



闽西兴杭国有资产投资经营有限公司

主动评级

信用等级: AA-_{pi} 评级展望: 稳定
个体级别: aa-_{pi} 外部支持: +0
评级时间: 2022年10月14日

注: 本次评级适用评级方法和类型: 中国黄金企业主体信用评级方法(2020_06)。

主要财务指标	2019	2020	2021	2022H1
现金类资产(亿元)	97.46	177.49	210.62	307.31
资产总额(亿元)	1321.00	1923.08	2195.19	2848.28
所有者权益(亿元)	567.75	737.64	920.67	1106.59
短期债务(亿元)	218.75	326.56	290.65	338.32
全部债务(亿元)	547.93	840.95	869.83	1182.23
营业总收入(亿元)	1363.29	1716.83	2252.91	1332.82
利润总额(亿元)	67.64	109.01	250.47	184.33
EBITDA(亿元)	149.55	207.62	355.51	-
经营净现金流(亿元)	102.34	154.07	283.02	156.90
营业毛利率(%)	11.46	11.93	15.46	17.06
EBIT 利润率(%)	6.62	7.75	12.14	-
总资产报酬率(%)	7.14	8.21	13.28	-
资产负债率(%)	57.02	61.64	58.06	61.15
全部债务资本化比率(%)	49.11	53.27	48.58	51.65
流动比率(倍)	0.91	0.85	0.99	1.23
现金类资产/短期债务(倍)	0.45	0.54	0.72	0.91
全部债务/EBITDA(倍)	3.66	4.05	2.45	-
EBITDA 利息保障倍数(倍)	6.27	7.43	12.75	-

资料来源: 公开资料, 公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表。

市场服务

电话: 010-88090123

免责声明: 1、本报告为主动评级报告, 报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息, 未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料, 中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责; 2、本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等; 3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下, 不得在任何披露文件中被援引或提及, 中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任; 4、未经中债资信书面同意的情况下, 不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露, 不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及, 不得为投资人或其他任何人士所依赖。

评级结论

闽西兴杭国有资产投资经营有限公司(以下简称“公司”或“兴杭国资”)前身为成立于 2000 年的闽西兴杭实业有限公司, 为上杭县财政局出资设立的全资子公司, 实际控制人为上杭县国有资产监督管理委员会。公司控股 A 股、H 股上市公司紫金矿业集团股份有限公司(简称“紫金矿业”, 代码: 601899.SH、2899.HK), 主营黄金、铜、锌等金属的冶炼和销售, 截至 2022 年 6 月末公司持股比例 23.11%。除紫金矿业外, 公司还持有上杭县多个公司, 业务涉及水电、担保、高速公路等, 但规模很小。中债资信认为公司所在黄金行业信用品质较高。子公司紫金矿业矿产金、矿产铜产量居全国前列, 具有很强的规模优势; 公司其他业务规模很小, 对紫金矿业依赖程度很高。公司整体盈利能力显著改善、获现能力很强。短期偿债指标表现尚可, 长期偿债指标表现很好。非上市层面经营处于亏损状态, 近年来债务规模持续增长, 偿债指标表现明显弱于合并口径, 但上市公司股权对债务保障较好。公司可获得股东一定的外部支持。综合上述因素, 中债资信评定公司主体信用等级为 AA-_{pi}, 评级展望为稳定。

评级要素

■ 资源配置

● **行业风险:** 美国经济缓慢复苏, 短期内疫情二次反弹及管制措施将拖累复苏进程, 但疫情控制后经济复苏步伐将更加稳健, 黄金价格亦将随经济表现、货币政策预期高位震荡; 消费需求小幅下降, 对金价影响较小。综合来看, 全球仍面临大量未决风险事件, 在地缘政治冲突前景尚不明朗的情况下, 避险需求将阶段性推升或支撑金价, 行业景气度仍处高点, 但需关注美联储加息缩表进展是否超出市场预期。

● **规模和市场地位:** 子公司紫金矿业所控制资源丰富, 其中黄金、铜、锌资源储量位居国内前列, 截至 2021 年末, 公司黄金、铜、锌储量分别为 2,372.90 吨、6,277.05 万吨和 961.82 万吨。2021 年公司矿产金产量 47.46 吨, 位居全国首位, 此外公司同期冶炼金、矿产铜、冶炼铜、锌产品产量分别为 271.89 吨、58.41 万吨、62.13 万吨、32.24 万吨, 均处于国内前列, 具有很强的规模优势。

● **黄金板块:** 2021 年公司矿产金销售成本为 176.22 元/克, 处于行业中游水平。矿山方面, 近年来公司加大海外矿山收购力度, 2020 年公司并购的大陆黄金项目及圭亚那金田项目为公司增加金矿资源储量 385.53 吨, 2021 年以来随着现有矿山技改扩产, 矿产金产量逐步提升; 冶炼金产能保持稳定, 产量随行业景气度及矿山产量而波动, 整体呈上升趋势。近年冶炼金毛利率 0.12%~0.6%, 高于行业平均水平, 主要原因为公司冶炼原材料为金精矿, 且产业链长度较长, 毛利率相对较高。

●铜板块：该板块业务主要包括矿产铜和冶炼铜。近年来公司矿产铜产量逐年提升，铜矿开采成本较低，盈利情况较好。2021年随着三座铜矿山相继投产，当期矿产铜产量达58.42万吨，同比增长28.83%。其中，卡莫阿铜矿2022年一期项目完成后将具备40万吨矿产铜的产能，公司持有45%的权益，预计将对2022年矿产铜产量提供较大提升；佩吉铜金矿上部矿带采选项目于2021年10月正式投产，投产后年均产铜将达到9.14万吨，峰值将达到13.5万吨；巨龙铜业一期工程于2021年12月建成投产，达产后年产铜约16万吨，公司未来矿产铜产量有望进一步提升。冶炼铜方面，公司原材料自给率约46%，自给率较高，外购原材料主要为进口，需关注汇率风险；此外，未来随着卡莫阿铜矿冶炼配套投产及塞尔维亚冶炼厂技改项目完成，冶炼产能将进一步提升。

●套期保值：为规避金属价格波动的风险，子公司紫金矿业购买黄金租赁并对黄金、白银、铜、锌等产品进行套期保值，但收益波动较大，2021年套期保值亏损4.69亿元。未来需关注公司套期保值操作表现。

●其他业务：除紫金矿业外，公司非上市部分主要负责上杭县基础设施、公共事业以及融资担保等金融服务，具体包括电力、高速公路、自来水、融资担保等业务，该部分业务规模均很小，对外担保、代偿以及资金拆借活动使得非上市部分存在一定资金平衡压力。

●盈利能力和现金流：受益于矿山产品产量及价格的上升，公司整体毛利率水平明显上升，整体盈利能力显著改善，但公司因股票及基金、黄金租赁和套期保值而形成的非经营性损益波动较大，未来仍需保持关注。公司收现比及经营净现金/EBITDA保持很高水平，经营获现能力很强，公司经营活动净现金持续增加，2021年受益于盈利大幅提升，经营获现可基本覆盖投资支出，筹资现金流由正转负，但考虑到后续公司矿山投资及外部并购开支，后续仍存在一定外部融资需求。

●管理与战略：除控制上市子公司紫金矿业外，公司无其他重要资产，主要资本支出集中于紫金矿业。截至2021年末，紫金矿业在建工程项目总投资773.04亿元，主要为塞尔维亚紫金铜业建设工程、塞尔维亚紫金矿业建设工程（投产年产铜9.14万吨，产金2.5吨）、卡莫阿铜矿建设项目等，已投资161.10亿元，2022~2024年分别计划投资83.63亿元、64.82亿元和48.97亿元，未来仍有一定的投资规模。此外，2022年以来紫金矿业加大新能源产业布局，陆续收购上游锂盐公司，对外并购投资支出增加，当前正处新能源行业景气度高点，需关注未来投资回报情况。

■ 债务政策

●资产质量：截至2022年6月末，公司以非流动资产为主，固定资产、货币资金、存货、其他非流动资产及无形资产占比较大。存货主要为紫金矿业原材料及在产品形成，变现能力较强；无形资产以采矿权、探矿权为主；其他非流动资产主要为勘探开发成本、预付固定资产和工程款及长期应收款。整体来看，

公司资产质量一般。

●**资本结构和偿债指标：**受紫金矿业快速扩张带来较大规模的并购及资本开支影响，公司全部债务规模增长较快，但债务结构有所优化，截至 2022 年 6 月末，公司资产负债率为 61.15%，债务负担处于行业一般水平。短期来看，考虑加上存货中黄金等产品变现能力较强，短期偿债指标表现尚可；长期偿债指标表现很好。

●**母公司：**母公司方面无实质性业务，盈利主要来源于紫金矿业分红。剔除紫金矿业后，公司其他业务规模均很小，高速、供水等业务经营造血能力较弱，担保业务代偿率较高，经营性业务利润处于亏损状态，但考虑到来自上市公司的投资收益后可维持盈利状态；非上市债务方面，近年来债务规模持续增长，截至 2022 年 6 月末非上市层面债务规模 97 亿元，债务负担偏重，2021 年非上市层面全部债务/EBITDA 约 15.12 倍，偿债指标表现明显弱于合并口径；截至 2022 年 6 月末公司持有紫金矿业股权市值 567.59 亿元（均未质押），对非上市部分债务规模覆盖较好，同时受益于紫金矿业盈利提升，公司收到的上市公司现金分红持续增长，近三年分别为 6.08 亿元、7.30 亿元和 12.17 亿元，对利息支出的保障程度较好，流动性压力尚可。授信方面，截至 2021 年末，公司本部及子公司（不含紫金矿业）剩余银行授信 34.65 亿元，备用流动性充足度一般。

■ 外部支持

公司为上杭县主要的国有资产和公用事业运营主体，实际控制人为上杭县国资委。公司在政策、资金等方面可获得上杭县政府支持，整体可获得一定外部支持。

附件一：

信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}、D_{pi}，其中AAA_{pi}至B_{pi}级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA _{pi}	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 _{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _{pi}	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 _{pi}	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB _{pi}	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B _{pi}	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 _{pi}	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC _{pi}	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C _{pi}	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D _{pi}	主体已经违约。

个体级别含义

中债资信个体级别主要考察受评主体在完全没有任何外部支持下的信用水平，排除了受评主体的股东、实际控制人或者相关政府部门对其支持的影响。中债资信的个体评级并非一般意义上的信用评级，是评级分析过程中对受评主体个体信用水平的评价结果，可以看作是受评主体评级的组成部分。中债资信的个体评级级别序列与主体评级相同，只是用小写字母表示。

信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对闽西兴杭国有资产投资经营有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期资源配置和债务政策综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。