

# 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（2021）

---

项目负责人：吕卓林 [zhllv@ccxi.com.cn](mailto:zhllv@ccxi.com.cn)

项目组成员：霍 飞 [fhuo@ccxi.com.cn](mailto:fhuo@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 25 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1336 号

## 闽西兴杭国有资产投资经营有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 兴杭 01”和“18 兴杭 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

**评级观点：**中诚信国际维持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”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“18兴杭01”和“18兴杭02”的债项信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了下属紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）较强的行业地位和盈利能力对公司投资收益及备用流动性方面形成有利影响以及可获得较大的政府支持等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支撑。同时中诚信国际也关注到紫金矿业扩张迅速导致公司债务规模增长较快，偿债压力加大、公司向地方国有企业提供担保及资金拆借导致负担增加等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

### 概况数据

闽西兴杭（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,209.66	1,321.00	1,923.08	1,999.13
所有者权益合计（亿元）	473.91	567.75	737.64	789.11
总债务（亿元）	540.57	547.92	840.95	854.67
营业总收入（亿元）	1,061.88	1,363.29	1,716.83	475.37
净利润（亿元）	44.04	48.40	84.98	40.97
EBITDA（亿元）	122.58	149.55	208.92	--
经营活动净现金流（亿元）	108.42	102.34	154.07	48.65
资产负债率(%)	60.82	57.02	61.64	60.53
总资产化比率(%)	53.29	49.11	53.27	51.99
闽西兴杭（本部口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	71.52	78.26	102.19	87.50
所有者权益合计（亿元）	12.84	13.02	16.11	17.98
总债务（亿元）	46.11	55.69	72.04	56.51
净利润（亿元）	3.20	3.79	12.84	6.67
经营活动净现金流（亿元）	8.88	-5.20	4.38	-4.97
资产负债率(%)	82.04	83.37	84.23	79.45

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **下属矿产资源开发板块经营业绩逐年提升，盈利能力强，公司可从现金分红中获得较高收益。**子公司紫金矿业是有色金属行业龙头企业，近年来通过内生及外延式发展，形成了较强的竞争实力和盈利能力。公司每年通过紫金矿业获得分红近 5 亿元，随着 2020 年紫金矿业盈利能力进一步提升，分红收益可为公司其他板块经营活动及偿还利息提供稳定的流动性支持。

### 同行业比较

部分有色控股企业主要指标对比表（亿元）

公司名称	2020 年末资产总额	2020 年末负债总额	2020 年末资产负债率	2020 年营业总收入	2020 年净利润	2020 年末公司本部资产总额	2020 年末公司本部负债总额
鸿商产业	1,580.09	848.06	53.67%	1,130.31	174.43	100.79	63.51
闽西兴杭	1,923.08	1,185.43	61.64%	1,716.83	84.98	102.19	86.07

注：“鸿商产业”为“鸿商产业控股集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
18兴杭01	AAA	AAA	2020/06/24	20.00	20.00	2018/10/22~2023/10/22(3+2)	赎回、回售、调整票面利率
18兴杭02	AAA	AAA	2020/06/24	5.00	5.00	2018/11/01~2023/11/01(3+2)	赎回、回售、调整票面利率

■ **可获得较大的政府支持。**上杭县国有资产监督管理委员会（以下简称“上杭县国资委”）授权公司统一经营上杭县国有资产，作为上杭县的支柱企业，公司在当地具有重要的地位，可获得较大的政府支持。

■ **公司持有紫金矿业股权价值较高，备用流动性强。**紫金矿业为 A+H 股上市公司，截至 2021 年 3 月末，公司直接持有紫金矿业股权比例为 23.88%，所持股权价值较高，可为公司提供较好的备用流动性。

### 关注

■ **紫金矿业扩张迅速导致公司债务规模增长较快，偿债压力加大。**受紫金矿业 2020 年以来快速扩张，并购项目大幅增加影响，公司债务规模增长较快，截至 2021 年 3 月末总债务增至 854.67 亿元。

■ **公司承担较多支持地方经济发展角色，形成一定负担。**作为上杭县最优质国有企业，在上杭县国资委的委托下，公司承担了部分对当地国有企业在筹资方面提供担保以及为部分地方国有企业提供资金拆借的职能，上述事项或将对公司资产及现金流产生一定影响，增加公司的财务负担和或有风险，需对相关企业经营情况及其对公司的影响保持关注。

### 评级展望

中诚信国际认为，闽西兴杭国有资产投资经营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**重要子公司盈利能力大幅下滑，公司获得现金分红显著减少；公司本部债务规模快速攀升，偿债能力显著弱化。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

根据公司披露的公司债券年度报告，“18 兴杭 01”、“18 兴杭 02”募集资金均已按募集说明书承诺用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策

边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

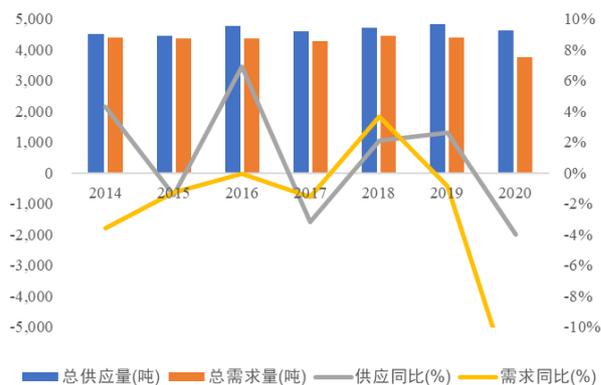
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**2020 年受新冠肺炎疫情影响，黄金供需两端均有所收紧；需求结构变化较为明显，投资及避险需求比重大幅增加，从而推动黄金价格在 2020 年达到近年高点，但随着疫情逐步缓解，黄金价格于 2021 年初震荡回落；未来受通胀预期影响，黄金价格仍将维持高位震荡行情**

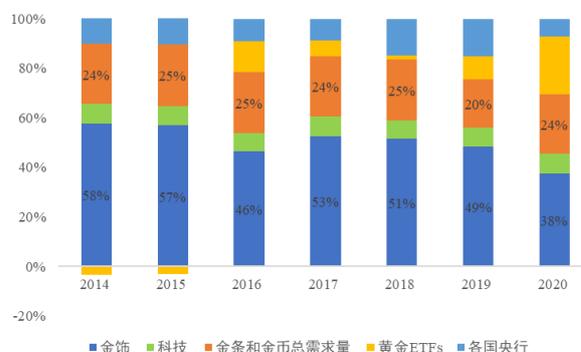
全球黄金供应主要来源于金矿产金和回收金再加工生产以及少量生产商净套保，近年来供应结构较为稳定。黄金属不可再生资源，全球黄金储量 2016 年末增至 57,000 吨后开始进入下降通道，2019 年末已降至 50,000 吨，增产空间有限。2020 年第二季度疫情全球蔓延对产量产生较大影响，当季矿产金产量同比下降 10.01%，全年黄金总供应量下降 4%至 4,633 吨，是自 2013 年以来的最大降幅，主要原因是疫情的干扰。但整体矿产金供应弹性较低。需求方面，近年来全球黄金总需求变化不大，2020 年受疫情影响，黄金年度需求同比下降 14%至 3,760 吨，但需求结构不断变化。2020 年黄金价格大幅上涨，叠加疫情的影响，黄金消费端受到了极大的抑制，制造端用金需求亦有所下降，央行对于黄金资源的储备也受到一定的负面影响，但黄金 ETFs 持仓量需求在高涨的价格刺激下剧增。

图 1：黄金供需变化情况



资料来源：世界黄金协会，中诚信国际整理

图 2：黄金需求结构变化情况



资料来源：世界黄金协会，中诚信国际整理

国内方面，2020 年全国黄金产量为 365.34 吨，其中矿产金 301.69 吨，副产金 63.65 吨；同比减产 14.88 吨。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，国内黄金产量同比大幅下降 10.93%。自二季度以来，黄金产量逐步回升。重点黄金生产企业继续优化产业布局，通过“走出去”的方式增加黄金资源储备。全年中国黄金、山东黄金、紫金矿业、山东招金等重点黄金生产企业黄金产量同比持平。2020 年黄金消费量同比也有大幅下降；一季度黄金消费量受到重挫，同比下降 48.20%。二季度之后随着疫情的恢复，加之黄金价格上升带来的民间消费刺激，使得此后各季度黄金消费量环比有所提升，全年黄金消费量同比下降 18.13%。国内黄金交易方面，上海黄金交易所 2020 年全年所有黄金品种累计成交量为 10.95 万吨，同比增长 18.39%；成交额 41.47 万亿元，同比增长 38.26%。国内黄金 ETF 基金由 4 支增加至 11 支，年末持仓量同比增加 36%

至 60.9 万吨。

黄金的价格属性包含大宗商品属性与金融属性，其中需求因素对商品属性形成一定影响，但其金融属性影响更大，金融属性下的黄金本质上可以被视为长久期的抗通胀负息债券，其对冲货币贬值和政治经济风险的避险及保值需求较为旺盛，因此在金融属性下驱动黄金价格的核心因素为实际利率。2019 年以来全球经济下行压力增加，同时中美贸易摩擦带来不确定性，叠加 2020 年新冠疫情在全球范围内爆发对世界经济造成的重大冲击，不仅从经济增长的不确定性方面增加黄金的避险需求，而且其衍生的金融危机和通货膨胀会从更大程度上推升黄金的避险和保值需求。风险事件发生后，市场预期央行的名义利率下调，特别是在美联储量化宽松的利率政策下，在通胀不变的情况下，实际利率下行降低了持有黄金的机会成本，使得黄金价格大幅上升。从与美元的关系来看，黄金价格与美元呈现一定的负相关性。负相关性一方面来自于美元是黄金的基础定价工具，美元的弱势则对应了定价对象价格的相对上升。另一方面，黄金是一般货币等价物，当美元处于弱势被抛售的时候，其他货币的相应价值会出现上升。2019 年以来黄金价格大幅上升，2020 年年初有所回调，之后再度大幅上升并于 2020 年 8 月突破 2,000 美元。2021 年以来，随着全球疫苗接种人数的持续快速增加，欧美疫情逐渐控制，市场对经济复苏前景变得更加乐观，美债收益率于 2 月快速上行使黄金价格遭到下行压力，作为无息资产在利率上升时机会成本上升而遭到抛售，在月末美债收益率和美元指数同步走强的情况下，金价遭到连续重挫而跌至 8 个月来的低位。

图 3：黄金价格走势情况



资料来源：Wind，中诚信国际整理

中诚信国际认为，黄金价格在经历近年高点后回调，后续受通胀预期的压力，仍将保持较为坚挺的走势，并维持高位震荡。对于行业内企业来说，黄金价格显著高于开采成本的窗口期将有效延长，有益于其资产负债表及利润表的修复，黄金行业企业整体信用水平将保持稳定。

### 2020 年铜价受疫情影响大幅波动，4 月以来受益于需求复苏快速反弹，流动性宽松叠加弱美元带动铜价于年末升至历史高位

据统计，2020 年末全球铜矿产资源储量约为 8.71 亿吨（金属量，下同），主要分布在智利、澳大利亚、秘鲁、俄罗斯等国家。铜精矿的供应方面，2020 年受疫情影响，主要产区秘鲁和智利等产出下降，9 月以来虽然有所回升，但产量恢复缓慢，导致全年铜精矿产量下滑 0.7% 至 1,684 万吨。需求方面，2020 全球铜消费并没有出现下降，反而是小幅增长 1% 左右至 1,728 万吨，全年供应缺口进一步升至 44 万吨，呈现供需紧平衡态势；且铜消费结构出现明显的分化，海外消费大幅下降，国内消费大幅增长。

表 1：2020 年末全球铜资源储量情况（万吨）

国家	储量
智利	20,000
澳大利亚	8,800
秘鲁	9,200
俄罗斯	6,100
墨西哥	5,300
美国	4,800

波兰	3,200
中国	2,600
赞比亚	2,100
哈萨克斯坦	2,000
刚果（金）	1,900
其他	21,100
<b>总计（大约）</b>	<b>87,100</b>

资料来源：U.S. Mineral Commodity Summaries, January 2021，中诚信国际整理

2020年，疫情对国内矿山影响有限，但环保管控持续严格，对中小型矿山生产造成一定影响，同时无新增大型矿山投产，我国铜精矿产量整体增长有限，全年产量同比增长2.26%至158.4万吨；铜精矿消费量约680万吨，同比增加2.81%，铜精矿产量缺口持续增加，对外依存度高的局面难以改善，铜精矿进口仍将是主要供应来源。

冶炼方面，全球铜冶炼产能稳步扩张且处于相对过剩状态，其中我国产能占全球总产能的40%以上。近年来粗炼和精炼产能的扩张使得我国精铜产量逐年增长，但2020年以来冶炼加工费持续下行，导致冶炼厂商积极性降低，精铜产量同比增长0.4%至900.1万吨，增速大幅下滑。进口方面，由于国内废铜供应紧张、人民币升值等因素，精铜进口量增长超预期，2020年，我国精铜净进口量同比增长44.98%至446.1万吨，导致精铜供应过剩量大幅增长至148.0万吨。

图4：近年来我国精铜供需平衡情况（万吨）

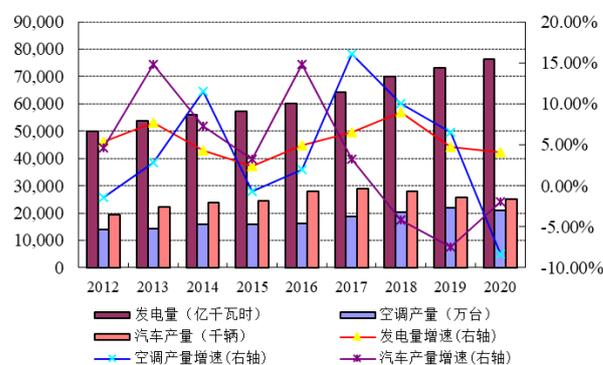


资料来源：安泰科，中诚信国际整理

下游需求方面，近年来我国铜消费量始终处于全球第一位。其中，电力行业对铜的需求占比最大，

其余依次是空调制冷、建筑业和交通运输。2020年国内发电量同比增加4.05%至76,326亿千瓦时；国内空调产量同比下降8.30%至21,035万台；据中国汽车工业协会数据显示，2020年国内汽车产量为2,523万辆，同比减少2.00%，同期汽车销量为2,531万辆，同比减少1.90%；整体来看，铜下游主要行业需求受疫情冲击有所下降。2020年，我国精铜消费量预计增长0.40%至1,198万吨，低于上年0.90%的增速。

图5：近年来我国铜行业下游增长情况



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

价格方面，2020年国际铜价呈先抑后扬态势，并于年末达到历史高位。2020年初，铜价涨至6,343美元/吨高点后，新冠肺炎事件突发，对需求端的冲击显著高于供应端，随着疫情蔓延，市场恐慌情绪显著升温，全球金融市场和商品市场普遍暴跌，铜价一路下跌，并于3月19日触及年内低点4,371美元/吨；二季度后国内疫情基本得到控制，进入4月传统旺季后，下游企业需求得到较好改善，铜价也开始稳步攀升；2020年下半年铜价延续二季度上涨趋势。基本面方面，国内废铜和铜精矿供应紧张格局依旧不变，市场需求在四季度明显好于预期，全球铜市库存降至历史低位。宏观上来看，全球流动性宽松、美元走势低迷叠加中国经济数据表现亮眼等因素，投资者对风险资产偏好显著回升，铜的金融属性在2020年内更加凸显，多头资金持续入场推动铜价一路飙升，LME三个月期铜最高涨至8,028美元/吨，创2013年以来新高。截至2020年末，LME三个月期铜收盘价为7,753.5美元/吨，同

比上涨 25.68%；2020 年 LME 三个月期铜均价为 6,180 美元/吨，同比上涨 2.69%。2021 年以来，铜价持续震荡上行，并于 2 月 25 日达到阶段性高点 9,563 美元/吨，截至 2021 年 3 月末，LME 三个月期铜价格为 8,809.5 美元/吨，较年初上涨 13.57%，2021 年第一季度 LME 三个月期铜均价为 8,468.8 美元/吨，同比上涨 49.70%。国内沪铜走势与 LME 市场基本一致，由于美元指数走势疲软，2020 年人民币大幅升值，使得沪铜价格整体弱于伦铜。2020 年末，SHFE 当月期铜收盘价为 57,750 元/吨，同比上涨 17.50%；2020 年 SHFE 当月期铜平均价为 48,699 元/吨，同比上涨 2.02%。截至 2021 年 3 月末，SHFE 当月期铜价格为 65,600.0 元/吨，较年初上涨 13.59%，2021 年第一季度 SHFE 当月期铜均价为 62,997.4 美元/吨，同比上涨 38.05%。

图 6：近年来 LME 三个月期铜和沪铜期货价格走势



资料来源：Choice，中诚信国际整理

## 2020 年紫金矿业内生外延并举，通过自主勘探和对外收购，保持着较高的资源储量和很强的可持续发展能力

2020 年 3 月，紫金矿业通过全资子公司金山（香港）国际矿业有限公司（以下简称“金山香港”）以及引入合资方完成对大陆黄金的全资收购。大陆黄金下属公司持有武里蒂卡金矿 100%权益，根据该金矿公布的报告，其金金属量达 352.71 吨，平均品位为 9.3 克/吨。除核心资产武里蒂卡金矿外，大陆黄金还在周边拥有多宗采矿权和探矿权。2020 年 7 月，紫金矿业通过子公司西藏紫金实业有限公司完成收购多方持有的巨龙铜业 50.10%股权，交易对

价 38.83 亿元。巨龙铜业下属三个矿区驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿及知不拉铜多金属矿三个矿区合计拥有铜金属量 795.76 万吨，伴生钼金属 37.06 万吨。2020 年 8 月，紫金矿业通过子公司金山香港在加拿大的子公司完成收购圭亚那金田有限公司（以下简称“圭亚那金田”）100%股权，交易对价约 16.99 亿元。收购完成后紫金矿业获得圭亚那金田下属在产的 Aurora 金矿及其他独立勘探资产。圭亚那金田 Aurora 金矿探明+控制的金资源量 118.69 吨，平均品位 3.15 克/吨，推断的金资源量为 59.13 吨，平均品位 2.28 克/吨。

2020 年并购的大陆黄金项目及圭亚那金田项目在当期即实现投产，为紫金矿业增加黄金权益资源储量 385.53 吨。巨龙铜业项目是国内最大的斑岩型铜矿，巨大的铜资源储量使得紫金矿业在国内铜行业的领先地位得以稳固。此外，紫金矿业还通过探矿增储，新增黄金资源储量 65.41 吨、铜资源储量 56.65 万吨、铅锌资源储量 4.26 万吨，银资源储量 21.49 吨。

2020 年紫金矿业在内生外延发展方针的指导下，通过成功的并购及勘探，当期末黄金资源量超过 2,300 吨，铜资源量超过 6,200 万吨，铅锌资源量超过 1,000 万吨。其中海外黄金、铜、锌资源量占紫金矿业资源总量的 72%、75%和 26%。同期末，紫金矿业在全球共拥有探矿权 291 个，面积 3,282.36 平方公里；采矿权 236 个，面积 1,063.79 平方公里。领先的资源储备为其可持续发展奠定了基础。

表 2：紫金矿业资源保有储量情况（推断资源及以上，权益）

项目	截至 2019 年末保有储量	截至 2020 年末保有储量	同比
金矿（吨）	1,510.28	1,958.70	29.69%
伴生金矿（吨）	376.59	374.93	-0.44%
金矿小计（吨）	1,886.87	2,333.64	23.68%
铜矿（万吨）	5,725.42	6,205.58	8.39%
银矿（吨）	1,860.64	2,923.55	57.13%
钼矿（万吨）	67.71	64.90	-4.15%
锌矿（万吨）	855.83	1,032.70	20.67%
铅矿（万吨）	117.89	153.53	30.23%
钨矿（万吨）	7.02	6.77	-3.61%
锡矿（万吨）	13.97	13.97	0.00%
铁矿（亿吨）	1.99	1.80	-9.87%

煤炭（亿吨）	0.69	0.69	0.00%
铂矿（吨）	527.84	527.84	0.00%
钯矿（吨）	378.14	378.14	0.00%

资料来源：紫金矿业年报，中诚信国际整理

## 2020 年以来紫金矿业各条线产销量基本保持稳定增长趋势，规模优势突出

矿产产品方面，2020 年以来紫金矿业保持了在技改及项目建设方面较高的投入，为未来的发展奠定了良好的基础。黄金方面，陇南紫金李坝金矿 2020 年获得采矿权证，10,000 吨/日改扩建项目全面投产，贵州紫金、山西紫金、澳大利亚诺顿金田等一系列黄金增产技改项目全面展开。新收购的武里蒂卡金矿已于 10 月竣工投产，当期实现矿产金产量 2.20 吨，成为了紫金矿业黄金业务新的增长点。尽管巴布亚新几内亚（以下简称“巴新”）波格拉金矿因矿权归属纠纷，2020 年产量由上年的 8.83 吨大幅降至 2.68 吨，但通过技改项目的增产及收购项目的投产及复产补齐产能，2020 年全年矿产金产量仅小幅下降 0.79% 至 40.51 吨，占全国矿产金产量的 13.43%，仍保持国内领先水平，规模优势突出。

铜金属方面，紫金矿业生产经营情况呈加速上升态势，在主力矿山刚果（金）科卢韦齐铜钴矿及黑龙江多宝山铜矿项目建成产能逐步爬坡的带动下，2020 年全年矿产铜产量同比增长 22.60% 至

45.35 万吨，占全国矿产铜产量的 27.10%。锌方面，乌拉特后旗紫金受采矿证到期更换，俄罗斯龙兴受露采转地采影响及疫情影响，全年矿产锌产量有所下降，但新疆紫金锌业技改项目的成功实施补充了部分产量，2020 年全年实现矿产锌产量 34.21 万吨，同比下降 8.54%。2020 年紫金矿业矿产金、铜、锌境外产量占比分别为 58%、44% 和 50%，亦保持在较高水平。

紫金矿业冶炼产能基本保持稳定，产量随矿山产品产量及大宗商品行情市场变化。2020 年紫金矿业冶炼加工金受黄金价格整体上升影响，实现产量 274.58 吨，同比增长 5.42%；矿产铜产量有所释放，2020 年冶炼产铜产量增加至 57.56 万吨，同比增长 14.81%；冶炼产锌 21.88 万吨，同比下降 4.23%。

由于紫金矿业销售最终产品基本均为大宗商品，下游需求稳定，整体产销率保持较高水平。冶炼产品为锁定加工费用，产销率极高。矿山产品由于非标准化性质，供需一定程度受下游冶炼企业影响，加之部分阶段针对产品市场价格进行库存管理策略，产销率较冶炼产品稍低，库存有一定程度波动。价格方面，2020 年矿产金、冶炼金、矿产铜、冶炼铜不含税单价分别同比增长 22.97%、24.83%、5.35% 和 3.08%。

表 3：紫金矿业产品产销量情况

板块名称	2018		2019		2020		2021.1~3	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
矿产金（吨）	36.50	36.13	40.83	39.20	40.51	38.21	11.18	10.79
冶炼加工金（吨）	205.13	205.48	260.46	260.45	274.58	274.32	57.14	57.24
矿产银（吨）	220.88	220.80	263.18	265.20	298.72	286.94	84.43	83.55
矿产阴极铜（万吨）	--	--	4.90	4.90	7.73	7.72	2.10	2.10
矿产电解铜（万吨）	--	--	4.36	4.38	4.69	4.69	1.43	1.43
矿产铜精矿（万吨）	--	--	27.73	27.83	32.93	32.58	9.15	8.39
矿产铜（万吨）	24.86	24.95	--	--	--	--	--	--
冶炼产铜（万吨）	43.45	43.60	50.14	50.12	57.56	57.64	16.13	16.14
矿产产锌（万吨）	27.80	28.28	37.41	37.22	34.21	34.76	9.63	9.57
冶炼产锌（万吨）	18.31	18.26	22.85	22.86	21.88	21.81	6.39	5.93
铁精矿（万吨）	247.00	246.77	278.00	299.63	305.80	304.80	89.09	85.72

资料来源：紫金矿业年报，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2020 年以来紫金矿业产销量保持稳定增长态势，未来随着其规划项目的逐步推

进，主要产品黄金、铜产销量仍将保持较高的增速。但紫金矿业海外资源及矿产品产量占比较高，面临一定汇率和海外经营风险，新冠疫情进一步加剧相

关不确定性，对公司管理能力提出了更高要求。

### 公司除承担部分基础设施、公共事业投资运营外，还为地方企业提供融资、担保等金融服务

电力业务由下属子公司上杭县汀江水电有限公司（以下简称“汀江水电”）负责运营。汀江水电目前下属 3 座全资控股电站，7 座参股电站，合计装机容量 5.7640 万千瓦，年设计发电量 1.8285 亿千瓦时。此外，汀江水电还管理 2 座紫金矿业下属水电站。公司电力业务经营主要受降水影响，2020 年由于降水有所下降，营业收入与净利润均有大幅回落。但近年来，电力业务均保持盈利及经营活动现金净流入状态。

高速公路业务由下属子公司上杭蛟城高速公路有限公司负责运营，总运营里程为 36.13 公里。该条高速公路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。除 2020 年受疫情影响，近年来该条高速公路车流量及营业收入相对保持稳定。2021 年以来，高速公路开始实行 ETC 分段计费模式，一季度营业收入同比有所提升。但由于借款修路，贷款余额较高的原因，高速公路运营目前仍处于亏损状态。

自来水业务由下属子公司上杭县鑫源自来水有限公司负责运营，业务包括向上杭县 62 平方公里内 14 万户居民提供生活用水及向城区范围内生产建设提供用水。受固定资产折旧较多的原因，该部分业务无法实现盈亏平衡，但经营周转及现金流状况较为健康。

公司下属子公司福建省上杭县兴诚融资担保有限公司为当地中小企业在银行贷款提供担保服务，截至 2020 年末担保余额为 4.82 亿元。因中小企业存在融资难、周转难等问题，担保业务存在一定的不良率及代偿情况，但该板块总体运营规模不大，且被担保企业均位于当地，整体风险较为可控。除运营担保公司对中小企业进行担保外，作为上杭

县最优质的国有企业，在上杭县国资委的委托下，公司还承担了部分对当地国有企业在筹资方面提供担保以及为部分地方国有企业提供资金拆借的职能，以解决相关主体资金紧张的问题。

中诚信国际认为，公司其他业务由于公共事业业务属性或代替履行政府职能的原因难以实现盈亏平衡，但该部分业务整体规模较小，风险较为可控。中诚信国际关注到，公司本部对外担保以及资金拆借或将对公司资产及现金流产生一定影响，增加公司的财务负担和或有风险，需对相关企业经营情况及其对公司的影响保持关注。

### 实业投资与金融投资相结合，赋能地方经济发展，增加公司盈利弹性

公司创立了实业投资与金融投资相结合的投资发展模式。实业投资方面，在县委县政府的支持下，公司与北京武岳峰智造投资管理有限公司合资成立了清杭鼎峰开发建设有限公司，建设上杭县新材料科创谷项目。同时设立新材料产业基金，投资行业内初创企业，对被投企业进行招商引资，赋能地方经济建设。同时，公司下属的兴杭创投已于 2020 年初向中国基金业协会取得私募股权投资基金管理人资格，投资角色由有限合伙人转变为普通合伙人。

此外，公司在一级市场方面取得较多的成果。2017 年投资的龙岩市高岭土股份有限公司于 2020 年 11 月通过中国证监会审核，公司持股比例为 3.71%，该公司于 2021 年 4 月在上海证券交易所发行上市。

## 财务分析

以下分析基于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 2018~2020 年财务报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报告期末数。

### 营业毛利率主要受矿产资源开发板块影响，2020 年以来随着有色金属价格的触底反弹及产销规模增

## 长，公司整体盈利能力有所提升；公司本部投资收益随紫金矿业经营状况持续向好而逐年增加

公司盈利能力主要受矿产资源开发板块影响，2020年紫金矿业经营主要有色金属品种黄金、铜平均价格同比均有所上升，且产量也有所释放，在矿产资源开发板块收入提升的带动下，营业总收入大幅增长。矿产业务利润的增厚使得整个矿产资源开发板块毛利率同比有所提升。公司其他板块营业收入与成本数额较小，变动敏感性较高，但对公司整体营业收入及成本影响不大。

表 4：公司主要板块收入及毛利率构成情况（亿元）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
矿产资源开发	1,050.98	1,351.50	1,695.96	469.25
电力	0.28	0.55	0.25	0.02
高速	0.68	0.70	0.58	0.19
资产管理	0.24	0.26	0.21	0.05
其他	0.53	0.70	0.63	0.09
其他业务收入	9.05	9.58	19.20	5.77
<b>营业总收入</b>	<b>1,061.88</b>	<b>1,363.29</b>	<b>1,716.83</b>	<b>475.37</b>
收入	2018	2019	2020	2021.1~3
矿产资源开发	12.47%	11.31%	11.88%	14.80%
电力	43.28%	66.01%	37.53%	-82.27%
高速	87.27%	84.81%	69.41%	84.44%
资产管理	66.45%	66.02%	61.86%	57.29%
其他	-21.58%	-28.68%	-30.80%	-48.03%
主营业务毛利率	12.52%	11.36%	11.90%	14.82%
其他业务毛利率	26.39%	24.55%	14.87%	27.70%
<b>营业毛利率</b>	<b>12.64%</b>	<b>11.46%</b>	<b>11.93%</b>	<b>14.98%</b>

资料来源：公司提供

公司合并口径成本费用变化主要受矿产资源开发板块影响，随着 2020 年紫金矿业将运输成本完全计入营业成本，销售费用持续下降。紫金矿业合并范围的扩大带来人员数量增长，使得支付职工薪酬上升，同时研发费用亦有所增加，共同导致管理费用同比有所增长；受紫金矿业债务规模增长的影响，公司整体利息支出增加带动财务费用同比有所上升。2020 年公司期间费用整体有所增长，但在营业总收入高速增长的情况下，期间费用率有所降低。

2020 年以来随着矿产资源开发板块效益增加带来的毛利率回升，加之营业总收入高速增长，经

营性业务利润同比大幅增加。资产减值、公允价值变动、投资及营业外损益等对利润影响总体可控，资产减值受紫金矿业预计负债转回影响，同比有所下降；因年内金属价格波动较为明显，紫金矿业套期保值工具公允价值变化产生一定的公允价值变动收益。总体来看，2020 年在矿产资源开发板块经营性业务利润大幅增长的情况下，公司实现了利润总额与净利润的高速增长，同时 EBIT 利润率与总资产收益率也有所提升。

2021 年一季度，在黄金产品量价齐升及铜产品产量同比大幅增加的情况下，矿产资源开发板块利润持续增厚，同时公司在处置金融资产方面取得较多投资收益，净利润保持较高增速。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	9.14	6.04	4.53	1.22
管理费用	32.79	42.24	44.87	14.06
财务费用	15.65	17.41	21.09	5.41
期间费用合计	57.58	65.70	70.49	20.68
期间费用率	5.42%	4.82%	4.11%	4.35%
经营性业务利润	62.97	74.72	112.93	43.51
资产减值损失	14.22	4.44	3.97	0.95
公允价值变动收益	-1.60	-0.12	3.47	0.25
投资收益	11.05	0.33	0.39	8.29
营业外损益	-0.50	-2.62	-3.94	-0.76
利润总额	58.53	67.64	109.01	50.31
净利润	44.04	48.40	84.98	40.97
EBIT 利润率	7.30%	6.62%	7.75%	--
总资产收益率	7.08%	7.14%	8.21%	--

注：研发费用计入管理费用，信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司本部营业总收入规模较小；期间费用主要来自用于支付债券及借款的财务费用；公司本部投资收益大部分来自紫金矿业的分红收益。2020 年公司本部参与紫金矿业公开发行可转换公司债券的配售，上市后可转换公司债券价格大幅上升，产生部分公允价值变动收益；当期公司本部即减持部分可转换公司债券，加之紫金矿业对其进行分红，投资收益大幅上升。2021 年一季度，公司本部继续减持部分所持紫金矿业可转换公司债券，当期产生较多投资收益。

2018~2020年，紫金矿业实现归属于母公司股东净利润分别为40.94亿元、42.84亿元和65.09亿元，同期股利支付率分别为56.26%、59.24%和46.97%，公司所持紫金矿业股份每年获得的现金分红接近5亿元，可为其债务利息的偿付提供有力的流动性支持。

**表 6：近年来公司本部盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
营业总收入	0.03	0.11	0.10	0.05
管理费用	0.08	0.21	0.23	0.02
财务费用	2.05	2.12	2.29	0.82
期间费用合计	2.13	2.34	2.52	0.84
公允价值变动收益	-0.11	0.19	5.36	--
投资收益	5.43	5.89	11.30	7.51
利润总额	3.20	3.82	14.20	6.67
净利润	3.20	3.79	12.84	6.67

注：研发费用计入管理费用，信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 受矿产资源开发板块并购业务增加及经营规模扩大影响，公司资产及负债规模均大幅增长

随着紫金矿业经营规模及合并范围的增加，2020年末公司资产总额大幅上升。流动资产主要为货币资金与存货，资产流动性较强。受紫金矿业当期净筹资规模较大及公司本部新增短期借款影响，当期末货币资金增幅较大。货币资金主要为银行存款，当期末受限货币资金为4.12亿元。随着紫金矿业产能规模的扩大，存货中原材料及在产品账面余额有所上升，带动当期末存货规模有所增加。非流动资产方面，2020年紫金矿业对外投资规模同比有所增加，其中并购大陆黄金及巨龙铜业带动无形资产大幅增加。固定资产投资方面，巨龙铜业基建项目并入及建设推进使得在建工程规模大幅增加，大陆黄金等技改项目的陆续投产转固使得固定资产有一定增幅。

**表 7：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	111.93	73.94	142.19	173.06
存货	126.71	148.89	180.67	170.39
<b>流动资产</b>	<b>324.30</b>	<b>308.27</b>	<b>424.43</b>	<b>470.88</b>
固定资产	369.06	419.79	518.48	515.67
无形资产	227.03	243.54	470.02	469.18
<b>非流动资产</b>	<b>885.37</b>	<b>1,012.73</b>	<b>1,498.64</b>	<b>1,528.25</b>

资产总计	1,209.66	1,321.00	1,923.08	1,999.13
流动资产占比	26.81%	23.34%	22.07%	23.55%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年末公司负债端规模大幅增长，当期末负债总额同比增加57.38%。公司合并口径资产负债水平有所上升，有息负债占比保持较高水平。流动负债占比有所下降；流动负债中，受紫金矿业黄金租赁规模增加影响，公司短期借款有所上升。紫金矿业当期设备投入规模较大，应付工程款增加使得当期末其他应付款规模有所上升。非流动负债方面，受新增合并巨龙铜业影响，紫金矿业长期借款增加带动公司长期借款规模大幅上升。此外，紫金矿业发行60亿元可转换公司债券用于其项目建设，其中51.02亿元计入应付债券，同时新增发行50亿元中期票据，以上带动当期末应付债券规模有所增加。所有者权益方面，紫金矿业非全资并表范围增加带动其所有者权益账面价值增长，合并口径少数股东权益带动公司所有者权益规模有所上升。此外，公司归属于母公司股东净利润经分配后仍有所留存，未分配利润稳步增长。

**表 8：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	156.46	146.40	225.38	213.61
其他应付款	52.93	55.46	75.81	77.46
一年内到期的非流动负债	97.74	59.88	85.15	82.96
<b>流动负债合计</b>	<b>376.49</b>	<b>340.22</b>	<b>496.57</b>	<b>509.03</b>
长期借款	148.14	156.59	308.73	326.51
应付债券	134.20	172.59	205.66	200.32
<b>非流动负债合计</b>	<b>359.26</b>	<b>413.03</b>	<b>688.86</b>	<b>700.99</b>
<b>负债合计</b>	<b>735.75</b>	<b>753.24</b>	<b>1,185.43</b>	<b>1,210.02</b>
流动负债占比	51.17%	45.17%	41.89%	42.07%
未分配利润	35.00	39.34	44.65	52.42
少数股东损益	385.01	464.63	625.96	669.44
<b>所有者权益合计</b>	<b>473.91</b>	<b>567.75</b>	<b>737.64</b>	<b>789.11</b>
资产负债率	60.82%	57.02%	61.64%	60.53%
总资本化比率	53.29%	49.11%	53.27%	51.99%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年一季度公司矿产资源开发板块经营状况良好，随着销售商品产生的现金回流，货币资金也有所增加。负债规模也有所增长，但负债结构相对稳定。当期末在未分配利润增加及少数股东权益

增长的带动下，所有者权益有所上升，资产负债率和总资本化比率较上年末略有下降。

公司本部方面，2020年，公司本部取得较多的投资收益，同时采用外部融资方式参与紫金矿业可转换公司债券配售，当期末货币资金及交易性金融资产规模大幅上升。2021年随着公司本部减持部分可转换公司债券及偿还外部融资，3月末资产规模有所下降。

**表 9：近年来公司本部主要资产情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	7.65	7.02	17.42	8.87
交易性金融资产	1.39	1.64	15.24	5.47
其他应收款	9.80	12.22	11.82	15.57
<b>流动资产</b>	<b>18.84</b>	<b>20.88</b>	<b>44.48</b>	<b>29.90</b>
长期股权投资	28.69	33.87	33.63	33.52
其他非流动资产	20.90	14.41	14.41	14.41
<b>非流动资产</b>	<b>52.68</b>	<b>57.38</b>	<b>57.71</b>	<b>57.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>71.52</b>	<b>78.26</b>	<b>102.19</b>	<b>87.50</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，2020年在短期借款大幅增长的带动下，当期末本部负债规模有所上升。随着投资收益增加带来的未分配利润的增长，本部所有者权益规模亦有所上升，资本实力有所增强。公司本部资产负债水平较高，但其负债规模相对较小，且其对紫金矿业长期股权投资采用成本法计量，实际杠杆安全边际较高。

**表 10：近年来公司本部主要负债及权益情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	--	1.60	18.00	--
其他应付款	2.37	2.97	4.01	3.23
<b>流动负债</b>	<b>2.47</b>	<b>5.56</b>	<b>23.26</b>	<b>4.23</b>
应付债券	45.40	52.92	52.94	53.51
长期应付款	10.04	6.40	8.16	8.16
<b>非流动负债</b>	<b>56.20</b>	<b>59.68</b>	<b>62.82</b>	<b>65.29</b>
<b>负债合计</b>	<b>58.67</b>	<b>65.25</b>	<b>86.07</b>	<b>69.52</b>
未分配利润	1.91	1.94	4.83	6.71
<b>所有者权益</b>	<b>12.84</b>	<b>13.02</b>	<b>16.11</b>	<b>17.98</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**较强的经营获现能力将有助于降低整体筹资依赖程度，公司整体维持较强的偿债能力；本部存量货币资金及投资收益为偿债提供较高的流动性支持**

公司矿产资源开发整体经营状况良好，随着紫

金矿业收购整合后经营规模的扩大，经营活动净现金流入同比大幅增加。紫金矿业收购项目及后续持续的投资使得投资活动现金流呈现大幅净流出态势，未来随着对外收购项目逐渐落地及在建项目逐渐建成投产，投资活动现金支出将有所减少。筹资活动现金流视公司当期资金需求情况，2020年矿产资源开发板块净新增部分债券融资及借款，当期筹资活动现金大幅净流入，补充了资本支出缺口及流动性。

受益于经营获现能力的提升，经营活动净现金流对利息的覆盖能力保持较好水平。2020年EBIT和EBITDA均有所增加，其对利息的覆盖倍数提升，对总债务的覆盖倍数略有下降，呈现分化态势，但整体偿债能力保持在较好水平，预计短期流动性压力尚可，但仍需关注大额资本支出可能对公司偿债指标产生弱化影响。在资本开支下降后，公司可依靠较强盈利能力实现杠杆水平的下降。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	108.42	102.34	154.07	48.65
投资活动净现金流	-136.19	-141.20	-291.61	-40.24
筹资活动净现金流	64.20	1.14	196.39	30.89
长期债务	282.34	329.18	514.39	526.83
总债务	540.57	547.92	840.95	854.67
长期债务占比	52.23%	60.08%	61.17%	61.64%
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.46	4.29	5.51	--
EBITDA/总债务	22.68%	27.29%	22.44%	--
经调整的CFO/总债务	10.98%	8.32%	10.67%	--
EBIT利息倍数(X)	3.91	3.79	4.76	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年末本部短期借款大幅上升带动总债务规模上升，但债务结构仍以长期债务为主，且主要为应付债券。目前，应付债券所支付的利息每年维持在2亿元以上。现金流方面，受往来款流动影响，2020年末经营活动现金呈净流入，2021年一季度末经营活动净现金流有所流出；投融资方面，公司在保持小额自有资金投资的情况下，通过外部融资参与紫金矿业可转债配售，减持之后产生较多投资收益。减持可转债偿还借款及向财政上缴利润使得

2020年至2021年一季度筹资活动净现金流整体呈流出状态。此外，公司自紫金矿业处取得分红逐年增加，2020年取得2019年分红收益为5.88亿元

公司本部账面货币资金较为充足，现金流入主要依靠紫金矿业投资分红及公司投资活动产生的投资收益，存量现金和较多的投资收益可对其债务偿还提供一定支持，充足的现金流可完全覆盖其利息支出。

**表 12：近年来公司本部偿债相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
长期债务	46.02	53.12	53.06	55.53
总债务	46.11	55.69	72.04	56.51
长期债务占比	99.82%	95.37%	73.65%	98.27%
利息支出	2.22	2.37	2.48	0.87
货币资金	7.65	7.02	17.42	8.87
投资收益	5.43	5.89	11.30	7.51
经营活动净现金流	8.88	-5.20	4.38	-4.97
投资活动净现金流	5.15	1.11	2.11	17.61
筹资活动净现金流	-16.58	3.46	-8.79	-8.49

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**外部授信充足，股权融资渠道畅通；所持上市市值稳定增长，为公司提供了一定的备用流动性保障；公司本部对关联公司提供担保，存在一定或有事项风险**

截至2021年3月末，公司共获得银行授信额度1,772.41亿元，其中尚未使用额度为1,111.66亿元。此外，公司下属紫金矿业为A+H股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅。截至2021年3月末，公司持有紫金矿业60.84亿股股份，其中因国有企业向社保基金划转股权冻结2.08亿股，占其持股比例的3.43%。公司所持紫金矿业市值较高，可提供一定的备用流动性。紫金矿业股价自2020年6月随黄金价格大幅上涨及其他有色金属价格触底回升，开启上升通道，2020年末股价实现翻倍增长，市值达到2,357.55亿元。2021年以来随着紫金矿业业绩预告的发布及大宗市场行情的升温，2021年2月22日收盘紫金矿业市值达到新高3,726.74亿元。此后，紫金矿业股价有所震荡，但市值仍维持在3,000亿元左右。截至2021年一季度末，公司持有

紫金矿业23.88%股份，该部分股份市值约为700亿元，可为其提供较强的备用流动性保障。

**图 7：近年来紫金矿业市值变动情况（单位：亿元）**



资料来源：Wind，中诚信国际整理

截至2020年末，公司受限资产合计为170.94亿元，占当期末总资产的8.89%，其中紫金矿业受限资产为156.66亿元，公司主要受限资产为处于保证金账户的出售紫金矿业可转债资金12.71亿元和客家缘酒店抵押融资3.07亿元。

截至2021年3月末，公司本部担保余额为30.19亿元，其中对子公司担保余额为21.63亿元。被担保方均为关联企业，担保风险总体可控。

**表 13：截至2021年3月末公司本部担保情况（亿元）**

被担保方	关联关系	担保余额
上杭蛟城高速公路有限公司	子公司	21.03
上杭县兴杭工业建设发展有限公司	财政局下属企业	1.95
上杭工贸实业发展有限公司	财政局下属企业	0.28
上杭交通建设投资公司	地方事业单位	1.50
上杭县城市建设发展有限公司	财政局下属企业	2.25
福建省龙德新能源股份有限公司	参股公司	0.11
上杭县古田建设发展有限公司	财政局下属企业	2.48
上杭县铁路建设有限公司	子公司	0.60
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>30.19</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至2021年3月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼等其他或有事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业征信报告》及相关资料，2018~2021年5月27日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金及利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

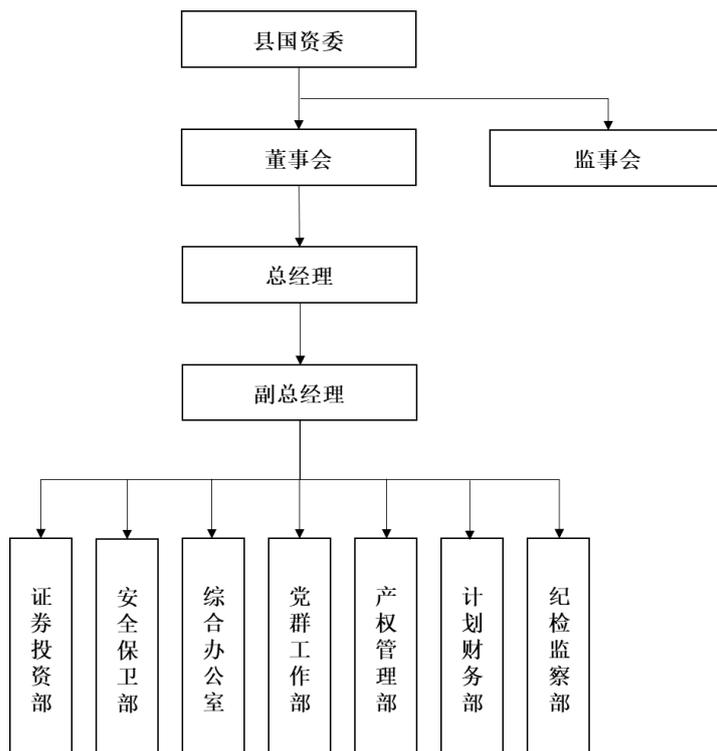
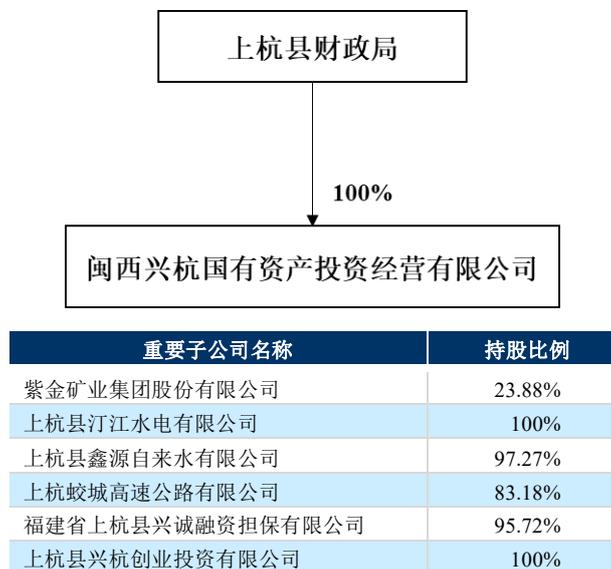
**上杭县为“福建省经济发展十强县”，地方政府可为公司提供一定支持；公司作为当地龙头企业，政府支持意愿很强**

公司所处上杭县以有色金属、建筑产业为支撑，经济增长潜力大，已连续四年被评为“福建省经济发展十强县”。公司在上杭县具有重要地位，上杭县国资委授权公司统一经营上杭县直属国有资产和分散在有关系统的国有资产，对公司支持意愿很强。近年来上杭县在资产注入、政策优惠等方面给予了公司较大的支持，在地方政府的支持下，公司资本实力及经营能力都有了一定程度的提升，紫金矿业即由上杭县财政局出资创立后将其所持股权全部划转至公司。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持闽西兴杭国有资产投资经营有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 兴杭 01”和“18 兴杭 02”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：闽西兴杭国有资产投资经营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



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财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,119,275.57	739,430.16	1,421,853.15	1,730,604.63
应收账款净额	102,658.25	96,369.88	116,246.16	149,241.01
其他应收款	195,029.90	158,978.97	207,112.27	248,603.90
存货净额	1,267,148.96	1,488,892.84	1,806,652.90	1,703,858.73
长期投资	979,592.19	1,253,560.41	1,423,769.82	1,414,274.97
固定资产	3,690,553.67	4,197,886.62	5,184,782.45	5,156,730.76
在建工程	537,772.75	590,206.56	1,531,407.67	1,743,770.09
无形资产	2,270,325.89	2,435,355.13	4,700,212.59	4,691,835.45
总资产	12,096,612.58	13,209,987.47	19,230,759.12	19,991,286.46
其他应付款	529,297.06	554,645.54	758,134.91	774,567.24
短期债务	2,582,315.50	2,187,448.28	3,265,589.25	3,278,456.24
长期债务	2,823,354.06	3,291,792.33	5,143,901.94	5,268,262.69
总债务	5,405,669.56	5,479,240.60	8,409,491.18	8,546,718.92
净债务	4,286,393.99	4,739,810.45	6,987,638.04	6,816,114.29
总负债	7,357,475.46	7,532,439.88	11,854,310.49	12,100,231.91
费用化利息支出	190,240.27	226,441.52	240,817.49	--
资本化利息支出	8,293.17	12,052.64	38,788.61	--
所有者权益合计	4,739,137.12	5,677,547.60	7,376,448.62	7,891,054.56
营业总收入	10,618,796.90	13,632,933.34	17,168,334.15	4,753,700.46
经营性业务利润	629,705.04	747,247.30	1,129,324.21	435,091.92
投资收益	110,452.50	3,334.41	3,931.34	82,904.61
净利润	440,441.05	484,030.80	849,818.56	409,717.05
EBIT	775,570.02	902,881.68	1,330,918.56	--
EBITDA	1,225,773.03	1,495,510.24	2,089,196.10	--
经营活动产生现金净流量	1,084,208.49	1,023,374.10	1,540,688.12	486,547.49
投资活动产生现金净流量	-1,361,932.21	-1,411,960.53	-2,916,052.14	-402,351.62
筹资活动产生现金净流量	641,986.02	11,415.99	1,963,852.75	308,888.40
资本支出	786,824.74	1,194,955.85	1,401,266.38	389,585.61
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	12.64	11.46	11.93	14.98
期间费用率(%)	5.42	4.82	4.11	4.35
EBITDA 利润率(%)	11.54	10.97	12.17	--
总资产收益率(%)	7.08	7.14	8.21	--
净资产收益率(%)	10.35	9.29	13.02	21.47*
流动比率(X)	0.86	0.91	0.85	0.93
速动比率(X)	0.52	0.47	0.49	0.59
存货周转率(X)	7.81	8.76	9.18	9.21*
应收账款周转率(X)	54.86	137.00	161.50	143.24*
资产负债率(%)	60.82	57.02	61.64	60.53
总资本化比率(%)	53.29	49.11	53.27	51.99
短期债务/总债务(%)	47.77	39.92	38.83	38.36
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.19	0.18	0.23*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.42	0.47	0.47	0.59*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.46	4.29	5.51	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	10.98	8.32	10.67	--
总债务/EBITDA(X)	4.41	3.66	4.03	--
EBITDA/短期债务(X)	0.47	0.68	0.64	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.17	6.27	7.47	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.91	3.79	4.76	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务；3、将研发费用计入管理费用；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：闽西兴杭国有资产投资经营有限公司财务数据及主要指标（公司本部）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	76,458.12	70,168.33	174,214.62	88,652.61
应收账款净额	--	--	--	--
其他应收款	97,995.22	122,216.65	118,199.93	155,697.37
存货净额	--	--	--	--
长期投资	316,021.38	364,768.15	369,661.32	368,611.32
固定资产	1,088.54	64,520.61	62,904.84	62,879.69
在建工程	--	--	--	--
无形资产	365.83	357.53	349.23	347.15
总资产	715,183.99	782,610.05	1,021,867.07	875,049.62
其他应付款	23,690.56	29,710.96	40,132.80	32,303.35
短期债务	830.00	25,770.33	189,790.33	9,790.33
长期债务	460,242.12	531,173.30	530,598.91	555,348.04
总债务	461,072.12	556,943.64	720,389.24	565,138.38
净债务	384,614.00	486,775.31	546,174.62	476,485.76
总负债	586,736.13	652,457.63	860,746.58	695,199.62
费用化利息支出	--	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	128,447.86	130,152.42	161,120.49	179,850.00
营业总收入	312.06	1,069.29	1,017.68	509.77
经营性业务利润	-21,138.13	-22,474.75	-24,538.98	-8,418.30
投资收益	54,307.47	58,897.92	112,981.96	75,145.81
净利润	32,015.75	37,862.11	128,363.20	66,729.51
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	88,794.82	-51,982.39	43,775.55	-49,695.09
投资活动产生现金净流量	51,509.39	11,131.29	21,051.24	176,101.99
筹资活动产生现金净流量	-165,810.59	34,561.31	-87,867.13	-84,882.26
资本支出	24.24	69.47	100.42	0.00
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	63.36	89.22	87.41	4.35
期间费用率(%)	6,839.68	2,187.91	2,472.95	1,655.75
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	28.10	29.28	88.14	156.56*
流动比率(X)	7.62	3.75	1.91	7.07
速动比率(X)	7.62	3.75	1.91	7.07
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	82.04	83.37	84.23	79.45
总资本化比率(%)	78.21	81.06	81.72	75.86
短期债务/总债务(%)	0.18	4.63	26.35	1.73
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	-0.09	0.06	-0.35*
经营活动净现金流/短期债务(X)	106.98	-2.02	0.23	-20.30*
经营活动净现金流/利息支出(X)	--	--	--	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	3.97	-21.12	-11.14	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	--	--	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务；3、将研发费用计入管理费用；4、带\*指标已经年化处理。

## 附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附五：信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。