



信用等级通知书

信评委函字[2018]G372-F2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公开发行2018年公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年十月二十二日

闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 公开发行 2018 年公司债券（第二期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
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
发行规模	本期债券发行规模为 5 亿元
债券期限	本期发行债券期限为 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	本期债券为固定利率，票面利率通过簿记建档方式确定
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

闽西兴杭	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	341.66	323.31	374.75	378.93
总资产（亿元）	955.87	1,001.08	975.51	988.19
总债务（亿元）	454.53	529.45	447.50	467.03
营业总收入（亿元）	744.70	791.19	947.86	229.10
营业毛利率（%）	8.46	11.57	13.90	15.43
EBITDA（亿元）	68.67	80.03	105.83	-
所有者权益收益率（%）	2.32	4.35	7.44	13.98
资产负债率（%）	64.26	67.70	61.58	61.65
总债务/EBITDA（X）	6.62	6.62	4.23	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.60	3.90	5.23	-

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、2018.Q1 的所有者权益收益率指标经过年化处理。

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

田 颖 ctian@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 10 月 22 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公开发行 2018 年公司债券（第二期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定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 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体闽西兴杭偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了公司资产质量较好，持有的紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）股票市值较高、分红稳定；上杭县不断增长的区域经济和财政实力，上杭县政府有力的支持以及公司盈利能力持续快速增长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区域经济产业结构相对单一，黄金等金属价格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。公司为上市公司紫金矿业第一大股东，截至 2018 年 3 月 31 日持股比例为 25.88%；按 2018 年 3 月 30 日收盘价 4.35 元/股算，该部分股票市值为 259.29 亿元。紫金矿业是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，位居 2017 年《福布斯》全球黄金企业第 3 位。2015~2017 年，公司分别收到现金分红 4.37 亿元、3.28 亿元和 3.45 亿元。
- 持续增长的区域经济和财政实力。2015~2017 年上杭县 GDP 分别为 268.0 亿元、276.5 亿元和 318.9 亿元，年均复合增长率为 9.08%；地方公共财政收入分别为 20.8 亿元、22.9 亿元和 25.1 亿元，年均复合增长率为 9.85%，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，能够得到政府在资产注入、项目对接、财税金融政策优惠等多方面的支持，2015~2017 年公司获得政府补助分别为 1.90 亿元、1.74 亿元和 2.35 亿元。
- 盈利能力持续快速增长。受益于紫金矿业有色金属产品产量及价格的上升，公司整体业务规模持续快速增长，2015~2017 年分别实现营业收入 744.70 亿元、791.19 亿元和 947.86 亿元；实现净利润 7.94 亿元、14.05 亿元、27.90 亿元。

关 注

- 区域经济产业结构相对单一，面临黄金等金属价格波动风险。上杭县区域经济主要依赖于黄金、稀土等有色金属产业，这些产业容易受宏观经济和外部环境波动影响，从而对地区财政收入和经济发展产生冲击。黄金等有色金属价格波动也将对紫金矿业的盈利能力带来一定影响。
- 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，2015~2017 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委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

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

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

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

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

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

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 2017 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（以下简称“紫金矿业”，证券代码 601899）的第一大股东，截至 2018 年 3 月 31 日，公司对紫金矿业的持股总数为 59.61 亿股，占总流通股本持股比例为 25.88%。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产为 975.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 374.75 亿元，资产负债率为 61.58%；2017 年，公司实现营业总收入 947.86 亿元，净利润 27.90 亿元，经营活动净现金流 107.62 亿元。

截至 2018 年 3 月 31 日，公司总资产 988.19 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 378.93 亿元，资产负债率为 61.65%；2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 229.10 亿元，净利润 13.24 亿元，经营活动净现金流 16.05 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公开发行 2018 年公司债券（第二期）
发行规模	本期债券发行规模为 5 亿元
债券期限	本期发行的公司债券期限为 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	本期债券为固定利率，票面利率通过簿记建档方式确定
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期发行公司债券的募集资金拟全部用于偿还公司债务

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

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 52.92 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，上杭县的地区生产总值（GDP）增速一直保持较高水平，2015~2017 年上杭县 GDP 分别为 268.0 亿元、276.5 亿元和 318.9 亿元，年均复合增长率为 9.08%。2017 年上杭县 GDP 首次突破 300 亿元大关，其中，第一产业增加值 36.3 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 179.2 亿元，增长 7.9%；第三产业增加值 103.4 亿元，增长 12.7%。三次产业结构比为 11.4：56.2：32.4。

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。2017 年，上杭县规模以上工业总产值 563.6 亿元，增长 26.3%；其中金铜产业工业产值 523.3 亿元，现价增长 30.5%。

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。2015~2017 年上杭

县财政总收入分别为 31.0 亿元、31.7 亿元和 33.3 亿元，年均复合增长率为 3.64%；其中地方公共财政收入分别为 20.8 亿元、22.9 亿元和 25.1 亿元，年均复合增长率为 9.85%。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。

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

表 2：截至 2017 年末黄金储备前十名国家（组织）

排名	国家	黄金储备（吨）	黄金占外汇储备比重（%）
1	美国	8,133.5	75.0
2	德国	3,373.6	69.1
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	67.5
5	法国	2,435.9	63.5
6	中国	1,842.6	2.4
7	俄罗斯	1,828.6	17.5
8	瑞士	1,040.0	5.4
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	66.6

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

黄金供需

2017 年，受金价上涨、美联储加息及美股屡创新高因素影响，黄金 ETF 及类似产品投资需求同比下降 62.91%，带动全球黄金需求整体下降，根据世界黄金协会统计，全球黄金消费需求为 4,071.7 吨，同比下滑 7.00%，为 2009 年以来的最低水平。全球黄金需求主要来自四个方面：金饰制造、投资需求、工业需求以及官方部门购买。2017 年，黄金饰品需求约占 53.15%，私营部门投资需求约占 30.26%，央行储备黄金需求约占 9.12%，工业及其他用金约占 8.17%。

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

投资需求方面，2017 年全球黄金投资需求总量为 1,231.9 吨，较 2016 年大幅下降 22.76%，黄金投资需求降至八年来最低点。一方面，全球金币与金条投资需求同比下降 1.86% 至 1,029.2 吨，其中，金条投资需求较为稳定，为 770.9 吨；金币投资需求则主要因美国需求大幅下降的影响而同比下滑 10%，为 258.2 吨。另一方面，黄金交易所交易基金（ETF）需求大跌 62.91% 至 202.8 吨。受地缘政治风险带来的不确定性、实际利率为负或偏低以及以美股为主的全球股市表现良好等因素影响，2017 年欧洲黄金 ETF 基金流入 148.9 吨，美国黄金 ETF 基金流入 63.0 吨，亚洲和其他地区一共减持了 9.2 吨，分别占全球黄金 ETF 净增持量的 73.40%、31.10% 和 -4.50%。

工业需求方面，黄金是少有的化学、物理、电子性能优异的金属，应用领域非常广泛，在电子、通讯、航空航天、化工和医疗等领域有着广泛的应用。近年来黄金的工业需求量较为稳定，在黄金总需求中占的比例较小，一般不超过 10%。2017 年，受益于智能手机中的人脸识别技术、电子芯片以及汽车安全驾驶系统中传感器的需求持续增长，推升

了科技用金量，电子工业和其他工业应用的黄金使用量全年稳步增长。全年黄金工业需求增加2.91%至332.8吨，为2010年以来首次增长；其中电子领域用金265.3吨，同比增加3.79%，牙科领域用金16.8吨，同比下滑6.67%，其他行业用金50.6吨，同比增加1.61%。随着工业化进程的不断推进，预计未来工业对黄金的需求仍将有所提升。

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

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

另外，作为我国黄金和基金市场的一项重要创新，黄金ETF于2013年推出，黄金ETF的推出不仅丰富了投资者的投资渠道，有利于增加我国广义黄金储备，更有利于提升中国在世界黄金定价中的影响力以及加快中国金融开放的步伐。此外，2016年4月，上海黄金交易所发布了全球首个以人民币计价的黄金基准价格，首笔“上海金”基准价定价于256.92元/克。2017年4月，迪拜黄金与商品交易所（DGCX）“上海金”期货合约产品上线，这是“上海金”基准价在国际金融市场的首次应用。2017年11月，“黄金深港通”正式开通，由香港提供交易平台，深圳提供实物资产交割。深圳和香港市场的互联互通互融将使得中国的黄金市场进一步放大，随着“上海金”及“黄金深港通”的推出，我国有望在国际

黄金市场上享有一定的定价权。

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

黄金的供给主要来自于矿产金、各国央行抛售的储备金及再生金，其中矿产金是比较稳定的市场供给来源。世界八十多个黄金生产国中，美洲约占三分之一，亚太地区以及非洲占比均接近30%，其中主要产金大国包括中国、澳大利亚、美国、俄罗斯和南非等。南非曾经是最大的产金地区，随着黄金地下开采深度的加深，开采难度明显增加，近年来南非黄金产量不断下降，2017年其最大的产金区域威特沃特斯兰德盆地的黄金产量已下降至167.1吨；与此同时，随着黄金勘探、开采技术的提高，我国黄金产量已连续十一年居世界第一。2017年，我国政府先后出台环保税、资源税和资源保护税政策，同时要求自然保护区等生态功能区内矿业权退出，部分黄金矿山企业减产或关停整改，导致黄金产量自2000年以来首次出现大幅下滑。全年我国原产黄金产量为426.12吨，较2016年下降6.03%。

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

股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）和招金集团等4家大型黄金生产企业，亦为全球黄金产量前20名企业。2017年，上述四家黄金生产企业集团成品金产量和矿产金产量分别占全国总产量的52.24%和40.39%。

图 1：2012~2017 年中国黄金产量及同比增长情况



资料来源：中国黄金协会，中诚信证评整理

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

价格走势

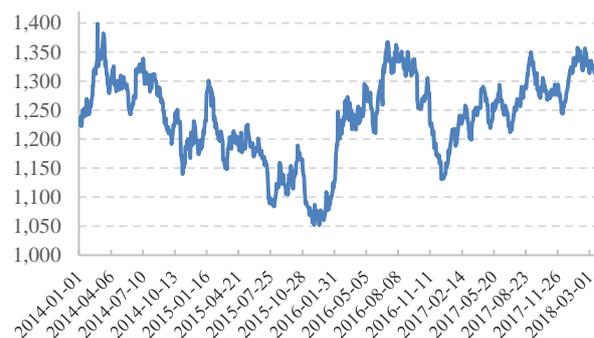
从影响黄金价格的因素来看，传统的生产与消费因素影响很小，以投资和避险需求为代表的金融属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。

2015年以来，国际金价受到美联储加息预期升温影响持续走低。截至2015年6月末，COMEX黄金期货价格为1,172.10美元/盎司。2015年下半年，在看空的大背景下，黄金价格持续下跌。其中，7月20日金价经历了日内大降50美元/盎司的暴跌，刷新1,087.80美元/盎司的逾5年低位。8月金价强势反弹，一度回到1,080美元/盎司之上，随后随着空头力量的爆发，黄金价格再度下跌，11月一举突破2010年初的低点。12月17日，美联储宣布加息，

金价没有出现大涨或大跌，截至2015年末，COMEX黄金价格为1,060.50美元/盎司。2016年上半年，美联储暂缓加息步伐和英国脱欧公投两大事件引发的投资投机需求主导了国际金价走势，使得国际金价总体呈现震荡走高态势，黄金现货价格从1月中旬的1,071美元/盎司开始攀升，在7月初达到年内高点1,367.40美元/盎司后开始回落，但全年仍呈上升趋势。截至2016年末，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,152美元/盎司，同比上涨8.63%，全年均价为1,250.34美元/盎司，同比上升7.91%。2017年前三季度，持续的政治不确定性，尤其是特朗普上台后的一系列政策加剧了市场的不确定性，美元指数持续回落；以及美国空袭叙利亚、朝鲜核试验、法国大选等地缘政治事件的发生，阶段性推动着金价的上涨，COMEX黄金期货合约收盘价格一路震荡上涨至全年高点1,362.40美元/盎司。自2017年9月中旬开始，受美联储对外公布了缩表计划，预期降税将获得成功等影响，美元走强，金价震荡回调。2017年12月，美联储宣布第三次加息，截至2017年末，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,305.10美元/盎司，同比上涨13.29%，全年均价为1,258.79美元/盎司，同比上升0.68%。2018年1~3月，在美国债务上限危机临近、中美贸易战笼罩全球及俄罗斯与西方国家外交战升级等因素的推动下，国际金价维持高位震荡。截至2018年3月末，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,329.60美元/盎司，较年初上涨了0.80%，一季度均价为1,331.01美元/盎司，同比上升9.06%。

图 2：2014.1~2018.3 COMEX 黄金当月连续期货价格趋势图

单位：美元/盎司



资料来源：Choice，中诚信证评整理

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

行业政策

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

表 3：2013 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
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
2015/4/1	中国人民银行、国家海关总署联合发布《黄金及黄金制品进出口管理办法》	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
2016/2/3	国务院分发布《国务院关于取消 13 项国务院部门行政许可事项的决定》	明确取消了开采黄金矿产资质认定
2016/5/9	财政部、国家税务总局发布《关于全面推进资源税改革的通知》	将矿产资源补偿费等收费基金适当并入资源税，在煤炭、原油、天然气、稀土、钨、钼等已实施从价计征改革基础上，对其他 21 种矿产资源全面实施改革，自 2016 年 7 月 1 日起实施。其中，金矿资源税征税对象为金锭，税率幅度 1%~4%适用于北京、上海、广州、南京、青岛、深圳海关。允许企业在指定海关不超过规定数量和批次的报关，避免了原来每一批进口货物都需要办理一次《准许证》。这一政策极大提高了黄金进出口企业的通关效率，有助于黄金贸易企业实施
2016/5/11	央行、海关总署发布《中国人民银行黄金及黄金制品进出口许可证》“非一批一证”管理试点工作	

2017/1/11	工业和信息化部发布《关于推进黄金行业转型升级的指导意见》	“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
2017/2/7	中国黄金协会发布《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
2017/7/5	国土资源部发布《自然保护区内矿业权清理工作方案》	将系统性开展各类保护区内矿业权清理工作，确保新设矿业权不再进入自然保护区
2018/3/1	环保部发布《黄金行业氰渣污染控制技术规范》	本标准规定了黄金行业金矿石氰化、金精矿氰化、氰化堆浸过程产生的氰渣在贮存、运输、脱氧处理、利用和处置过程中的污染控制及检测制度要求。自 2018 年 3 月 1 日起实施

资料来源：公开信息，中诚信证评整理

黄金资源储量对矿业公司的运营尤其重要，近年来黄金生产企业纷纷加大了对上游资源的开发和并购力度，竞争日趋激烈，黄金资源的获取成本不断上升。黄金资源获取成本上升的原因主要有：一是采矿权竞争更加激烈，二是开采难度加大，三是黄金资源税提高，四是黄金开采风险加大。

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。

2015 年，《黄金及黄金制品进出口管理办法》的出台，使得除银行等金融机构外，生产企业等也可以申请黄金进出口资格。2015 年 9 月 25 日，紫金矿业获中国人民银行批复允许从事黄金进口业

务，成为国内获得黄金进口业务资质的首家黄金企业。

2017年1月，《工业和信息化部办公厅关于推进黄金行业转型升级的指导意见》正式发布；随后2月，《黄金行业“十三五”发展规划》（以下简称“规划”）亦正式发布，为制定相关政策和改善行业管理提供依据。规划要求：“以建设黄金强国、满足国内市场需求为目标，以资源勘探开发、技术创新、绿色发展、两化融合、国际合作等为重点，以全球化视野进一步优化产业布局，以调结构、促转型、深化企业改革为主线，推进供给侧结构性改革，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业，到2020年底迈入世界黄金工业强国行列。”

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

铜行业概况

供需

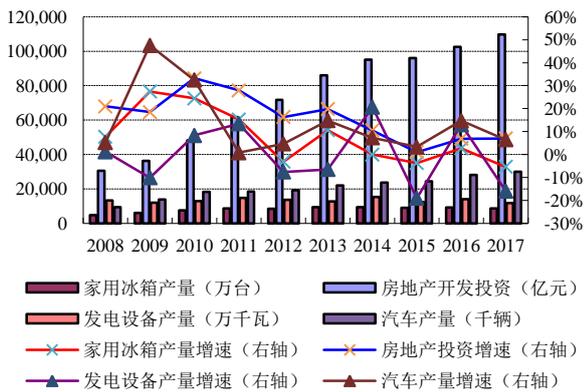
铜作为重要的基础工业原材料之一，其消费量在有色金属材料中仅次于铝。从主要消费地区来看，美国、日本及西欧作为传统三大铜消费地区，近几年消费维持在较稳定的水平，其消费量占全球铜消费量的比例呈递减趋势。近两年亚洲国家的铜消费量成为世界铜消费的主要增长点，我国已成为全球最大的铜消费国。

根据美国地质调查局公布的“Mineral Commodity Summaries 2018”中的数据统计，全球铜矿产资源储量约为79,400万吨（金属吨），主要分布在智利、秘鲁、澳大利亚、墨西哥等国家。中国的铜矿产资源储量位居全球第六位，储量约为2,700万吨（金属吨，下同），占全球储量的3.40%。我国是世界上铜储量相对短缺的国家，加上国内铜矿石的平均品位不高，原料供应已成为制约中国铜产量的瓶颈，中国每年需大量进口铜精矿以满足国内市场需求。近几年我国铜冶炼产能不断扩大，而铜精矿产量增长缓慢，我国铜资源自给水平较低。2015

年由于铜价下跌，国内一些成本较高的中小型矿山开始有减产或停产行为，2015年我国铜精矿产量约为158万吨，同比减少1.37%；同期进口量增至340万吨，同比增长10.75%，主要系我国铜冶炼产能持续扩张，铜精矿需求快速增长所致。2016年铜价仍处于相对低位，一些高成本的中小型矿山延续停产、减产行为，全年我国铜矿产量为155万吨，同比减少1.90%；同时，由于加工费价格较好以及废铜供应紧张，铜精矿进口量呈进一步增长态势，全年我国铜精矿进口量为440.0万吨，同比增加27.09%。2017年以来，环保要求的提升令一些中小型矿山产量关闭，少数大型矿山的生产也曾阶段性受限，但受铜价格上涨驱动，全年我国铜矿产量为165.6万吨，同比增长7.7%。同时，2017年我国铜精矿进口量为435.0万吨，同比增加2.04%。

需求方面，2004年至今我国铜消费量始终处于全球第一位，且消费量逐年增加。其中，电力行业对铜的需求占比最大，其余依次为空调制冷、交通运输和建筑业，上述行业的铜消费量约占国内铜消费总量的80%。近年主要用铜行业不同幅度的增速减缓使我国铜消费需求虽保持增长，但增速下降。2015年以来，国内经济进入结构调整期，经济增速放缓，国内精铜消费量增速保持在较低水平，据安泰科统计，2015年我国精铜消费量约为915万吨，同比增加4.96%，增速进一步下滑。2016年以来，全国房地产开发投资同比增长6.88%，增速比去年同期增加5.89个百分点；全年发电设备产量同比增长13.06%；全年汽车产量同比增长14.46%，增幅比去年同期增加11.21个百分点，受下游行业复苏带动，2016年我国精铜消费量约为1,030万吨。2017年我国发电设备产量同比减少15.9%；家用冰箱产量同比减少6.1%；但房地产开发投资同比增长7.0%；汽车产量同比增加6.48%，加之中国经济、基建等都为铜消费提供了一定支持；2017年我国精铜消费量约为1,074万吨，同比增长4.16%。

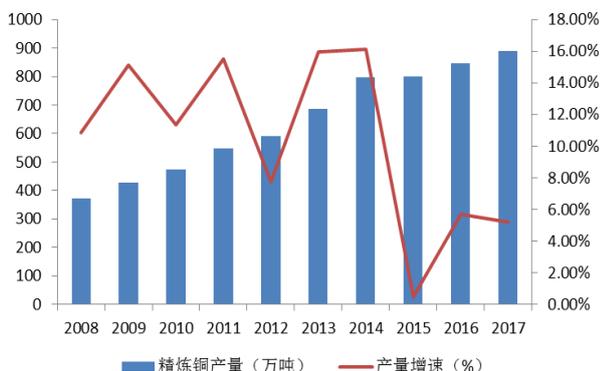
图 3：2008~2017 年我国铜行业下游增长情况



资料来源：安泰科，中诚信证评整理

供给方面，近年来冶炼和精炼产能的扩张推动我国铜产量保持快速增长。2015 年以来，由于铜市场持续低迷、下游需求不振，铜价持续下跌，国内铜冶炼企业检修较多，精炼铜产量增速放缓，2015 年我国精炼铜产量为 796.36 万吨，增速同比下滑约 6 个百分点。2015 年 12 月，国内十家铜冶炼企业发布联合倡议书，宣布 2016 年将减少精铜产量 35 万吨，但考虑到国内仍有部分产能增加，同时 2016 年全年大部分时间铜加工费处于相对较好的水平，部分冶炼厂产能利用率较高，2016 年我国精炼铜产量为 843.6 万吨，同比增加 6.0%。2017 年，铜精矿加工费较低及环保问题限产等对精铜产量形成一定影响，但随着此前产能的逐步达产，2017 年我国精炼铜产量为 888.9 万吨，同比增长 5.4%。

图 4：2008~2017 年我国精炼铜产量及增长情况



资料来源：Wind，中诚信证评整理

经济的增长带动我国精铜需求逐年增长，我国精铜产能的持续扩张不能满足市场需求，进口精铜成为重要补充，近年来我国精铜进口量均保持较大规模。2015 年下半年由于国内外铜价比值得到修复，刺激了部分出口意愿，加之库存转移行为存在，

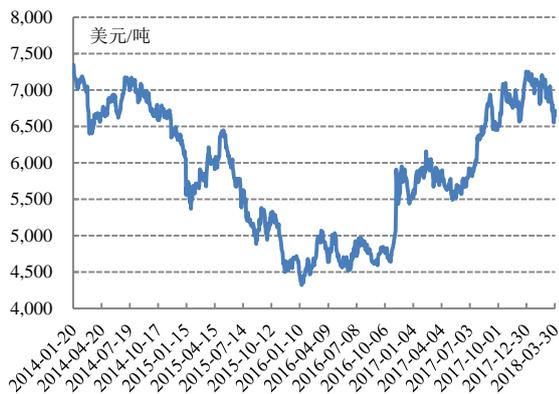
精铜进口量开始增加，2015 年我国精铜净进口量为 346.6 万吨，同比增加 4.27%，国内精铜市场供应过剩约 90.5 万吨。2016 年，我国精铜净进口量为 320.3 万吨，同比减少 7.59%，国内精铜市场供应过剩 54.1 万吨，同比大幅降低。2017 年，我国精铜净进口量为 290.6 万吨，同比减少 9.27%，国内精铜市场仍旧呈现过剩格局，但过剩量为 17.3 万吨，较 2015~2016 年有明显缩减，主要因净进口量下滑较大所致。

总体来看，近年来随着铜冶炼产能的扩张，国内精炼铜、铜精矿产量保持快速增长态势，但由于铜消费量增速的回升和进口量的减少，精铜市场虽仍呈现供应过剩格局，但过剩幅度已大幅降低。

价格

铜属于典型的周期性行业，价格存在周期性波动，作为大宗商品，同时具备较强的金融属性。2015 年以来，受美元走强、供应过剩以及中国经济增速放缓等多重因素影响，2015 年全年 LME 3 月期铜平均价格为 5,493 美元/吨，同比下跌 19.50%，延续下行态势。2016 年以来，全球精铜市场维持供应过剩格局；此外受人民币贬值、原油价格波动、美联储加息预期、英国“脱欧”等多重因素影响，铜价持续低位震荡。2016 年 11 月以来，市场对未来基本金属需求看好，加之其他有色金属品种价格走高提振，铜价开始快速上涨，2016 年 12 月，LME 3 月期铜和 SHFE 3 月期铜月均价分别为 5,675 美元/吨和 46,675 元/吨，分别较年初大幅上涨 27.19% 和 32.03%，但全年 LME 3 月和 SHFE 3 月期铜均价分别为 4,867 美元/吨和 38,203 元/吨，分别同比下跌 11.41% 和 5.87%，仍呈下跌趋势。2017 年以来，在智利大型铜矿罢工等因素的带动下，铜价继续上涨。截至 2017 年 3 月底，LME 3 月期铜和沪铜主力合约价格分别为 5,861 美元/吨和 47,750 元/吨，较年初分别上涨 6.92% 和 4.35%。2017 年 1~3 月，LME 3 月期铜和 SHFE 3 月期铜均价分别为 5,850 美元/吨和 47,649 元/吨，分别同比上涨 25.50% 和 31.31%。

图 5：2014.1~2018.3 LME 3 月期铜价格走势



资料来源：Choice，中诚信证评整理

长期看，以中国为代表的新兴经济体对金属的大量需求还将持续。但全球经济发展仍有较大不确定性，短期内铜需求回落，未来一定时期内铜价将保持震荡波动的态势。

行业政策

近年来，国内铜行业冶炼产能急速扩张，国家监管部门于 2006 年开始通过进口关税、出口税率、行业准入条件、节能环保要求等政策变化加强对铜行业的宏观调控。

2014 年 4 月 28 日，工信部发布《铜冶炼行业规范条件》，进一步加强铜冶炼行业管理，遏制低水平重复建设，规范现有铜冶炼企业生产经营秩序，提升资源综合利用率和节能环保水平，推动铜工业结构调整和产业升级，促进铜冶炼行业持续健康发展。新规范条件自 2014 年 5 月 1 日起实施，原《铜行业准入条件》同时废止。

2015 年 3 月，国家发改委和商务部发布《外商投资产业指导目录（2015 年修订）》，该文件明确外商投资铜铝铅锌冶炼不再受限。

2016 年 10 月 18 日，工业和信息化部编制发布《有色金属工业发展规划（2016-2020 年）》提出要提高铜行业技术水平，控制新建项目——“考虑到我国原料对外依存度不断上升，在我国有色金属需求增速下降和能源环保压力不断增大的情况下，要从严控制铜、电解铝、铅、锌、镁等新建冶炼项目，鼓励对落后铅锌冶炼进行技术改造”。

2017 年 7 月 28 日《固定污染源排污许可分类管理名录（2017 年版）》正式施行，有色金属冶炼、造纸、纺织印染、制革、电镀、平板玻璃、农副食

品加工等 15 个行业最先受到冲击。

2017 年 11 月 19 日，我国首个工业品期权产品铜期货期权获准立项，工业品类期权有望逐渐落地。上市铜期货期权产品，能够为铜产业链相关企业提供更加精细化的风险管理工具，提高企业风险管理的灵活性，同时完善国内铜期货市场的投资者结构，有利于我国在国际金融中心建设中提升铜的国际定价话语权。

我国政府出台的一系列调控政策表明政府对铜行业的监管力度正在加大，政策的实施有助于改善目前我国铜行业的无序扩张状态，有助于铜产业结构的优化和资源的合理配置。未来具有完整产业链的大型铜生产企业将会拥有更好的成长空间，而规模小、技术落后的冶炼企业面临淘汰的压力；同时，铜行业的集中度有望得到提升，上下游企业以及可以实现资源互补的企业之间的合作也将进一步增加。

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 2018 年 3 月 31 日，公司对紫金矿业的持股数为 59.61 亿股¹，占总股本的比例为 25.88%。按 2018 年 3 月 30 日收盘价 4.35 元/股算，该部分股票市值为 259.29 亿元。

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 2017 年末，紫金矿业保有黄金资源储量为 1,320.07 吨，保有铜资源储量为 3,147.51 万吨，分别占我国矿山金、铜资源储量的 10.85% 和 31.13%；并位居 2017 年《福布斯》全球 2,000 强企业第 1,200 位及其中的全球有色金属企业第 18 位、全球黄金企业第 3 位，以及位居 2017 年《财富》中国 500 强第 82 位。

¹ 其中 2.89 亿股处于质押状态，2.08 亿股处于冻结状态（根据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》（财企[2009]94 号）及《关于境内证券市场实施国有股转持政策公告》的有关规定，划转给全国社会保障基金理事会持有的股权。截至 2018 年 3 月末，上述划转工作尚未完成，该部分股份仍在闽西兴杭名下，但已在中央证券登记结算有限责任公司予以冻结，其对应分得的现金红利也直接划给全国社会保障基金理事会）。

紫金矿业盈利和获现能力较强，2015~2017 年分别实现营业总收入 743.04 亿元、788.51 亿元和 945.49 亿元，取得净利润 13.43 亿元、16.87 亿元和 32.48 亿元；同期经营活动净现金流分别为 102.69 亿元、86.02 亿元和 97.64 亿元。截至 2018 年 3 月 31 日，紫金矿业的总资产为 909.65 亿元，所有者权益为 381.31 亿元，其中，归属于母公司所有者权益合计为 354.89 亿元。

公司每年可从紫金矿业获得较大规模的现金分红。2015~2017 年公司收到的紫金矿业上一年度现金分红分别为 4.37 亿元、3.28 亿元和 3.45 亿元。此外，2018 年 5 月，紫金矿业经股东大会审议通过，其 2017 年度现金分红额为 20.73 亿元，按照 2018 年 3 月 31 日公司持股比例计算，预计公司将获得不低于 5 亿元的现金分红。

整体来看，作为紫金矿业第一大股东，公司拥有的紫金矿业资产质量较好，股份价值较高；得益于紫金矿业很强的盈利和获现能力，公司每年可从紫金矿业获得较大规模的现金分红，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。同时，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，2015~2017 年公司获得政府补助分别为 1.90 亿元、1.74 亿元和 2.35 亿元。

在资产划转方面，2018 年 3 月，上杭县国资委将上杭县汇杭投资经营有限责任公司（以下简称“汇杭投资”）100% 股权无偿划转至公司。汇杭投资成立于 2013 年 5 月，主营业务为对外投资。截至 2017 年末，汇杭投资总资产 3.96 亿元、所有者权益 2.22 亿元，本次资产划转将有助于公司参与境外项目的投资及并购项目等业务。此外，公司发行的“13 闽西兴杭债/PR 闽兴杭”纳入地方政府债务置换范畴，能一定程度减轻公司债务压力。

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。

基金投资方面，为推动上杭县产业转型升级和中小企业加快发展，公司于 2017 年 5 月与纳斯特基金发起设立的规模 5 亿元的兴杭纳斯特产业基金，其中公司出资 2 亿元，外部募资 3 亿元。该基金将优先考虑上杭县境内的优质项目，原则上将以不低于基金规模 30% 的资金投资到上杭县，重点支持上杭县科技型创新创业企业、重大研发平台、公共服务平台等，推动上杭县经济增长、产业转型升级、促进招商引资。同时，公司通过福建省新一代信息技术产业基金及福建兴杭战略创业投资基金投资的恒锋信息科技股份有限公司（股票代码 300605.SZ）、福建阿石创新材料股份有限公司（股票代码 300706.SZ）和厦门盈趣科技股份有限公司（股票代码 002925.SZ）已分别于 2017 年 2 月、2017 年 9 月以及 2018 年 1 月完成上市，未来对上述公司股票的处理将为公司带来一定规模的投资收益。

总体来看，公司作为国有投资控股型企业，在资产注入、项目对接、财税金融政策优惠等多方面获得政府的全力支持。

业务运营

公司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最主要的来源，该业务通过对紫金矿业持股运营。2015~2017 年公司分别实现营业总收入 744.70 亿元、791.19 亿元和 947.86 亿元，其中 2017 年收入大幅增长，主要系紫金矿业矿产品产量和价格上升所致。

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，2015~2017 年该业务收入分别为 743.04 亿元、788.51 亿元和 945.49 亿元，占营业总收入的比重约 99%；同期，电力业务收入分别为 0.45 亿元、0.86 亿元和 0.48 亿元，高速公路业务收入分别为 0.61 亿元、0.63 亿元和 0.68 亿元，其他业务

收入分别为 0.60 亿元、1.21 亿元和 1.22 亿元，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。经过转增股、增发新股等形式的股份变动，截至 2018 年 3 月末，紫金矿业注册资本增至人民币 23.03 亿元，公司对紫金矿业的持股数为 59.61 亿股，占总股本的比例为 25.88%。

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，拥有丰富的矿产资源，其中，国内矿山资源主要分布于福建、吉林、黑龙江、新疆、青海、内蒙古、贵州、云南等地；海外资源主要分布在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、刚果（金）、巴布亚新几内亚及澳大利亚等地区。截至 2017 年末，紫金矿业主要矿山保有资源储量包括：金 1,320.07 吨（其中伴生金 158.85 吨），铜 3,147.51 万吨，银 836.05 吨，钼 68.09 万吨，锌 783.04 万吨，铅 144.03 万吨，钨 7.56 万吨（ WO_3 ），锡 13.97 万吨，铁 2.06 亿吨（矿石量），铂 235.80 吨，钯 148.76 吨以及煤 0.69 亿吨；共有探矿权 188 个，面积 1,860.81 平方公里；采矿权 226 个，面积 774.92 平方公里。

表 4：2017 年紫金矿业主要矿山保有资源/储量汇总表

主要矿种	2017	同比增长 (%)
金（金属，吨）	1,161.22	-1.86
伴生金（金属，吨）	158.85	-3.24
金小计（金属，吨）	1,320.07	-2.03
铜（金属，万吨）	3,147.51	4.69
银（金属，吨）	836.05	-10.49
钼（金属，万吨）	68.09	0.18
锌（金属，万吨）	783.04	-2.23
铅（金属，万吨）	144.03	-3.69
钨（ WO_3 ，万吨）	7.56	-5.50
锡（金属，万吨）	13.97	0
铁（矿石，亿吨）	2.06	-1.44
煤（亿吨）	0.69	-84.90
铂（金属，吨）	235.80	-5.39
钯（金属，吨）	148.76	-5.39

注：1、保有资源储量按完全权益法统计，即所有项目/矿山的资源储量均按紫金矿业实际持股比例计算。

2、因 2017 年 10 月处置了新疆奇台县金山黑山头煤矿项目的全部股权，2017 年末煤炭资源储量大幅减少。

资料来源：紫金矿业定期公告，中诚信证评整理

黄金产品方面，2015~2017 年矿产金产量分别为 37.16 吨、42.55 吨和 37.48 吨。其中 2016 年矿产金产量增加主要系 2015 年收购的巴新波格拉金矿当年贡献 7.47 吨所致，2017 年矿产金产量减少主要系国内矿山矿石品位下降，其产量亦下降所致。从 2017 年矿产金主要矿山分布情况来看，巴布亚新几内亚波格拉金矿生产 7.82 吨、澳洲诺顿金田黄金公司生产 6.27 吨、塔吉克斯坦泽拉夫尚公司生产 4.01 吨、紫金山金矿生产 3.88 吨、珙春曙光金矿生产 2.57 吨、河南洛阳坤宇黄金公司生产 1.83 吨等。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，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。由于黄金贸易业务毛利率较低，2016 年以来紫金矿业缩减了黄金贸易规模，2015~2017 年紫金矿业冶炼、加工及贸易金产量分别为 210.20 吨、172.05 吨和 176.28 吨。

表 5: 2015~2017 年紫金矿业主要产品产量

产品	2015	2016	2017
矿产金 (吨)	37.16	42.55	37.48
冶炼、加工及贸易金 (吨)	210.20	172.05	176.28
矿产银 (吨)	211.05	220.08	238.09
矿产铜 (万吨)	15.03	15.50	20.80
冶炼铜 (万吨)	26.41	40.63	42.80
矿产锌 (万吨)	19.82	25.00	27.00
冶炼锌 (万吨)	21.88	21.45	19.70
铁精矿 (万吨)	197.00	63.00	243.00

数据来源: 紫金矿业定期报告, 中诚信证评整理

从销售情况看, 紫金矿业对外销售的黄金产品主要包括标准金锭及金精矿, 所需主要原料为通过自身拥有的矿山开采的金矿石及外购合质金。紫金矿业生产的标准金主要在上海黄金交易所进行销售, 并按市场价格销售; 冶炼加工金主要采取由客户点价销售的模式, 确定原材料的收购价, 通过紫金矿业的交易平台在上海黄金交易所报价, 成交后依据合同确定的加工费, 按成交价扣取加工费后的价格作为采购结算价。2015~2017 年紫金矿业分别完成矿产金销售 35.63 吨、41.62 吨和 37.38 吨, 完成冶炼加工金销售 210.16 吨、173.08 吨和 176.15 吨, 黄金业务分别实现销售收入 569.66 亿元、555.34 亿元和 577.57 亿元。

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。2015~2017 年紫金矿业矿产铜产量分别为 15.03 万吨、15.50 万吨和 20.80 万吨; 冶炼铜产量分别为 26.41 万吨、40.63 万吨和 42.80 万吨。从销售情况看, 2015~2017 年紫金矿业销售矿产铜分别为 15.12 万吨、15.12 万吨和 20.82 万吨, 销售冶炼铜分别为 25.86 万吨、40.59 万吨和 43.12 万吨, 实现铜业务收入 134.09 亿元、172.51 亿元和 252.23 亿元, 铜业务的开展丰富了紫金矿业的收入和利润来源。

锌金属方面, 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, 2015~2017 年产量分别为 19.82 万吨、25.00 万吨和 27.00 万吨, 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; 同期冶炼锌产量分别为 21.88 万吨、21.45 万吨和 19.70 万吨, 2015~2017 年紫金矿业分别实现锌业务收入 41.02 亿元、50.21 亿元和 80.35 亿元。

表 6: 2015~2017 年紫金矿业收入构成

单位: 亿元

产品	2015	2016	2017
矿产金	76.59	97.62	93.20
冶炼金	493.07	457.72	484.37
矿产银	4.57	5.14	6.03
矿产铜	43.91	40.31	71.63
冶炼铜	90.18	132.20	180.61
矿产锌	12.74	19.74	40.67
冶炼锌	28.28	30.47	39.69
铁精矿	3.79	6.32	11.17
其他	63.24	157.47	232.16

注: 1、分部收入为未抵消数据;

2、其它销售收入主要包含贸易物流收入、冶炼加工银销售收入、铜管销售收入、铜板带销售收入、黄金制品收入、铅精矿销售收入等。

数据来源: 紫金矿业定期报告, 中诚信证评整理

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, 紫金矿业所有的金融衍生品交易均由董事会授权成立的金融业务指导小组进行管理, 在授权范围内由专业团队执行相关操作, 并由其时刻关注商品期货合约的价格波动, 及时提出实施方案。在持仓量方面, 2017 年紫金矿业矿产黄金的持仓量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 10%; 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 80%, 虽然紫金矿业针对远期交易建立了内部管理制度, 但期货的交易特点使该业务仍面临一定市场及操作风险, 因此应持续关注紫金矿业对套期保值业务的风险控制情况。

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, 陇南紫金 (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。紫金矿业该项目计划投资金额 14 亿元，截至 2017 年末累计投资金额为 6.54 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。

总体来看，紫金矿业矿产资源储量较为丰富，黄金业务保持很强的竞争力，同时铜和锌等业务板块发展良好，对整体收入形成重要补充。未来，随着主要矿山建设项目的逐步达产，产能得到释放，公司矿产资源开发业务的整体竞争力及抗风险能力将得到增强。

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。2015~2017 年，汀江水电分别实现电力收入 0.45 亿元、0.86 亿元和 0.48 亿元；其中，2016 年收入大幅增长，主要系当年雨量充沛导致发电量大增所致。

表 7：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	1,300	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，2015~2017 年全年通行费收入为 0.61 亿元、0.63 亿元和 0.68 亿元。

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 60%，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 36.77%。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。2015~2017 年，鑫源自

来水总供水量分别为 1,243 万吨、1,226 万吨和 1,337 万吨，分别实现业务收入 0.09 亿元、0.10 亿元和 0.12 亿元。

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。2014 年 10 月，公司对兴诚担保增资 1.5 亿元，目前其注册资本增至 2.5 亿元。业务运营方面，2015~2017 年末，兴诚担保的担保余额分别为 1.62 亿元、2.52 亿元和 2.85 亿元，近三年代偿发生额分别为 0.42 亿元、0.01 亿元和 0.00 亿元，2017 年末尚未追偿的代偿款共计 0.65 亿元。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 2017 年 12 月 31 日，兴诚实业总资产 7.1 亿元，所有者权益 6.7 亿元，共管理店面 273 间。其中，接管运营 46 家行政事业单位“非转经”资产，店面共计 215 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。2017 年兴诚实业全年实现营业收入 0.15 亿元。

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。

基金投资方面，为推动上杭县产业转型升级和

中小企业加快发展，公司与上杭县财政局共同出资，设立了总规模 20 亿元的“上杭县产业发展基金”，该基金主要通过直接投资和间接引导方式，围绕上杭县产业链整合优化和产业结构优化调整，重点支持创业企业、重大研发平台、公共服务平台等。通过产业发展投资基金的投资和引导，使企业完善法人治理、优化股权结构、稳定经营权，同时降低企业融资成本，引导企业长远发展。目前，在拟成立的规模为 5 亿元的子基金（兴杭纳斯特产业基金）中，由公司出资 2 亿元，外部募资 3 亿元，该基金将优先考虑上杭县境内的优质项目，原则上将不低于基金规模 30% 的资金投资到上杭，重点支持上杭县科技型创新创业企业、重大研发平台、公共服务平台等，推动上杭县经济增长、产业转型升级、促进招商引资。同时，公司谨慎开展一级市场投资业务，目前通过福建省新一代信息技术产业基金及福建兴杭战略创业投资基金投资的三家公司已完成上市，未来对上述公司股票的处置将为公司带来一定规模的投资收益。

此外，为加快公司向综合性投资控股公司的转型步伐，公司将积极开展各项创新业务，包括国债逆回购、可转债申购、新股网上网下申购等新型低风险较高回报的业务，以及与其他公司合作开展专户理财业务；并将通过汇杭投资下属兴杭投资（香港）有限公司参与境外项目的投资、参股、并购，内引外联，做好产业项目招商、人才引进、技术交流等工作。

产业及股权投资方面，2017 年起，公司逐步加大实体企业的投资业务。公司投资领域主要为龙岩市及上杭县内可控优质矿业资源及新能源开发业务。公司将努力培育一批符合产业发展方向、成长性良好的企业，通过有效的整合重组、跟踪培育，打造区域龙头或上市企业。

在稀土矿业投资板块，公司拥有上杭赣闽有色金属实业发展有限公司 54% 股权。赣闽有色拥有离子型稀土矿场，其探矿权查明资源量为 13.83 万吨。但由于 2014 年国家稀土开采政策进行了调整，明确稀土开采由六大稀土集团开采。目前公司已与相关合作方达成初步意向，拟通过合作方式共同推

进稀土开发业务。

在新能源业务板块，公司与龙岩工贸发展集团有限公司（以下简称“工发集团”）、福建德尔科技有限公司（以下简称“德尔科技”）共同成立了福建省龙德新能源股份有限公司，其主要投资项目为年产 1,200 吨六氟磷酸锂，公司持股比例为 25.5%。其中，德尔科技为国内氟气行业的龙头企业，拥有丰富的行业经验，工发集团下属拥有多家锂电池生产企业，对六氟磷酸锂具有较大需求。目前，项目已经开始主体厂房建设，并计划在 2018 年第四季度实现投产。

此外，公司于 2017 年 9 月与工发集团以及龙岩市汇金发展集团有限公司签署股权转让协议，获得了龙岩高岭土股份有限公司（以下简称“龙高公司”）4.95% 股权，投资额为 3,576.8 万元。龙高公司拥有总储量 5,419 万吨的龙岩东宫下高岭土矿独家开采权，同时拥有年产 60 万吨高岭土原矿及 5 万吨选精矿的生产能力。

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，设立了董事会、监事会和经营管理机构，并明确规定了董事会、监事会成员的权利、义务和职责权限。目前上杭县人民政府授权上杭县国资委履行出资人职责；公司董事会是公司的经营决策机构，成员为 3 人，其中职工代表一人；监事会成员为 5 人，其中职工代表监事 2 人。职工代表由公司职工代表大会选举产生，非职工代表的董事和监事由上杭县国资委委派。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，对董事会负责。

组织架构方面，公司根据业务特点及需要设置综合管理部、产权部、财务会计部、证券投资部、纪检监察部等 5 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

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 2015~2017 年度财务报告以及公司提供的未经审计的 2018 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，且为合并口径。

资本结构

近年来公司资产规模呈波动增长态势，截至 2015~2017 年末，公司资产总额分别为 955.87 亿元、1,001.08 亿元和 975.51 亿元，年均复合增长率为 1.02%；同期，公司负债总额呈波动下降态势，分别为 614.21 亿元、677.77 亿元和 600.75 亿元，年均复合增长率为 -1.10%。同期，公司所有者权益分别为 341.66 亿元、323.31 亿元和 374.75 亿元，呈波动增长态势，其中 2016 年所有者权益减少主要系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所致；2017 年所有者权益增长主要系紫金矿业增发股票导致少数股东权益明显增长所致。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 988.19 亿元，负债总额为 609.25 亿元，所有者权益为 378.93 亿元。

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，2015~2017 年末非流动资产分别为 682.22 亿元、

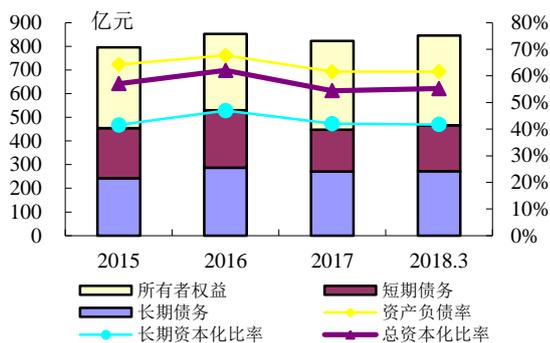
711.67 亿元和 666.92 亿元，占当期总资产的比重分别为 71.37%、71.09% 和 68.37%。从非流动资产结构来看，公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、长期股权投资和其他非流动资产构成。2015~2017 年末，公司固定资产账面价值分别为 325.23 亿元、352.56 亿元和 329.38 亿元，占当期非流动资产的比重分别为 47.67%、49.54% 和 49.39%。其中，2016 年末固定资产大幅增长主要系当期紫金矿业矿山及铜冶炼项目产能扩张和在建工程转固所致；随着部分固定资产因老旧而处置或报废，2017 年末固定资产同比减少 6.57%。公司无形资产主要为探矿及采矿权和土地使用权等，2015~2017 年末分别为 103.38 亿元、103.48 亿元和 99.91 亿元，占当期非流动资产的比重分别为 15.15%、14.54% 和 14.98%。2015~2017 年末，公司长期股权投资分别为 68.27 亿元、77.74 亿元和 66.63 亿元，占当期非流动资产的比重分别为 10.02%、10.92% 和 9.99%，呈现一定的波动，主要系公司境外合营企业外币报表折算差额波动，以及对部分合营、联营企业增减投资额所致。公司其他流动资产主要由勘探开发成本、长期应收款、预付固定资产与工程款等构成，2015~2017 年末分别为 82.61 亿元、86.74 亿元和 92.28 亿元，占当期非流动资产的比重分别为 12.11%、12.19% 和 13.84%。

从流动资产结构来看，公司流动资产主要包括存货、货币资金、其他应收款和其他流动资产。2015~2017 年末，公司存货余额分别为 109.52 亿元、120.00 亿元和 110.92 亿元，占当期流动资产的比重分别为 40.02%、41.48% 和 35.94%。其中，2016 年原材料和在产品明显增加导致期末存货余额较 2015 年末增长 9.60%；2017 年房地产开发成本减少 7.36 亿元导致期末存货较 2016 年末减少 7.60%。由于金、铜等有色金属以及原料价格受国际市场影响较大，公司对其计提跌价准备，截至 2017 年末，存货跌价准备余额为 1.31 亿元。2015~2017 年末，公司货币资金分别为 88.67 亿元、85.13 亿元和 73.91 亿元，占当期流动资产的比重分别为 32.40%、29.41% 和 23.95%。公司其他应收款主要系外部单位借款、应收合营及联营公司款、代垫材料款、应收

少数股东款、应收处置资产款和已平仓期货盈利等；2015~2017 年末分别为 31.64 亿元、19.84 亿元和 17.26 亿元，占当期流动资产的比例分别为 11.56%、6.86% 和 5.59%。截至 2017 年末，公司共计提其他应收款坏账准备 2.35 亿元，其中厦门紫金铜冠投资发展有限公司借款余额为 2.50 亿元，因其所投资项目长期无进展，公司对该笔借款计提坏账准备 1.41 亿元。公司其他流动资产主要包括期货保证金、预缴税款和理财产品等，2015~2017 年末分别为 13.72 亿元、22.59 亿元和 36.48 亿元，主要系公司执行现金管理，购买的短期理财产品规模变动所致。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2015~2017 年末流动负债分别为 340.88 亿元、369.19 亿元和 304.08 亿元，占当期负债总额的比重分别为 55.50%、54.47% 和 50.62%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，截至 2017 年末，上述四项占流动负债比重分别为 33.40%、13.89%、15.09% 和 16.28%，其中，短期借款为 101.56 亿元，同比减少 17.77%，主要系到期债务归还所致；应付账款为 42.23 亿元，同比减少 12.24%，其中 1 年以内的应付账款占比为 87.12%；其他应付款为 45.90 亿元，同比增长 1.38%，主要包括工程设备款、第三方往来款、保证金及应付利息等；一年内到期的非流动负债为 49.52 亿元，同比下降 25.08%，主要系一年内到期的长期借款到期归还所致。截至 2017 年末，公司非流动负债为 296.67 亿元，占负债总额比重为 49.38%，主要由 90.14 亿元长期借款和 181.35 亿元应付债券组成。其中长期借款同比增长 16.99%，应付债券同比下降 13.38%。

图 6：2015~2018.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，2015~2017 年末以及 2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 64.26%、67.70%、61.58% 和 61.65%；总资本化比率分别为 57.09%、62.09%、54.42% 和 55.21%，整体呈波动下降趋势，公司负债水平仍处于较合理范围。

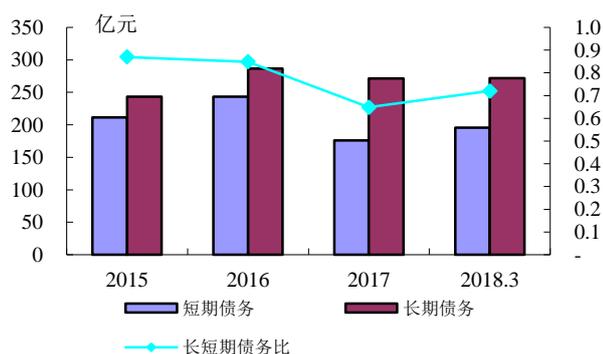
表 8：2017 年末黄金行业公司资本结构比较

公司	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)
中金黄金	385.16	228.73	59.39
山东黄金	421.16	249.47	59.23
闽西兴杭	975.51	600.75	61.58
招金矿业	337.25	170.23	50.48

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司债务以长期债务为主，2015~2017 年末以及 2018 年 3 月末公司总债务分别为 454.53 亿元、529.45 亿元、447.50 亿元和 467.03 亿元，其中长期债务分别为 243.14 亿元、286.41 亿元、271.49 亿元和 271.55 亿元；长短期债务比分别为 0.87 倍、0.85 倍、0.65 倍和 0.72 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 7：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年紫金矿业非公开发行股票地完成使得公司资产负债率和总资本化比率明显下降。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。受益于紫金矿业有色金属产品产量及价格的上升，公司业务规模持续增长，2015~2017 年营业总收入分别为 744.70 亿元、791.19 亿元和 947.86 亿元，年复合增长率为 12.82%，2018 年 1~3 月，公司营业总收入为 229.10 亿元。营业毛利率方面，受益于有色金属产品价格的上涨，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司综合毛利率持续上升，分别为 8.46%、11.57%、13.90% 和 15.43%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用分别为 47.91 亿元、44.90 亿元和 61.60 亿元。2017 年，因紫金矿业运输费用和销售服务费上升，公司销售费用同比增加 11.67%，为 7.70 亿元；同期，受研发费及人工成本等增长的影响，公司管理费用同比增长 5.78%，为 30.39 亿元；2017 年公司汇兑损失较上年增加 13.84 亿元，使得财务费用同比大幅增长 153.45%，为 23.50 亿元。2015~2017 年，公司三费收入占比分别为 6.43%、5.68% 和 6.50%。2018 年 1~3 月，公司期间费用为 16.02 亿元，三费收入占比为 6.99%。整体来看，公司三费收入占比保持相对稳定，但 2017 年汇兑损益波动较大，导致财务费用出现较大波动，进而对公司盈利产生影响，需对此予以关注。

表 9：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

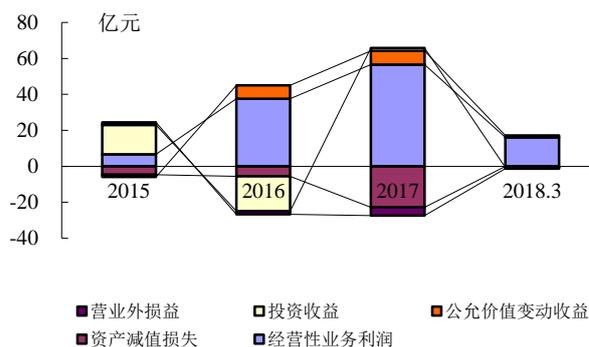
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	7.07	6.90	7.70	2.35
管理费用	26.71	28.73	30.39	6.70
财务费用	14.13	9.27	23.50	6.97
三费合计	47.91	44.90	61.60	16.02
营业总收入	744.70	791.19	947.86	229.10
三费收入占比	6.43%	5.68%	6.50%	6.99%

资料来源：公司定期报告，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、投资收益、公允价值变动收益和营业外损益构成。2015~2017年，公司利润总额分别为18.53亿元、18.33亿元和41.19亿元；其中，经营性业务利润分别为6.73亿元、37.50亿元和56.63亿元，主要受益于有色金属产品价格的上涨。同期，公司资产减值损失分别为4.71亿元、5.62亿元和22.82亿元；其中，2017年损失明显增加主要系紫金矿业根据当年减值测试结果对存在减值迹象的资产计提减值准备所致。2017年公司主要计提固定资产减值损失10.58亿元、在建工程减值损失6.14亿元、无形资产减值损失3.29亿元和其他非流动资产及长期待摊费用减值损失1.72亿元。2015~2017年，公司投资收益分别为16.23亿元、-19.29亿元和1.69亿元，波动较大，主要系公司为规避价格波动风险采取套期保值交易方式，期货平仓收益波动导致处置以公允价值计量的金融资产取得的投资收益波动较大所致；同期，公允价值变动收益分别为-1.25亿元、7.57亿元和7.50亿元，主要包括公司持有的股票、基金、期货合约等浮动收益，受市场行情波动而波动；营业外收益分别为1.54亿元、-1.83亿元和-4.59亿元，主要系以政府补助²为主的营业外收入持续减少，以及非流动资产处置损失、对外捐赠等营业外支出增长所致。2018年1~3月，公司利润总额为16.29亿元，其中经营性业务利润为16.01亿元。2015~2017年及2018年1~3月，公司分别实现净利润7.94亿元、14.05亿元、27.90亿元和13.24亿元。

² 根据2017年5月发布的《关于印发修订〈企业会计准则第16号——政府补助〉的通知》要求，公司将原先计入“营业外收入”的政府补助拆分，其中，与企业日常活动相关的政府补助，计入“其他收益”；与企业日常活动无关的政府补助，计入“营业外收入”。

图 8：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



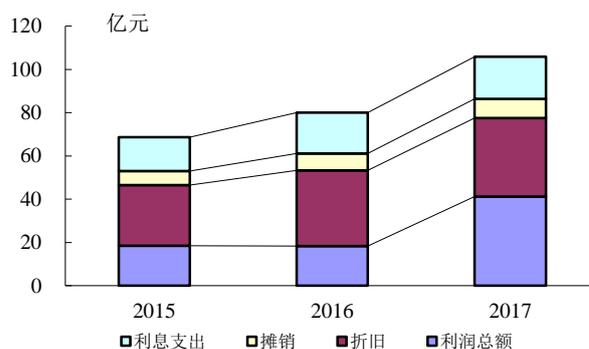
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于有色金属产品产量及价格的上升，公司近三年盈利能力持续增长。但值得关注的是，公司核心资产即对紫金矿业拥有的股权，其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

获现能力方面，公司EBITDA主要由利息支出、折旧和利润总额构成。近年来得益于公司稳定增长的盈利能力，公司获现能力逐步加强，2015~2017年公司EBITDA分别为68.67亿元、80.03亿元和105.83亿元。

图 9：2015~2017 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司定期报告，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，2015~2017年及2018年1~3月分别为98.10亿元、95.37亿元、107.62亿元和16.05亿元。投资活动现金流方面，近年公司投资活动现金流总体呈净流出状态，2015~2017年及2018年1~3月公司投资活动净现金流分别为-70.73亿元、-86.80亿元、-60.19

亿元和-18.13 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。

从主要偿债能力指标表现来看，2015~2017 年，公司总债务/EBITDA 分别为 6.62 倍、6.62 倍和 4.23 倍；EBITDA 利息倍数分别为 3.60 倍、3.90 倍和 5.23 倍，公司 EBITDA 对利息的覆盖能力逐年增强。2015~2017 年公司经营净现金流/总债务分别为 0.22 倍、0.18 倍和 0.24 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 5.15 倍、4.65 倍和 5.32 倍。公司经营活动净现金流持续增加，对债务本息的覆盖能力强。

表 10：2015~2018.Q1 公司偿债能力分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
长期债务（亿元）	243.14	286.41	271.49	271.55
总债务（亿元）	454.53	529.45	447.50	467.03
资产负债率（%）	64.26	67.70	61.58	61.65
总资本化比率（%）	57.09	62.09	54.42	55.21
EBITDA（亿元）	68.67	80.03	105.83	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.60	3.90	5.23	-
总债务/EBITDA（X）	6.62	6.62	4.23	-
经营活动净现金/ 利息支出（X）	5.15	4.65	5.32	-
经营活动净现金/ 总债务（X）	0.22	0.18	0.24	0.14

注：2018 年一季度经营活动净现金/总债务经过年化处理。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年 3 月末，公司银行授信总额 1,507.67 亿元，尚未使用授信额度 1,270.83 亿元，备用流动性充足，财务弹性好。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产合计 8.28 亿元，包括货币资金 1.85 亿元、存货 0.10 亿元、固定资产 0.60 亿元、无形资产 1.30 亿元、应收票据 2.80 亿元和其他非流动资产 1.63 亿元，鉴于受限资产占总资产的比重较小，对公司经营不产生重大影响。另外，截至 2017 年末，公司持有的紫金矿业股票质押累计数量为 28,938.91 万股，占公司持有紫金矿业股权的 4.85%，质押股票用作公司信托借款担保。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司无重大未决诉讼；公司对外担保余额（不包括对控股子公司的担保）为 15.25 亿元，占当年末净资产的 4.07%，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，政府支持力度大，且目前下属企业运营状况良好，能够为公司带来稳定的经营业绩，公司整体偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评评定闽西兴杭主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；评定“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。

关于闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 公开发行2018年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

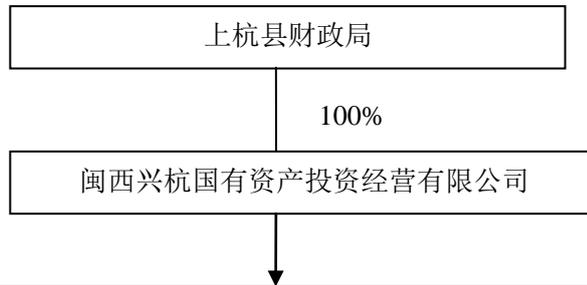
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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。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根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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

附一：闽西兴杭国有资产投资经营有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）

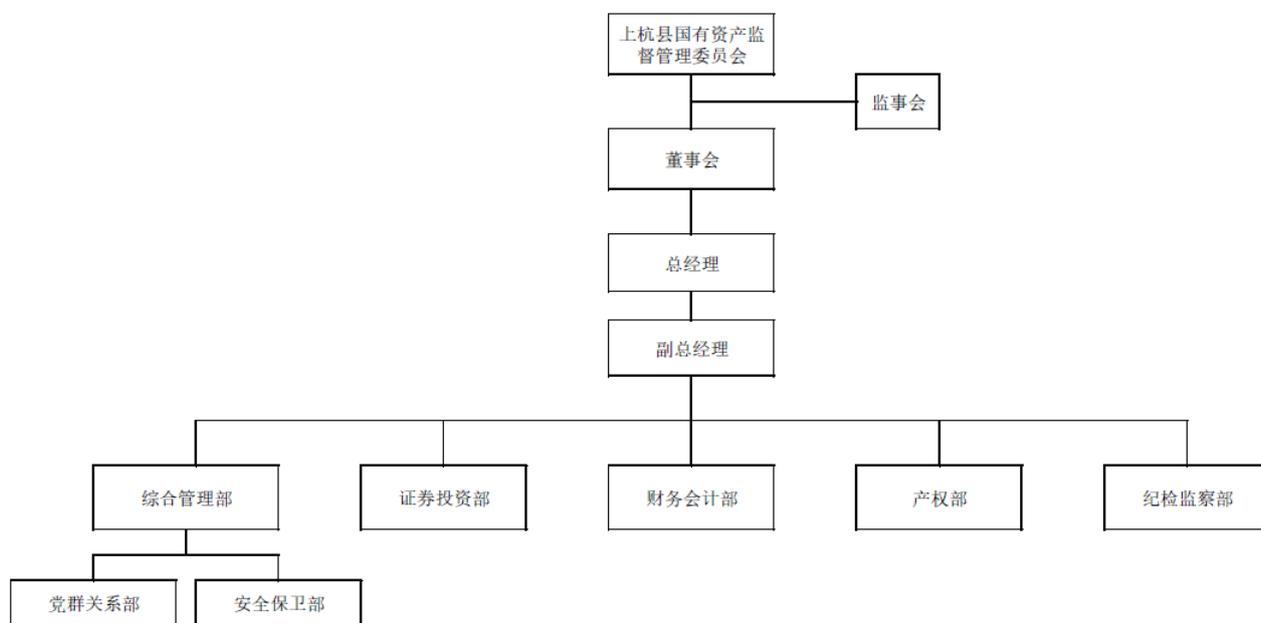


并表子公司	持股比例 (%)		注册资本 (万元)
	直接	间接	
紫金矿业集团股份有限公司	25.88	-	230,312.19
上杭县汀江水电有限公司	51.00	49.00	6,900.00
上杭县兴诚实业有限公司	100.00	-	56,608.75
上杭鑫源自来水公有限公司	60.00	36.77	31,000.00
福建省上杭县兴诚担保有限公司	71.88	23.84	25,000.00
上杭蛟城高速公路有限公司	83.18	-	7,000.00
上杭县金水水利水电投资有限公司	50.99	-	1,961.00
上杭县铁路建设有限公司	100.00	-	1,000.00
上杭客家开缘酒店有限公司	-	100.00	50.00
上杭县兴诚贸易有限公司	-	100.00	1,000.00
上杭县产业发展股权投资基金有限责任公司	100.00	-	20,000.00
上杭县兴诚物业管理有限公司	-	100.00	200.00

注：上杭县人民政府授权上杭县财政局对公司进行出资，授权上杭县国有资产监督管理委员会对公司进行实际管理，公司实际控制人为上杭县国有资产监督管理委员会。

资料来源：公司提供

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 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	886,662.33	851,265.79	739,075.39	820,088.70
应收账款净额	88,200.25	80,433.94	130,912.75	159,099.64
存货净额	1,095,237.43	1,200,420.04	1,109,167.14	1,119,002.90
流动资产	2,736,504.77	2,894,047.97	3,085,826.14	3,152,755.22
长期投资	812,652.75	922,219.56	805,757.42	945,251.63
固定资产合计	3,911,782.38	4,039,479.36	3,697,890.02	3,635,277.09
总资产	9,558,728.54	10,010,775.64	9,755,053.99	9,881,879.16
短期债务	2,113,826.29	2,430,446.52	1,760,136.98	1,954,738.48
长期债务	2,431,444.29	2,864,071.74	2,714,897.44	2,715,527.95
总债务（短期债务+长期债务）	4,545,270.58	5,294,518.26	4,475,034.42	4,670,266.43
总负债	6,142,088.71	6,777,688.69	6,007,518.96	6,092,544.13
所有者权益（含少数股东权益）	3,416,639.83	3,233,086.95	3,747,535.03	3,789,335.03
营业总收入	7,447,049.83	7,911,882.31	9,478,611.09	2,291,020.10
三费前利润	546,373.92	824,060.66	1,182,247.17	320,313.14
投资收益	162,250.54	-192,914.34	16,858.34	-5,195.65
净利润	79,431.33	140,500.26	278,954.65	132,442.29
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	686,681.52	800,340.59	1,058,282.19	-
经营活动产生现金净流量	981,020.63	953,655.22	1,076,223.89	160,489.90
投资活动产生现金净流量	-707,257.35	-867,954.07	-601,893.81	-181,322.67
筹资活动产生现金净流量	55,678.89	-108,594.55	-561,345.89	72,265.14
现金及现金等价物净增加额	332,511.89	2,326.55	-97,110.29	43,929.91
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	8.46	11.57	13.90	15.43
所有者权益收益率（%）	2.32	4.35	7.44	13.98*
EBITDA/营业总收入（%）	9.22	10.12	11.16	-
速动比率（X）	0.48	0.46	0.65	0.65
经营活动净现金/总债务（X）	0.22	0.18	0.24	0.14*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.46	0.39	0.61	0.33*
经营活动净现金/利息支出（X）	5.15	4.65	5.32	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.60	3.90	5.23	-
总债务/EBITDA（X）	6.62	6.62	4.23	-
资产负债率（%）	64.26	67.70	61.58	61.65
总资本化比率（%）	57.09	62.09	54.42	55.21
长期资本化比率（%）	41.58	46.97	42.01	41.75

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、2018.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

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。