



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪1201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公开发行2018年公司债券（第一期）”和“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AAA，评级展望稳定；维持上述债项信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月二十八日

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（第一期、第二期）跟踪评级报告（2019）

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（第一期）		
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：2018/10/22-2023/10/22（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）		
债券代码	143848		
债券简称	18 兴杭 01		
上次评级时间	2018/9/26		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

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）		
发行主体	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司		
发行规模	5 亿元		
存续期限	5 年期：2018/11/1-2023/11/1（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）		
债券代码	143897		
债券简称	18 兴杭 02		
上次评级时间	2018/10/22		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

基本观点

受益于子公司紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）矿产铜、矿产锌、铁精矿、冶炼加工及贸易金、冶炼铜产销量的上升，2018 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”）盈利和获现能力显著提升。同时，紫金矿业金、铜等矿产资源储量丰富，未来业绩有保障，且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融资渠道通畅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，且存在汇率与海外经营风险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 AAA，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公开发行 2018 年公司债券（第一期）”的信用等级为 AAA，维持“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）”的信用等级为 AAA。

正面

- 持续增长的区域经济和财政实力。2018 年上杭县实现地区生产总值 354.45 亿元，同比增长 8.5%；2018 年上杭县地方公共财政收入为 36.8 亿元，同比增长 10.6%，持续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。
- 资源储量持续丰富。截至 2018 年末，公司矿产资源开发主体紫金矿业保有资源储量包括黄金 1,727.97 吨、铜 4,952.11 万吨、银 1,846.59 吨、钼 67.85 万吨、锌 836.61 万吨以及铅 121.92 万吨等。其中，金、铜、银保有资源储量分别较上年末增长 30.90%、57.33%和 120.87%。紫金矿业资源品种涵盖范围广且储量持续丰富。
- 盈利和获现能力显著提升。得益于紫金矿业矿

概况数据

闽西兴杭	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	323.31	374.75	473.91	472.27
总资产(亿元)	1,001.08	975.51	1,209.66	1,211.57
总债务(亿元)	529.45	447.50	540.57	542.67
营业总收入(亿元)	791.19	947.86	1,061.88	290.75
营业毛利率(%)	11.57	13.90	12.64	12.86
EBITDA(亿元)	80.03	105.83	122.58	-
所有者权益收益率(%)	4.35	7.44	9.29	8.53
资产负债率(%)	67.70	61.58	60.82	61.02
总债务/EBITDA(X)	6.62	4.23	4.41	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.90	5.23	6.44	-

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、2019年一季度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 帆 ctian@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月28日

产品产量和价格的上升，2018年公司实现营业总收入1,061.88亿元，同比增长12.03%；实现净利润44.04亿元，同比增长57.89%。同期，公司经营活动净现金流为108.42亿元，同比增长0.74%。

- 融资渠道畅通。公司拥有较好的银企关系，截至2019年3月末，公司共获得各银行授信额度为1,560.08亿元，尚未使用授信额度1,119.55亿元，备用流动性充足，财务弹性好。

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，上述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，且公司归属于母公司所有者的净利润规模较小。公司核心资产即对紫金矿业拥有的股权，每年超过99%的合并收入来源于此，经营业绩受紫金矿业经营情况和盈利能力的影响重大。另，公司除下属于上市公司紫金矿业（持股比例25.88%）外，其他业务规模及盈利均较小，公司净利润中归属于母公司所有者的净利润规模较小。
- 汇率与海外经营风险。随着海外项目的增加，公司的经营管理压力加大，特别是部分海外项目位于社会政治不稳定、法律政策不健全的国家，公司面临一定的汇率和海外经营风险。

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。

募集资金专项说明

闽西兴杭于 2018 年 10 月 22 日完成“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（第一期）”的发行，债券简称“18 兴杭 01”，债券代码“143848”，发行规模为人民币 20.00 亿元，票面利率 4.35%，债券期限为 5 年，2023 年 10 月 22 日到期全额兑付。

闽西兴杭于 2018 年 11 月 1 日完成“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）”的发行，债券简称“18 兴杭 02”，债券代码“143897”，发行规模为人民币 5.00 亿元，票面利率 4.27%，债券期限为 5 年，2023 年 11 月 1 日到期全额兑付。

上述债券募集的资金在扣除发行费用后拟全部用于偿还公司债务等。截至本报告出具之日，上述债券募集资金已按照募集说明书中募集资金用途使用。

行业关注

2018 年上杭县区域经济继续较快增长，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。上杭县总面积 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。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。

2018 年上杭县实现地区生产总值（GDP）354.45 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.5%。其中，第一产业增加值 43.85 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 167.05 亿元，增长 9.6%；第三产业增加值 143.55 亿元，增长 8.2%。三次产业结构比为 12.4：47.1：40.5。

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。2018 年上杭县财政总收入 36.80 亿元，增长 10.6%，其中，地方级财政收入 26.26 亿元，增长 4.5%。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，2018 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。

2018 年黄金供需两旺，官方储备需求及金条和金币需求的回升导致全球黄金消费需求小幅增长；澳大利亚、俄罗斯等国矿产金产量的提升和全球再生金产量的上升导致全球黄金总供给亦小幅增长

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。在各国央行创半个世纪以来最大购买量以及因股市波动、货币疲软和地缘政治不确定性等导致金条与金币投资需求增长的推动下，2018 年全球黄金实物消费需求量为 4,345.0 吨，同比增长 4.5%。

金饰制造需求方面，2018 年全球金饰需求为 2,200.0 吨，较 2017 年下降约 0.9 吨。其中，中国、美国全年金饰需求分别为 672.5 吨和 128.4 吨，较上年同期增长约 3.0% 和 4.0%；印度的金饰需求小幅下降至 598.0 吨，较上年同期下降 0.7%。中东地区金饰需求普遍疲软，较 2017 年下降约 15.0%，其中伊朗市场需求跌至 29.5 吨，创纪录新低。

投资需求方面，2018 年全球黄金投资需求总量 1,159.1 吨，同比下降 7.4%。其中，金条和金币需求总量为 1,090.2 吨，同比增长 4.3%；黄金 ETF 及类似产品的金融投资需求大跌 66.6% 至 68.9 吨。2018 年，欧洲上市基金全年增持 96.8 吨，推动了该细分市场的增长。在普遍存在的区域政治不确定性和主权债及高评级企业债券负收益的综合影响下，欧洲上市基金的投资需求得到有效支撑，欧洲成为 2018 年唯一实现黄金 ETF 净流入的地区。截

至 2018 年末，北美和欧洲上市基金的黄金 ETF 持有量约占全球的 50.0% 和 45.0%。

工业需求方面，2018 年全球工业用金需求小幅增长至 334.7 吨，其中电子领域用金 268.3 吨，同比增加 1.0%，牙科领域用金 15.4 吨，同比下滑 5.5%，其他行业用金 51.0 吨，同比增加 0.6%。整体来看，2018 年，高端消费电子产品和汽车电气化的需求增长推高了黄金需求。

央行储备方面，自 2010 年世界各国央行成为黄金净买方后，各国央行将黄金视为一种储备资产。全年地缘政治和经济的不确定性日益加剧，促使中央银行实现储备多元化，并将注意力重新集中投资在具有安全和流动性的主要目标资产上。2018 年，俄罗斯继续为增储主力，其凭借增持黄金储备 273.3 吨而超越中国成为全球第五大黄金储备国；同时，新兴经济体央行黄金储备占外汇储备总体比重偏低，亦是世界黄金储备增持的主力，其中土耳其和哈萨克斯坦分别增储黄金 51.5 吨和 50.6 吨，全年世界各国官方黄金购买量 651.5 吨，同比增长 73.82%。

表 1：截至 2018 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	74.8
2	德国	3,369.7	70.1
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	66.3
5	法国	2,436.0	60.2
6	俄罗斯	2,113.0	18.5
7	中国	1,852.5	2.4
8	瑞士	1,040.0	5.4
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	65.6

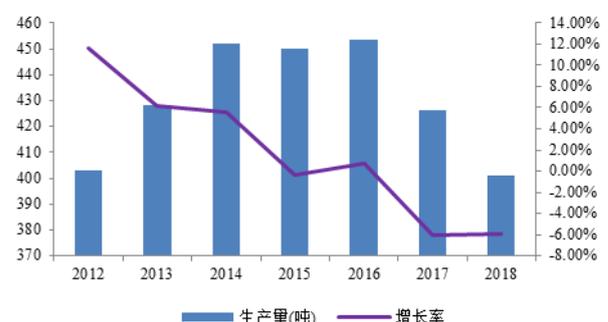
资料来源：世界黄金协会（World Gold Council），中诚信证评整理

从供给情况来看，世界黄金协会统计的数据显示，2018 年全球黄金总供应量较 2017 年增长 1.0% 至 4,490.2 吨。矿产金方面，在中国、印尼、南非、秘鲁等主要生产国受限于结构性改革而矿产金产量下降的同时，澳大利亚、俄罗斯、巴布亚新几内亚和加拿大等国矿产金产量明显增长，2018 年全球矿产金产量为 3,346.9 吨，同比小幅上升 0.9%。再生金方面，2017 年以来黄金回收活动回归正常水

平，2018 年全球再生金产量为 1,172.6 吨，同比增长 1.4%。此外，2018 年是连续第二年出现少量生产商净套保解除，生产商净套保解除总量从 2017 年的 27.9 吨上升至 2018 年的 29.4 吨。截至 2018 年末，全球套保总量约为 195.0 吨，同比减少 13.0%，延续了整体下行趋势。

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。中国黄金协会最新的统计数据显示，2018 年我国黄金实际消费量 1,151.43 吨，与去年同期相比增长 5.73%。其中，黄金首饰 736.29 吨，同比增长 5.71%；金条 285.20 吨，同比增长 3.19%；金币 24.00 吨，同比下降 7.69%；工业及其他用金 105.94 吨，同比增长 17.48%。供应方面，2018 年我国累计生产黄金 401.12 吨，同比下降 5.87%。其中，黄金矿产金完成 345.97 吨，有色副产金完成 55.15 吨，另有国外进口原料产金 112.78 吨，同比增长 23.47%，全国累计生产黄金（含进口量）513.90 吨，同比下降 0.69%，我国黄金产量已连续 12 年保持世界第一。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、山东黄金集团有限公司和山东招金集团有限公司等十二家大型黄金生产企业。2018 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 55.08% 和 44.55%。

图 1：2012~2018 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

受地缘政治风险和政策不确定性影响，2018 年黄金价格整体呈“V 型”走势，随着经济增长放缓，地缘政治的不确定性增加等，短期内黄金价格可能延续震荡上行的格局

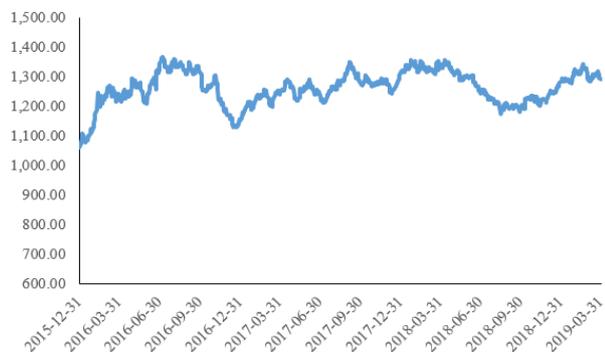
从影响黄金价格的因素来看，传统的生产与消费因素影响很小，以投资和避险需求为代表的金融属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。

2018年初，COMEX黄金期货价格延续震荡上升趋势，并在2018年1月25日刷新高点。在美元疲软、美国债务上限危机临近及中美贸易摩擦等因素的推动下，国际黄金期货主力合约收盘价于4月一度冲高至1,369.40美元/盎司；此后受美元走强及美联储再度加息等因素影响，国际金价开始冲高回落。直到8月16日，COMEX黄金期货收盘价跌至1,176.30美元/盎司，随后黄金期货价格逐渐企稳反弹，伴随美股的大幅波动、11月以来原油价格的调整，通胀预期减弱之后的黄金价格同时调整，市场避险情绪升温，截至2018年12月31日，金价COMEX黄金期货收盘价成功站上1,284.70美元/盎司。

2018年国内金价受美元指数影响整体呈先抑后扬的趋势，全年最高上探至288.00元/克，最低下行至263.00元/克，年底收于284.00元/克，全年均价为271.00元/克，同比下跌1.50%。2019年1季度，国际黄金价格整体震荡上扬，中美贸易冲突、印度巴基斯坦边界冲突、世界经济增长放缓、美联储2019年暂缓加息等事件引发国际市场避险投资需求变化，截至2019年3月29日，金价COMEX黄金期货收盘价为1,297.0美元/盎司。

图2：2016.1~2019.3COMEX黄金期货价格趋势图

单位：美元/盎司



资料来源：Choice，中诚信证评整理

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2019年3月末持股比例为25.88%。得益于紫金矿业矿产铜、矿产锌、铁精矿、冶炼加工及贸易金、冶炼铜产销量的上升，2018年公司实现营业总收入1,061.88亿元，同比增长12.03%。

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，2018年该业务收入为1,059.94亿元，占营业总收入的比重达99.82%；电力、高速公路及其他业务收入分别为0.31亿元、0.68亿元和0.95亿元，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。

2018年，公司矿产资源开发主体紫金矿业海外并购两大项目，金、铜、锌资源储量均大幅增加，同时地勘找矿方面亦取得一定进展。但随着海外项目的增加，紫金矿业面临一定的汇率和海外经营风险

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。目前，紫金矿业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23个省份，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9个国家。

2018年紫金矿业海外项目并购取得实质性进展，先后完成收购塞尔维亚国有铜业公司RTB BOR集团¹和加拿大上市公司Nevsun Resources Ltd.²（以下简称“Nevsun”）两个重大项目，金、

¹ 2018年12月，紫金矿业通过增资3.5亿美元，取得塞尔维亚RTB BOR铜矿项目63%股权，RTB BOR改名为紫金波铜业有限公司。该铜矿位于欧亚成矿带上，拥有铜金属资源量约为1,024万吨。

² 2018年底，紫金矿业通过收购加拿大Nevsun，而持有Timok铜金矿上部矿带100%的权益和下部矿带46%的权益以及Bisha矿业股份公司60%股权。公司在Timok铜金矿的权益铜金属量为779.69万吨，金金属量为213.52吨；Bisha铜锌矿保有储量锌金属量313万吨，铜金属量65.5万吨。

铜、锌资源储量均大幅增加，截至 2018 年末，紫金矿业保有资源储量包括黄金 1,727.97 吨、铜 4,952.11 万吨、银 1,846.59 吨、钼 67.85 万吨、锌 836.61 万吨以及铅 121.92 万吨等。其中，金、铜、银保有资源储量分别较上年末增长 30.90%、57.33% 和 120.87%。2018 年，紫金矿业境外项目矿产金 19.07 吨，占紫金矿业总量的 52.26%；矿产铜 6.01 万吨，占紫金矿业总量的 24.19%；矿产锌 9.99 万吨，占紫金矿业司总量的 35.94%；境外项目资源储量（按权益）分别为黄金 1,131.78 吨、铜 3,879.44 万吨、铅锌 242.44 万吨，分别占紫金矿业总量的 65.50%、78.34%、25.29%。

探矿方面，2018 年紫金矿业累计投入地质找矿勘查资金 3.01 亿元，勘查新增 333 以上类别资源储量（按权益）：金 39.00 吨，铜 303.00 万吨，银 168.00 吨，铅锌 52.00 万吨，钴 3.24 万吨。截至 2018 年末，紫金矿业共有探矿权 195 个，面积 2,279.90 平方公里；采矿权 233 个，面积 874.45 平方公里。

表 2：2018 年紫金矿业主要矿山保有资源/储量汇总表

主要矿种	2018	同比增长 (%)
金 (吨)	1,355.62	16.74
伴生金 (吨)	372.35	134.40
金小计 (吨)	1,727.97	30.90
铜 (万吨)	4,952.11	57.33
银 (吨)	1,846.59	120.87
钼 (万吨)	67.85	-0.35
锌 (万吨)	836.61	6.84
铅 (万吨)	121.92	-15.35
钨 (万吨)	7.44	-1.59
锡 (万吨)	13.97	0.00
铁 (亿吨)	1.98	-3.88
煤 (亿吨)	0.69	0.00
铂 (吨)	235.80	0.00
钯 (吨)	148.76	0.00

注：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。

资料来源：紫金矿业定期公告，中诚信证评整理

整体来看，2018 年紫金矿业海外并购了两大项目，金、铜、锌资源储量均大幅增加；同时，地勘找矿方面亦取得一定进展，整体实力不断增强。但中诚信证评也关注到，随着海外项目的增加，紫金矿业的经营管理压力加大，特别是部分海外项目位

于政治不稳定、法律政策不健全或社区不和谐的国家，使得紫金矿业面临一定的汇率和海外经营风险。

得益于紫金矿业矿产铜、矿产锌、铁精矿、冶炼加工及贸易金、冶炼铜产销量的上升，2018 年公司矿产资源开发业务实现稳步增长

2018 年紫金矿业实现营业总收入 1,059.94 亿元³，同比增长 12.11%。其中，冶炼加工及贸易金为 556.00 亿元，同比增长 14.79%；冶炼铜为 189.64 亿元，同比增长 5.00%；矿产金为 91.08 亿元，同比下降 2.28%；矿产铜为 88.20 亿元，同比增长 23.13%；矿产锌为 40.12 亿元，同比下降 1.35%；冶炼锌为 36.89 亿元，同比下降 7.04%；铁精矿为 14.51 亿元，同比增长 29.98%；其他业务收入为 308.37 亿元，同比增长 32.83%。紫金矿业其他收入主要包含贸易物流收入 171.19 亿元、房地产收入 16.10 亿元，冶炼加工银销售收入 12.01 亿元、黄金制品收入 9.43 亿元、铜管销售收入 8.40 亿元、铜板带销售收入 8.69 亿元、铅精矿销售收入 4.71 亿元、钨精矿销售收入 2.90 亿元等，另其他产品、中间业务、服务业务等其它收入 74.94 亿元。

表 3：2018 年紫金矿业各产品营业收入及占比情况

单位：亿元、%

分产品	营业收入	较上年同期	占营业收入比重
矿产金	91.08	-2.28	6.85
冶炼加工及贸易金	556.00	14.79	41.81
矿产铜	88.20	23.13	6.63
冶炼铜	189.64	5.00	14.26
矿产锌	40.12	-1.35	3.02
冶炼锌	36.89	-7.04	2.77
矿产银	5.05	-16.26	0.38
铁精矿	14.51	29.98	1.09
其它	308.37	32.83	23.19
合计数	1,329.86	11.78	100.00
内部抵销数	-269.92	-	-
合并数	1,059.94	12.11	-

注：上述业务板块占营业收入百分比采用内部销售抵消前数据。

资料来源：紫金矿业定期公告，中诚信证评整理

³ 下面分板块的业务收入采用内部销售抵消前数据。

黄金业务方面，紫金山金铜矿受资源储量及矿石品位下降影响黄金产量继续下滑，且巴布亚新几内亚 2 月发生地震影响波格拉金矿的产量，加之澳洲诺顿金田产金品位下降导致该矿产量有所下降，2018 年紫金矿业矿产金产量同比减少 2.63% 至 36.50 吨。具体来看，2018 年巴布亚新几内亚波格拉金矿生产 6.77 吨、塔吉克斯坦泽拉夫尚公司生产 4.57 吨、澳洲诺顿金田黄金公司生产 4.26 吨、吉尔吉斯斯坦奥同克公司生产 3.24 吨、福建紫金山金铜矿生产 3.24 吨、吉林珲春曙光金铜矿生产 3.11 吨，公司其他黄金企业合计生产 11.31 吨。同期，紫金矿业冶炼金产量为 205.13 吨，同比增长 16.37%。

表 4：2016~2018 年紫金矿业黄金产品产量情况

单位：吨			
产品	2016	2017	2018
黄金	214.60	213.76	241.63
其中：矿产金	42.55	37.48	36.50
冶炼加工金	172.05	176.28	205.13

资料来源：紫金矿业定期公告，中诚信证评整理

从销售情况看，2018 年紫金矿业矿产金和冶炼金业务分别实现销售收入 91.08 亿元和 556.00 亿元，同比下降 2.28% 和增长 14.79%。依托优良的产品品质，紫金矿业近年标准金销售均价均高于上海黄金交易 2 号金平均价格。2018 年紫金矿业矿产金和冶炼金产品平均价格分别为 252.06 元/克和 270.59 元/克，分别较上年上涨 1.08% 和下降 1.59%。

表 5：2018 年紫金矿业黄金产品销售情况

名称	不含税单价 (元/克)	销售数量 (吨)	金额 (亿元)
矿产金	252.06	36.13	91.08
冶炼金	270.59	205.48	556.00

资料来源：紫金矿业定期公告，中诚信证评整理

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。2018 年紫金矿业矿产铜产量为 24.86 万吨，同比增长 19.52%；冶炼铜产量为 43.45 万吨，同比增长 1.52%。

表 6：2016~2018 年紫金矿业铜产品产量情况

单位：万吨			
产品	2016	2017	2018
铜	56.13	63.60	68.31
其中：矿产铜	15.50	20.80	24.86
冶炼铜	40.63	42.80	43.45

资料来源：紫金矿业定期公告，中诚信证评整理

从销售情况看，2018 年紫金矿业销售矿产铜 24.95 万吨，同比增长 19.82%，销售冶炼铜 43.60 万吨，同比增长 1.10%，合计实现铜业务收入 277.84 亿元，同比增长 10.15%，占全年营业总收入的 20.89%，铜业务的开展对紫金矿业的收入和利润形成重要补充。

表 7：2018 年紫金矿业铜产品销售情况

名称	不含税单价 (元/吨)	销售数量 (吨)	金额 (亿元)
矿产铜	35,353	249,475	88.20
冶炼铜	43,499	435,964	189.64

资料来源：紫金矿业定期公告，中诚信证评整理

此外，2018 年紫金矿业在建项目进展顺利，产能逐步释放。刚果（金）科卢韦齐二期铜钴矿湿法厂（新增矿产铜 4 万吨/年，矿产钴 3,000 吨/年）、黑龙江多宝山铜矿二期扩建工程（新增矿产铜 6 万吨/年）顺利建成试投产，即将逐步释放新产能，为可持续增长提供重要保障。

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）产能的持续释放，紫金矿业近年矿产锌产量继续增长，2018 年产量为 27.80 万吨，同比增长 2.98%，受紫金矿业进行技改影响，冶炼锌产量继续下降，2018 年冶炼产锌 18.31 万吨，同比减少 7.04%。

表 8：2016~2018 年紫金矿业锌产品产量情况

单位：万吨			
产品	2016	2017	2018
锌	46.45	46.70	46.12
其中：矿产锌	25.00	27.00	27.80
冶炼锌	21.45	19.70	18.31

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，2018 年紫金矿业实现锌业务收入 77.01 亿元，占营业总收入的比重为 5.79%。紫金矿业矿产锌业务和冶炼锌业务分别实现销售收入 40.12 亿元和 36.89 亿元，同比分别下降 1.35% 和 7.04%。

表 9：2018 年紫金矿业锌产品销售情况

名称	不含税单价 (元/吨)	销售数量 (吨)	金额 (亿元)
矿产锌	14,186	282,805	40.12
冶炼锌	20,205	182,591	36.89

资料来源：紫金矿业定期公告，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，2018年紫金矿业规定金、银、铜、锌的最大持仓量不得超过其矿产品年计划量的10%，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。

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。

2018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板块规模依旧较小，但对自身经营收入形成一定补充

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。截至2018年末，汀江水电拥有全资控股电站3座、参（控）股电站7座，合计装机容量5.7840万千瓦，权益装机容量3.7210万千瓦，年设计发电量合计1.9925亿千瓦时。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。2018年，公司取得电力收入为0.31亿元，同比减少34.90%，主要系当地降雨量下降导致当年发电量下降所致。

表 10：截至 2018 年末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	1,180	100
涧头水电站	10,000/2	2,910	49
东留水电站	25,000/2	8,200	52
濯溪口水电站	400/2	170	74
细寨下水电站	1,260/2	670	45
双溪水电站	400/2	160	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	1,500	70
合计	57,840/-	19,925	-

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”，公司拥有其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，2018年实现通行费收入为0.68亿元，同比增长0.99%。

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2.5亿元建设的陆地水厂于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。2018年，鑫源自来水完成供水管网建设12.50公里。2018年鑫源自来水总供水量1,405万吨，同比增长9.05%，实现业务收入0.12亿元，与上年基本持平。

担保业务方面，兴诚担保成立于2004年3月，注册资本2.50亿元，主要向上杭县内的中小企业提供融资担保业务。2018年兴诚担保担保业务发生额1.52亿元，年末在保余额2.36亿元，年均担保费率

1.50%，当年代偿规模为 0.45 亿元，2018 年末尚未追偿的代偿款共计 1.04 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 2018 年 12 月 31 日，兴诚实业总资产 7.70 亿元，所有者权益 7.00 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。2018 年兴诚实业全年实现营业收入 0.15 亿元。

总体看，2018 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矿产铜、矿产锌、铁精矿、冶炼加工及贸易金、冶炼铜产销量的上升，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一定补充。

财务分析

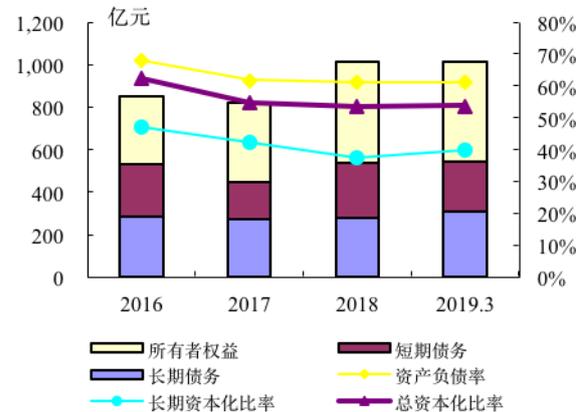
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告，以及未审计的 2019 年一季度财务报告。公司财务报表均按照新会计准则编制，且为合并口径。

资本结构

2018 年紫金矿业加快了资源扩张速度，固定资产投资和投资并购力度的加大，使得公司的资产规模亦明显增长，截至 2018 年末，公司资产总额为 1,209.66 亿元，同比增加 24.00%。紫金矿业在矿山资源并购及矿山开发建设等方面保持了较大的资金需求，公司负债规模亦同步增长，截至 2018 年末，公司负债总额为 735.75 亿元，同比增加 22.47%。所有者权益方面，受益于紫金矿业良好的经营业绩和收购波尔铜矿及 Nevsun 公司影响，未分配利润和少数股东权益明显增长，2018 年末公司所有者权益合计 473.91 亿元，同比增加 26.46%。截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 60.82% 和 53.29%，分别较上年末降低 0.76 个百分

点和 1.14 个百分点，波动不大。

图 3：2016~2019.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

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，截至 2018 年末非流动资产为 885.37 亿元，同比上升 32.75%，占资产总额的 73.19%。具体来看，截至 2018 年末，公司非流动资产主要包括长期股权投资 69.08 亿元、固定资产 369.06 亿元、无形资产 227.03 亿元和其他非流动资产 105.16 亿元，占非流动资产的比重分别为 7.80%、41.68%、25.64% 和 11.88%。其中，长期股权投资余额同比增加 3.68%，主要系对合营企业及联营企业的股权投资增加所致；固定资产余额同比增加 12.04%，主要系部分在建工程转固以及紫金矿业收购波尔铜矿 63% 股权和收购 Nevsun 89.37% 股权所致；无形资产余额同比增加 127.23%，主要系收购后矿山采矿权和探矿权增加所致；其他非流动资产同比增长 13.96%，主要系长期应收款增加 8.52 亿元所致。截至 2018 年末，公司其他非流动资产主要包括 23.27 亿元勘探开发成本、41.82 亿元长期应收款和 23.51 亿元预付固定资产与工程款等。

截至 2018 年末，公司流动资产为 324.30 亿元，同比增长 5.09%，占当年末总资产的比重为 26.81%，主要包括货币资金 111.93 亿元、存货 126.71 亿元和其他流动资产 25.33 亿元，分别占当年末流动资产的比重为 34.51%、39.07% 和 7.81%。其中，货币资金同比增加 51.44%，主要为银行存款增加 36.78 亿元所致；存货同比增加 14.24%，主要系原材料增加 23.03 亿元所致；其他流动资产余额同比减少 30.56%，主要系购买的理财产品减少

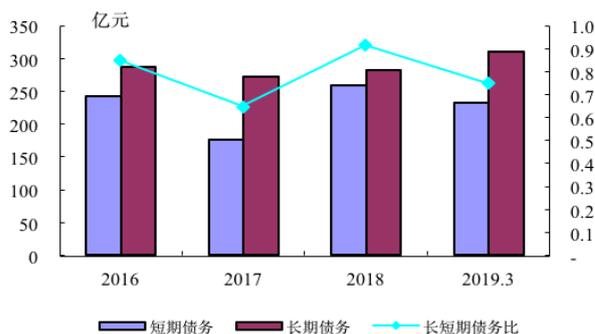
21.56 亿元所致。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至 2018 年末，公司流动负债为 376.49 亿元，占负债总额比重为 51.17%，主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，占流动负债比重分别为 41.56%、12.50%、14.06%和 25.96%。其中，短期借款为 156.46 亿元，同比增加 54.05%，主要是受当期并购规模较大影响，紫金矿业加大了融资力度；应付票据及应付账款为 47.05 亿元，同比增长 6.88%，主要是并购后的应付账款增加，其中应付账款中 1 年以内的占比为 86.79%；其他应付款为 52.93 亿元，同比增长 15.32%，主要是工程设备款、保证金增加以及新增应付 Timok 项目少数股东款和咨询服务费等；一年内到期的非流动负债为 97.74 亿元，同比增长 97.39%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券分别增加 3.20 亿元和 44.94 亿元所致。截至 2018 年末，公司非流动负债为 359.26 亿元，占负债总额比重为 48.83%，主要由 148.14 亿元长期借款和 134.20 亿元应付债券组成。其中长期借款因融资需求增长而同比增加 64.34%，应付债券因部分提前偿付或部分债券将在一年内到期而同比下降 26.00%。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 1,211.57 亿元，负债合计 739.29 亿元，当期末资产负债率和总资本化比率分别为 61.02%和 53.47%，财务杠杆比率基本与上年末持平。整体来看，公司负债水平处于较合理范围。

从债务期限结构来看，公司债务以长期债务为主。2018 年末公司总债务为 540.57 亿元，同比增加 20.80%，其中长期债务为 282.34 亿元，短期债务为 258.23 亿元，长短期债务比为 0.91 倍，同比增加 0.26 倍。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 542.67 亿元，长短期债务比为 0.75 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 4：2016-2019.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，2018 年紫金矿业资源并购及投资规模进一步扩大，期末资产、负债规模均明显增长。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

公司营业收入基本上来自于下属子公司紫金矿业矿产资源开发业务收入。2018 年，受益于紫金矿业矿产铜、矿产锌、铁精矿、冶炼加工及贸易金、冶炼铜产销量的上升，公司业务规模实现稳步增长，全年实现营业总收入 1,061.88 亿元，同比增长 12.03%。营业毛利率方面，2018 年毛利率较高的矿产品金、银、铜等毛利率有所回落，使得整体营业毛利率下降，当年公司营业毛利率为 12.64%，较上年下降 1.26 个百分点。2019 年 1~3 月，公司营业总收入为 290.75 亿元，当期营业毛利率为 12.86%。

期间费用方面，2018 年，因运输费用以及工资和福利费等上升，公司销售费用同比增加 18.69%，为 9.14 亿元；同期，受专业咨询费及勘探费等增长的影响，公司管理费用同比增长 7.88%，为 32.79 亿元；2018 年公司利息支出较上年减少 0.45 亿元且汇兑损失减少 7.70 亿元，使得财务费用同比减少 33.42%，为 23.50 亿元。2018 年，公司期间费用合计 57.58 亿元，同比减少 6.53%，期间费用收入占比为 5.42%，较上年下降 1.08 个百分点。2019 年 1~3 月，公司期间费用收入占比为 6.44%。整体来看，受益于汇兑损失减少的大幅下降，2018 年公司期间费用收入占比有所下降，但对后续汇率波动对

公司财务费用的影响应予以关注。

表 11: 2016~2019.Q1 公司期间费用分析

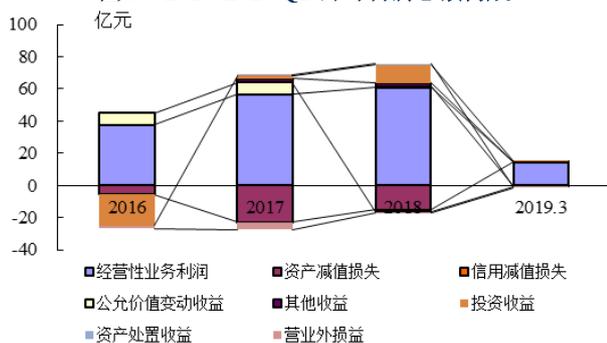
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	6.90	7.70	9.14	3.04
管理费用	28.73	30.39	32.79	9.54
财务费用	9.27	23.50	15.65	6.14
期间费用合计	44.90	61.60	57.58	18.72
营业总收入	791.19	947.86	1,061.88	290.75
期间费用收入占比	5.68%	6.50%	5.42%	6.44%

注：上述管理费用里包含研发费用。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，公司的利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和投资收益构成。2018 年公司经营性业务利润为 60.64 亿元，同比增长 7.09%，主要得益于营业收入规模的增长和期间费用的下降。2018 年公司资产减值损失为 15.00 亿元，同比减少 7.82 亿元，主要包括固定资产减值损失 2.60 亿元、在建工程减值损失 1.11 亿元、无形资产减值损失 7.20 亿元、商誉减值损失 1.58 亿元和其他非流动资产减值损失 1.76 亿元，主要系固定资产减值损失减少所致。2018 年，公司投资收益为 11.05 亿元，较上年增加 9.40 亿元，主要系处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益、权益法核算的长期股权投资收益以及重新计量长期股权投资产生的投资收益大幅增长所致。2018 年公司实现利润总额 58.53 亿元，同比增长 42.11%；实现净利润 44.04 亿元，同比增长 57.89%；2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 13.88 亿元，实现净利润 10.07 亿元，保持了很强的盈利能力。

图 5: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成



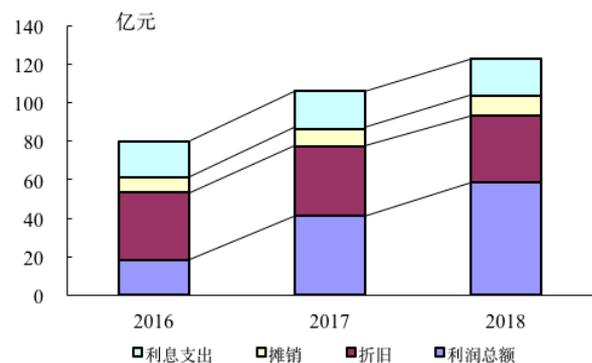
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司营业毛利率虽小幅下降，但受益于收入规模增长，且期间费用控制较好，公司利润规模较快增长，整体盈利能力强。但值得关注的是，公司核心资产即对紫金矿业拥有的股权，2018 年超过 99% 的收入来源于对紫金矿业的合并，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

2018 年公司利润总额大幅增加，当年 EBITDA 规模为 122.58 亿元，同比增长 15.83%，整体获现能力增强。从主要偿债能力指标来看，2018 年公司总债务/EBITDA 为 4.41 倍，同比增加 0.18 倍，EBITDA 利息倍数为 6.44 倍，同比增加 1.21 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度很强。

图 6: 2016~2018 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

经营性现金流方面，2018 年公司经营活动净现金流为 108.42 亿元，同比增长 0.74%；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 0.20 倍和 5.70 倍，同比分别减少 0.04 倍和增加 0.38 倍，公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力仍很强。

表 12: 2016-2019.Q1 公司偿债能力分析

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
长期债务 (亿元)	286.41	271.49	282.34	309.96
总债务 (亿元)	529.45	447.50	540.57	542.67
资产负债率 (%)	67.70	61.58	60.82	61.02
总资本化比率 (%)	62.09	54.42	53.29	53.47
EBITDA (亿元)	80.03	105.83	122.58	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.90	5.23	6.44	-
总债务/EBITDA (X)	6.62	4.23	4.41	-
经营活动净现金/ 利息支出 (X)	4.65	5.32	5.70	-
经营活动净现金/ 总债务 (X)	0.18	0.24	0.20	0.08

注: 2019 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 2019 年 3 月末, 公司银行授信总额 1,560.08 亿元, 尚未使用授信额度 1,119.55 亿元, 备用流动性充足, 财务弹性好。

受限资产方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司受限资产合计 4.53 亿元, 包括货币资金 2.12 亿元、固定资产 0.02 亿元、无形资产 0.86 亿元、应收票据 0.05 亿元、投资性房地产 0.23 亿元和其他非流动资产 1.26 亿元, 鉴于受限资产占总资产的比重较小, 对公司经营不产生实质性影响。

或有负债方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司无重大未决诉讼事项; 公司及子公司对外担保余额为 18.59 亿元, 占当年末净资产的 3.94%, 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县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。

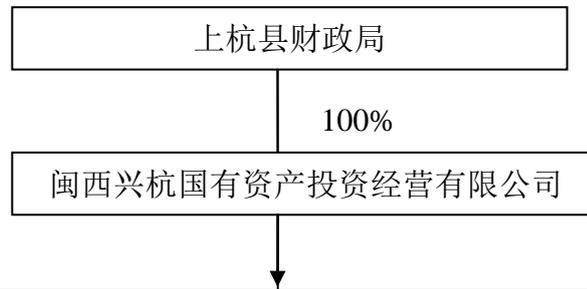
总体来看, 公司作为上杭县政府下属的国有资产和公共事业运营管理的主体企业, 政府支持力度大, 且目前下属企业运营状况良好, 能够为公司带来稳定的经营业绩, 公司整体偿债能力极强。

结 论

综上, 中诚信证评维持发行主体闽西兴杭信用等级为 **AAA**, 评级展望稳定, 维持“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2018 年公司债券 (第一期)”信用等级为 **AAA**, 维持“闽西兴杭国有资产投资经

营有限公司 2018 年公司债券 (第二期)”的信用等级为 **AAA**。

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 2019 年 3 月 31 日）

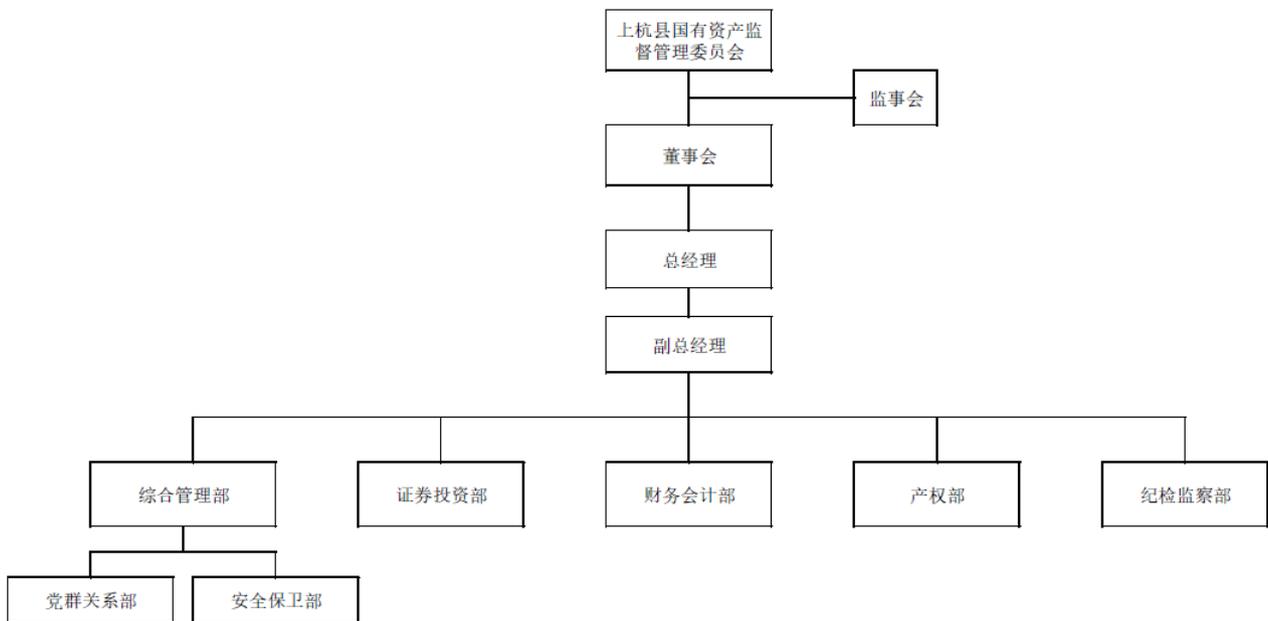


并表子公司	持股比例		注册资本（万元）
	直接	间接	
紫金矿业集团股份有限公司	25.88	-	230,312.19
上杭县汀江水电有限公司	51.00	49.00	6,900.00
上杭县兴诚实业有限公司	100.00	-	56,608.75
上杭鑫源自来水公有限公司	60.00	36.77	31,000.00
福建省上杭县兴诚担保有限公司	71.88	23.84	25,000.00
上杭蛟城高速公路有限公司	83.18	-	7,000.00
上杭县金水水利水电投资有限公司	50.99	-	1,961.00
上杭县铁路建设有限公司	100.00	-	1,000.00
上杭客家开缘酒店有限公司	100.00	-	900.00
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
上杭赣闽有色金属实业发展有限公司	54.00	-	13,500.00
上杭县汇杭投资经营有限责任公司	100.00	-	60,000.00
上杭县兴诚教育培训咨询服务服务有限公司	100.00	-	50.00

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，中诚信证评整理

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 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	851,265.79	739,075.39	1,119,275.57	953,952.09
应收账款	80,433.94	130,912.75	102,658.25	93,384.23
存货	1,200,420.04	1,109,167.14	1,267,148.96	1,370,427.87
流动资产	2,894,047.97	3,085,826.14	3,242,955.90	3,180,678.90
长期投资	922,219.56	805,757.42	690,825.10	688,042.54
固定资产合计	4,039,479.36	3,697,890.02	4,332,146.89	4,371,792.69
总资产	10,010,775.64	9,755,053.99	12,096,612.58	12,115,654.87
短期债务	2,430,446.52	1,760,136.98	2,582,315.50	2,327,158.00
长期债务	2,864,071.74	2,714,897.44	2,823,354.06	3,099,589.64
总债务（短期债务+长期债务）	5,294,518.26	4,475,034.42	5,405,669.56	5,426,747.63
总负债	6,777,688.69	6,007,518.96	7,357,475.46	7,392,913.95
所有者权益（含少数股东权益）	3,233,086.95	3,747,535.03	4,739,137.12	4,722,740.91
营业总收入	7,911,882.31	9,478,611.09	10,618,796.90	2,907,472.36
三费前利润	824,060.66	1,182,247.17	1,182,209.10	331,274.94
投资收益	-192,914.34	16,858.34	110,452.50	3,527.66
净利润	140,500.26	278,954.65	440,441.05	100,725.97
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	800,340.59	1,058,282.19	1,225,773.03	-
经营活动产生现金净流量	953,655.22	1,076,223.89	1,084,208.49	103,248.03
投资活动产生现金净流量	-867,954.07	-601,893.81	-1,361,932.21	-234,085.01
筹资活动产生现金净流量	-108,594.55	-561,345.89	641,986.02	-70,799.40
现金及现金等价物净增加额	2,326.55	-97,110.29	357,595.73	-205,953.44
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	11.57	13.90	12.64	12.86
所有者权益收益率（%）	4.35	7.44	9.29	8.53*
EBITDA/营业总收入（%）	10.12	11.16	11.54	-
速动比率（X）	0.46	0.65	0.52	0.51
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.24	0.20	0.08*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.39	0.61	0.42	0.18*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.65	5.32	5.70	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.90	5.23	6.44	-
总债务/EBITDA（X）	6.62	4.23	4.41	-
资产负债率（%）	67.70	61.58	60.82	61.02
总资本化比率（%）	62.09	54.42	53.29	53.47
长期资本化比率（%）	46.97	42.01	37.33	39.62

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。

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

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。