



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪441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已发行的“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司2015年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司2015年公司债券（第一期）”债项信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十三日

## 闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2015年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司		
发行规模	20 亿元		
存续期限	5 年期：2015/11/12-2020/11/12（附第 3 年末发行人赎回选择权、上调票面利率和投资者回售选择权）		
上次评级时间	2016/6/20		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA <sup>+</sup> AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA <sup>+</sup> AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定

### 概况数据

闽西兴杭	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	353.89	341.66	323.31	335.78
总资产（亿元）	846.41	955.87	1,001.08	999.79
总债务（亿元）	378.60	454.53	529.45	524.20
营业总收入（亿元）	589.03	744.70	791.19	186.32
营业毛利率（%）	13.37	8.46	11.57	14.67
EBITDA（亿元）	70.10	68.67	80.03	-
所有者权益收益率（%）	5.83	2.32	4.35	12.56
资产负债率（%）	58.19	64.26	67.70	66.41
总债务/EBITDA（X）	5.40	6.62	6.62	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.88	4.38	4.24	-

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、2017 年一季度的所有者权益收益率指标经过年化处理。

### 分析师

陈小中 [czchen@ccxr.com.cn](mailto:czchen@ccxr.com.cn)

曹梅芳 [mfciao@ccxr.com.cn](mailto:mfciao@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2017年6月23日

### 基本观点

受益于矿产资源开发业务的增长，2016 年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”）收入规模实现稳步提升。同时，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，上杭县区域经济和财政实力持续增强以及公司财务结构较稳健等均为公司债务偿付提供了有力保障。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到黄金价格波动及紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）套期保值造成公司投资收益波动等因素可能对公司整体信用状况所造成的影响。

综上，中诚信证评维持闽西兴杭主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2015 年公司债券（第一期）”的信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 正面

- 持续增长的区域经济和财政实力。2016 年上杭县实现地区生产总值 276.50 亿元，同比增长 3.17%；2016 年上杭县地方公共财政收入为 22.93 亿元，同比增长 10.29%，保持增长的区域经济和财政实力均为公司业务发展提供有力支撑。
- 收入规模稳步增长。2016 年公司旗下核心企业紫金矿业黄金业务运营较平稳、冶炼铜业务及铜贸易收入实现增长，公司整体业务规模稳步扩张，全年实现营业总收入 791.19 亿元，同比增长 6.24%。
- 偿债能力增强。随着矿产资源开发业务的良好发展，2016 年公司实现经营活动净现金流 95.37 亿元，经营活动净现金/利息支出为 5.05 倍，同期 EBITDA 利息倍数为 4.24 倍，获现能力对利息支出的覆盖程度较高。

## 关 注

- 黄金价格波动对公司盈利能力的影响较大。近年在黄金价格频繁波动背景下，公司盈利表现呈波动态势，2014~2016 年营业毛利率分别为 13.37%、8.46%和 11.57%，目前黄金价格持续震荡走势，需关注黄金价格波动对公司盈利能力的影响。
- 投资收益波动风险。紫金矿业对原材料和产成品进行套期保值，2016 年发生投资损失较大，致使公司当年投资亏损 19.29 亿元，期货的交易特点使该业务面临一定市场及操作风险，进而造成公司投资收益的大幅波动。

## 信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

6、本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。

## 行业关注

**2016年上杭县区域经济实现稳定增长，为公司业务发展提供良好的外部环境，但仍需关注以有色金属产业为主的区域经济易受宏观经济和外部环境波动影响**

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。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余种，查明矿点100余处。

近年来，上杭县的GDP增速持续放缓，2016年实现地区生产总值276.50亿元，同比增长3.17%，增速较上年回落9.13个百分点。

随着区域经济的稳定发展，近年来上杭县综合财政实力提升，财政收入稳步增加。2016年上杭县地方公共财政收入为22.93亿元，同比增长10.29%，较上年提高1.69个百分点，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，2016年上杭县总体经济实力和财政实力进一步增强，为公司业务发展奠定坚实基础。但中诚信证评也注意到，上杭县的区域经济主要依赖的黄金、铜、铅锌等有色金属产业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。

**2016年以来，黄金投资需求的大幅上涨使得全球黄金消费需求整体呈小幅上升趋势，且随着国际金价的走高，再生金产量有所上升，带动全年黄金总供给量增长**

2016年，受世界经济和政治因素不确定性增加影响，黄金投资需求增至2012年以来的最高水平，带动全球黄金需求整体上升，全年消费需求4,308.7吨，同比增加2.20%。全球黄金需求主要来自四个

方面：金饰制造、投资需求、工业需求以及官方部门购买。2016年，金饰品需求占47.38%，黄金投资需求占36.23%，工业用金占7.48%，央行储备黄金需求占8.90%。

金饰制造需求方面，受国际金价上涨、中国及印度经济增速放缓等因素影响，2016年全球金饰需求为2,041.6吨，同比减少14.53%。其中，中国的黄金饰品消费需求为629.0吨，同比减少16.51%；印度的黄金饰品消费需求为514.0吨，同比减少22.39%。

投资需求方面，2016年全球黄金投资需求总量1,561.1吨，同比上涨69.92%，达到2012年以来最高水平。其中，金条和金币需求总量为1,029.2吨，同比小幅下滑；但受美联储加息预期减弱、欧洲和日本央行实行负利率政策、英国脱欧及特朗普在美国总统大选中意外胜出等事件影响，黄金ETF及类似产品的金融投资需求由2015年的-128.3吨大幅增加至531.9吨，为全年黄金需求上升的主要支撑因素。

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，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%。2016年全球工业用金需求322.5吨，同比下滑2.86%，其中电子领域用金254.5吨，同比下滑2.94%，牙科领域用金18.0吨，同比下滑4.76%，其他行业用金50.0吨，同比下滑1.77%。整体来看，2016年以来全球经济形势震荡不定，导致金价走高，压缩了全球工业用金的部分需求。此外，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。

央行储备方面，自2010年世界各国央行成为黄金净买方后，各国央行货币政策开始转向，此后世界各国持续大量购买黄金。2016年为央行连续净买入的第7年，但为应对财政经济危机，委内瑞拉及土耳其央行分别减持黄金172.1吨和104.4吨，受此影响，全球央行黄金储备净买入量为383.6吨，同比下滑33.46%。

表 1: 截至 2017 年 3 月底黄金储备前十名国家 (组织)

排名	国家	黄金储备 (吨)	黄金占外汇储备比重 (%)
1	美国	8,133.5	75.1
2	德国	3,377.9	69.4
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	68.3
5	法国	2,435.9	64.2
6	中国	1,842.6	2.4
7	俄罗斯	1,680.1	16.9
8	瑞士	1,040.0	5.8
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	64.0

资料来源: 世界黄金协会 (World Gold Council)

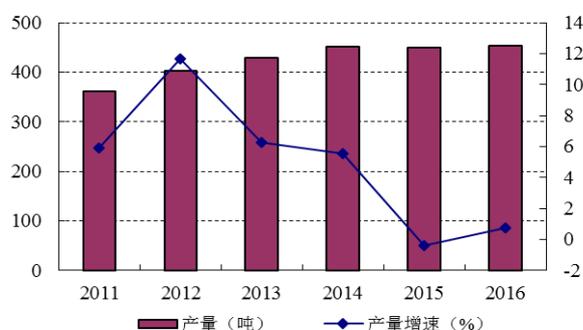
中国是全球第一大实物黄金消费国, 黄金需求主要集中在金饰消费领域和投资领域。2016 年以来, 受经济增速放缓、整体消费市场疲软影响, 我国黄金首饰消费需求同比大幅下滑, 同时黄金避险属性使得投资需求迅速升温。根据中国黄金协会统计, 2016 年全国黄金消费量为 975.38 吨, 同比下降 6.74%。其中, 首饰用金 611.17 吨, 同比下降 18.91%; 金条用金 257.64 吨, 同比增长 28.19%; 金币用金 31.19 吨, 同比增长 36.80%; 工业及其他用金 75.38 吨, 同比增长 10.14%。

另外, 作为我国黄金和基金市场的一项重要创新, 我国黄金 ETF 于 2013 年推出, 黄金 ETF 的推出不仅丰富了投资者的投资渠道, 有利于增加我国广义黄金储备, 更有利于提升中国在世界黄金定价中的影响力以及加快中国金融开放的步伐。此外, 2016 年 4 月, 上海黄金交易所发布了全球首个以人民币计价的黄金基准价格, 首笔“上海金”基准价定格于 256.92 元/克。随着“上海金”的推出, 我国有望在国际黄金市场上享有一定的定价权。

根据世界黄金协会统计的数据显示, 2016 年全球黄金总供应量较 2015 年增长 4.76% 至 4,570.8 吨。矿产金方面, 随着勘探预算和新开工矿山规模的减少, 矿产金增速不断放缓。受此影响, 2016 年全球矿产金产量为 3,236.0 吨, 同比仅增长 0.09%。但长远来看, 2016 年以来黄金价格的大幅回升将为新一轮资本支出上涨及勘探活动的重启提供支撑。再生金方面, 随着国际金价的回升, 2016 年全球再生金产量为 1,308.5 吨, 同比增长 17.20%。

国内方面, 中国黄金协会最新的统计数据显示, 2016 年全国合计生产成品金 535.45 吨, 同比增长 3.79%, 其中矿产金及有色副产金产量达 453.49 吨, 同比增长 0.76%, 进口原料产金 81.96 吨, 同比上升 24.51%, 我国黄金产量已连续十年位居世界第一。近年来, 我国黄金行业产业集中度在不断提升, 形成了中国黄金集团公司、紫金矿业集团股份有限公司 (以下简称“紫金矿业”)、山东黄金集团公司和山东招金集团等大型黄金生产企业。2016 年, 上述黄金生产企业集团成品金产量和矿产金产量分别占全国总产量的 49.85% 和 40.05%。

图 1: 2011~2016 年中国黄金产量及增速



资料来源: 中国黄金协会, 中诚信证评整理

整体看, 2016 年以来受国际金价上涨及经济增速放缓等因素影响, 中国及印度等主要黄金消费国家黄金饰品消费需求大幅下滑; 但在投资避险因素的带动下, 全球黄金投资需求大幅增长, 带动全年黄金总需求仍呈增长态势。矿产金作为黄金供应的最主要来源, 近年来在国际金价走低、勘探支出及新开工矿山规模下降等因素的影响下, 产量增速出现下滑, 但产量相对较为稳定; 此外, 2016 年以来随着金价的回升, 再生金产量大幅上升, 带动全年黄金总供给量同比有所增长。

### 2016 年受美联储加息节奏放缓、英国脱欧等政治事件带来的不确定性因素增加影响, 黄金价格大幅回升, 2017 年以来美联储加息预期得到加强, 未来黄金价格走势存在一定的不确定性

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。

2016年初,受美联储加息节奏放缓及英国脱欧预期增强等因素影响,国际金价开始触底反弹;下半年随着英国脱欧成功,风险逐渐释放,以及在美联储年底加息预期背景下,国际金价于7月初达到年内高点1,367.40美元/盎司后开始回落,但全年仍呈上升趋势。截至2016年底,COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,152美元/盎司,同比上涨8.63%,全年均价为1,250.34美元/盎司,同比上升7.91%。2017年1~3月,在美国退出TPP合作战略、欧洲大选及朝鲜发射导弹等诸多政治事件影响下,全球经济秩序的不确定性再次升温,带动黄金价格上涨。截至2017年3月底,COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,240.80美元/盎司,较年初上涨了7.02%,一季度均价为1,220.42美元/盎司,同比上升2.97%。

图2: 2014.1~2017.4COMEX黄金期货价格趋势图



资料来源: Choice, 中诚信证评整理

近年来国际经济形势及地缘政治的不确定性有所增加,黄金的投资及避险需求有所上升,2016年黄金价格大幅回升;2017年以来美联储加息预期得到加强,未来黄金价格走势存在一定的不确定性。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。

### 近年国家陆续出台税金征收、地质勘查等方面黄金保护性开采政策给予黄金企业支持,有助于黄金行业产业集中度的提升

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,竞争亦日趋激烈。

表2: 2010年以来我国已出台的黄金行业相关政策

时间	政策名称	主要内容
2010/07/22	人民银行、发改委等六部委联合出台《关于促进黄金市场发展的若干意见》	明确了黄金市场未来发展的总体思路和主要任务,对符合黄金行业规划和产业政策要求的大型企业,要求商业银行要按照信贷原则扩大授信额度。要重点支持大型黄金集团的发展和实施“走出去”战略,支持大型企业集团发行企业债券、公司债券、中期票据和短期融资券,拓宽企业融资渠道,降低企业融资成本
2012/11/19	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公司;到2015年,十大黄金集团公司产量达到260吨,比2010年增加100吨,大中型黄金企业的黄金产量占全国的70%以上
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、综合利用率的指标要求,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
2015/4/1	中国人民银行、国家海关总署联合发布《黄	除银行等金融机构外,生产企业等也可以申请黄金进出口资格

<p>2016/2/3</p>	<p>金级黄金制品净出口管理办法》 国务院 《国务院 关于取消 13项国 务院部 门行政 许可事 项的约 定》  明确取消了开采黄金矿产资质认定</p>
<p>2016/5/9</p>	<p>财政部、 国家税务 总局发布 《关于全 面推进资 源税改革 的通知》  将矿产资源补偿费等收费基金适当并入资源税，在煤炭、原油、天然气、稀土、钨、钼等已实施从价计征改革基础上，对其他21种矿产资源全面实施改革，自2016年7月1日起实施，其中，金矿资源税征税对象为金锭，税率幅度1%~4%</p>
<p>2017/1/11</p>	<p>工业和信息化部 《关于推 进黄金行 业转型升 级的指导 意见》  “十三五”期间，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业。黄金产量年均增长3%左右，到2020年末，黄金产量达到500吨（力争达到550吨），新增黄金产能125吨，淘汰落后产能40吨，黄金年生产能力达到600吨（含进口料生产能力100吨）。黄金开采企业数量从600多家减少到450家左右。扣除黄金生产消耗4,000吨，全国新增黄金查明资源储量3,000吨，到2020年查明黄金资源储量为13,000~14,000吨</p>
<p>2017/2/7</p>	<p>中国黄金协会《黄金行业“十三五”发展规划》  “十三五”期间，黄金行业结构调整和产业转型升级取得明显进展，传统矿山采选业向中高端迈进，产业布局得到进一步优化，生产逐步向大基地、大集团集中，绿色矿山、数字化矿山建设取得新进展，矿区生态环境得到大幅改善，企业“走出去”取得明显成效</p>

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

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。2015年3月4日，中国人民银行及海关总署发布了《黄金及黄金制品进出口管理办法》，办法规定除银行等金融机构外，符合一定要求的黄金生产企业也可申请黄金进出口资格，将有助于降低国内企业的用金成本。

此外，2017年2月中国黄金协会发布《黄金行业“十三五”发展规划》。根据规划，“黄金开采企

业数量从十二五末期的600多家减少到450家左右，形成2个80吨级、1个50吨级、1个40吨级的黄金企业集团，实现4家黄金企业进入全球黄金矿业公司20强，其中，2~3家跨入全球10强。”

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中度的提升和黄金企业的发展起到良好的助推作用。

## 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来源，该业务通过对紫金矿业持股运营。公司系紫金矿业第一大股东，截至2016年末，持有紫金矿业总股本的26.33%。2016年紫金矿业冶炼铜及铜贸易收入的增加，带动公司矿产资源开发业务稳步增长，全年实现营业收入791.19亿元，同比增长6.24%。

从业务结构来看，矿产资源开发业务是公司收入的最主要来源，2016年该业务收入为788.51亿元，占营业总收入的比重达99.66%；电力、高速公路及其他业务收入分别为8,247.10万元、6,283.75万元和12,237.68万元，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。

## 在紫金矿业冶炼铜业务量增长及铜贸易收入增加的推动下，2016年公司矿产资源开发业务实现稳步增长，且未来整体竞争实力和抗风险能力有望进一步提升

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，所拥有的紫金山金铜矿属国家级特大金铜矿床。近年来，紫金矿业将增加资源储量作为重要战略目标，不断加大资金投入，在对原有矿山深部找矿、补充勘探的同时，积极进行国内外资源并购，资源储备规模逐年扩大。

表 3：2016 年紫金矿业主要矿山保有资源/储量汇总表

主要矿种	2016	同比增长 (%)
金 (吨)	1,183.25	1.13
伴生金 (吨)	164.17	79.85
<b>金小计 (吨)</b>	<b>1,347.41</b>	<b>6.83</b>
铜 (万吨)	3,006.38	28.13
银 (吨)	934.06	-15.88
钼 (万吨)	67.97	18.29
锌 (万吨)	800.87	-4.62
铅 (万吨)	149.55	-2.98
钨 (万吨)	8.00	-0.37
锡 (万吨)	13.97	0
铁 (亿吨)	2.09	-1.42
煤 (亿吨)	4.57	-6.54

注：以上矿山储量级别均在 333 及以上级别。

资料来源：紫金矿业定期公告，中诚信证评整理

资源并购方面，2016 年紫金矿业完成对黑龙江矿业集团股份有限公司的股权并购；收购黑龙江多宝山铜业股份有限公司其他股东持有的 49% 股份，实现全资持股，并完成对多宝山铜矿的矿体和铜山铜矿的并购，目前该铜矿二期工程建设正在进行中，计划在齐齐哈尔建设配套铜冶炼项目。海外项目方面，巴新波格拉金矿 2016 年归属于紫金矿业的产金量 7.47 吨，系紫金矿业矿产金产量和利润的主要贡献单位；刚果（金）科卢韦齐铜矿建设顺利，计划于 2017 年投产，规划产能为每年产铜 5.8 万吨；刚果（金）卡莫阿铜矿资源勘查获重大突破，矿区铜金属资源储量提升至 3,334 万吨。

探矿方面，2016 年紫金矿业累计投入地质找矿勘查资金 2.05 亿元；完成钻探 20.89 万米，坑探 0.23 万米，槽探 1.5 万米；勘查新增 333 以上类别资源储量（部分未经评审）金 50.72 吨，铜 420.64 万吨，银 30.15 吨，铅锌 0.98 万吨。其中，境外刚果（金）Kamoa 铜矿 Kakula 矿段、Kolwezi 铜钴矿、澳大利亚诺顿金田 Paddington 金矿、巴布亚新几内亚波格拉金矿等项目找矿成果显著，国内山西繁峙义兴寨-义联金矿、甘肃礼县李坝-杜家沟金矿等项目找矿亦取得重大突破。截至 2016 年末，紫金矿业共有探矿权 202 个，面积 2,768.05 平方公里；采矿权 235 个，面积 771.27 平方公里。

黄金产品方面，2016 年紫金矿业生产矿产金 42.55 吨，同比增长 14.50%，其中巴里克（新几内

亚）生产 7.47 吨、紫金山金矿生产 7.28 吨、澳洲诺顿金田生产 6.17 吨、陇南紫金生产 2.93 吨、崇礼紫金生产 1.61 吨、中塔泽拉夫尚生产 3.30 吨、珲春紫金生产 2.51 吨、贵州水银洞金矿生产 2.02 吨、洛阳坤宇生产 1.78 吨、其他黄金企业合计生产 7.48 吨。紫金山金铜矿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 2~3 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，2015 年收购的巴新波格拉金矿为在产矿，为 2016 年矿产金产量和利润作出主要贡献，且随着其他矿山在建项目的逐步达产及产能的释放，未来矿产金产量的稳定仍较有保障。冶炼金业务方面，在保证整体业务量的前提下，2016 年紫金矿业缩减获利微薄的黄金冶炼规模，使得当年冶炼金产量同比减少 18.15%，为 172.05 吨。销售方面，2016 年紫金矿业完成矿产金销售 41.62 吨，同比增长 16.81%，完成冶炼加工金销售 173.08 吨，同比减少 17.64%，黄金业务实现销售收入 555.34 亿元，同比减少 2.51%，占其营业总收入的比重为 58.64%。目前黄金价格仍处于宽幅震荡态势，中诚信证评将关注金价波动对公司盈利能力的影响。

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，紫金矿业铜板块业务的战略地位逐步显现。2016 年紫金矿业矿产铜产量为 15.50 万吨，同比增长 3.09%；冶炼铜产量为 40.63 万吨，同比增长 53.86%。销售方面，2016 年紫金矿业销售矿产铜 15.12 万吨，基本较上年持平，销售冶炼铜 40.59 万吨，同比增长 56.97%，实现铜业务收入 172.51 亿元，同比增长 28.65%，占其全年营业总收入的 18.22%。铜业务的开展对紫金矿业的收入和利润形成重要补充。

其他金属方面，随着新疆紫金锌业铅锌矿、乌拉特后旗紫金三贵口锌矿（规划产能为年产锌精矿 7 万吨）和俄罗斯图瓦铅锌多金属矿（规划产能为年产锌约 8 万吨）的陆续投产，紫金矿业近年矿产锌产量大幅增长，2016 年产量为 25.00 万吨，同比增长 26.17%，锌精矿自给率得到大幅提升，并有

效推动矿产锌业务的发展；冶炼产锌 21.45 万吨，同比减少 1.95%，当年紫金矿业实现锌业务收入 50.21 亿元，同比增长 22.41%，占其营业总收入的 5.30%；矿产银 220.08 吨，同比增长 4.28%，紫金矿业实现矿产银销售收入为 5.14 亿元，同比增长 12.36%。

此外，为了控制价格波动及交易风险，紫金矿业利用金融衍生工具进行远期交易，并制定相关管理规定。具体来看，紫金矿业所有远期商品期货合约只能由经董事会批准并由公司高级管理层组成的远期交易小组执行，并由其时刻关注商品期货合约的价格波动。在持仓量方面，2016 年紫金矿业产品套期保值损失较大，当年下半年将矿产黄金的持仓量调整为不得超过其矿产品年计划量的 10%，目前铜、锌以及银的远期销售合约持仓量不得超过其矿产品年计划量的 50%；冶炼金、铜和锌的远期销售合约持仓量不低于其年计划产量的 85%，期货的交易特点使该业务仍面临一定市场及操作风险，因此应持续关注套期保值业务的波动风险对公司收入和利润带来的影响。

开发建设方面，为弥补紫金山矿产金产量的下滑，紫金矿业近年对主要矿山实施一系列改扩建项目。其中，甘肃亚特礼县金矿项目一期 6,000 吨/日浮选项目已于 2013 年投产；项目二期 8,000 吨/日和生物预氧化可研报告已完成，目前正处于外部立项完善推进及采矿基建剥离实施过程。公司该项目计划投资金额 14 亿元，截至 2016 年末累计投资金额为 5.83 亿元。两期项目全部建成后，达产规划产能为每年矿产金约 6 吨。另外，2016 年紫金矿业对部分矿山构筑物及建筑物进行处置或报废，发生较大金额的固定资产减值损失、固定资产和其他长期资产处置损失，对盈利产生一定负面影响。

总体来看，2016 年紫金矿业冶炼铜业务量的增长及铜贸易收入的增加带动公司矿产资源开发业务规模提升。未来，随着其他主要矿山在建项目的逐步达产，产能得到释放，公司矿产资源开发业务的整体竞争实力及抗风险能力将进一步增强。

## 2016 年公司电力、高速公路运营、自来水供应以及融资担保等其他业务稳步推进，对自身经营收入形成有益补充，抗风险能力得到提升

电力业务方面，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，汀江水电另受托管理紫金矿业下属的金山和坝上两座水电站。2016 年受益于当地雨水量的增加，汀江水电发电量大幅增长，全年取得电力收入为 8,247.10 万元，同比增长 82.06%，实现净利润 2,889.1 万元，同比增长 312.20%，经营效益良好。

表 4：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	130	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
<b>合计</b>	<b>57,640</b>	<b>18,285</b>	<b>-</b>

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

高速公路业务方面，公司承接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”，公司拥有蛟城高速 83.18% 股权）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”）的投资建设及后期运营。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，已于 2013 年正式投入运营，2016 年实

现通行费收入为 6,050 万元，同比减少 0.92%，该板块业务收入较为稳定。

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。2016 年鑫源自来水总供水量 1,226 万吨，同比减少 1.37%，实现业务收入 953 万元，同比增长 2.80%，净利润 1.6 万元，与上年持平。2017 年 1~3 月，鑫源自来水总供水量 307 万吨，实现收入 244 万元，净利润亏损 19 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，主要向上杭县内的中小企业提供融资担保业务。2016 年兴诚担保担保业务发生额 2.21 亿元，年末在保余额 2.52 亿元，年均担保费率 1.5%，当年代偿规模 113 万元，当年末尚未追偿的代偿款共计 6,793 万元。2017 年 1~3 月，兴诚担保担保业务发生额 7,858 万元，期末在保余额 2.55 亿元，平均担保费率 1.5%，截至当期末尚未追偿的代偿款共计 6,751 万元。当前国内经济环境未有根本性好转，中小企业经营风险和资金压力仍较大，兴诚担保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 2016 年 12 月 31 日，兴诚实业总资产 7.6 亿元，所有者权益 6.7 亿元，共管理店面 280 间。其中，接管运营 46 家行政事业单位“非转经”资产，店面共计 233 间；18 家改制企业剥离资产，店面共计 47 间；购入 2 处固定资产，店面共 11 间。2016 年兴诚实业全年实现营业收入 1,296 万元。

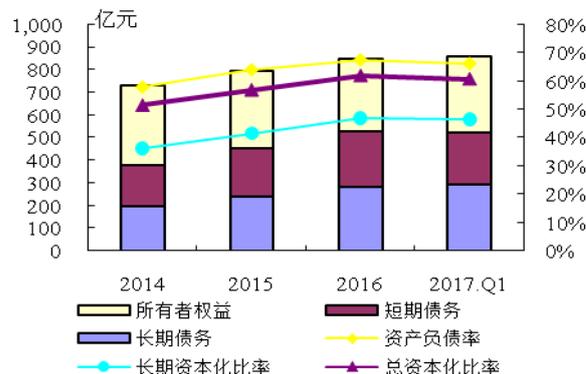
总体看，2016 年公司矿产资源开发业务规模有所提升，主要得益于紫金矿业冶炼铜业务及铜贸易收入的增长，主业发展态势良好。同时，公司积极推进电力、高速公路运营、自来水供应及融资担保等其他业务，对自身经营收入形成有益补充，增强业务抗风险能力。但是，公司从事的自来水供应等公用事业业务规模较小，对整体业务的贡献有限，加之担保业务追偿情况存在不确定性，中诚信证评将对公司各业务板块后续的经营情况保持关注。

## 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 2014~2016 年度审计报告，以及未审计的 2017 年一季度财务报告。

## 资本结构

图 3：2014-2017.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

近年子公司紫金矿业不断加大投资支出、矿产资源及产能扩张力度，公司资产规模逐年上升，2016 年末资产总额为 1,001.08 亿元，同比增长 4.73%。公司于 2015 年 11 月 12 日和 2016 年 6 月 28 日通过上海证券交易所分别发行规模为 20 亿元的公司债券（期限均为 5 年，年利率分别为 4.09% 和 3.28%）；紫金矿业于 2016 年 3 月 18 日通过上海证券交易所分别发行 30 亿元和 20 亿元人民币的公司债券（期限均为 5 年，年利率分别为 2.99% 和 3.37%），于 2016 年 7 月 15 日分别发行面值为人民币 18 亿元和 12 亿元的公司债券（期限均为 5 年，年利率分别为 3.05% 和 3.45%）；当年紫金矿业分 8 次发行金额总计为 50 亿元的超短期融资券，使得

公司负债规模进一步增长，2016 年末负债总额为 677.77 亿元，同比增长 10.35%。所有者权益方面，2016 年紫金矿业因收购子公司股权导致公司资本公积股本溢价减少，加之公司当年向财政上缴部分固定收益，年末未分配利润减少，当年末所有者权益合计 323.31 亿元，同比减少 5.37%。受负债规模大幅增长、权益资本减少影响，2016 年末公司的资产负债率和总资本化比率分别上升至 67.70% 和 62.09%，分别较上年增长 3.45 个百分点和 5.00 个百分点。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额为 999.79 亿元，负债合计 664.00 亿元，当期末资产负债率和总资本化比率分别为 66.41% 和 60.95%，财务杠杆比率略有回落。整体来看，公司负债水平仍处于较合理范围。

表 5: 截至 2016 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	1,001.08	67.70	62.09
中金黄金	387.66	60.58	51.42
山东黄金	283.57	42.36	31.79
恒邦股份	132.85	71.18	65.78
湖南黄金	64.89	32.71	21.90

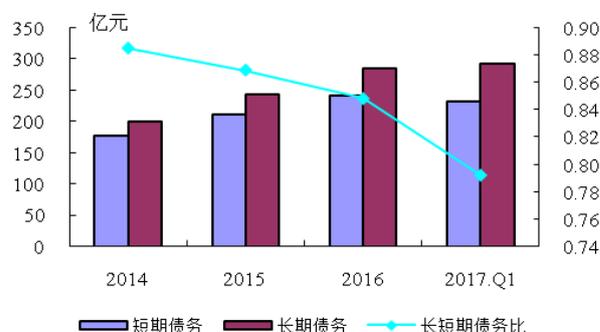
数据来源：各公司定期公告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，2016 年末非流动资产为 711.67 亿元，占资产总额的 71.09%。具体来看，2016 年末公司非流动资产主要包括长期股权投资 77.74 亿元、固定资产 352.56 亿元（近年紫金矿业对主要矿山进行改扩建，并对部分矿山构筑物及建筑物进行处置或报废，发生较大金额的固定资产减值损失及固定资产处置损失）、在建工程 40.18 亿元、无形资产 103.48 亿元和其他非流动资产 86.74 亿元，占非流动资产的比重分别为 10.92%、49.54%、5.65%、14.54% 和 12.19%。主要随着对矿产开发资源企业投资规模的扩大，公司长期股权投资余额增加，2016 年末余额同比增长 13.86%；当年在建工程受转固影响，同比减少 35.02%，加之紫金矿业矿山及铜冶炼项目产能扩张，当年末固定资产余额同比增长 8.41%；其他非流动资产主要为勘探开发成本和预付投资、

权证款等。2016 年末公司流动资产为 289.40 亿元，占当年末总资产的比重为 28.91%，主要包括货币资金 85.13 亿元、存货 120.04 亿元和其他流动资产 22.59 亿元，分别占当年末流动资产的比重为 29.41%、41.48% 和 7.81%。其中，货币资金主要为银行存款；由于金、铜等有色金属以及原料价格受国际市场影响较大，价格波动剧烈，2016 年公司对存货计提跌价准备 0.98 亿元，同时转回或转销跌价准备 0.82 亿元；2016 年末，公司其他流动资产余额同比增长 64.61%，主要由于理财产品增加。

从债务期限结构来看，公司债务以长期债务为主，且近年加大了长期债务配置比重。2016 年末公司总债务为 529.45 亿元，同比增长 16.48%，其中长期债务为 286.41 亿元，同比增长 17.79%，长短期债务比为 0.85 倍，同比下降 2.39%。2017 年 3 月末，公司总债务为 524.20 亿元，长短期债务比为 0.79 倍。整体来看，公司矿产资源开发项目建设周期较长，以长期债务为主的债务期限结构符合公司业务发展的需要，整体债务期限结构较为合理。

图 4: 2014-2017.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，在紫金矿业资源并购及投资规模进一步扩大的背景下，公司资产负债率和总资本化比率呈上升趋势，且未来随着紫金矿业矿产资源收购与地质勘探力度的加大，公司总债务规模将持续增长，债务偿付压力或将加大。但目前而言，公司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

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。2016 年，受益于紫金矿业

冶炼铜业务量的增长及铜贸易收入的增加，公司业务规模实现稳步增长，全年实现营业总收入 791.19 亿元，同比增长 6.24%；2017 年 1~3 月，营业总收入为 186.32 亿元，同比减少 4.17%，主要受一季度冶炼加工金产销量减少影响。营业毛利率方面，2016 年冶炼铜加工费上升，而冶炼成本维持相对稳定，促进营业毛利率上升，当年公司营业毛利率为 11.57%，较上年增加 3.10 个百分点。2017 年 1~3 月，紫金矿业主要矿山产品售价同比上升，带动公司获利水平进一步升高，当期营业毛利率为 14.67%。

期间费用方面，2016 年由于紫金矿业运输费用减少，公司销售费用同比减少 2.45%，为 6.90 亿元；近年公司管理费用在期间费用中的比重维持在较高水平，2016 年管理费用占期间费用的比重为 63.99%，为 28.73 亿元，同比增长 7.59%，主要由于勘探投入加大、勘探费用上升以及资产折旧与摊销增加；财务费用方面，2016 年公司汇兑收益增加，当年财务费用 9.27 亿元，同比减少 34.38%。2016 年，公司三费合计 44.90 亿元，同比减少 6.28%，当年三费收入占比为 5.68%，较上年下降 0.76 个百分点。2017 年 1~3 月，公司三费收入占比为 8.96%。整体来看，公司近三年三费收入占比逐年下降，期间费用控制能力较强。

表 6：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

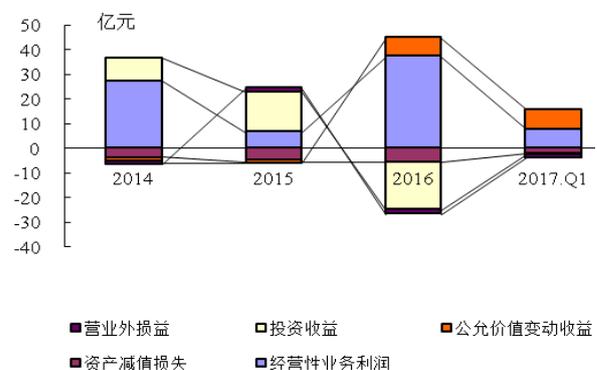
	单位：亿元			
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	9.11	7.07	6.90	2.29
管理费用	22.12	26.71	28.73	8.74
财务费用	11.64	14.13	9.27	5.67
三费合计	42.87	47.91	44.90	16.70
营业总收入	589.03	744.70	791.19	186.32
三费收入占比	7.28%	6.43%	5.68%	8.96%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，公司的利润总额由经营性业务利润、资产减值损失、公允价值变动收益、营业外损益和投资收益构成。2016 年公司营业毛利率上升，经营性业务利润大幅增长，当年经营性业务利润为 37.50 亿元，同比增长 457.31%。同期，公司投资收益为-19.29 亿元，主要系产品套期保值损失。2016 年公司资产减值损失为 5.62 亿元，主要包括

存货跌价损失 0.73 亿元、固定资产减值损失 3.34 亿元和无形资产减值损失 0.52 亿元，随着紫金矿业对主要矿山的改扩建项目持续推进，公司以固定资产减值损失为主的资产减值损失或仍将维持一定规模，进而一定程度影响整体盈利；公允价值变动损益（7.57 亿元）主要系公司持有的股票、基金、期货合约等浮动收益；营业外损益（-1.83 亿元）主要为政府补助收入（1.74 亿元）和固定资产、其他长期资产处置损失（2.97 亿元）。2016 年公司实现利润总额 18.33 亿元，同比减少 1.05%，全年实现净利润 14.05 亿元，同比增长 76.88%，整体盈利水平较高。

图 5：2014-2017.Q1 公司利润总额构成



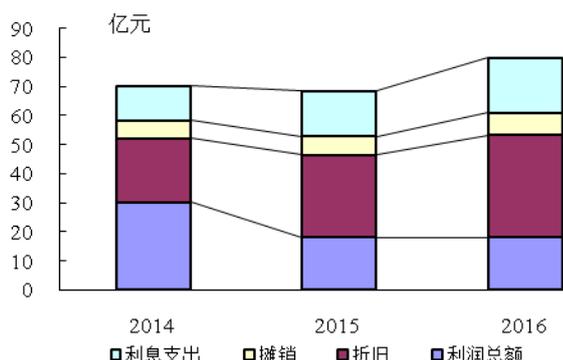
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司收入规模保持稳步增长，且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奠定坚实基础。但值得关注的是，公司核心资产即对紫金矿业拥有的股权，2016 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。

## 偿债能力

2016 年公司财务费用支出加大，且扩产投资项目较大，固定资产折旧持续增加，当年 EBITDA 规模为 80.03 亿元，同比增长 16.55%，整体获现能力较强。从主要偿债能力指标来看，2016 年公司总债务/EBITDA 为 6.62 倍，同比减少 0.06%，EBITDA 利息倍数为 4.24 倍，同比减少 3.17%。整体来看，公司 EBITDA 能对债务利息的偿还形成较强保障。

图 6: 2014-2016 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

经营性现金流方面, 2016 年公司经营活动净现金流为 95.37 亿元, 同期经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.18 倍和 5.05 倍, 公司经营活动净现金流对债务利息的保障能力较强。

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, 2016 年公司投资活动净现金流为 -86.79 亿元。未来随着紫金矿业收购力度的加强、项目建设的推进, 公司投资活动现金净流出规模仍将较大。

表 7: 2014~2017.Q1 公司偿债能力分析

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
长期债务 (亿元)	200.81	243.14	286.41	292.41
总债务 (亿元)	378.60	454.51	529.45	524.20
资产负债率 (%)	58.19	64.26	67.70	66.41
总资本化比率 (%)	51.69	57.09	62.09	60.95
EBITDA (亿元)	70.10	68.67	80.03	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.88	4.38	4.24	-
总债务/EBITDA (X)	5.40	6.62	6.62	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	5.07	6.25	5.05	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.16	0.22	0.18	0.09

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 2016 年末, 公司银行授信总额 1,435 亿元, 尚未使用授信额度 977 亿元, 备用流动性充足, 财务弹性较好。

受限资产方面, 截至 2016 年 12 月 31 日, 公司受限资产合计 4.60 亿元, 其中包括 1.93 亿元保证金、存货 0.10 亿元 (因债务纠纷被法院冻结)、固定资产 0.71 亿元 (因融资租赁抵押)、无形资产 0.18 亿元 (因债务纠纷被法院冻结) 和其他非流动

资产 1.68 亿元 (矿山恢复保证金), 上述资产使用受限, 但鉴于受限资产占总资产的比重较小, 对公司经营不产生实质性影响。另外, 截至 2016 年末, 公司持有的紫金矿业股票质押累计数量为 107,000.00 万股, 占公司持有紫金矿业股权的 18.87%, 质押股票用作公司银行借款担保。截至目前, 公司持有的紫金矿业股票质押累计数量为 28,900 万股, 占公司持有紫金矿业股权的 4.85%。

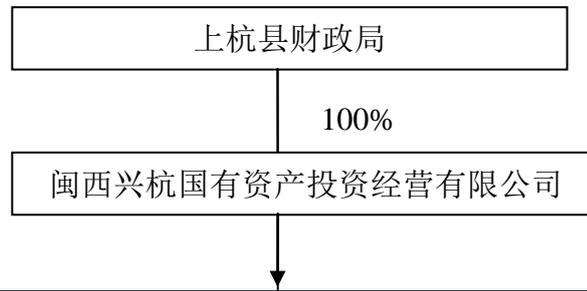
或有负债方面, 截至 2016 年末, 公司对外担保余额为 14.97 亿元, 占当年末净资产的 4.63%, 被担保单位主要为瓮福紫金化工股份有限公司、福建省稀有稀土 (集团) 有限公司、上杭县兴杭工业建设发展有限公司、上杭县城市建设发展有限公司和上杭交通建设投资公司等, 对外担保规模整体较小, 或有负债风险可控。

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, 目前下属企业经营状况良好, 能够为公司带来稳定的经营业绩, 公司整体偿债能力很强。

## 结 论

综上, 中诚信证评维持发行主体闽西兴杭信用等级为 **AA<sup>+</sup>**, 评级展望稳定, 维持“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2015 年公司债券 (第一期)”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

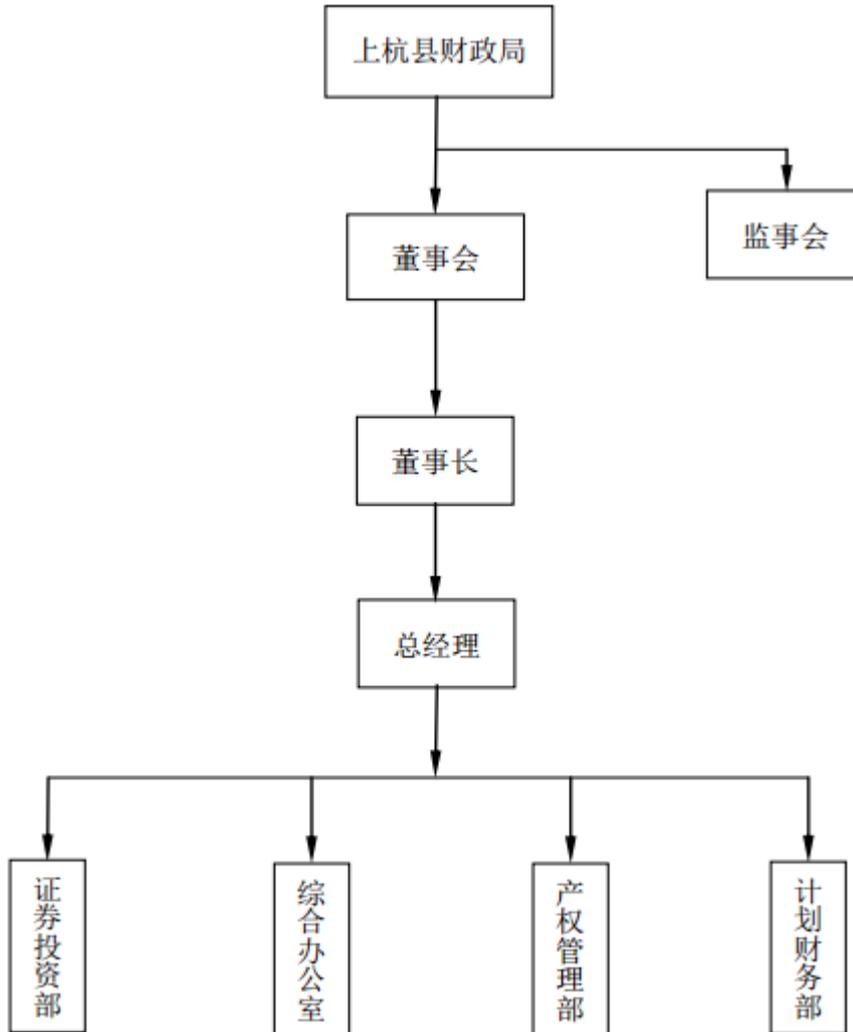
附一：闽西兴杭国有资产投资经营有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



参、控股企业	持股比例	投资额（万元）
紫金矿业	26.33%	5,947.50
兴业银行	-	521.14
蛟城高速	83.18%	5,822.60
上杭县铁路建设有限公司	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	36%	4,855.50
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
鑫源自来水	60%	18,000.00
上杭古田建设发展有限公司	100%	1,000.00
兴诚担保	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	-	10,000.00
龙岩市水电开发有限公司	16.77%	166.67
兴诚实业	100.00%	23,900.00
上杭县产业发展股权投资基金有限责任公司	100.00%	20,000.00
漳州兴证片仔癀股权投资合伙企业	-	5,000
广发纳斯特投资管理有限公司	-	1,000

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 2017 年 3 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指标**

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	552,753.36	886,662.33	851,265.79	771,554.54
应收账款	123,625.29	88,200.25	80,433.94	82,732.05
存货	1,035,458.73	1,095,237.43	1,200,420.04	1,278,526.48
流动资产	2,281,929.75	2,736,504.77	2,894,047.94	2,993,263.18
长期投资	611,656.39	812,652.75	922,219.56	887,527.33
固定资产合计	3,673,928.60	3,911,782.38	4,039,479.36	4,010,027.60
总资产	8,464,112.28	9,558,728.54	10,010,775.64	9,997,893.17
短期债务	1,777,987.91	2,113,826.29	2,430,446.52	2,317,853.42
长期债务	2,008,058.47	2,431,444.29	2,864,071.74	2,924,115.36
总债务（短期债务+长期债务）	3,786,046.38	4,545,270.58	5,294,518.26	5,241,968.79
总负债	4,925,224.15	6,142,088.71	6,777,688.69	6,640,043.82
所有者权益（含少数股东权益）	3,538,888.13	3,416,639.83	3,233,086.95	3,357,849.35
营业总收入	5,890,254.38	7,447,049.83	7,911,882.31	1,863,249.97
三费前利润	702,535.63	546,373.92	824,060.66	244,688.30
投资收益	93,939.27	162,250.54	-192,914.34	-5,971.22
净利润	206,171.58	79,431.33	140,500.26	105,399.17
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	701,044.58	686,681.52	800,340.59	-
经营活动产生现金净流量	604,980.72	981,020.63	953,655.22	117,981.59
投资活动产生现金净流量	-923,637.64	-707,257.35	-867,954.07	-244,158.47
筹资活动产生现金净流量	356,489.18	55,678.89	-108,594.55	-70,260.56
现金及现金等价物净增加额	38,620.27	332,511.89	2,326.55	-196,946.62
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	13.37	8.46	11.57	14.67
所有者权益收益率（%）	5.83	2.32	4.35	12.56*
EBITDA/营业总收入（%）	11.90	9.22	10.12	-
速动比率（X）	0.46	0.48	0.46	0.49
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.22	0.18	0.09*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.34	0.46	0.39	0.20*
经营活动净现金/利息支出（X）	5.07	6.25	5.05	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.88	4.38	4.24	-
总债务/EBITDA（X）	5.40	6.62	6.62	-
资产负债率（%）	58.19	64.26	67.70	66.41
总资本化比率（%）	51.69	57.09	62.09	60.95
长期资本化比率（%）	36.20	41.58	46.97	46.55

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、带“\*”财务指标已经年化处理；3、公司其他流动负债中包含有息债务“短期融资券”，中诚信证评将其调整至短期借款。

**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 + 应付融资租赁款

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。