



信用等级通知书

信评委函字[2016]G354号

闽西兴杭国有资产投资经营有限公司：

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“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司2016年公司债券”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AA⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年六月十七日

闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2016 年公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司
申请规模	不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）
债券期限	5 年，附第 3 年末发行人赎回选择权、上调票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	通过簿记建档方式确定
付息方式	按年付息

概况数据

闽西兴杭	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	336.97	353.89	341.66	338.79
总资产（亿元）	737.65	846.41	955.87	1032.33
总债务（亿元）	290.03	378.60	444.48	492.35
营业总收入（亿元）	499.01	589.03	744.70	194.43
营业毛利率（%）	17.89	13.37	8.46	11.52
EBITDA（亿元）	70.27	70.10	68.67	-
所有者权益收益率（%）	7.82	5.83	2.32	0.29
资产负债率（%）	54.32	58.19	64.26	67.18
总债务/EBITDA（X）	4.13	5.40	6.47	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.85	5.88	4.38	-

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、2016.Q1 的所有者权益收益率指标经过年化处理。

分析师

张晨奕 cyzhang@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 17 日

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“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2016 年公司债券”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定闽西兴杭国有资产投资经营有限公司（以下简称“闽西兴杭”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映了闽西兴杭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。中诚信证评肯定了公司资产质量较好、上杭县不断增长的区域经济和财政实力，以及上杭县政府有力的支持等有利因素对公司未来业务发展及信用水平的支撑作用。同时，中诚信证评也关注到黄金价格的波动及紫金矿业经营情况对公司业绩影响重大等因素可能对公司经营及整体信用状况产生的影响。

正面

- 资产质量较好。截至 2015 年 12 月 31 日，公司对紫金矿业的持股数为 56.71 亿股，占总流通股股本的比例为 26.33%。紫金矿业是目前国内规模最大的以黄金矿产资源勘查开发为主的矿业集团之一，综合实力较为雄厚，业务规模大，盈利能力较强，为公司债务偿还提供有力保障。
- 持续增长的区域经济和财政实力。近年上杭县经济和财政实力不断增强，2013~2015 年实现地区生产总值 202.30 亿元、226.80 亿元和 268.01 亿元，年复合增长率为 15.10%；2015 年上杭县地方公共财政收入为 20.79 亿元，同比增长 8.6%，持续增长的区域经济和财政收入为公司业务发展奠定坚实基础。
- 政府有力的支持。上杭县国有资产监督管理委员会授权公司统一经营上杭县直属国有资产和分散在有关系统的国有资产，能够得到政府的业务支持。

- 收入规模持续快速增长。受益于紫金矿业冶炼金业务量的大幅上升，公司整体业务规模保持快速增长，2013~2015 年分别实现营业总收入 499.01 亿元、589.03 亿元和 744.70 亿元，年复合增长率为 22.16%。

关 注

- 面临一定的黄金价格波动风险。近年受国际金价总体维持震荡下行态势影响，2015 年公司黄金产品价格降幅明显，当年营业毛利率较上年下降 4.91 个百分点，目前金价波动仍显频繁，公司可能面临金价波动引起的资产减值及盈利下滑风险。
- 紫金矿业经营情况对公司业绩影响重大。公司核心资产即对紫金矿业拥有的股权，2015 年超过 99% 的收入来源于此，经营业绩受紫金矿业经营情况和盈利能力的影响重大。

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对象构成委托关系外，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评级对象提供，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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

闽西兴杭国有资产投资经营有限公司（以下简称“闽西兴杭”或“公司”）成立于 2000 年 6 月 29 日，前身为闽西兴杭实业有限公司，系经福建省龙岩市人民政府批准（龙政[2000]综 180 号文件），由上杭县财政局出资组建的国有独资公司，注册资本 1.38 亿元。2001 年 11 月 16 日，经龙岩市人民政府批准（龙政[2001]综 371 号文件），公司名称变更为现名。2011 年 3 月 28 日，经上杭县国有资产监督管理委员会（以下简称“上杭县国资委”）批准（上杭国资委[2011]7 号文件），公司以资本公积转增注册资本 2.29 亿元，增资后公司注册资本变更为 3.68 亿元。截至 2015 年末，公司实收资本为 3.68 亿元，实际控制人为上杭县国资委。

公司作为龙岩市上杭县政府下属的国有资产和公用事业运营管理的主体企业，目前主要负责国有资产经营、保值和增值的工作，业务主要涵盖了矿产冶金、电力、高速公路等。目前，公司为上市公司紫金矿业集团股份有限公司（证券代码：601899）的第一大股东，2015 年末对紫金矿业的持股总数为 56.71 亿股，占总流通股本持股比例为 26.33%。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 955.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 341.66 亿元，资产负债率为 64.26%；2015 年，公司实现营业总收入 744.70 亿元，净利润 7.94 亿元，经营活动净现金流 98.10 亿元。

截至 2016 年 3 月 31 日，公司总资产 1,032.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 338.79 亿元，资产负债率为 67.18%；2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 194.43 亿元，净利润 0.24 亿元，经营活动净现金流 3.72 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2016 年公司债券
申请规模	不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）
债券期限	5 年，附第 3 年末发行人赎回选择权、上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
票面金额和发行价格	面值 100 元，按面值平价发行。
债券利率	通过簿记建档方式确定
付息方式	按年付息
募集资金用途	本期发行公司债券拟用于偿还银行贷款，剩余部分拟用于补充公司营运资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

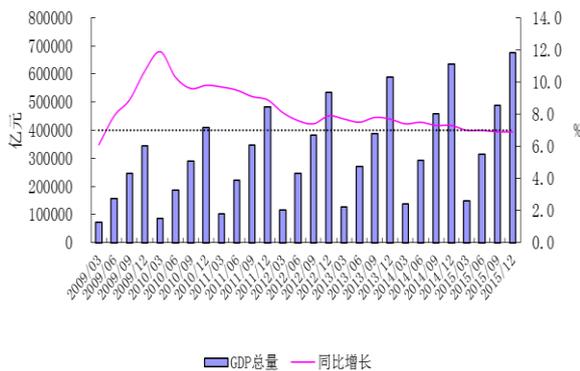
行业分析

宏观经济环境

2009 年我国政府实施经济刺激计划后，投资取代出口成为拉动中国经济增长的主要方式，进一步加剧了产能过剩和经济结构失衡。我国宏观经济增速自 2011 年起连续七个季度回落，至 2012 年四季度我国经济增速企稳回升，2012 年全年国内生产总值实现 519,322 亿元，同比增长 7.8%。2013 年，我国经济深化改革转型升级不断深入，受地方基础设施建设、城镇化推进和房地产回暖等因素的推动，我国全年国内生产总值实现 568,845 亿元，同比增长 7.7%，增速基本保持平稳。2014 年，我国国内生产总值实现 636,463 亿元，同比增长 7.4%，增速较上年回落 0.3 个百分点。

2015 年，受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、房地产市场降温、产能过剩依然严重、金融市场波动加剧等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势，全年 GDP 增长 6.9%，增速较上年降低 0.4 个百分点，是 25 年以来的最低水平。2016 年，经济下行压力依然较大，但随着“一带一路”战略、京津冀区域协调发展等持续推进，“十三五”规划逐步落实、供给侧改革实质性推动，一系列稳增长、促改革措施持续发力，2016 年中国经济有望低位企稳。

图 1: 中国 GDP 及其增长



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

需求方面，受房地产调整、制造业需求疲弱等影响，房地产投资、制造业投资增速下降带动整体投资增速递减至 10%；基础设施投资虽然小幅下降，但增速依然保持 17.2% 的高位；与汽车相关的消费增长有所放缓；与住房相关的消费、网络购物以及电子商务等新兴消费业态共同带动消费平稳增长。从产业来看，受需求放缓、价格下跌、产能过剩等因素的影响，工业生产总体呈回落态势。从先行指标来看，PMI 指数虽有所回升，但仍处于景气线之下，说明制造业总体仍将保持低迷态势。服务业持续保持高于第二产业的速度发展，新兴业态生产势头良好，产业结构持续优化；物价水平持续走低，通缩压力依然存在；消费者价格指数涨幅稳中趋升，生产领域价格持续低迷。

货币政策方面，央行实施稳健偏松的货币政策，创新调控思路和方式，注重松紧适度，适时适度预调微调，从量价两个方面为经济结构调整与转型升级营造中性适度宽松的货币金融环境。2015 年末社会融资规模存量为 138.14 万亿元，同比增长 12.4%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 92.75 万亿元，同比增长 13.9%。受近期债券市场景气（企业债发行创记录）、发行门槛降低以及发行利率下移等带动，企业债增长较快，企业债券余额和非金融企业净余额同比均保持 20% 以上的增速。综合考虑汇率波动、资本外流压力、通胀水平以及经济增长情况，预计 2016 年面临的宏观形势更为复杂。

财政政策方面，受经济增长趋缓、结构性减税、房地产调整等因素综合影响，我国财政收入增长不断放缓。2015 年，全国一般公共预算财政收入增长 8.4%，

增速比上年同期下降 0.2 个百分点。与此同时，财政支出力度有所加强，全国一般公共预算支出增长 15.8%，比上年同期加快 7.6 百分点，并且增长幅度持续高于财政收入增幅，财政收支压力进一步凸显。随着经济下行压力不减，2016 年，预计财政政策将更加积极，但支出结构将进一步优化。

上杭县区域经济环境

上杭县位于福建省西南部，地处汀江中游，建于宋淳化五年（公元 994 年），是客家文化的重要发源地之一。全县总面积 2,860 平方公里，现辖 9 镇 13 乡、342 个村（居）委会，总人口 50.3 万人。上杭县拥有丰富的矿产资源、水资源和林业资源，是著名的中央苏区、黄金宝地、建筑之乡、客家祖地和旅游胜地。

近年来，上杭县的 GDP 增速一直保持在 13~14% 左右，2013~2015 年上杭县 GDP 分别为 202.28 亿元、226.80 亿元和 268.01 亿元，年均复合增长率为 15.11%。

上杭县固定资产投资自 2008 年以来一直保持较快增长势头，2013 年全社会固定资产投资 134.63 亿元，同比增长 14.80%；2014 年全社会固定资产投资 174.21 亿元，同比增长 24.2%；2015 年全社会固定资产投资 215.96 亿元，同比增长 28.6%。

产业结构方面，有色金属业是上杭县最重要的支柱性产业，目前上杭县境内已探明的矿产有金、铜、银、铀、大理石、石灰石、稀土、瓷土等 30 多种，查明矿点 100 多处。

随着经济的快速发展，近年来上杭县综合财政实力提升，财政收入稳步增加。2013~2015 年上杭县地方公共财政收入分别为 15.78 亿元、19.14 亿元和 20.79 亿元，年均复合增长率为 14.78%。较强的财政实力为上杭县打造高水平的市政环境以及建设完善的基础设施提供了有效的资金保障。

综上，近年上杭县总体经济实力和财政实力不断增强，为公司提供了良好的发展环境。但中诚信证评也注意到，上杭县的区域经济主要依赖于黄金、铜、铅锌等有色金属产业，这些产业容易受宏观经济和外部环境波动冲击从而对地区财政收入和经济发展产生影响。

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。

需求

全球黄金需求主要来自五个方面:金饰制造、工业需求、金条金币需求、ETF需求及官方部门购买。

根据世界黄金协会(WGC)公布的数据,2013年黄金价格出现大跌,全球金饰需求总量恢复到金融危机前的水平,对小金条和金币的投资也创历史新高。2014年世界黄金实物需求为3,924吨,同比下降4.09%。其中,珠宝首饰行业、工业用金、金条金币投资、黄金ETF投资等黄金需求全面下降,而世界众多国家央行纷纷购买黄金,成为2014年黄金需求市场唯一的利好。世界黄金协会2016年2月11日发布2015年全年《黄金需求趋势报告》(以下简称“《报告》”)。《报告》数据显示,2015年全年黄金总需求为4,212吨。尽管开年面临诸多挑战,各国央行持续购金及中国和印度下半年强劲的市场需求,促使全球黄金需求在下半年回暖。

金饰制造需求方面,2013年黄金价格大幅下滑推动黄金首饰需求上涨,全球金饰总需求达2,209吨。2015年全球金饰需求为2,415吨,同比2014年的2,481吨小幅下调3%。继年初缓慢增势后,第三季度与第四季度将2015年下半年的金饰需求推至11年以来的新高。2015年第四季度金饰需求稳定在671吨,同比2014年的677吨略微下降,但在印度节假日期间,零售销量有所上涨。

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%。经济发达国家工业用金比重较高,而中国目前每年工业用金很少,但随着中国工业化进程的不断推进,预计未来工业对黄金的需求将逐步提升。

投资需求方面,2013年黄金价格大幅波动,投资者持续调整投资组合以应对市场变化,全年投资者从ETF中赎回黄金共计880吨,相当于全球最大的黄金生产企业巴里克黄金产量的4倍,尽管金条与金币购买量剧增,但2013年全年黄金投资需求仍然下降。2015年全球黄金投资需求为878吨,同比增长8%。黄金交易所投资基金(ETF)减持放缓,全年减持规模从2014年的185吨缩减到2015年的133吨。

央行购金方面,2015年全球央行需求为588吨,同比2014年的584吨略微上扬,原油价格的下跌和对全球经济信心减弱坚定了央行进一步多元化其储备的决心。央行需求在第四季度保持强劲,同比2014年的134吨上涨25%至167吨,使得各国央行连续第20个季度成为黄金净买家。

供给

黄金的供给主要来自于矿产金、各国央行抛售储备金及再生金,其中矿产金是比较稳定的市场供给来源。2010年以来新兴市场国家大量购入黄金,以实现外部储备多元化,同时,欧洲各国中央银行在金融危机和欧洲主权债务危机出现后,基本上已停止出售黄金。2010年各国中央银行黄金政策发生结构性转变,各国中央银行2010~2013年连续四年为黄金净买入状态,从而使市场失去了一个重要的供应来源。

2013年,全球黄金总供应量有所回落,为4,313吨,其中矿产金2,968吨,同比增长3.6%;再生金产量1,392吨,同比下降12.5%。2015年全年黄金总供应量同比2014年的4,414吨下降4%至4,258吨。这主要表现在再生金产量屡创多年新低,金矿产量增长幅度跌落至2008年以来的新低。2015年第四季度金矿产量出现自2008年以来的第一次下降,原因是成本缩减。受全球金价疲软、矿山关闭及项目延期等影响,黄金初级生产放缓,第四季度金矿产量为1,037吨,同比2014年的1,152吨大幅下降10%。

随着黄金勘探、开采技术的提高,近年来中国的黄金产量不断增加。2013年,我国黄金产量达到428.16吨。2014年,中国黄金产量为451.80吨,同比增长5.52%。2015年,我国黄金行业生产和消费

均保持了平稳发展态势。全国累计生产黄金450吨，同比小幅下降0.4%，其中，矿产金完成379.4吨，副产金完成70.6吨。黄金消费量986吨，同比增长3.7%。

整体来看，在投资避险因素的主导下，新兴市场经济国家将会继续维持对黄金储备的需求，发达国家也将维持惜售状态，预计未来一段时期，矿产金仍是黄金供应的主要来源。

价格

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。

2013年以来，随着全球经济温和复苏以及美国释放量化宽松政策提前退出的信号，黄金避险需求下降导致其价格不断下行。受塞浦路斯危机影响，3月国际金价一度重回1,600美元/盎司，但在国际投行集体唱空、塞浦路斯央行可能抛售黄金储备等因素影响下，4月12日和4月15日国际金价经历了悬崖式跳水，两个交易日跌幅超过13%，其中4月15日黄金遭遇恐慌性抛售，其9.07%的跌幅创30年来最大跌幅纪录，COMEX黄金期货价格最低下探至1,321.50美元/盎司。2013年6月美联储宣布退出QE时间表和路线图，黄金价格出现两次暴跌，一度跌破1,200美元/盎司大关。截至2013年末，COMEX黄金期货价格为1,216.10美元/盎司。2014年以来，全球宏观经济形势进一步分化，随着美国推出QE、经济复苏、美元走强以及中国黄金需求下降，黄金市场不断承压，虽然来自乌克兰和中东局势的动荡对金价形成短期支撑，但2014年黄金价格仍旧延续低迷态势，震荡下行。截至2014年末，COMEX黄金期货价格跌至1,183.2美元/盎司。2015年，受市场避险情绪的提振，国际金价呈现一度攀升的态势，第一季度地缘政治因素、美国经济因素等因素的影响均左右着国际黄金价格。美联储加息预期和以非农为代表的重要数据的表现直接刺激着金价的涨跌，此种形势在随后的三个季度皆有体现。截至2015年末，COMEX黄金期货价格跌至1,061.85美元/盎司。2015年，上海黄金交易所99.99%黄金均价235.6元/克，同比下降6.4%。黄金采选冶主营业务收入4,780

亿元，同比增长3%，利润289亿元，同比下降13.3%。受黄金低价格影响，全国黄金行业投资速度放缓，金矿采选完成固定资产投资406亿元，同比下降9.6%。

中诚信证评认为，随着美国经济进一步复苏，美元强劲走强，黄金的投资避险需求明显回落，未来黄金价格或将维持中低位区间宽幅震荡向下格局。不过，世界多数大型黄金矿业公司黄金价格成本线在1,000~1,200美元/盎司左右，黄金生产成本将对其市场价格形成一定支撑。

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 2：2012 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
2012/11/19	工业和信息化部《关于促进黄金行业持续健康发展的指导意见》	“十二五”期间，黄金工业结构调整和产业转型升级取得明显进展，工业增加值年均增长 12% 以上，产业发展规模和质量进一步提高；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；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
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》	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

资料来源：中诚信证评整理

根据中国黄金协会统计，目前中国黄金探明保有储量约 6,328 吨，排名世界第三位。黄金资源储量对矿业公司的运营尤其重要，在全球黄金需求增加和黄金价格高企的背景下，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。

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。

此外，经过三十多年的开采，现有黄金矿山的浅表层资源日益枯竭，矿山开采的难度普遍加大，企业的开采成本将会进一步提高。目前，我国已启动《黄金行业“十三五”发展规划》前期研究，为制定相关政策和改善行业管理提供依据。

另外，作为我国黄金和基金市场的一项重要创新，酝酿已久的黄金ETF有望近期推出，有助于进一步提升我国在世界黄金定价中的影响力。我国目前虽然是世界上第一大产金国，也是世界上最大的黄金消费国之一，却没有对黄金的定价权。我国黄金ETF的创新发展，将加快推动国内现货黄金市场和期货黄金市场的共同发展，提升我国在世界黄金定价中的影响力。2012年12月末，4只黄金ETF创新产品上报证监会募集申请。2013年1月25日，证监会发布《黄金交易型开放式证券投资基金暂行规定》为黄金ETF的推出奠定了基础。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。

竞争优势

资产质量较好

公司目前为上市公司紫金矿业的第一大股东，截至 2015 年 12 月 31 日，公司对紫金矿业的持股数为 56.71 亿股，占总流通股本的比例为 26.33%。紫金矿业是目前国内规模最大的以黄金矿产资源勘查开发为主的矿业集团之一，综合实力较为雄厚，截至 2015 年 12 月 31 日，紫金矿业的总资产为 839.14 亿元，所有者权益 319.28 亿元，2015 年实现营业总收入 743.04 亿元，取得净利润 13.43 亿元，同期经营活动净现金流为 102.69 亿元。紫金矿业的业务规模大，盈利能力较强，为公司债务偿还

提供有力保障。

有力的政府支持

公司为上杭县财政局出资设立的国有独资公司，主要从事授权范围内国有资产的经营管理和资本运作，代表政府对所投资和授权监管企业行使出资人权利，履行股东义务。公司履行出资人职责的参、控股企业有 18 家，占全县国有资产总量的 90% 以上。

上杭县国资委授权公司统一经营上杭县直属国有资产和分散在有关系统的国有资产。公司作为上杭县主要的国有资产和公用事业运营管理主体，得到了上杭县人民政府在资产注入、项目对接、财税金融政策优惠等多方面的全力支持，2013~2015 年公司获得政府补助分别为 1.61 亿元、1.63 亿元和 1.91 亿元。

近年来，作为上杭县重要的招商引资平台，公司负责提供合作项目的前期资金配套支持，待项目运作成熟后公司通过股权转让等方式退出合作项目。目前，公司参股的上杭赣闽有色金属实业发展有限公司等均依照该模式与第三方共同出资设立。

总体来看，公司作为国有投资控股型企业，未来在资本运作方面将不断进行开拓，为国有资产的保值增值寻求合理方案。

业务运营

公司作为上杭县政府下属的国有资产和公用事业运营管理的主体企业，业务主要涵盖了矿产资源开发、电力、高速公路等，其中矿产资源开发业务是公司收入的最主要的来源，2015 年该业务收入为 743.04 亿元，占营业总收入的比重达 99.78%；电力、高速公路及其他业务收入分别为 4,529.79 万元、6,117.58 万元和 6,045.08 万元，其中其他业务主要包括自来水、担保和实物资产管理等业务。

矿产资源开发业务

公司矿产资源开发业务主要通过紫金矿业进行持股来运营。紫金矿业系由闽西兴杭作为主发起人，于 2000 年 8 月 17 日对原福建省闽西紫金矿业集团有限公司整体改制而设立的股份有限公司。紫金矿业主要从事金、铜等矿产资源的开采、矿选、

冶炼、销售等业务。2003年12月23日，紫金矿业公开发行境外上市外资股，募集资金净额11.4亿港元。2008年4月25日，经管理部门批准，紫金矿业正式在上海证券交易所挂牌上市，共发行14亿股面值人民币0.1元的普通股，募集资金净额9.81亿元人民币，注册资本增至人民币14.54亿元。

闽西兴杭为紫金矿业第一大股东，截至2015年末，公司持有的紫金矿业无限售流通股份总数为56.71亿股，占其总股本的26.33%。截至2015年12月31日，公司将所持紫金矿业股票中的18.02亿股进行了质押，占公司持有紫金矿业股权的31.78%。

紫金矿业是以黄金及铜、锌、铁等基础金属矿产资源勘探和开发为主的矿业集团，其所拥有的紫金山金铜矿属国家级特大金铜矿床。截至2015年末紫金矿业主要矿山保有资源储量包括：金1,261.28吨（其中伴生金91.28吨），同比增长21.27%；铜2,346.40万吨，同比增长89.06%；银1,110.42吨，同比下降3.76%；钼57.46万吨、锌839.68万吨、铅154.15万吨、钨8.03万吨、锡13.97万吨、铁矿石2.12亿吨、煤4.89亿吨；共有采矿权237个，面积820.56平方公里；探矿权267个，面积2,949.82平方公里。

表 3: 2013~2015 年紫金矿业主要产品产量

产品	2013	2014	2015
矿产金（吨）	31.69	33.73	37.16
冶炼、加工及贸易金（吨）	76.85	125.20	210.20
矿产铜（万吨）	12.51	13.85	15.03
冶炼铜（万吨）	20.77	23.52	26.41
矿产锌（万吨）	7.21	9.63	19.82
冶炼锌（万吨）	18.13	20.42	21.88

数据来源：紫金矿业定期报告，中诚信证评整理

黄金产品方面，由于近年来紫金山金矿的产量下降，紫金矿业通过收购澳洲诺顿金田等措施基本保持了矿产金产量的稳定，2013~2015年矿产金产量分别为31.69吨、33.73吨和37.16吨。从2015年矿产金分布情况来看，紫金山金铜矿生产9.15吨、澳洲诺顿金田生产5.89吨、陇南紫金生产3.26吨、崇礼紫金生产1.69吨、塔中泽拉夫尚生产3.11吨、珙春紫金生产2.58吨、贵州水银洞金矿生产1.96吨、其他黄金企业合计生产6.84吨。其中，紫

金山金矿作为紫金矿业本部黄金产品原料主要来源地，鉴于其剩余服务年限较短（仅为3~4年），加之矿石品位逐年下降，未来紫金山金铜矿生产的矿产金产量将呈下降趋势。但是，紫金矿业国内外黄金资源并购增储成效显著，随着其他矿山在建项目的逐步达产及产能的释放，未来矿产金产量仍较有保障。近年紫金矿业加大黄金冶炼规模，冶炼金产量大幅上升，2013~2015年紫金矿业冶炼金产量分别为76.85吨、125.20吨和210.20吨，年均复合增长率达65.38%。

销售方面，2015年紫金矿业完成矿产金销售35.63吨，完成冶炼加工金销售210.16吨，黄金业务实现销售收入569.66亿元，同比增长46.20%，占营业总收入的比重为76.67%。

铜业务方面，近年随着多个国内外铜矿的成功收购以及铜冶炼项目的投产，紫金矿业铜业务板块已显现重要的战略地位。2013-2015年紫金矿业分别产铜33.28万吨、37.36万吨和41.44万吨，其中矿产铜产量为15.03万吨，同比增长8.52%；冶炼铜产量为26.41万吨，同比增长12.34%。销售方面，2015年紫金矿业销售矿产铜15.12万吨，冶炼铜25.86万吨，铜业务实现销售收入134.09亿元，占全年营业总收入的18.05%。铜业务的开展丰富了紫金矿业的收入和利润来源。

其他金属方面，随着新疆紫金锌业铅锌矿投产，紫金矿业矿产锌产量大幅增长，2015年矿产锌产量为19.82万吨，同比增长105.82%；冶炼生产锌锭21.88万吨，同比增长7.13%；产银211.05吨，同比增长23.36%。

表 4: 2013~2015 年紫金矿业收入构成

产品	2013	2014	2015
矿产金	85.28	78.36	76.59
冶炼金	211.90	311.28	493.07
矿产铜	49.50	48.99	43.91
冶炼铜	94.40	98.37	90.18
矿产锌	5.70	7.85	12.74
冶炼锌	23.34	28.22	28.28
其他	99.39	90.59	63.24

注：分部收入为未抵消数据。

数据来源：紫金矿业定期报告，中诚信证评整理

资源并购方面，2015年紫金矿业通过诺顿金田

全面要约收购 Bullabulling Gold Limited（以下简称“Bullabulling”）全部已发行股份，该收购增加黄金资源量约 117 吨。2015 年 1 月紫金矿业对诺顿金田发出全面要约收购，2015 年 7 月诺顿金田已从澳大利亚证券交易所退市，并成为紫金矿业全资子公司，黄金资源量进一步增大。2015 年紫金矿业完成对全球矿业界有重要影响的巴新波格拉金矿和刚果（金）卡莫阿铜矿的收购，按权益分别获得黄金资源量 157 吨、铜资源量 1,057 万吨，大幅提升了紫金矿业金铜资源储量和黄金产能（其中黄金资源储量增加 11.7%；铜资源储量增加 68.5%）。

探矿方面，2015 年紫金矿业累计投入地质勘查资金 2.52 亿元，并取得较大进展，新增资源量（部分未经评审）金 73.64 吨、铜 12.86 万吨、银 655.45 吨、铅锌 8.29 万吨、铁 290 万吨、钼 0.07 万吨、钨 0.34 万吨。其中，甘肃李坝金矿、诺顿金田帕丁顿金矿、洛阳坤宇金矿整装勘查、武平悦洋银矿边深部探矿等勘探项目找矿成果显著。

开发建设方面，截至 2015 年末，紫金矿业基本建成投产的项目包括俄罗斯图瓦克孜尔-塔什特克多金属矿、吉尔吉斯左岸金矿 2,500 吨/日采选冶工程项目和塔吉克吉劳金矿 1 万吨/日采选项目等一批国内外重点建设项目。另外，紫金矿业目前在建项目包括甘肃亚特礼县金矿项目、刚果（金）科卢韦齐铜矿项目及紫金山金铜矿 4 万吨选厂项目等。

总体上，近年来依托紫金矿业丰富的黄金资源、冶炼金业务量的大幅上升以及铜锌业务良好的发展，公司矿产资源开发业务经营情况良好。未来，随着紫金矿业资源并购事宜的推进以及主要矿山开发建设项目的逐步达产，公司矿产资源开发业务的整体竞争实力及抗风险能力或将进一步增强。

电力业务

公司电力业务主要由福建省上杭县汀江水电有限公司（以下简称“汀江水电”）负责运营，汀江水电现拥有全资控股电站 3 座、参（控）股电站 7 座，合计装机容量 5.7640 万千瓦，权益装机容量 3.7112 万千瓦，年设计发电量合计 1.8285 亿千瓦时。其中，汀江水电直接管理的电站有回龙水电站、石

圳水电站、东留水电站、涧头水电站、濯溪口水电站和细寨下水电站 6 座电站，对梅花山一级水电站、双溪水电站、溪口新塘水电站和石铭水电站 4 座电站实行承包经营的方式进行管理。此外，汀江水电还受托管理了紫金矿业下属的金山和坝上两座水电站。2015 年，汀江水电实现电力收入 4,529.79 万元，净利润 700.92 万元。

表 5：汀江水电下属电站基本情况

名称	装机容量 (KW/台)	年设计发电量 (万千瓦时)	持股比例 (%)
回龙水电站	12,000/3	3,830	100
石圳水电站	2,800/4	1,160	100
涧头水电站	9,800/2	2,910	49
东留水电站	25,000/2	7,000	52
濯溪口水电站	400/2	13	74
细寨下水电站	1,260/2	500	45
双溪水电站	400/2	150	100
溪口新塘水电站	1,500/3	650	33
溪口石铭水电站	1,280/4	655	40
梅花山一级电站	3,200/2	1,300	70
合计	57,640	18,285	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

高速公路建设业务

公司另承担了部分上杭县高速公路业务，由子公司上杭蛟城高速公路有限公司（以下简称“蛟城高速”）负责运营。蛟城高速主要负责上杭蛟洋至城关高速公路工程项目（以下简称“蛟洋-城关高速项目”）的投资建设及运营，公司拥有蛟城高速 83.18% 股权。蛟洋-城关高速项目为上杭县“十二五”规划期间的重点工程项目，全长 36.13 公里，是国家高速公路网中厦成线龙长高速公路与长深线永武高速公路之间的便捷联络线，是广东省北部地区、武平、上杭等地通往龙岩、厦门最便捷的快速通道，通车后使上杭至龙岩的往返距离较永武高速公路缩短 26.9 公里。该项目的完工通车使得海峡西岸的高速公路网得到了进一步的完善。

蛟洋-城关高速项目总投资金额为 24.46 亿元，其中，上杭县承诺从县交通投入预算中列支该项目资本金 10.60 亿元，占总投资的 43.34%，“13 闽西兴杭债”募集资金 12 亿元，占项目总投资比例的 49.06%。此外，公司对蛟城高速累计提供银行贷款担保 9.38 亿元，以上银行贷款除 0.4 亿元已于 2009

年到期外,其余 8.98 亿元贷款将于 2022~2027 年期间陆续到期。蛟洋-城关高速公路已于 2013 年正式投入运营,2013~2015 年全年通行费收入为 6,048.37 万元、6,296.81 万元和 6,117.58 万元。

其他业务

公司其他业务主要包括自来水、担保和实物资产管理等业务,分别由子公司上杭县鑫源自来水有限公司(以下简称“鑫源自来水”)、福建省上杭县兴诚担保有限公司(以下简称“兴诚担保”)和上杭县兴诚实业有限公司(以下简称“兴诚实业”)负责运营。

自来水业务方面,鑫源自来水注册资本为 3 亿元,其中闽西兴杭占注册资本的 62%,紫金矿业下属子公司福建紫金投资有限公司占注册资本的 38%。鑫源自来水主要负责上杭县城 62 平方公里内 10 万户居民的生活饮用水和城区范围内的生产建设用水的供应,其投资 2.5 亿元建设的兰地水厂于 2011 年 1 月正式向城区供水,该水厂一期工程的日供水能力为 6 万吨。2013~2015 年,鑫源自来水总供水量分别为 1,236 万吨、1,276 万吨和 1,243 万吨,分别实现业务收入 875 万元、925 万元和 927 万元,净利润分别为 2.74 万元、3.00 万元和 1.6 万元。

担保业务方面,兴诚担保成立于 2004 年 3 月,注册资本 1 亿元,主要面向上杭县内的中小企业提供融资担保业务。截至 2015 年 12 月 31 日,公司对兴诚担保持股 79.70%,投资额为 17,970 万元。业务运营方面,2013~2015 年末,兴诚担保的担保余额分别为 1.33 亿元、2.74 亿元和 1.6 亿元,近三年代偿发生额分别为 1,100 万元、2,310 万元和 4,212 万元,年复合增长率为 95.68%,2015 年末尚未追偿的代偿款共计 7,380 万元。当前国内经济环境持续低迷,中小企业经营风险和资金压力大幅上升,导致公司近年代偿规模呈快速增长的态势,后续业务及追偿情况需予以关注。

兴诚实业主要负责上杭县行政事业单位“非转经”资产和改制企业剥离资产的资产运营业务。截至 2015 年 12 月 31 日,兴诚实业总资产 7.5 亿元,所有者权益 6.4 亿元,共管理店面 450 间。其中,接管运营 42 家行政事业单位“非转经”资产,店面

共计 276 间;11 家改制企业剥离资产,店面共计 93 间;购入 4 处固定资产,店面共 9 间。2015 年兴诚实业全年实现营业收入 1,500 万元。

总体来看,主要受益于紫金矿业冶炼金业务量增幅较大的推动,近年公司矿产资源开发业务实现增长,主业发展情况良好。此外,公司另涉及电力、高速公路运营业务以及自来水供应、融资担保等其他业务,对自身经营收入形成了一定补充,业务抗风险能力有所提升。但同时,公司从事的自来水供应等公用事业业务较易受宏观经济调控的影响,业务自主性不强,中诚信证评将对公司各业务板块后续的经营情况保持关注。

发展规划

公司为上杭县政府直属国有独资公司,以紫金矿业等公司股权为依托,通过有效的投资、融资、经营和规范运作,不断强化和完善公司的专业化资本运作功能,切实提高公司投资收益率和可持续发展能力,使公司真正成为县国有资本保值增值的主体。

一方面,公司计划以现有的涉水国有企业资源、资产、资本为依托,通过整合重组、并购,组建水务集团,不断拓宽投融资渠道,实现全县国有企业发电一体化、城乡供排水、污水处理一体化的专业经营管理,计划用 5 年时间将水务集团发展成为集投资发展、环境保护和服务社会于一体,在龙岩市乃至福建省省水务行业中具有行业竞争力的综合水务企业联合体。

另一方面,公司计划以现有国有工业企业、商贸物流与交通、稀土矿产资源、工业园区配套项目以及尚未公司化改制的林业、粮食、经贸、供销、交通、农口、二轻联社、市场服务中心等部门下属企业资产为依托,通过有效整合盘活,组建工贸公司,逐步构建适应市场化运作的投融资体制,使其成为县级国有产业发展的投融资主体和国有资产经营实体。

公司未来的战略目标是力争至 2016 年末,公司所投资及授权管理企业国有资产总额达 650 亿元;实现重点项目融资 100 亿元以上,通过财政性资金的引导和撬动作用,实现 5~10 倍的投资乘数

效应；将公司打造成合格的机构投资者，实现资本证券化；力争在 2017 年至 2020 年末公司所投资及授权管理企业国有资产总额达 1000 亿元。

总体来看，公司根据自身经营环境和实际情况制定的战略规划较稳健，发展战略有望稳步实现。

公司治理

公司治理方面，根据《公司法》及其他有关法律、行政法规、规范性文件及公司章程的要求，公司已建立了较为规范及健全的内部治理结构，设立了股东会、董事会、监事会和经营管理机构，并明确规定了股东会、董事会、监事会成员的权利、义务和职责权限。目前公司实现董事会领导下的总经理负责制，设有总经理 1 名，副总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，总经理可列席董事会会议。

组织架构方面，公司根据业务特点及需要设置综合办公室、产权管理部、计划财务部、证券投资部等 4 个职能部门，各职能部门之间在业务开展中既保持相互的独立性又保持协作的顺畅性。

制度建设方面，公司建立了严格的财务管理制度和内部会计管理制度，范围涉及货币资金管理、采购与付款管理、工程项目管理、对外投资管理、担保管理、内部报告管理和预算管理等方面，将公司管理层的风险控制理念和公司运作流程通过制度化的方式传达给公司员工。

对外投资管理方面，按照规定，投资额在 300 万元以内（不含 300 万元）的对外投资项目由公司董事会批准，超过 300 万元（含 300 万元）的对外投资项目应由董事会提出意见报县国资委审批，并经董事长签发后方能支付投资款项。

总体看，公司的治理结构较为完善，董事会、监事会和高级管理层日常运作规范，内部组织架构体系较为完备，管理制度较为健全，能够保障业务的顺利开展。

财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年度财务报告以及公司提供的未经审计的 2016 年一季度财务报表。

资本结构

近年紫金矿业资源扩张速度加快、固定资产投资和投资并购力度加大，带动公司长期股权投资和固定资产规模等持续增长。2013~2015 年，公司资产规模稳步增长，总资产分别为 737.65 亿元、846.41 亿元和 955.87 亿元，年均复合增长率为 13.83%。截至 2016 年 3 月末，公司总资产进一步增至 1,032.33 亿元，较 2015 年末增长 8.00%。

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，2013~2015 年及 2016 年 3 月末非流动资产分别为 529.17 亿元、618.22 亿元、682.22 亿元和 698.09 亿元，占同期末总资产的比重分别为 71.74%、73.04%、71.37% 和 67.62%。从非流动资产结构来看，2015 年末公司非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产，占非流动资产的比重分别为 10.01%、47.67%、9.06%、15.15% 和 12.11%。随着对外投资规模的扩大，公司长期股权投资余额增加，2015 年末余额同比增长 29.55%；固定资产主要为矿山构筑物及建筑物、机器设备、发电设备及输电系统和蛟城高速公路，由于紫金矿业矿山产能扩张，当年末公司固定资产余额同比增长 14.97%；在建工程主要为紫金矿业在建项目，当年末在建工程受转入固定资产影响，同比下降 22.72%；无形资产主要为探矿及采矿权和土地使用权；其他非流动资产系勘探开发成本、预付投资、权证款及其他。

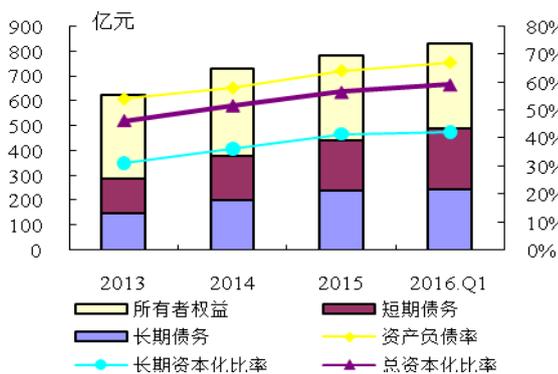
2013~2015 年及 2016 年 3 月末公司流动资产分别为 208.47 亿元、228.19 亿元、273.65 亿元和 334.24 亿元，占同期末总资产的比重分别为 28.26%、26.96%、28.63% 和 32.38%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，上述三项资产占年末流动资产比重分别为 32.40%、11.56% 和 40.02%，其中货币资金主要为库存现金和银行存款，流动性较好；其他应收款主要为应收政府机构款、代垫材料款及外部单位借款，应收对象包括上杭县财政局、上杭县汇杭投资经营有限公司和上杭交通建设投资公司等；存货主要为紫金矿业的原材料、在产品 and 产成品，由于金、铜等有色金属以及原料受国际市场影响较大，价格波动剧烈，当年公司对存货提取了跌价准备，2015 年计提 3.80 亿元，

同时转回 3.73 亿元，以降低存货跌价风险。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2013~2015 年及 2016 年 1~3 月末流动负债分别为 234.17 亿元、273.29 亿元、340.88 亿元和 415.24 亿元，占同期末负债总额的比重分别为 58.44%、55.49%、55.50% 和 59.87%。2015 年末公司流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成，占流动负债的比重分别为 17.48%、13.52% 和 14.28%，其中短期借款包括信用借款、质押借款和保证借款；应付账款主要为应付工程款；其他应付款包括工程设备款、应付探矿权和采矿权费用、第三方往来款及股权收购款等。2015 年末非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，占非流动负债的比重分别为 46.68% 和 42.28%，其中长期借款主要为信用借款；应付债券包括“2013 年闽西兴杭国有资产投资经营有限公司公司债券”、“2015 年闽西兴杭国有资产投资经营有限公司公司债券”及紫金矿业发行的中期票据。

2013~2015 年末，公司所有者权益分别为 336.97 亿元、353.89 亿元和 341.66 亿元，截至 2016 年 3 月末为 338.79 亿元。2014 年公司所有者权益增长主要来自紫金矿业盈余累积；2015 年受紫金矿业实施 H 股回购影响，公司自有资本实力受到削弱，当年末所有者权益较上年减少 3.45%。

图 2：2013~2016.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2013~2015 年末公司总负债分别为 400.68 亿元、492.52 亿元和 614.21 亿元，年均复合增长率为 23.81%，增速明显快于资产增速，截至 2016 年 3 月末，总负债为 693.54 亿元，较 2015 年末增长 12.92%。负债的快速增长，带动公司资产负债率逐年上升，2013~2015 年末分别为 54.32%、58.19% 和

64.26%，截至 2016 年 3 月末进一步增至 67.18%。2013~2016 年 3 月末总资本化比率分别为 46.26%、51.69%、56.54% 和 59.24%，呈持续上升态势。但整体来看，公司负债水平仍处于行业较合理范围，债务压力不大。

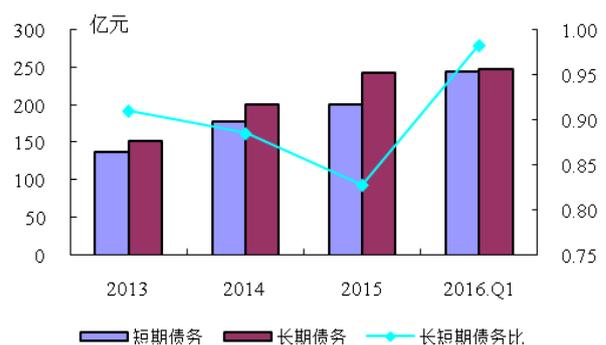
表 6：截至 2015 年末公司与我国主要黄金企业资本结构

比较表			
公司名称	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
闽西兴杭	955.87	64.26	56.54
中金黄金	367.90	67.65	57.24
山东黄金	226.78	54.64	47.06
恒邦股份	117.88	68.86	63.46
湖南黄金	57.50	40.36	32.87

数据来源：各公司定期公告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司债务以长、短期债务搭配为主，截至 2015 年末长期债务和短期债务分别为 243.14 亿元和 201.33 亿元。近年公司加大了长期债务配置比重，2013 年闽西兴杭母公司发行 12 亿元公司债、紫金矿业发行两期中期票据共计 25 亿元，2014 年紫金矿业发行 25 亿元中期票据，公司长短期债务比降至 2014 年的 0.89 倍。2015 年公司总债务为 444.48 亿元，长短期债务比为 0.83 倍，较上年下降 0.06 倍，整体债务期限结构较为合理。

图 3：2013~2016.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，近年随着紫金矿业投资规模的扩大，公司资产负债率和总资本化比率相应升高，但财务杠杆水平和债务期限结构仍处于较合理范围，财务结构较稳健。

盈利能力

近年，公司营业收入基本来自下属子公司紫金

矿业矿产资源开发业务收入。2013~2015年，受益于紫金矿业冶炼金业务量的大幅上升，公司业务规模持续增长，期间营业总收入分别为499.01亿元、589.03亿元和744.70亿元，年复合增长率为22.16%。营业毛利率方面，近年受国际金价持续震荡下行影响，公司营业毛利率不断下滑，2013~2015年分别为17.89%、13.37%和8.46%。整体来看，黄金价格持续低迷，对公司整体盈利水平产生较大不利影响，但鉴于公司黄金资源储量丰富、品位较高，盈利能力在黄金行业内依然处于相对较高水平。

表 7：2015 年公司与中国主要黄金企业盈利能力指标

单位：亿元、%

名称	营业总收入	毛利率
闽西兴杭	744.70	8.46
山东黄金	385.73	7.73
中金黄金	370.64	6.86
恒邦股份	141.44	6.16
湖南黄金	57.92	13.37

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

期间费用方面，公司生产黄金大部分在上海金交所销售，因此销售费用始终保持较低比例，2014年由于紫金铜业冶炼厂投产后产品销售外运，同时青海及新疆子公司销量及运输单价有所增加，公司整体销售费用上升。2015年由于紫金矿业铁精矿及球墨铸铁销量大幅下降，运输费用明显减少，公司销售费用规模出现下降；管理费用方面，公司矿石处理量的增加导致资源补偿费等应交各种规费大幅上升，同时人工工资、折旧费用增幅较大，近年来公司管理费用上升较快且在期间费用中的比重一直维持在51%以上的较高水平；财务费用方面，公司近年来付息债务规模快速上升，财务费用支出持续增加。2013~2015年及2016年1~3月三费收入占比分别为7.26%、7.28%、6.43%和6.50%。整体来看，公司三费收入占比保持相对稳定，期间费用控制能力较强。

表 8：2013~2016.Q1 公司期间费用分析

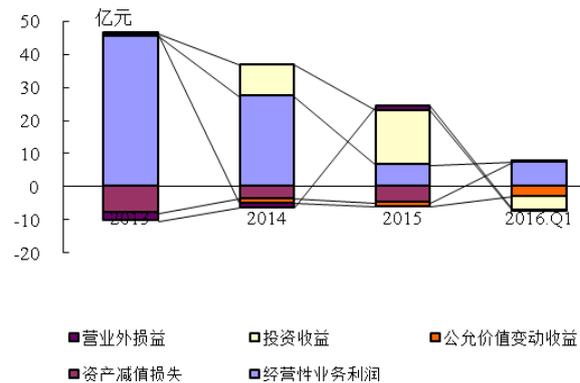
单位：亿元

	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	5.29	9.11	7.07	1.90
管理费用	22.01	22.12	26.71	7.04
财务费用	8.95	11.64	14.13	3.71
三费合计	36.25	42.87	47.91	12.65
营业总收入	499.01	589.03	744.70	194.43
三费收入占比	7.26%	7.28%	6.43%	6.50%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从其他盈利指标看，2013~2015年公司净利润分别为26.36亿元、20.62亿元和7.94亿元；同期总资产收益率分别为6.13%、5.30%和2.45%，2013年以来受黄金价格下跌影响，公司利润水平明显下滑，但近年公司收入规模保持较快增长，期间费用控制能力较强，在同行业中，仍保持了较高的利润水平。

图 4：2013~2016.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

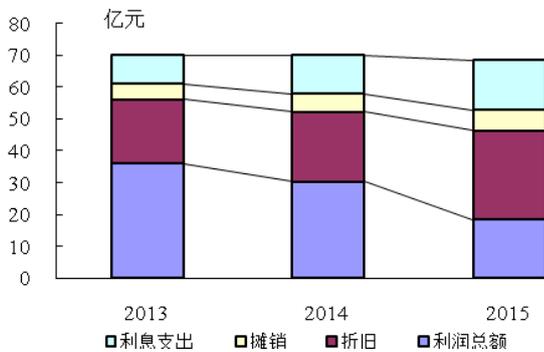
总体来看，近年黄金价格延续低迷态势，公司盈利能力出现明显下滑。不过，公司业务规模保持增长，矿产资源开发业务具有较强的盈利能力，为公司业务发展及持续盈利提供坚实的基础。值得关注的是，公司经营业绩受紫金矿业经营情况和盈利能力的影响重大。

偿债能力

从偿债指标来看，近年来随着债务规模的增加，公司各项偿债指标不断弱化。利润总额、折旧和利息支出系公司 EBITDA 主要的组成部分，2013~2015年公司 EBITDA 分别实现70.27亿元、70.10亿元和68.67亿元，呈下降趋势，但总体来看公司仍保持一定的获现能力。从主要偿债能力指标

表现来看, 2015 年公司总债务/EBITDA 为 6.47 倍, EBITDA 利息保障倍数为 4.38 倍。整体来看, 公司 EBITDA 能对债务本息形成较高覆盖, 对债务本息的偿还形成较好保障。

图 5: 2013~2015 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 由于主要销售商品黄金的稀缺性, 公司现金获取能力一直保持在较高的水平, 经营活动净现金流近年来维持在较高水平, 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月分别为 82.24 亿元、60.50 亿元、98.10 亿元和 3.72 亿元。2015 年公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.22 倍和 6.25 倍, 公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力较强。投资活动现金流方面, 近年公司规模扩张较快, 投资活动现金流出较大, 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司投资活动净现金流分别为 -93.19 亿元、-92.36 亿元、-70.73 亿元和 -17.45 亿元。未来随着紫金矿业收购力度的加强、项目建设的推进, 公司投资活动的现金净流出仍将保持较大规模。

表 9: 2013~2016.Q1 公司偿债能力分析

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
长期债务 (亿元)	151.81	200.81	243.14	248.27
总债务 (亿元)	290.03	378.60	444.48	492.36
资产负债率 (%)	54.32	58.19	64.26	67.18
总资本化比率 (%)	46.26	51.69	56.54	59.24
EBITDA (亿元)	70.27	70.10	68.67	-
EBITDA 利息倍数 (X)	7.85	5.88	4.38	-
总债务/EBITDA (X)	4.13	5.40	6.47	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	9.19	5.07	6.25	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.28	0.16	0.22	0.03

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 截至 2015 年末, 母公司共有银行授信 52 亿元, 其中尚未使用授信额度 19 亿元。但下属子公司紫金矿业作为上海、香港两地上市公司, 直接融资渠道顺畅, 可为公司提供一定的备用流动性。

或有负债方面, 截至 2015 年末, 公司对外担保余额为 11.75 亿元, 被担保单位主要为瓮福紫金化工股份有限公司、新疆投资发展 (集团) 有限公司、福建朝阳矿业股份有限公司、福建清景铜箔有限公司等, 对外担保规模整体较小, 因对外担保所承担的或有负债风险可控。

总体来看, 公司作为上杭县政府下属的国有资产和公共事业运营管理的主体企业, 目前持有的下属资产质量较好, 能够为公司带来良好的效益, 加之具备一定的获现能力和财务弹性, 公司整体偿债能力很强。

结论

综上, 中诚信证评评定闽西兴杭主体信用等级为 AA^+ , 评级展望为稳定; 评定“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2016 年公司债券”信用等级为 AA^+ 。

关于闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2016年公司债券的跟踪评级安排

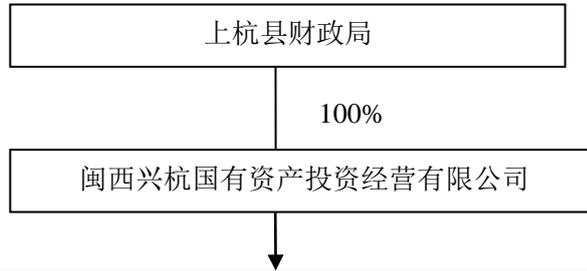
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期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，并发布定期跟踪评级结果及报告。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）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期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通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）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。

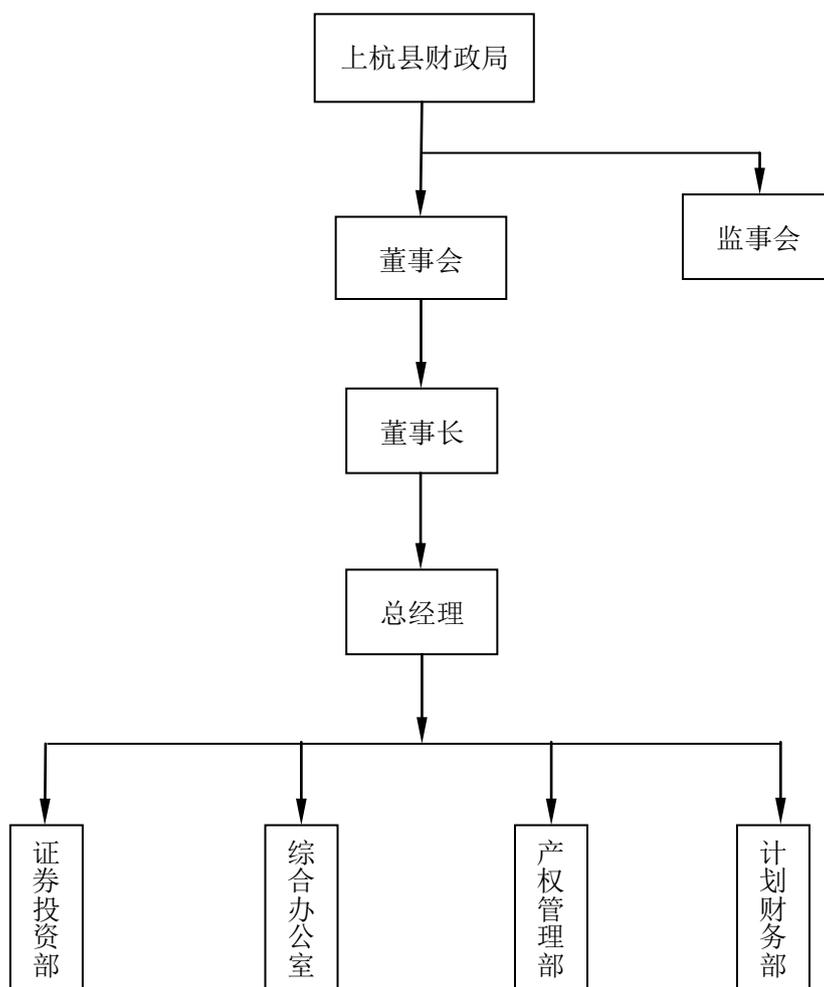
附一：闽西兴杭国有资产投资经营有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



参、控股企业	持股比例	投资额（万元）
紫金矿业集团公司	26.33%	5947.50
兴业银行	-	521.14
上杭蛟城高速公路公司	83%	5,822.60
上杭铁路建设有限公司	100%	1,000.00
福建省上杭县汀江水电有限公司	51%	3,519.00
上杭县中兴担保公司	10%	30.00
上杭赣闽有色金属实业发展有限公司	-	3,758.92
福建上杭旭诚电子有限公司	10%	77.13
上杭县三龙装饰材料有限公司	47.62%	405.00
上杭鑫源自来水有限公司	62%	18,600.00
上杭古田建设发展有限公司	100%	1,000.00
福建省上杭县兴诚担保有限公司	79.70%	17,970.00
上杭县金水水利水电投资有限公司	100%	1,000.00
福建新华发行（集团）有限责任公司上杭分公司	0.68%	689.69
兴业创业投资管理有限公司	-	5,000.00
福建兴杭战略创业投资企业	76.92%	10,000.00
龙岩市水电开发有限公司	16.77%	166.67
上杭县兴诚实业有限公司	100.00%	23,900.00

注：以上投资额均为原始出资金额。

附二：闽西兴杭国有资产投资经营有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：闽西兴杭国有资产投资经营有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	493,163.26	552,753.36	886,662.33	1,434,198.55
应收账款净额	52,819.14	123,625.29	88,200.25	163,846.75
存货净额	820,066.54	1,035,458.73	1,095,237.43	1,078,070.65
流动资产	2,084,724.68	2,281,929.75	2,736,504.77	3,342,424.77
长期投资	607,757.43	611,656.39	812,652.75	827,077.88
固定资产合计	2,237,571.13	2,828,762.39	3,252,264.94	3,214,840.52
总资产	7,376,459.01	8,464,112.28	9,558,728.54	10,323,286.66
短期债务	1,382,201.51	1,777,987.91	2,013,344.14	2,440,848.98
长期债务	1,518,118.51	2,008,058.47	2,431,444.29	2,482,673.30
总债务（短期债务+长期债务）	2,900,320.02	3,786,046.38	4,444,788.43	4,923,522.28
总负债	4,006,795.94	4,925,224.15	6,142,088.71	6,935,377.82
所有者权益（含少数股东权益）	3,369,663.06	3,538,888.13	3,416,639.83	3,387,908.84
营业总收入	4,990,142.88	5,890,254.38	7,447,049.83	1,944,313.90
三费前利润	820,725.84	702,535.63	546,373.92	203,656.10
投资收益	3,789.52	93,939.27	162,250.54	-42,478.60
净利润	263,618.68	206,171.58	79,431.33	2,432.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	702,677.07	701,044.58	686,681.52	-
经营活动产生现金净流量	822,356.52	604,980.72	981,020.63	37,172.46
投资活动产生现金净流量	-931,859.25	-923,637.64	-707,257.35	-174,466.46
筹资活动产生现金净流量	-174,026.31	356,489.18	55,678.89	610,371.34
现金及现金等价物净增加额	-289,663.40	38,620.27	332,511.89	479,292.39
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	17.89	13.37	8.46	11.52
所有者权益收益率（%）	7.82	5.83	2.32	0.29*
EBITDA/营业总收入（%）	14.08	11.90	9.22	2.18
速动比率（X）	0.54	0.46	0.48	0.55
经营活动净现金/总债务（X）	0.28	0.16	0.22	0.03*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.59	0.34	0.49	0.06*
经营活动净现金/利息支出（X）	9.19	5.07	6.25	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.85	5.88	4.38	-
总债务/EBITDA（X）	4.13	5.40	6.47	-
资产负债率（%）	54.32	58.19	64.26	67.18
总资本化比率（%）	46.26	51.69	56.54	59.24
长期资本化比率（%）	31.06	36.20	41.58	42.29

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2016.Q1的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

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

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

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

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

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201605160887

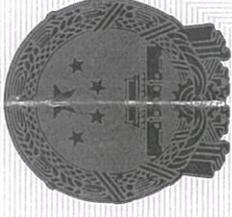
名称	中诚信证券评估有限公司
类型	一人有限责任公司（法人独资）
住所	青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室
法定代表人	关敬如
注册资本	人民币 5000.0000 万元整
成立日期	1997 年 8 月 20 日
营业期限	1997 年 8 月 20 日 至 2017 年 8 月 19 日
经营范围	证券市场资信评级，贷款企业资信等级评估，企业资信评价服务，企业形象策划，企业咨询服务，电子高科技产品开发经营，附一支。 【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年 05 月 16 日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称: 中诚信证券评估有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 敬姝
注册地址: 上海市静安区新业路599号1幢968室
编号: ZR1001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



张晨奕，证件号码:330402198709210628，于2011年03月06日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2011033103767101



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



张晨奕，证件号码:330402198709210628，于2015年06月28日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201507312610861031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



曹梅芳，证件号码:330411199009262823，于2014年11月30日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201412331167275033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



曹梅芳，证件号码:330411199009262823，于2015年03月28日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201504331614373033

