



山东黄金矿业股份有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0275 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 5 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	山东黄金矿业股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“鲁金 KY01”、“鲁金 KY02”、“24 鲁金 K1”	AAA
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。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）黄金资源储备丰富、规模优势明显、产量持续增加以及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到黄金价格波动、公司资本开支及对外收购使得债务规模增加等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
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。	
调级因素	可能触发评级上调因素： 不适用。 可能触发评级下调因素： 主要金属产品价格持续下行，大幅侵蚀利润水平；海外经营突发严重不利情况；资本支出超预期，大幅推高债务水平导致偿债能力弱化等。	
正面		
<ul style="list-style-type: none">■ 黄金资源储备丰富■ 规模优势明显，跟踪期内完成收购，产量具备持续增长预期■ 公司为A+H股上市公司，融资渠道畅通		
关注		
<ul style="list-style-type: none">■ 黄金价格波动风险■ 资本开支及对外并购规模较大，推升债务规模		

项目负责人：霍 飞 fhuo@ccxi.com.cn

项目组成员：任嘉琦 jqren@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

山东黄金（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	783.08	907.22	1,345.99	1,429.09
所有者权益合计（亿元）	317.83	366.96	532.59	542.51
总负债（亿元）	465.24	540.25	813.40	886.58
总债务（亿元）	329.82	482.06	661.42	720.10
营业总收入（亿元）	339.35	503.06	592.75	189.57
净利润（亿元）	-1.95	14.26	28.91	10.56
EBIT（亿元）	6.58	31.52	51.90	--
EBITDA（亿元）	31.68	64.03	92.07	--
经营活动净现金流（亿元）	18.22	29.72	68.49	17.34
营业毛利率(%)	10.56	14.10	16.60	14.56
总资产收益率(%)	0.84	3.73	4.61	--
EBIT 利润率(%)	1.94	6.27	8.76	--
资产负债率(%)	59.41	59.55	60.43	62.04
总资本化比率(%)	56.36	64.29	60.42	61.94
总债务/EBITDA(X)	10.41	7.53	7.18	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.37	4.50	4.45	--
FFO/总债务(X)	0.02	0.08	0.10	--

注：1、中诚信国际根据山东黄金提供的其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 2021 年度审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

同行业比较（2023 年数据，亿元）

公司名称	营业总收入	净利润	总资产	资产负债率	经营活动净现金流
紫金矿业	2,934.03	265.40	3,430.06	59.66%	368.60
招金矿业	88.53	8.34	467.38	52.59%	18.33
山东黄金	592.75	28.91	1,345.99	60.43%	68.49

中诚信国际认为，与同行业相比，山东黄金专注于黄金业务，其中国境内黄金资源及产量上有较大优势。

注：“招金矿业”为“招金矿业股份有限公司”简称；“紫金矿业”为“紫金矿业集团股份有限公司”简称。

本次跟踪情况

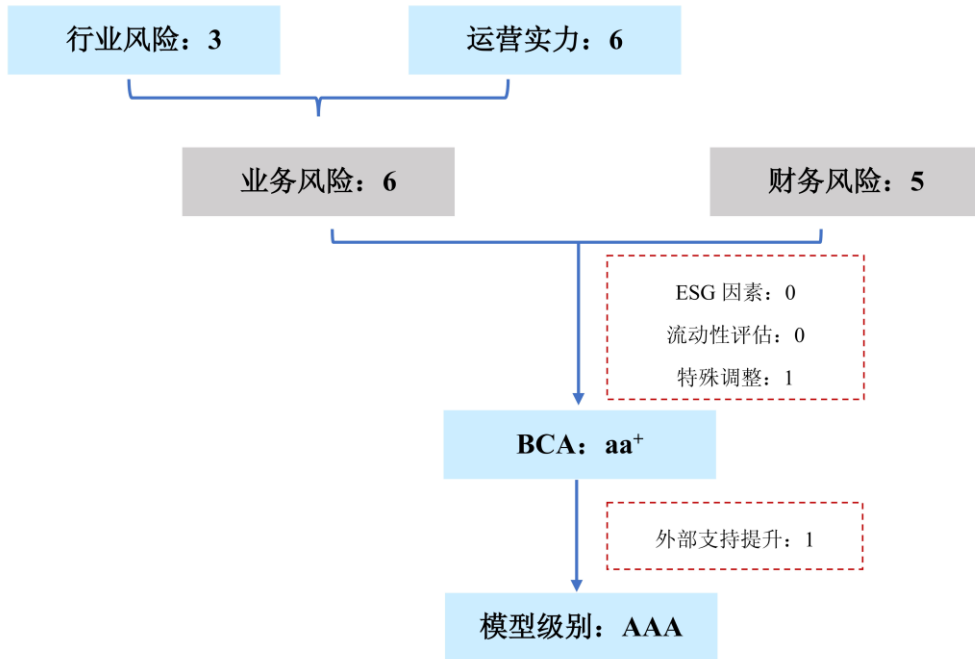
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效 期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
鲁金 KY01	AAA	AAA	2023/11/08 至 本报告出具日	20.00/20.00	2023/11/17~2026/11/17 (3+N)	调整票面利率、有条件赎回、经营维持承诺、延期、利息递延权
鲁金 KY01	AAA	AAA	2023/11/20 至 本报告出具日	20.00/20.00	2023/11/27~2026/11/27 (3+N)	调整票面利率、有条件赎回、经营维持承诺、延期、利息递延权
24 鲁金 K1	AAA	AAA	2024/03/15 至 本报告出具日	20.00/20.00	2024/03/27~2029/03/27	经营维持承诺

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
山东黄金	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/05/26 至本报告出具日

● 评级模型

山东黄金矿业股份有限公司评级模型打分(C050000_2024_06_2024_01)



注:

调整项: 黄金产品的高流通性及内在价值, 对公司信用水平起到提升作用。

个体信用状况 (BCA): 受利润及现金流等提升影响, 公司个体信用状况由 aa 调整至 aa⁺。

外部支持: 公司控股股东山东黄金集团有限公司 (以下简称“山东黄金集团”) 是山东省省属国有企业, 黄金为山东省传统优势产业, 山东黄金集团在国有资产序列中具备一定的战略地位。近年来山东黄金集团持续推进黄金资源注入公司的工作, 使得公司保持了较大的资源优势, 跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑, 外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

2023 年风险事件的发生以及央行购金使得黄金在较高的利率环境中仍有所上升；2024 年随着降息预期的加强及海外主要经济体经济数据下行，黄金价格加速上涨。

2023 年以来，美国通胀有所下降、美联储降息预期提前、地缘政治及避险情绪增加等因素推动黄金价格突破历史高点，全年黄金价格整体震荡上行。但由于地缘政治、财政政策、货币政策不确定性尚存，未来金价预计仍呈高位震荡态势。2023 年前三季度，受益于外部环境影响减弱，矿产金产量及整体黄金供应量同比均有所增长，且黄金价格的上升令回收金经济性提升，回收金投放量同比亦有所增加。全球经济恢复不及预期，抑制黄金消费需求及制造用金需求，但避险情绪、地缘政治及货币政策等多重因素令黄金投资及央行购金需求增长。

详见《中国黄金行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/10950?type=1>

中诚信国际认为，公司经营较为稳健，战略目标明确。在黄金资源、生产规模等方面具备很强的竞争优势，且产量仍有一定的长期增长预期，项目建设进展情况有待持续关注。

2023 年公司产权结构稳定，部分二级市场投资者份额发生变化。董监高人员整体保持稳定。公司长期发展战略明确，2023 年在资源并购方面取得较大成效。

截至 2023 年末，山东黄金集团直接持有公司 37.87% 股份¹，较上年末保持不变，是公司的控股股东，其为山东省省属国有企业，山东省国有资产监督管理委员会是公司的实际控制人。除山东黄金集团及其一致行动人外，公司其余前十大股东为二级市场投资者。

公司第六届董事会由 9 名董事组成，其中执行董事 3 名，非执行董事 3 名，独立董事 3 名；2024 年 1 月，非执行董事王立君因工作岗位变动，申请辞去公司董事职务。第六届监事会 3 名监事与管理层 6 名高级管理人员 2023 年以来未发生变化。

2023 年，公司收购了莱州金岸生态有限公司（以下简称“莱州金岸”）80% 股权²与银泰黄金股份有限公司（以下简称“银泰黄金”）28.89% 股份³。其中对银泰黄金的收购有助于公司提高综合实

¹ 截至 2023 年末，山东黄金集团质押公司 1.3 亿股股份，用于发行可交换公司债券；占其持股比例的 7.67%，占公司总股本比例的 2.91%。第三大股东山东黄金资源开发有限公司持股 4.36%，第四大股东山东黄金有色矿业集团有限公司持股 2.58%（2024 年 2 月向山东高速集团控股子公司转让 0.28% 股份），第九大股东山东黄金集团青岛黄金有限公司 0.70%，以上股东均为山东黄金集团全资子公司。

² 公司全资子公司山东黄金矿业（莱州）有限公司以 878.64 万元收购莱州金岸 80% 股权，以 18,535.55 万元收购转让方所持收购标的 100% 债权。莱州金岸的资产主要包括三山岛金矿新立矿区 8,000 吨选矿厂工业用地、山东黄金自然博物馆、沿海生态治理修复工程和尾矿生态治理示范区。公司此举为保障三山岛金矿新立矿区选矿厂的长期土地使用权，更好维护三山岛金矿在沿海生态治理修复工程区域内的尾矿和排水管路。

³ 收购：公司通过协议转让方式收购中国银泰投资有限公司所持银泰黄金 401,060,950 股股份、沈国军所持银泰黄金 180,120,118 股股份，合计 581,181,068 股股份，占银泰黄金总股本的 20.93%；自二级市场增持银泰黄金 60,217,092 股股份，完成交割后持有银泰黄金 23.099% 股份。此后，公司计划自 2023 年 11 月 16 日起 6 个月内，以自有资金增持银泰黄金不低于 12.88 亿元，不超过 25.76 亿元，增持价格上限不超过 19.04 元/股。截至增持期结束，公司增持银泰黄金 5.79% 股份，持股比例增至 28.89%。概况：银泰黄金主营业务为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易，2023 年银泰黄金实现营业收入总收入 81.06 亿元，归属上市公司净利润 14.24 亿元；公司当期自购买日合并银泰黄金营业收入 34.36 亿元，净利润 3.10

力，形成一定战略协同，进一步实现成为国际一流黄金矿业企业的目标；该笔收购存在包含被收购标的前景的溢价，对公司合并范围资产负债表结构产生一定影响，对利润表结构影响较小。

在战略层面，公司将努力把握金矿资源整合战略机遇，重点推进资源增储、扩能增产、项目建设、降本增效等重点工作，打造世界级黄金生产基地，全面提升科技创新、绿色可持续发展、资本运营等能力，成为具有全球竞争力的世界一流黄金企业。

公司通过勘探及资源并购整合等工作，持续夯实资源优势。矿产金产量保持小幅增长且具备持续增长预期。

公司通过加强地质探矿和并购的方式积极获取资源，增加黄金资源储量，强化资源优势这一核心竞争力。2023 年全年完成探矿工程量 48 万米，投入资金 5.7 亿元，探矿新增金金属量 36.6 吨。在并购方面，除收购银泰黄金股权外，公司竞拍取得甘肃大桥项目采矿权，加强在甘肃地区的资源布局；推动山东黄金集团的资产注入及与公司现有矿权的整合开发，发挥系统作用。2023 年以来公司完成了燕山矿区矿权注入工作，同时推进了西岭金矿的探矿权收购工作⁴，中诚信国际将对公司对外收购资金筹划及项目产出保持关注。

表 1：近年来公司资源量情况（吨）

板块	2022				2023			
	资源量	权益资源量	储量	权益储量	资源量	权益资源量	储量	权益储量
三山岛金矿	146.58	146.58	50.64	50.64	136.65	136.65	45.50	45.50
焦家金矿	350.52	350.52	87.18	87.18	349.25	349.25	75.40	75.40
新城金矿	200.71	200.71	59.59	59.59	199.41	199.41	58.40	58.40
玲珑金矿	157.56	157.56	15.04	15.04	157.04	157.04	14.55	14.55
归来庄金矿	8.79	6.21	1.72	1.22	8.12	5.74	1.34	0.95
金洲金矿	12.67	7.99	5.75	3.53	12.39	12.39	5.51	5.51
鑫汇公司	36.58	36.58	20.69	20.69	35.47	35.47	20.69	20.69
莱西公司	6.41	6.41	3.01	3.01	5.80	5.80	2.43	2.43
蓬莱金矿	14.42	14.42	5.98	5.98	14.11	14.11	5.69	5.69
沂南金矿	9.48	9.48	2.34	2.34	9.25	9.25	2.31	2.31
省内合计	943.70	936.50	251.94	249.21	927.49	925.11	231.83	231.43
赤峰柴矿	7.43	5.46	4.72	3.47	6.76	4.97	4.14	3.04
福建源鑫金矿	2.65	2.39	1.03	0.93	2.51	2.26	0.90	0.81
西和中宝金矿	30.86	21.60	12.51	8.76	30.14	21.10	11.96	8.37
新疆金川	40.46	40.46	18.03	18.03	37.54	37.54	15.84	15.84
甘肃金舜	--	--	--	--	22.13	13.28	--	--
省外合计	81.40	69.90	36.29	31.19	99.08	79.15	32.84	28.07
中国小计	1,025.10	1,006.40	288.23	280.40	1,026.57	1,004.26	264.67	259.51
贝拉德罗矿	188.18	94.09	119.75	59.87	186.62	93.31	124.10	62.05
卡帝诺	218.10	218.10	157.20	157.20	218.11	185.39	157.20	133.62
总计	1,431.40	1,318.60	565.18	497.47	1,431.30	1,282.96	545.97	455.18

注：2022 年 11 月，公司公告将引入中国铁建国际投资有限公司，以增资扩股方式受让卡帝诺所属两个全资子公司各 15% 股权，合计增资款项为 653 万美元+10,691 万澳元。

亿元。截至 2023 年末，银泰黄金保有探明+控制+推测金资源量 4,553.6 万吨，金金属量 146.66 吨，保有探明+控制+推测银铅锌多金属矿资源量 6,906.4 万吨，银金属量 7,856.90 吨，铅金属量 613,705 吨，锌金属量 1,283,552 吨，铜 126,201 吨。**改组：**2023 年 7 月完成交割后，公司于 2023 年 8 月 14 日完成对银泰黄金董事会、监事会及管理层重组，在其董事会中占多数席位。

⁴ 2024 年 1 月，公司公告收购山东黄金集团全资孙公司山东黄金地质矿产勘察有限公司所持莱州市西岭村金矿勘探探矿权，转让价款共计 103.34 亿元，并与公司所属的三山岛金矿现有矿权整合统一开发利用。西岭探矿权评估范围内包含金资源量 592.19 吨，平均品位 4.04 克/吨；伴生银资源量 590.85 吨，是国内最大的单体金矿床。

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

表 2：银泰黄金 2023 年末黄金资源量情况（百万吨、克/吨、吨）

	矿石资源量	品位	黄金资源量	矿石储量	品位	黄金储量
吉林板庙子	6.55	3.83	25.09	3.64	4.03	14.64
华盛金矿	17.71	1.65	29.23	8.90	2.18	19.40
黑河洛克	2.62	4.99	13.05	1.16	5.90	6.85
青海大柴旦	16.85	4.60	77.54	8.02	4.71	37.78
玉龙矿业	1.81	0.97	1.75	--	--	--
合计	45.54	3.22	146.66	21.72	3.62	78.67

注：山东黄金按照国际通行标准披露资源量及储量，银泰黄金作为山东黄金子公司，为了和山东黄金的披露标准保持一致，2023 年末资源量使用 JORC 规范进行披露。

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

2023 年公司矿产金产量 41.78 吨，同比增长 8.03%，公司是中国境内矿山金产量最高的上市公司，保持了国内黄金行业的领先地位。其中，三山岛金矿、西和中宝公司、金洲公司生产系统逐步优化，生产能力得到提升，金矿产量同比增幅分别为 5.74%、15.54%和 10.73%。玲珑金矿的东风矿区复工复产，产量有所增加。公司采用优化采矿、加强现场管理等方法，使得 2023 年原矿入选品位同比有所提升；2024 年，公司亦将加快项目建设，稳步推进产能提升，预计矿产金产量不低于 47 吨。未来随着公司各资源整合项目及海外开发项目的逐步推进，矿产金产量将维持长期增长态势。此外，公司开展精炼及加工业务，2023 年外购金及投资金条产销量均有小幅增加。

表 3：近年来公司黄金产品产量情况（吨）

	2021	2022	2023	公司持有股权比例
三山岛金矿	2.67	5.46	5.77	100%
焦家金矿	4.56	10.04	9.38	100%
新城金矿	2.22	5.69	5.41	100%
玲珑金矿	1.00	1.10	1.86	100%
归来庄矿业	0.17	0.82	0.86	70.65%
金洲公司	1.01	1.13	1.25	100%
鑫汇公司	1.42	1.43	1.09	100%
莱西公司	0.59	0.60	0.55	100%
蓬莱矿业	0.11	0.20	0.40	100%
沂南金矿	0.29	0.38	0.38	100%
柴矿公司	1.55	1.73	1.69	73.52%
福建源鑫	0.45	0.32	0.28	90.31%
西和中宝	1.01	1.01	1.17	70%
金川矿业	2.35	2.72	2.72	100%
银泰黄金	--	--	2.52	28.89%
国内矿山合计	19.39	32.62	35.34	--
贝拉德罗金矿	5.39	6.06	6.44	50%
国外矿山合计	5.39	6.06	6.44	--
公司合计	24.78	38.67	41.78	--

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

表 4：公司主要产品产销量汇总（吨）

主要产品名称	2021			2022			2023		
	产量	销量	库存	产量	销量	库存	产量	销量	库存
自产金	24.78	26.20	0.75	38.67	38.72	0.70	41.78	39.62	3.45
外购金	30.99	31.50	3.41	53.05	52.35	4.11	53.51	55.78	1.84
小金条	26.73	26.61	0.20	30.62	30.40	0.42	31.68	31.51	0.59

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

公司具备很高的资源优势及产能优势，毛利率较高的银泰黄金并入亦将使公司保持其成本优势，同时公司通过精益化运营管控、提升科技创新能力及装备技术水平等方式，不断推动降本增效目标的达成。新城金矿、焦家金矿等多家企业采掘机械化作业率达到 50%以上，矿井辅助生产系统自动化控制率达到 80%，整体成本控制能力保持在很好水平。

公司在建项目投资规模较大，具有一定的资本开支压力。

公司资本开支规模较大，其中焦家金矿、新城金矿资源整合开发工程入选了山东省重大实施类项目库的非煤矿山建设项目。资本开支主要为扩大生产规模，项目普遍具有较高的收益预期。目前，公司正在推进向特定对象发行 A 股股票事宜，拟募集资金 46 亿元用于投入焦家矿区（整合）金矿资源开发工程。增发事项尚需通过上交所审核，并获得中国证券监督管理委员会做出同意注册的决定后方可实施。

表 5：截至 2023 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	项目总投资金额	项目进度	2023 年完成投资	累计完成投资	项目收益情况
焦家矿区（整合）金矿资源开发工程	82.73	主控性工程北区混合井已掘砌到底，正在进行二期工程施工准备，南区主、副井正在按计划下掘	2.57	3.38	项目达产后，采矿出矿能力可达 660 万吨/年，达产年均产浮选金精矿 29.06 万吨（含金 18.854 吨/年）
新城金矿资源整合开发工程	37.84	I 采区主井工程正在进行井筒装备安装，II 采区副井工程已掘砌到底，正在进行配套工程施工。	3.39	6.67	项目达产后，年处理矿石量为 264 万吨，达产年均产浮选金精矿 11.96 万吨（含金 7.771 吨/年）
卡帝诺纳公司纳穆蒂尼金矿工程	33.60	选厂工程完成长周期设备订货，基础浇筑及设备安装按计划进行，尾矿库工程进度约 50%，供电、供水及营地建设等工作按计划推进	12.99	17.19	项目达产后，年处理矿石量 950 万吨，年均产粗金锭含金 8.438 吨。
赤峰柴胡栏子黄金矿业有限公司采选 2000t/d 扩建工程	2.78	副井工程已掘砌到底，正在施工二期配套工程。配套尾矿库施工完毕。	1.05	2.04	矿山达到生产规模时，生产矿石 60 万吨/年
合计	156.95	--	20.00	29.28	--

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，山东黄金经营活动产生的利润及现金流持续向好，但收购活动推高了实际杠杆水平，未来仍需通过项目落地及扩产实现资产负债表修复。

盈利能力

2023 年黄金价格总体上行，公司黄金产品产销量有所增长，营业总收入同比增长，毛利率水平有所上升。受对外并购影响，公司债务规模上升较多，对应利息费用增加较多。当期实现净利润 28.91 亿元（银泰黄金购买日至期末净利润 3.10 亿元），同比增长 102.74%。2024 年第一季度，受益于黄金价格的持续上涨及银泰黄金并表的同比影响，公司实现营业总收入 189.57 亿元，同比增长 44.73%；净利润 10.56 亿元，同比增长 109.41%。

表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元）

板块	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率

自产金	97.79	29.08%	151.83	43.33%	178.66	48.91%
外购合质金	119.47	0.25%	207.44	0.49%	252.34	1.05%
小金条	87.69	0.16%	108.05	0.90%	128.69	1.24%
其他	34.40	20.22%	35.73	8.80%	33.07	20.48%
营业总收入/营业毛利率	339.35	10.56%	503.06	14.10%	592.75	16.60%

注：其他收入包括贸易收入、伴生金属收入、工程机械等。

资料来源：中诚信国际整理

资产质量

2023 年公司完成对银泰黄金的收购⁵，其资产价格以公允价值计量，使得公司净资产增幅较大，融资收购对于公司名义杠杆水平影响不大。资产负债中，存货、固定资产、无形资产及商誉等均增幅较大。负债部分，当期末公司短、长期借款及包含当期全资子公司在蓬莱矿区资源整合中所承接债权的其他应付款规模均大幅增长。此外，公司其他权益工具中永续融资工具存量规模较大，实际杠杆水平略高。

现金流及偿债情况

2023 年受益于经营活动实现较好的毛利规模对应的现金流入，经营活动现金净流入同比大幅增长（其中银泰黄金自购买日后净流入 7.94 亿元）。当期投资活动现金受固定资产投入及对外并购影响呈大幅净流出状态，对应大幅净流入的筹资活动现金流满足当期的资金需求。公司债务规模增幅较大，利润及现金流亦有所增加，其对债务本息的名义覆盖程度变化不大；但合并报表结构的变化使得银泰黄金在名义偿债指标的向好上对公司整体有一定拉动。截至 2023 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 1,330.78 亿元，其中尚未使用额度为 828.15 亿元，备用流动性均较充足。资金管理方面，公司财务管理体系完善，建立了独立的会计核算体系和财务管理制度，资金调拨依托独立的银行账户及体系内财务公司，依规独立进行投融资管理。

表 7：近年来公司主要财务状况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
净利润	-1.95	14.26	28.91	10.56
归属于母公司股东的净利润	-1.94	12.48	23.28	7.00
商誉	30.66	31.57	129.59	129.61
资产总计	783.08	907.22	1,345.99	1,429.09
其他应付款	95.99	49.27	82.10	87.61
负债合计	465.24	540.25	813.40	886.58
资产负债率	59.41%	59.55%	60.43%	62.04%
总资本化比率	56.36%	64.29%	60.42%	61.94%
经营活动净现金流	18.22	29.72	68.49	17.34
投资活动净现金流	-26.07	-52.51	-206.24	-48.95
筹资活动净现金流	21.41	54.62	144.38	52.53
总债务	329.82	482.06	661.42	720.10
总债务/EBITDA(X)	10.41	7.53	7.18	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.37	4.50	4.45	--
FFO/总债务(X)	0.02	0.08	0.10	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

⁵ 截至 2023 年末，银泰黄金总资产 162.99 亿元，总负债 29.30 亿元，所有者权益 133.69 亿元，资产负债率 15.48%。公允价值总资产 236.26 亿元，总负债 55.03 亿元，所有者权益 181.23 亿元，资产负债率 23.30%。收购现金成本为 125.97 亿元，形成商誉 97.84 亿元。

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计 21.59 亿元，约占同期末总资产比重的 1.60%，受限比例低，其中受限货币资金 18.71 亿元，包括因票据保证金受限的货币资金 14.35 亿元。

截至 2023 年末，公司无对外担保，对子公司提供 128.55 亿元担保⁶。此外，同期末公司不存在影响正常生产经营的重大未决诉讼、仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 4 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁷

假设

- 2024 年，公司主要产品价格及产量同比均有所上升。
- 2024 年，公司固定资产、在建项目、无形资产等投资规模预计约 180 亿元。
- 2024 年，公司投资规模较大，有一定的新增融资需求。

预测

表 8：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	64.29	60.42	61.17~63.67
总债务/EBITDA(X)	7.53	7.18	5.91~6.15

资料来源：中诚信国际

调整项

ESG⁸表现方面，山东黄金不断巩固提升绿色矿山建设，有序推进“双碳”战略。注重可持续发展和安全管理，2023 年安全投入 8.91 亿元，扎实推进矿山安全生产综合整治。积极履行作为行业头部企业的社会责任，积极组织员工开展义务社区服务，并向社会进行持续捐赠；公司治理结构较优，内控制度完善，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力强，未使用授信额度充足。同时，公司为 A+H 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。此外，债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。**特殊调整方面**，黄金产品的高流通性及内在价值，对公司信用水平起到提升作用。

外部支持

⁶ 对山东黄金矿业（香港）有限公司 83.43 亿元贷款提供等额担保。

⁷ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

⁸中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

控股股东在公司运营及资源开发等方面给予公司较大支持。

公司控股股东山东黄金集团是山东省省属国有企业，且黄金为山东省传统优势产业，山东黄金集团在国有资产序列中具备一定的战略地位。山东黄金集团长期以来通过下属子公司探获大量黄金资源，同时作为国有资产经营平台，对山东省域部分黄金矿权进行了整合，保有较大规模的黄金资源。近年来山东黄金集团持续推进黄金资源注入公司的工作，注入资源与公司原有资源多处于同一矿带，可较为方便地进行扩界统一开发，使得公司保持了较大的资源优势。

跟踪债券信用分析

“鲁金 KY01”募集资金 20 亿元，募集资金用于偿还公司到期债务，已按规定用途使用完毕。

“鲁金 KY01”设置调整票面利率、有条件赎回、经营维持承诺、延期、利息递延权等条款。

“鲁金 KY01”募集资金 20 亿元。募集资金用于偿还公司到期债务，已按规定用途使用完毕。

“鲁金 KY02”设置调整票面利率、有条件赎回、经营维持承诺、延期、利息递延权等条款。

“24 鲁金 K1”募集资金 20 亿元，募集资金用于偿还公司到期债务，已按规定用途使用完毕。

“24 鲁金 K1”设置经营维持承诺条款。

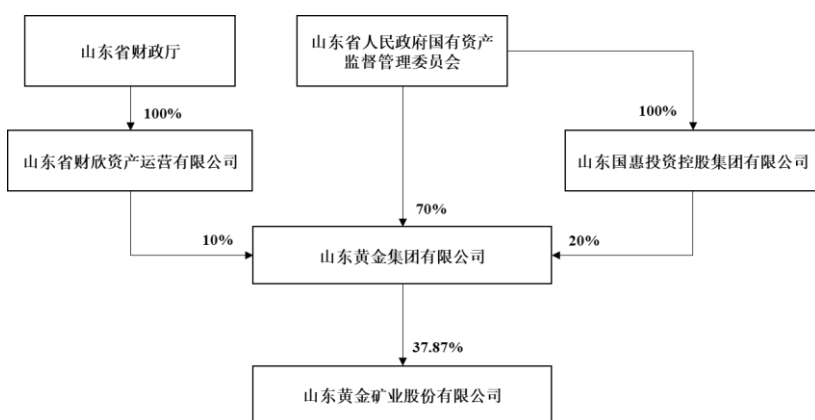
跟踪期内，上述跟踪债券均未进入续期选择期限，亦未进行票面利率调整，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

上述跟踪债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面仍保持行业领先地位，保持了较大的资源优势，产量仍有新增预期，且在目前黄金价格上行的背景下，利润和经营获现对债务的覆盖能力仍有望实现提升。考虑到公司流动性良好，再融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

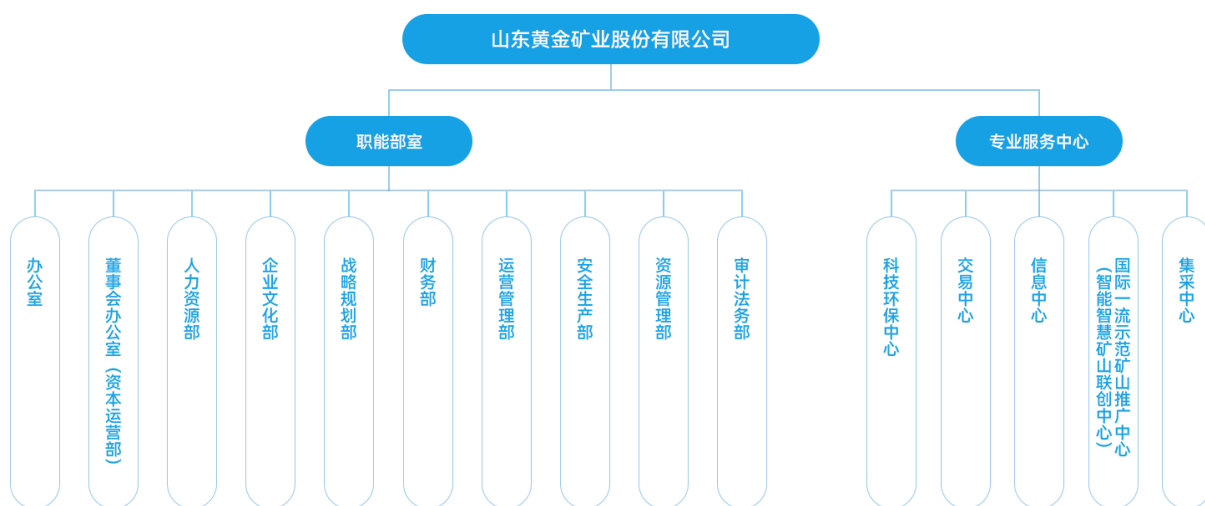
评级结论

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；维持“鲁金 KY01”、“鲁金 KY02”和“24 鲁金 K1”的信用等级为 **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 2024 年 3 月末）



子公司名称	行业	2023 年末持股比例	2023 年末总资产 (亿元)	2023 年净资产 (亿元)	2023 年净利润 (亿元)
山东黄金矿业（莱州）有限公司	采掘业	100%	271.64	30.60	18.48
银泰黄金股份有限公司	采掘业	28.89%	236.26	181.23	3.41
山东黄金矿业（香港）有限公司	矿业投资	100%	174.14	53.72	-3.67
山金金控资本管理有限公司	金融业	100%	146.37	22.27	-1.43
山东黄金矿业（玲珑）有限公司	采掘业	100%	56.00	22.66	-0.38
山东黄金冶炼有限公司	冶炼业	100%	41.81	8.24	0.10
山东黄金集团蓬莱矿业有限公司	采掘业	100%	30.75	6.40	0.29
山东黄金矿业（鑫汇）有限公司	采掘业	100%	30.36	18.09	1.03
山东地矿来金控股有限公司	投资与资产管理	100%	30.12	28.39	-0.17
恒兴黄金控股有限公司	采掘业	100%	26.74	23.38	2.79



注：银泰黄金 2023 年末资产规模系由公允价值进行评估。

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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	500,771.71	963,430.75	1,022,444.25	1,190,292.06
应收账款	11,823.84	14,118.06	51,996.53	67,107.09
其他应收款	256,066.34	269,883.19	315,768.03	376,413.12
存货	298,375.72	409,228.04	884,804.72	868,428.27
长期投资	761,484.46	715,687.53	738,052.77	730,480.30
固定资产	2,682,849.74	3,071,171.17	4,174,603.24	4,111,705.00
在建工程	463,854.01	612,127.44	841,984.32	1,102,697.53
无形资产	1,933,576.37	1,937,306.93	3,252,183.42	3,257,862.74
资产总计	7,830,758.57	9,072,164.08	13,459,926.20	14,290,931.14
其他应付款	959,874.83	492,652.92	820,993.10	876,066.86
短期债务	2,130,113.08	2,859,411.08	3,288,440.41	3,564,245.48
长期债务	1,168,041.73	1,961,197.47	3,325,806.89	3,636,795.85
总债务	3,298,154.81	4,820,608.55	6,614,247.29	7,201,041.33
净债务	2,845,618.35	4,045,260.35	5,778,956.96	6,010,749.27
负债合计	4,652,437.53	5,402,517.23	8,133,985.83	8,865,801.81
所有者权益合计	3,178,321.04	3,669,646.85	5,325,940.37	5,425,129.33
利息支出	94,074.61	142,281.66	206,696.44	--
营业总收入	3,393,496.05	5,030,575.43	5,927,527.45	1,895,727.01
经营性业务利润	-137,538.59	235,891.24	402,702.21	141,122.58
投资收益	72,832.20	7,821.16	-5,976.44	-2,213.13
净利润	-19,541.14	142,576.33	289,063.24	105,561.00
EBIT	65,836.74	315,183.25	518,958.91	--
EBITDA	316,821.37	640,299.38	920,677.69	--
经营活动产生的现金流量净额	182,224.27	297,177.54	684,876.17	173,440.45
投资活动产生的现金流量净额	-260,690.99	-525,068.00	-2,062,374.04	-489,513.97
筹资活动产生的现金流量净额	214,080.46	546,181.05	1,443,754.86	525,324.97
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率(%)	10.56	14.10	16.60	14.56
期间费用率(%)	12.81	7.83	7.94	5.63
EBIT 利润率(%)	1.94	6.27	8.76	9.43
总资产收益率(%)	0.84	3.73	4.61	5.15
流动比率(X)	0.41	0.62	0.58	0.61
速动比率(X)	0.32	0.50	0.40	0.44
存货周转率(X)	10.17	12.21	7.64	7.39*
应收账款周转率(X)	287.00	387.83	179.31	127.33*
资产负债率(%)	59.41	59.55	60.43	62.04
总资本化比率(%)	56.36	64.29	60.42	61.94
短期债务/总债务(%)	64.58	59.32	49.72	49.50
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.02	0.03	0.07	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.04	0.05	0.15	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	1.94	2.09	3.31	--
总债务/EBITDA(X)	10.41	7.53	7.18	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.22	0.28	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.37	4.50	4.45	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.70	2.22	2.51	--
FFO/总债务(X)	0.02	0.08	0.10	--

注：1、2024 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，将其他权益工具按行权时间调整至短期债务或长期债务；3、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	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
现金流	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
偿债能力	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 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。

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	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 信用风险极低。
AA	债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。
A	债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。
BBB	债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。
BB	债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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, 有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低, 违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注: 每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn