计持有东海证券17.63%股份。

在建、拟建项目主要为对公司现有项目改扩建，项目建设周期较长，整体资本支出压力较为可控

公司在建及拟建工程主要为对现有产能升级改造，截至2021年末，项目预算总数为101.03亿元，已完成投资48.56亿元，预计剩余投入为51.47亿元。其中在建的新城金矿采选扩建工程以及东风矿区扩能扩界工程均为公司主力金矿的建设项目，产能升级改造后公司采选能力将进一步增强。由于项目平均建设年限较长，且具备较高的投资回报率，资本支出压力较为可控。

表5：截至2021年末公司主要在建工程情况（亿元）

项目名称	预算数	2021年投入	工程累计投入占预算比重	预计剩余投入	工程进度	资金来源
新城采选8000吨/d建设项目	37.84	1.23	28.15%	27.19	29.55%	自有资金
鑫汇1号脉深部开采工程	5.95	0.89	74.53%	1.51	97.11%	自有资金、借款
玲珑矿区深部开采工程	4.35	0.06	34.96%	2.83	35.00%	自筹资金
玲珑金矿东风矿区扩能扩界工程	12.27	0.96	51.68%	5.93	52.00%	自筹资金
归来庄探矿井工程	4.41	0.03	31.01%	3.04	31.01%	自有资金
黄金矿业装备制造项目（一期）	5.31	1.01	66.00%	1.81	100.00%	自筹资金
温家地探矿工程	3.00	0.27	60.79%	1.18	96.10%	自有资金
金龙东区采矿工程项目	2.72	0.32	85.20%	0.40	85.20%	借款
中宝地质探矿工程	2.52	0.42	82.02%	0.45	98.10%	自有资金、借款
寺庄矿区扩界扩能工程	0.63	0.18	89.83%	0.06	89.00%	自筹资金
焦家金矿带资源综合利用工程项目	3.85	0.20	10.35%	3.45	2.00%	自筹资金
源鑫地质探矿工程	3.87	0.82	50.69%	1.91	51.87%	自有资金
宋家庄工程	1.17	0.34	67.00%	0.38	67.00%	自有资金
三山岛科研信息化项目	1.98	1.97	99.41%	0.01	95.00%	自筹资金
三山岛技术改造工程	2.36	2.12	89.73%	0.24	90.00%	自筹资金
莱西井巷工程	2.69	0.43	61.28%	1.04	90.00%	自有资金
电力线	0.67	0.17	99.34%	0.00	99.34%	自有资金
Veladero 6-9期，6期堆浸垫扩容1	5.45	1.09	99.52%	0.03	99.52%	自有资金
合计	101.03	12.52	--	51.47	--	--

注：因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司年度报告

财务分析

以下分析基于经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2019~2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报告期末数。

2021年受矿山安全检查停产影响，公司短期经营业

绩出现大幅下滑

受2021年矿山安全检查造成停产影响，公司矿产金产量下降使得板块收入降幅较大；整改带来的固定成本提升及停产所致的固定成本占比提升使得矿产金毛利率下降较多。冶炼金板块受产量下降影响及较高的外购成本影响，营业收入及毛利率

均有所下降。此外，2021 年公司新增大宗贸易业务，其他业务收入有所增长。受上述因素影响，2021 年

公司营业收入同比下降 46.70%，毛利率同比下降 1.88 个百分点。

表 6：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元）

板块名称	2019		2020		2021		2022.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
矿产金	123.58	44.38%	142.15	50.91%	97.79	29.08%	34.81	44.99%
冶炼金	496.41	0.22%	489.10	0.64%	207.16	0.22%	51.81	1.68%
其他	6.32	90.90%	3.64	60.79%	34.40	20.22%	48.19	2.57%
营业总收入/营业毛利率	626.31	9.65%	636.64	12.33%	339.35	10.56%	134.81	13.18%

注：因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

2021 年受期货公司销售佣金增加影响，销售费用同比有所上升；职工薪酬支出增加带动管理费用有所增长；2020 年末公司整体债务基数有所下降，2021 年付息费用减少使得当期财务费用同比有所下降。2021 年公司期间费用小幅增长，但营业收入的大幅下滑使得期间费用率较高，加之主营业务毛利率的下降，经营性业务利润呈亏损状态。公司下属山金金控及所属企业持有的权益类证券等金融资产当期公允价值增加较多，同时公司处置部分交易性金融资产及长期股权投资产生收益，合计产生的收益同比有所增加，对当期净利润产生较大补充。但受主营业务亏损较大影响，公司当期缴纳所得税费用后，净利润呈亏损状态，进而导致 EBIT 利润率及总资产收益率均大幅下滑。

2022 年一季度，公司实现营业总收入 134.81 亿元，同比增长 84.49%，收入已恢复至 2020 年同期水平；实现净利润 3.55 亿元，同比增长 200.29%。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	1.88	1.07	3.61	0.58
管理费用	23.79	29.42	32.76	7.91
财务费用	8.47	8.56	7.11	2.05
期间费用合计	34.14	39.05	43.48	10.54
期间费用率	5.45%	6.13%	12.81%	7.82%
经营性业务利润	21.15	33.62	-13.75	5.28
资产减值损失	-1.23	-1.61	-0.06	0.00
信用减值损失	-0.14	-0.39	0.03	0.01
公允价值变动收益	1.75	3.93	5.76	0.64
投资收益	-0.11	0.10	7.28	-0.27
营业外损益	-0.25	-1.75	-0.46	-0.35
利润总额	21.17	33.92	0.22	5.31
净利润	14.21	25.41	-1.95	3.55

EBIT 利润率	4.73%	6.58%	2.22%	--
总资产收益率	5.29%	6.86%	1.06%	--

注：中诚信国际在分析时将研发费用计入管理费用；减值损失以“-”号列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年受投资并购影响，公司股权及债务融资均有所增加，总资产规模有所上升；同时主营业务经营受到影响，资产负债率上升较多

2021 年以来随着公司完成对恒兴黄金、卡帝诺及山东黄金集团资产包的收购，在固定资产及无形资产等非流动资产并入的带动下，当期末公司总资产规模大幅增长。流动资产中，受融资流入影响及期货公司保证金增加的影响，2021 年末货币资金同比上升较多。货币资金中主要包括存放于集团财务公司的存款及期货保证金等。交易性金融资产主要为公司所持权益工具投资，随着公司完成和终止上市公司收购工作，交易性金融资产及以支付收购保证款项为主的预付款项规模有所下降。期货子公司支付期货交易所的保证金增加使得当期末其他应收款规模有所上升。尽管当期公司生产销售受阻，但因合并报表范围扩大影响，当期末存货余额仍有所上升。固定资产随着当期在建项目转固影响有所增加，无形资产增加主要受并购项目并入矿权所致。此外，山金金控及其子公司持有较多非流动金融资产，主要为权益类证券，当期公允价值有所增加。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	32.42	32.91	50.08	49.46

交易性金融资产	15.28	30.57	26.82	22.94
预付款项	1.17	19.62	4.60	10.96
其他应收款合计	11.70	16.30	25.61	28.34
存货	36.40	25.50	29.84	39.08
流动资产合计	103.62	131.77	142.68	160.11
其他非流动金融资产	56.88	55.69	56.53	63.49
长期股权投资	10.42	10.28	19.54	19.56
固定资产合计	220.34	239.22	268.28	264.69
在建工程合计	39.82	46.05	46.39	54.53
无形资产	106.28	104.66	193.36	191.25
商誉	28.11	27.41	30.66	30.60
其他非流动资产	9.11	17.60	18.00	18.81
非流动资产合计	477.94	506.83	640.39	649.63
资产总计	581.56	638.59	783.08	809.74
流动资产占比	17.82%	20.63%	18.22%	19.77%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，2021 年末经营规模扩大使得整体负债规模大幅上升。流动负债方面，2021 年公司短期借款金额有所下降，通过黄金租赁融资的交易性金融负债小幅增加，同时公司发行的超短期融资券余额也有所上升，整体来看短期借贷融资规模基本保持稳定。应付供应方工程款及应付山东黄金集团股权收购款的增加使得应付账款及其他应付款的等有所增加。随着公司所发行的绿色公司债券即将到期，2021 年末一年内到期的非流动负债有所增加。2021 年山东黄金香港增加的长期并购贷款及山东黄金矿业（莱州）公司增加的长期建设性资金使得当期末公司长期借款大幅增长，共同带动总负债增加。

所有者权益方面，2021 年新增 H 股融资 20 余亿元影响，总股本有所增加；但因同一控制下股权合并冲抵-53.73 亿元影响，当期末资本公积反而有所下降。公司联合平安资产管理有限责任公司设立 22.50 亿元 5+N 保债计划，当期末其他权益工具余额有所上升。短期业绩的下滑以及对外融资的增加大幅推升当期末公司资产负债水平。

2022 年一季度，受当期生产经营活动开展影响，期末短期借款、黄金租赁及超短期融资券等短期债务规模有所增加，同时公司为支付山东黄金集团股权转让款使得长期借款大幅增加。对应资产端，存货等经营性资产规模有所增加。

表 9：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	31.54	78.66	57.84	62.57
交易性金融负债	130.56	86.72	95.87	104.64
应付账款	20.23	22.98	31.39	30.03
其他应付款合计	23.16	29.36	95.99	45.81
一年内到期的非流动负债	29.50	4.58	16.51	3.72
其他流动负债	0.04	15.35	25.35	35.29
流动负债合计	248.73	255.52	349.87	319.98
长期借款	12.02	6.78	53.40	104.72
应付债券	10.31	10.00	--	--
递延所得税负债	38.19	35.14	42.42	43.53
非流动负债合计	74.64	66.55	115.37	167.78
负债合计	323.38	322.07	465.24	487.76
总股本	31.00	43.14	44.73	44.73
其他权益工具	--	39.99	62.49	63.12
资本公积	75.22	63.11	55.68	56.14
未分配利润	116.32	135.44	123.93	126.34
所有者权益	258.18	316.52	317.83	321.98
资产负债率	55.61%	50.43%	59.41%	60.24%
经调整的资产负债率	55.61%	56.70%	67.39%	68.03%
总资本化比率	46.26%	39.87%	45.60%	51.38%

注：经调整的资产负债率将公司计入其他权益工具的永续债调至负债计算所得。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营活动净现金流同比有所下降，相关偿债指标均弱化

2021 年公司主营业务收入规模大幅下滑，当期经营活动净现金流有所下降；但公司金融期货业务所产生的金融产品申赎及交易所出让金等现金流仍使得经营活动现金流量较大；2022 年一季度受存货及预付款项等增加影响，当期经营活动现金流仅呈小幅净流入。2021 年及 2022 年一季度投资活动现金流出主要为固定资本开支所致。公司当期并购子公司及后续款项支付通过筹资活动流出，剔除该部分影响，2021 年及 2022 年一季度两期筹资活动现金呈大幅净流入状态。

2021 年受并购及短期经营受阻影响，公司总债务规模增长较多，收购活动有较长期限债务进行相应匹配，债务结构有所优化。当期息税前、息税折旧前利润等盈利指标及经营活动净现金流下滑较多，其对债务本息的覆盖指标弱化较为严重。但随着经营情况逐步恢复，公司仍可通过较强的常态盈

利水平及较好的外部融资能力满足其偿债需求。

表 10: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元)

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	41.80	58.10	18.22	1.60
投资活动净现金流	-38.31	-80.44	-26.07	-7.51
筹资活动净现金流	0.22	22.82	21.41	3.47
总债务	222.21	209.91	266.41	340.29
短期债务占比	89.95%	92.01%	79.96%	69.23%
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.91	7.28	2.48	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.28	0.07	0.02*
EBITDA/总债务(X)	0.25	0.32	0.12	--
经调整的 CFO/总债务	15.00%	22.10%	1.76%	--
EBIT 利息倍数(X)	3.48	5.25	1.03	--

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末, 公司共获得银行授信额度 804.03 亿元, 其中尚未使用额度为 560.36 亿元; 同时, 公司为 A+H 股上市公司, 资本市场融资渠道较为通畅。同期末, 山东黄金集团及其关联机构持有公司 45.58% 股份, 其中山东黄金集团持有公司 37.87% 股份, 此前因债转股质押给中国工商银行山东省分行的 5.09 亿股股份已于 2022 年 4 月解除质押。自此, 山东黄金集团对公司股份不存在质押。

截至 2021 年末, 公司受限资产合计为 4.82 亿元, 占当期末总资产的 0.62%。主要包括土地复垦及环境治理保证金及银行承兑汇票保证金。

截至 2021 年末, 公司无影响正常经营的重大未决诉讼; 对子公司跨境融资提供的担保余额为 54.19 亿元。

过往债务履约情况: 根据公司提供的《企业征信报告》及相关资料, 2019~2022 年 5 月 6 日, 公司所有借款均到期还本、按期付息, 未出现延迟支付本金及利息的情况。根据公开资料显示, 截至本报告出具日, 公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

作为山东黄金集团旗下最重要的资产, 控股股东对公司的支持能力和支持意愿均很强; 公司获得银行系资产投资公司增资, 资本实力有所增强

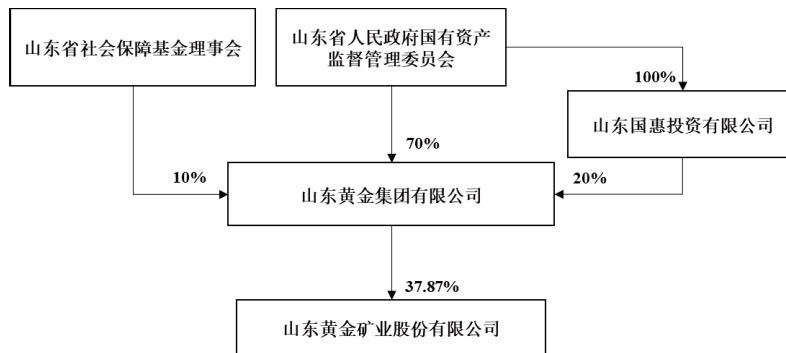
山东省黄金资源储备丰富, 形成了以山东黄金集团及招金集团为主的黄金产业群, 控股股东山东黄金集团作为经济强省国有行业龙头企业之一, 自身经营实力较强, 对子公司的支持能力很强。此外, 公司作为控股股东旗下最重要的资产, 对控股股东的收入和利润贡献度很高, 控股股东对公司的支持意愿很强。2019 年山东黄金集团推动公司向产业链下游扩张, 收购山金金控 100% 股权, 使得公司资产、收入水平及综合实力得以进一步提升。2021 年山东黄金集团向公司出售黄金资产, 且将继续积极推动符合条件的矿权转让至公司的工作, 将对公司的长期经营产生良性影响。

此外, 工银投资、建信投资及中银投资已作为财务投资者, 对公司下属子公司进行了增资。此举有利于增强公司资本实力, 降低公司资产负债水平。作为公司下属子公司的参股股东, 银行系资产投资公司还将为公司提供一系列配套金融服务。

评级结论

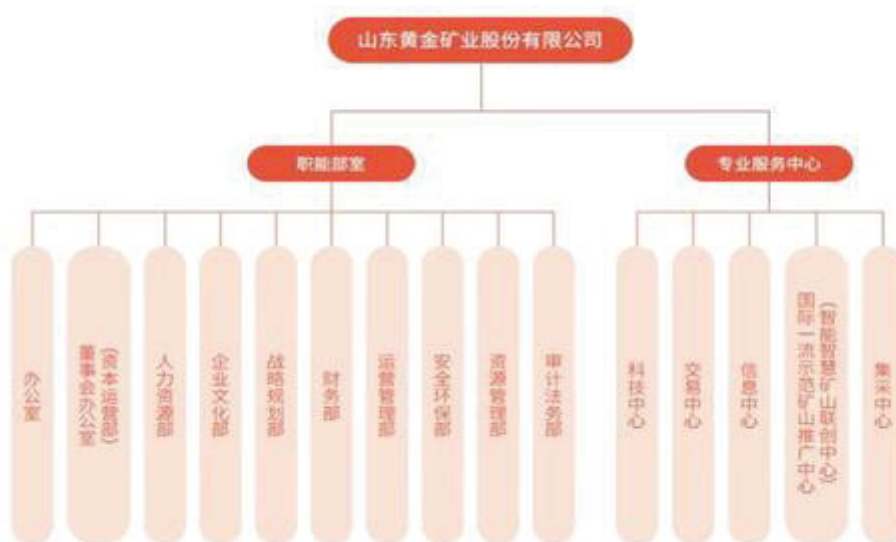
综上所述, 中诚信国际维持“20 鲁金 Y1”和“20 鲁金 Y2”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：山东黄金矿业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



主要子公司名称	持股比例
山东黄金矿业（莱州）有限公司	95.31%
山东黄金矿业（玲珑）有限公司	74.57%
山东黄金集团蓬莱矿业有限公司	100.00%
山东黄金冶炼有限公司	100.00%
山东黄金矿业（鑫汇）有限公司	66.80%
山东黄金矿业（香港）有限公司	100.00%
山金金控资本管理有限公司	100.00%
Cardinal Resources Limited	100.00%

组织架构



资料来源：公司提供

附二：山东黄金矿业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	324,192.18	329,106.86	500,771.71	494,563.11
应收账款净额	29,014.33	16,990.42	11,823.84	21,203.42
其他应收款	116,996.00	162,963.62	256,066.34	283,370.09
存货净额	363,978.73	254,971.40	298,375.72	390,824.40
长期投资	673,765.70	660,333.88	761,484.46	831,578.97
固定资产	2,203,355.22	2,392,165.67	2,682,849.74	2,646,864.52
在建工程	398,187.46	460,542.62	463,854.01	545,265.42
无形资产	1,062,830.63	1,046,607.90	1,933,576.37	1,912,484.12
总资产	5,815,557.28	6,385,945.01	7,830,758.57	8,097,449.92
其他应付款	231,554.59	293,649.79	959,874.83	458,127.41
短期债务	1,998,833.06	1,931,379.59	2,130,113.08	2,355,641.02
长期债务	223,291.81	167,709.84	533,963.59	1,047,220.72
总债务	2,222,124.86	2,099,089.42	2,664,076.67	3,402,861.74
净债务	1,897,932.68	1,769,982.56	2,163,304.96	2,908,298.63
总负债	3,233,782.98	3,220,696.48	4,652,437.53	4,877,646.42
费用化利息支出	84,370.97	79,529.81	73,178.20	--
资本化利息支出	716.41	288.24	391.71	--
所有者权益合计	2,581,774.30	3,165,248.54	3,178,321.04	3,219,803.50
营业总收入	6,263,069.93	6,366,403.01	3,393,496.05	1,348,060.87
经营性业务利润	211,525.60	336,214.77	-137,538.59	52,757.54
投资收益	-1,067.75	967.20	72,832.20	-2,673.28
净利润	142,138.60	254,118.46	-19,541.14	35,520.27
EBIT	296,115.10	418,693.67	75,424.34	--
EBITDA	561,808.48	679,589.55	326,408.97	--
经营活动产生现金净流量	418,008.07	580,963.21	182,224.27	15,987.03
投资活动产生现金净流量	-383,142.91	-804,365.46	-260,690.99	-75,130.96
筹资活动产生现金净流量	2,173.98	228,196.65	214,080.46	34,700.16
资本支出	417,463.52	476,693.56	355,590.26	72,910.72
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	9.65	12.33	10.56	13.18
期间费用率(%)	5.45	6.13	12.81	7.82
EBITDA 利润率(%)	8.97	10.67	9.62	--
总资产收益率(%)	5.29	6.86	1.06	--
净资产收益率(%)	5.55	8.84	-0.62	4.44*
流动比率(X)	0.42	0.52	0.41	0.50
速动比率(X)	0.27	0.42	0.32	0.38
存货周转率(X)	16.11	18.04	10.97	13.59*
应收账款周转率(X)	142.04	276.77	235.54	326.53*
资产负债率(%)	55.61	50.43	59.41	60.24
总资本化比率(%)	46.26	39.87	45.60	51.38
短期债务/总债务(%)	89.95	92.01	79.96	69.23
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.28	0.07	0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.21	0.30	0.09	0.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.91	7.28	2.48	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	15.00	22.10	1.76	--
总债务/EBITDA(X)	3.96	3.09	8.16	--
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.35	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.60	8.51	4.44	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.48	5.25	1.03	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务；3、将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。