



闽西兴杭国有资产投资经营有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 2030 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 兴杭 01”、“21 兴杭 02” “22 兴杭 01”、“22 兴杭 02”	AAA
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。	
评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）控股的有色金属企业紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）业绩逐年提升、盈利能力强，公司近年从紫金矿业处获得的分红收益逐年稳步提升以及融资渠道畅通，所持紫金矿业股份对应市值较高，备用流动性强等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司其他板块经营风险、债务余额及杠杆水平较高等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>	
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。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：控股子公司紫金矿业业绩大幅下滑，公司获得的现金分红显著减少；在紫金矿业资本运作中公司股份不断稀释；母公司债务规模快速增长；对外借款长期无法收回产生较大资产减值损失。</p>	
正 面		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 控股的紫金矿业业绩逐年提升，盈利能力强 ■ 分红收益逐年稳步增长，股权价值保持增长 ■ 融资渠道畅通，控股上市公司市值高，备用流动性强 		
关 注		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 其他板块经营风险 ■ 债务余额及杠杆水平较高 		

项目负责人：霍 飞 fhuo@ccxi.com.cn
项目组成员：王 歙 shwang02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

闽西兴杭（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	2,195.19	3,188.18	3,571.25	3,694.70
所有者权益合计（亿元）	920.67	1,234.54	1,372.79	1,466.17
总负债（亿元）	1,274.51	1,953.64	2,198.46	2,228.53
总债务（亿元）	871.67	1,375.57	1,553.48	1,593.44
营业总收入（亿元）	2,252.91	2,705.40	2,936.48	748.37
净利润（亿元）	198.55	245.73	263.73	76.74
EBIT（亿元）	276.18	343.21	375.62	--
EBITDA（亿元）	358.86	444.65	478.86	--
经营活动净现金流（亿元）	283.02	290.46	375.56	80.86
营业毛利率(%)	15.46	15.77	15.84	16.61
总资产收益率(%)	12.58	12.75	11.11	--
EBIT 利润率(%)	12.26	12.69	12.79	--
资产负债率(%)	58.06	61.28	61.56	60.32
总资本化比率(%)	48.63	52.70	53.09	52.08
总债务/EBITDA(X)	2.43	3.09	3.24	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	11.88	10.95	7.20	--
FFO/总债务(X)	0.29	0.23	0.20	--
闽西兴杭（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	81.53	93.01	97.90	89.99
所有者权益合计（亿元）	14.82	14.39	13.02	4.79
总负债（亿元）	66.71	78.62	84.87	85.20
总债务（亿元）	55.69	67.43	73.61	71.49
净利润（亿元）	8.43	10.26	12.43	-0.58
资产负债率(%)	81.82	84.53	86.70	94.68

注：1、中诚信国际根据闽西兴杭提供的其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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。3、中诚信国际将其他流动负债中的超短期应付债券计入短期债务。

同行业比较（2023 年数据，亿元）

公司名称	控股企业情况	营业总收入	净利润	总资产	资产负债率
洛阳钼业	（603993.SH） 营业总收入：1,862.69 净利润：85.31				
鸿商集团	总资产：1,729.75 资产负债率：58.40% 总市值：1,070.83 持股比例：24.69%	1,863.69	41.30	2,058.75	54.22%
闽西兴杭	紫金矿业（601899.SH） 营业总收入：2,934.03 净利润：265.40 总资产：3,430.06 资产负债率：59.66% 总市值：3,226.77 持股比例：23.11%	2,936.38	263.73	3,571.25	61.56%

中诚信国际认为，公司控股的紫金矿业在经营规模及资本市场表现强于鸿商集团控股的洛阳钼业，闽西兴杭其余板块主要为公用事业，鸿商集团其余板块主要为产业投资，鸿商集团其余板块资产更为优质。鸿商集团母公司资本结构更优，但闽西兴杭母公司投资收益及对应的净利润更为稳定。

注：“鸿商集团”为“鸿商产业控股集团有限公司”简称；“洛阳钼业”为“洛阳栾川钼业集团股份有限公司”简称。

本次跟踪情况

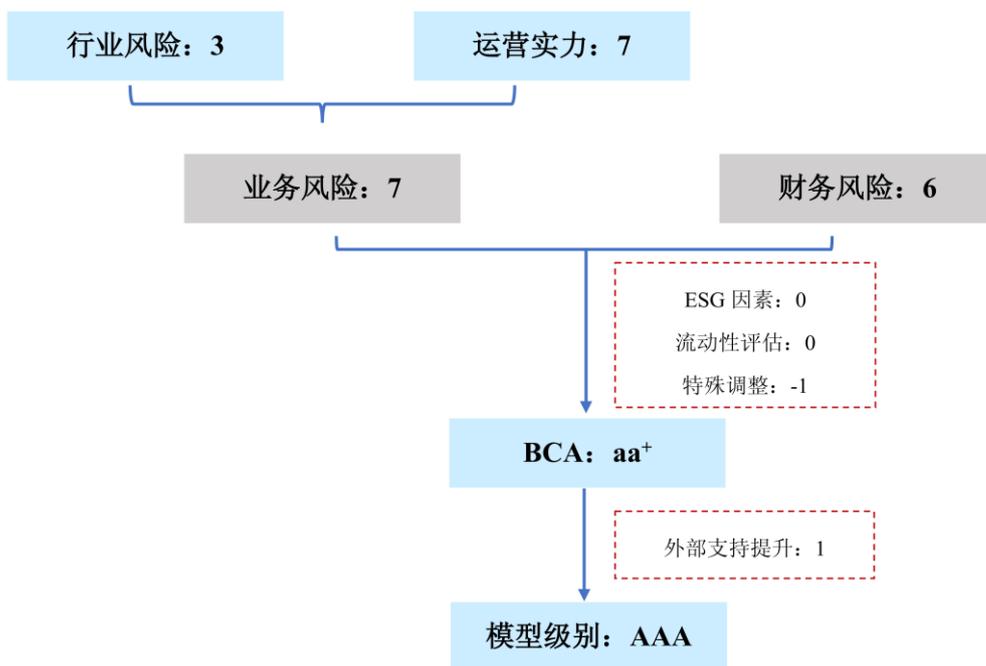
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 兴杭 01	AAA	AAA	2023/06/28 至本报告出具日	19.00/19.00	2021/09/16~2024/09/16	无
21 兴杭 02	AAA	AAA	2023/06/28 至本报告出具日	6.00/6.00	2021/10/18~2024/10/18	无
22 兴杭 01	AAA	AAA	2023/06/28 至本报告出具日	15.00/15.00	2022/03/15~2025/03/15	偿债保障承诺
22 兴杭 02	AAA	AAA	2023/06/28 至本报告出具日	11.00/11.00	2022/03/28~2025/03/28	偿债保障承诺

注:债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
闽西兴杭	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/10/08 至本报告出具日

● 评级模型

闽西兴杭国有资产投资经营有限公司评级模型打分(C050000_2024_06_2024_01)



注:

调整项: 公司以对紫金矿业 23.11% 持股比例对其进行报表合并, 且紫金矿业资产、收入、利润及现金流均在合并报表中占极大比重, 业务财务得分不能公允反映公司实际经营实力, 故对其信用水平产生一定影响。

外部支持: 上杭县经济增长潜力大, 公司是地方经济发展的支柱企业, 在上杭县具有重要地位, 其对公司支持意愿较强, 跟踪期内外部支持无变化。

方法论: 中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

2023 年风险事件的发生以及央行购金使得黄金在较高的利率环境中仍有所上升；2024 年随着降息预期的加强及海外主要经济体经济数据下行，黄金价格加速上涨。

2023 年以来，美国通胀有所下降、美联储降息预期提前、地缘政治及避险情绪增加等因素推动黄金价格突破历史高点，全年黄金价格整体震荡上行。但由于地缘政治、财政政策、货币政策不确定性尚存，未来金价预计仍呈高位震荡态势。2023 年前三季度，受益于外部环境影响减弱，矿产金产量及整体黄金供应量同比均有所增长，且黄金价格的上升令回收金经济性提升，回收金投放量同比亦有所增加。全球经济恢复不及预期，抑制黄金消费需求及制造用金需求，但避险情绪、地缘政治及货币政策等多重因素令黄金投资及央行购金需求增长。

详见《中国黄金行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10950?type=1>

2023 年以来受经济实际运行情况与经济预期反复的影响，铜价整体呈弱势窄幅振荡走势。中国宏观经济风险较为可控，经济增长有一定的下行压力，但用铜对应的行业仍保持一定的增长，用铜需求较为稳健。海外主要经济体运行情况、利率政策及产生的预期对于铜价走势影响有待持续关注。

2023 年 SHFE 铜与 LME 总体走势基本相同，总体呈振荡趋势，但振幅较 2022 年有所收窄，走势整体偏弱，无较为明显的单调趋势。中国宏观经济风险较为可控，经济增长有一定的下行压力，但用铜对应的行业仍保持一定的增长，用铜需求较为稳健。同时，部分行业以及未来潜在的政策托底使得下行风险有限。海外央行的下一步利率政策、经济运行情况及未来所产生的宏观经济风险对铜行业需求产生的影响及对交易市场行为产生的影响仍有待观察。2024 年铜价边际变化影响将主要来源于中国铜需求，海外宏观经济情况和预期的变化情况，铜矿供给的扰动以及市场交易行为等。

详见《中国铜行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10958?type=1>

中诚信国际认为公司控股有色金属企业紫金矿业作为大型跨国矿业集团，通过勘探和收购，在黄金和铜等资源上形成较大规模的储备，具备完整的有色金属产业链，同时具有突出产销规模优势和成本优势，以上对紫金矿业信用实力提供了有力支撑，进而传递至公司。公司其他业务具备较高的公用事业属性，整体规模不大。

2023 年以来公司治理结构保持稳定；公司将在持续助力紫金矿业发展的同时，加强对县域实体经济发展的支持。

截至 2023 年末，上杭县财政局持有公司 100% 股权，是公司的控股股东和实际控制人。

公司董事会由 3 名成员组成，其中 1 名职工董事；监事会由 5 名成员组成，其中上杭县国资委委派 3 名监事，2 名为职工监事；管理层包含 1 名总经理，1 名副总经理及 1 名财务总监。2023 年公司董监高人员未发生变化。

2023 年，除主要并表子公司紫金矿业合并范围发生部分变化外¹，公司及下属子公司新设两家合伙企业，以上均对公司合并范围及业务结构无重大影响。

公司在助力紫金矿业快速发展的同时，将通过人才引进等方式，加强自身投资团队和投研能力的建设，专注新能源、新材料及县域经济重点领域的投资；通过股权投资加招商引资的方式，为上杭县经济发展注入动力。

随着大量项目的收购、投产、扩产及技改的实施，紫金矿业产量仍保持一定幅度增长，并通过勘察、并购、运营活动等获得明显的成本优势。

公司是紫金矿业的控股股东，截至 2023 年末公司共持有紫金矿业 23.11% 股份。紫金矿业是在全球范围内从事铜、金、锌、锂、银、钼等金属矿产资源勘查、开发及工程设计、技术应用研究的大型跨国矿业集团，是上海和香港两地的上市公司。

2023 年以来紫金矿业主营业务进展顺利。在资源储备方面，紫金矿业通过地勘投入及矿产并购，持续培厚资源规模。截至 2023 年末，保有铜 7,455.65 万吨、金 2,997.53 吨、锌（铅）1,067.77 万吨、银 14,739.29 吨，锂资源量（当量碳酸锂）1,346.59 万吨。

紫金矿业主要产品产量仍保持增长，矿产铜、矿产金保持较高增速。2023 年，其成为亚洲唯一矿产铜产量破百万吨大关矿企，位居全球前五；矿产金位居主要上市矿企亚洲第一、全球前十；矿产锌产量位居中国第一、亚洲第二、全球前四，拥有显著的低品位锌（铅）矿开发和盈利能力。未来随着紫金矿业项目建设的推进、在产矿山的扩建及技改的实施²，矿山产品产量仍将保持增长。

表 1：公司主要产品产量情况

	2021	2022	2023	2023 同比增速	2024E
矿产铜（万吨）	58.42	87.73	100.73	14.81%	111
冶炼铜（万吨）	62.13	69.08	72.46	4.88%	--
矿产金（吨）	47.46	56.36	67.73	20.17%	73.5
冶炼金（吨）	271.89	258.55	249.52	-3.49%	--
矿产锌（万吨）	39.64	40.23	42.19	4.85%	--
冶炼锌（万吨）	32.24	31.85	33.31	4.59%	--

注：产量包括并表企业 100% 权益产量，共同经营企业权益产量与合联营企业权益产量。

资料来源：紫金矿业定期报告，中诚信国际整理

紫金矿业通过勘察、投资并购、开发运营成本等多个方面获得了显著的成本优势，其中勘察成本显著低于行业水平，投资并购多在逆周期进行，长期的系统工程有效地降低运营成本。

¹ 2023 年紫金矿业完成对罗斯贝尔金矿有限公司 95% 股权收购，完成湖南紫金锂多金属新材料有限公司部分少数股东权益的收购，持股比例增至 67%。新设立、注销及处置了部分规模较小的子公司。此外，其通过 BNL 持有波格拉金矿 47.5% 权益变为通过 PJL 间接持有波格拉金矿 24.5%，核算方法由共同经营变为权益法

² 主要增量项目包括，铜：塞尔维亚紫金矿业矿带开发、塞尔维亚紫金铜业技改扩建、西藏巨龙二期改扩建、西藏朱诺铜矿开发、多宝山铜矿 II 号矿体开发等；黄金：罗斯贝尔金矿改扩建、巴新波格拉金矿复产、海域金矿建设等。

2024 年 6 月 17 日，紫金矿业完成再融资，面向海外投资者发行可转换公司债券 20 亿美元，配售 H 股 5 亿美元。可转债募集资金净额 19.79 亿美元将用于偿还公司境外债务，配售募集资金净额 38.71 亿港元将用于公司海外市场的业务运营和发展。此举将有助于紫金矿业降低融资成本，改善资本结构³。

紫金矿业已成为国内有色金属行业龙头企业及全球有色金属行业领先企业，且仍具备较高的成长性。公司作为紫金矿业控股股东，紫金矿业优秀的业绩表现为公司提供了丰厚的现金回报，同时持有紫金矿业股份对应的市值为公司提供了极高的价值支撑。

近年来紫金矿业归属于上市公司股东净利润快速增长，股东回报保持在很好水平。2023 年紫金矿业并购支出有所下降，股利支付率增至 30% 以上，且当期进行了年中分红，2023 年度每股股利达 0.25 元。2022 年以来，公司自紫金矿业处获得的现金分红稳定增长。在紫金矿业优秀的业绩支撑下，其市值逐年上升，2021~2023 年公司所持紫金矿业股份不复权下对应的市值区间为 507~774 亿元，2023 年末对应的市值为 746 亿元。公司所持有较高价值的紫金矿业股份，对其价值及信用实力等方面均形成很大支撑。2024 年以来随着市场的变化，紫金矿业总市值最高达到 5,035 亿元，公司所持股份价格对应上升至 1,164 亿元。

表 2：近年来紫金矿业投资回报情况（亿元）

	2021	2022	2023 中期	2023
归属于上市公司股东的净利润	156.73	200.42	103.02	211.19
现金分红总额	52.66	52.64	13.14	52.65
当期股利支付率	33.60%	26.27%	12.76%	24.93%
分配时间	2022.6	2023.6	2023.12	2024.6
公司持股数额	6,083,517,704	6,083,517,704	6,083,517,704	6,083,517,704
每股股利	0.20	0.20	0.05	0.20
公司获得的现金分红总额	12.17	12.17	3.04	12.17
期末市值	2,432.82	2,601.42	--	3,226.77

资料来源：紫金矿业定期报告，紫金矿业公告，中诚信国际整理

公司其他业务主要为公用事业，不具备较强的盈利属性。

公司电力业务主要由子公司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，年设计发电量合计 1.8285 亿千瓦时。

高速公路业务由下属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，蛟城高速投资建设了上杭蛟洋至城关高速公路工程项目，该条高速公路为上杭县重点工程项目，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。目前蛟城高速有较大规模融资产生的财务成本，使其经营业绩呈亏损状态。但随着上杭县制造业招商引资的进行，未来高速公路车流量有望增加。

公司下属子公司福建省上杭县兴诚融资担保有限公司（以下简称“兴诚担保”）为当地中小企业在银行贷款提供担保服务。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

³ 配售完成后，公司对紫金矿业的持股比例将由 23.11% 降至 22.89%；假设可转债以 19.84 港元全部转换为 H 股后，持股比例将降至 22.23%。

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。但母公司对外担保以及资金拆借或将其资产及现金流产生一定影响，该部分对公司形成的财务负担和或有风险有待持续关注。

财务风险

中诚信国际认为，在紫金矿业很强的盈利能力带动下，公司合并层面实现的大基数利润规模及对应的现金流以持续优化资本结构，充实流动性。

盈利能力

公司除其余紫金矿业外，并表的其他企业收入及利润属性不强。紫金矿业上游采选业务占比较高，盈利能力很强。两大品种铜、金 2023 年价格终值与均价均较年初有所上升，其中黄金价格上升超过 10%，且矿山产品和冶炼产品产销量均有一定幅度增加，令 2023 年公司营业总收入上升 8.54%。矿山生产成本的上升使得毛利率有所下降，但紫金矿业仍保持较高的综合毛利率。2023 年外币借款融资成本上升使得财务费用同比增幅较大，全年紫金矿业实现净利润 265.40 亿元，同比增长 7.16%，从而使得公司的归属于母公司股东的净利润达 45.49 亿元，保持了较高的水平。公司其他合并主体较紫金矿业在损益方面多出近 2 亿元支出。

资产质量

公司的主要资产为并表的紫金矿业的资产。2023 年末紫金矿业资产增长近 400 亿元，主要来源于较大规模资本开支带来的在建工程及固定资产的增加。对于以矿业企业为主的长期股权投资资产包的投入以及该资产包产生的投资回报亦使得总资产规模有所上升。资本结构方面，银行借款、应付债券等债务融资和应付类占款的增加推动的负债规模上升，以及扣除股利分配后的利润累积带来权益规模的上升，共同驱动总资产规模的增加，当期末紫金矿业杠杆水平略有上行，使得公司总体资产负债率略有增加。其余并表分部总资产规模保持在 100 余亿元，2023 年末该部分资产小幅增长。

现金流及偿债情况

公司合并现金流表现仍主要受紫金矿业影响，在紫金矿业矿山端边际利润的释放以及应付类负债规模的相对增加的情况下，2023 年其经营活动净现金流同比大幅增加至 368.60 亿元；其购建固定资产的开支略有增加，但 2023 年收购规模明显回落，投资活动仍有较大规模净流出。债务规模有所增加，但利润分配及偿付利息等使其当期筹资活动现金呈净流出状态。合并层面受部分关联交易及收入确认准则影响，公司经营活动净现金流与紫金矿业差值较收入差值略高。投资活动则受其余主体固定资产投资及资产配置影响略高于紫金矿业支出，筹资活动多余净流入主要为其余主体新增的融资。总体来看，尽管紫金矿业债务规模有所增长，单位融资成本有所增加，公司

利润及现金流规模对债务本息的保障指标在 2023 年有所分化，但仍维持较高的安全边际。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 3,134.84 亿元，其中尚未使用额度为 1,890.81 亿元，备用流动性很充足。资金管理方面，紫金矿业建立专业委员会和工作指导小组等工作机制，统筹外汇风险监控、利率风险敞口；通过财务信息安全体系建设，强化其集团及权属企业的资金归集和管理。公司不对下属子公司的资金进行归集。

表 3：近年来公司主要财务状况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业总收入	2,252.91	2,705.40	2,936.48	748.37
营业总收入-紫金矿业	2,251.02	2,703.29	2,934.03	747.77
净利润	198.55	245.73	263.73	76.74
净利润-紫金矿业	196.00	247.67	265.40	76.49
归属于母公司股东的净利润	38.03	42.85	45.49	14.27
资产总计	2,195.19	3,188.18	3,571.25	3,694.70
资产总计-紫金矿业	2,085.95	3,060.44	3,430.06	3,559.07
负债合计	1,274.51	1,953.64	2,198.46	2,228.53
负债合计-紫金矿业	1,156.98	1,815.89	2,046.43	2,074.76
资产负债率	58.06%	61.28%	61.56%	60.32%
总资本化比率	48.63%	52.70%	53.09%	52.08%
经营活动净现金流	283.02	290.46	375.56	80.86
经营活动净现金流-紫金矿业	260.72	286.79	368.60	81.72
投资活动净现金流	-230.05	-520.79	-348.46	-80.29
投资活动净现金流-紫金矿业	-237.65	-509.81	-339.65	-78.91
筹资活动净现金流	-20.68	281.02	-52.89	19.35
筹资活动净现金流-紫金矿业	0.23	272.58	-58.17	24.03
EBITDA 利息保障倍数(X)	11.88	10.95	7.20	--
FFO/总债务(X)	0.29	0.23	0.20	--
总债务/EBITDA(X)	2.43	3.09	3.24	--

资料来源：公司财务报表，紫金矿业定期报告，中诚信国际整理

母公司情况

母公司 2023 年利得主要来源于紫金矿业 2022 年度分红与 2023 年中分红，扣除运行成本及其他损益后，当期实现净利润 12.43 亿元。上期剩余及当期累积盈余共上缴财政 14.05 亿元，盈利扣减分配及现金流基本达到了平衡。当期母公司净新增一笔债务融资，负债及总资产规模略有增加。其他应收款主要为母公司向县属国有企业提供的借款，2023 年末规模略有下降。2024 年一季度，受提前上缴影响，当期末母公司货币资金大幅下降。母公司杠杆水平较高，债券偿付主要依靠再融资。

表 4：近年来母公司主要财务状况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
投资收益	9.87	12.02	14.93	0.03
净利润	8.43	10.26	12.43	-0.58
货币资金	5.58	8.22	13.52	4.33
其他应收款	17.51	24.00	23.08	22.96
资产总计	81.53	93.01	97.90	89.99
一年内到期的非流动负债	1.25	10.96	26.04	25.50
应付债券	52.95	53.97	40.04	43.98
负债合计	66.71	78.62	84.87	85.20
未分配利润	5.69	5.45	3.97	-4.18

所有者权益合计	14.82	14.39	13.02	4.79
资产负债率	81.82%	84.53%	86.70%	94.68%
投资活动净现金流	22.63	10.03	14.48	-1.38
筹资活动净现金流	-26.71	-1.25	-10.23	-7.92

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计 154.79 亿元，约占同期末总资产比重的 4.33%；其中紫金矿业受限资产账面价值合计 149.96 亿元，主要包括其子公司西藏巨龙铜业有限公司用于银团贷款所抵押的采矿权及探矿权等无形资产共计 124.30 亿元。

截至 2023 年末，公司对外担保余额为 66.62 亿元，其中紫金矿业对外担保 21.22 亿元，剩余担保为公司对子公司提供的担保及子公司福建省上杭县兴诚融资担保有限公司为第三方单位提供的融资担保。此外，同期末公司不存在影响正常生产经营的重大未决诉讼、仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 4 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁴

假设

- 2024 年，公司矿业板块主要产品价格及产量同比均有所上升。
- 2024 年，公司矿业板块固定资产及在建项目投资规模预计约 200 亿元。
- 2024 年，公司矿业板块自由现金流充足，净新增融资较少，融资目的主要为降低成本及调整结构。

预测

表 5：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	52.70	53.09	48.37~50.35
总债务/EBITDA(X)	3.09	3.24	2.70~2.81

资料来源：中诚信国际基于实际及假设情形整理。

调整项

ESG⁵表现方面，下属子公司紫金矿业注重可持续发展和安全管理，并积极履行作为行业头部企业的社会责任；其治理结构较优，内控制度完善，董事、监事、高级管理人员数量设置均显著高于同类企业。目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，紫金矿业经营获现能力强，未使用授信额度充足。同时，紫金矿业为 A+H

⁴ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

股上市公司，市值水平较高，再融资能力强，资本市场融资渠道较为通畅。债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。资金流出主要用于资本开支、股利分配及利息支付。母公司保有一定的现金储备，具备一定的流动性。其他应收款占用期限较长，规模较大。母公司年度流动性补充主要源于紫金矿业每年度的分红，除比较运营开支外，剩余均需按财政要求进行上缴。总体来看，公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。**特殊调整方面**，公司以对紫金矿业 23.11%持股比例对其进行报表合并，且紫金矿业资产、收入、利润及现金流均在合并报表中占极大比重，业务财务得分不能公允反映公司实际经营实力，故对其信用水平产生一定影响。

外部支持

地方政府可为公司提供一定支持；公司作为当地龙头企业，对当地具有重要的战略意义，政府支持意愿较强。

公司所处福建省上杭县以有色金属、建筑产业为支撑，经济增长潜力大，已连续多年被评为“福建省经济发展十强县”。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，负责上杭县国有资产的保值增值任务。公司作为地方国资与紫金矿业联系的桥梁，具有重要的战略意义。在地方政府的支持下，公司资本实力和经营能力均有一定程度的提升。

跟踪债券信用分析

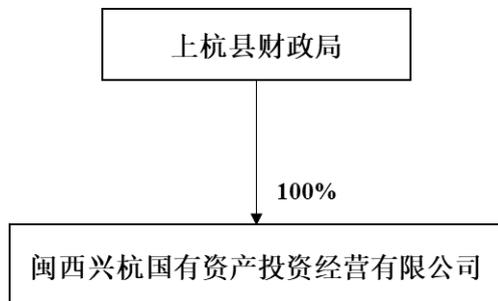
“21 兴杭 01”、“21 兴杭 02”、“22 兴杭 01”、“22 兴杭 02” 募集资金分别为 19、6、15、11 亿元，募集资金均用于偿还公司到期债券或到期债务，募集资金均已按用途使用。

以上债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。发行人将通过子公司紫金矿业形成的信用支持带来的外部融资能力保障债券的到期偿付，目前跟踪债券信用风险极低。

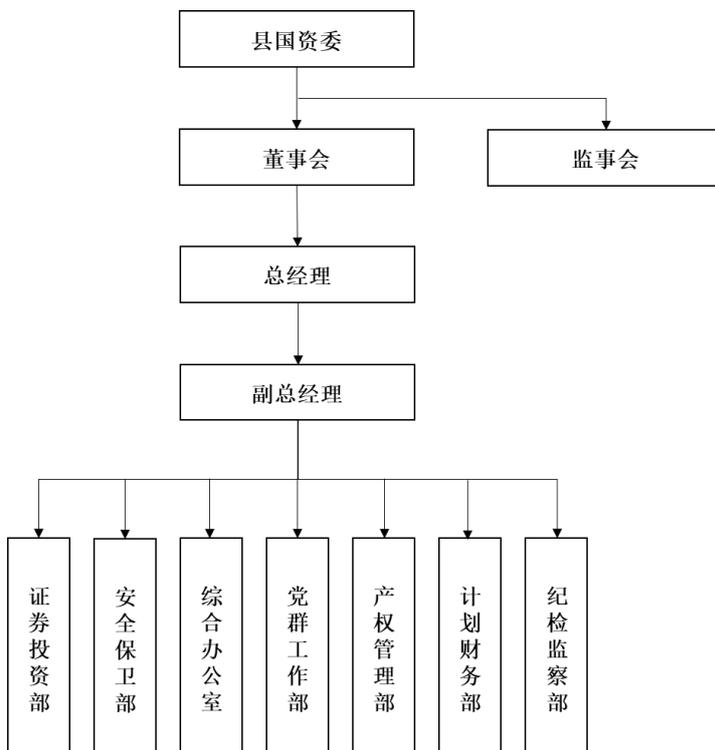
评级结论

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的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 兴杭 01”、“21 兴杭 02”、“22 兴杭 01” 和“22 兴杭 02” 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及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



主要子公司名称	持股比例
福建省上杭县汀江水电有限公司	62.32%
清杭鼎峰开发建设有限公司	100%
上杭县兴诚实业有限公司	100%
上杭蛟城高速公路有限公司	83.18%
福建省上杭县兴诚融资担保有限公司	80.46%
紫金矿业集团股份有限公司	23.11%



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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	1,605,555.69	2,219,251.15	2,076,966.72	2,267,018.82
应收账款	246,626.61	793,444.32	781,306.09	816,029.86
其他应收款	285,333.52	570,304.52	485,411.71	553,909.15
存货	1,931,073.72	2,810,562.39	2,929,104.15	3,056,687.36
长期投资	2,004,205.22	3,655,379.95	4,643,815.80	5,091,430.82
固定资产	5,861,262.58	7,571,674.96	8,439,692.62	8,437,169.93
在建工程	1,871,180.71	2,236,300.23	3,685,763.75	3,964,279.26
无形资产	4,778,487.27	6,859,855.48	6,834,594.63	6,818,894.18
资产总计	21,951,895.20	31,881,772.61	35,712,501.14	36,947,024.57
其他应付款	799,378.69	1,027,050.87	1,435,078.96	1,343,022.05
短期债务	2,906,473.03	3,680,335.46	4,581,352.95	4,913,521.65
长期债务	5,810,225.20	10,075,337.84	10,953,470.31	11,020,920.08
总债务	8,716,698.23	13,755,673.30	15,534,823.27	15,934,441.73
净债务	7,137,340.84	11,599,346.11	13,539,208.67	13,667,422.90
负债合计	12,745,149.25	19,536,376.68	21,984,589.37	22,285,275.89
所有者权益合计	9,206,745.95	12,345,395.93	13,727,911.77	14,661,748.68
利息支出	302,051.93	406,030.09	665,397.30	--
营业总收入	22,529,149.64	27,054,038.42	29,364,811.63	7,483,664.38
经营性业务利润	2,324,060.58	2,842,198.14	2,866,758.81	816,963.69
投资收益	257,461.96	290,513.79	351,867.27	77,623.64
净利润	1,985,461.82	2,457,256.61	2,637,299.79	767,403.16
EBIT	2,761,845.97	3,432,056.62	3,756,155.08	--
EBITDA	3,588,562.96	4,446,455.23	4,788,637.79	--
经营活动产生的现金流量净额	2,830,164.81	2,904,603.82	3,755,642.76	808,563.41
投资活动产生的现金流量净额	-2,300,531.27	-5,207,892.68	-3,484,592.44	-802,896.99
筹资活动产生的现金流量净额	-206,803.35	2,810,195.10	-528,897.58	193,508.56
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率(%)	15.46	15.77	15.84	16.61
期间费用率(%)	3.76	3.87	4.61	4.22
EBIT 利润率(%)	12.26	12.69	12.79	--
总资产收益率(%)	12.58	12.75	11.11	--
流动比率(X)	0.99	1.15	0.94	0.96
速动比率(X)	0.61	0.76	0.60	0.62
存货周转率(X)	9.86	9.61	8.61	8.34*
应收账款周转率(X)	91.35	52.02	37.29	37.48*
资产负债率(%)	58.06	61.28	61.56	60.32
总资本化比率(%)	48.63	52.70	53.09	52.08
短期债务/总债务(%)	33.34	26.76	29.49	30.84
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.30	0.19	0.21	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.89	0.69	0.71	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	9.37	7.15	5.64	--
总债务/EBITDA(X)	2.43	3.09	3.24	--
EBITDA/短期债务(X)	1.23	1.21	1.05	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	11.88	10.95	7.20	--
EBIT 利息保障倍数(X)	9.14	8.45	5.64	--
FFO/总债务(X)	0.29	0.23	0.20	--

注：1、2024 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、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（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	55,848.27	82,237.03	135,224.84	43,269.32
应收账款	--	--	--	--
其他应收款	175,099.01	239,988.54	230,777.75	229,593.54
存货	--	--	--	--
长期投资	373,047.94	396,988.86	394,431.52	391,971.36
固定资产	61,265.05	59,631.55	58,040.29	57,637.42
在建工程	2.41	--	--	--
无形资产	340.92	332.62	324.32	322.24
资产总计	815,346.22	930,063.04	978,958.76	899,939.31
其他应付款	23,716.67	24,207.51	24,469.00	49,456.01
短期债务	12,454.92	109,619.53	315,759.38	255,013.34
长期债务	544,434.54	564,671.77	420,327.50	459,854.10
总债务	556,889.46	674,291.30	736,086.89	714,867.45
净债务	501,041.19	592,054.27	600,862.05	671,598.12
负债合计	667,106.47	786,162.19	848,721.11	852,048.99
所有者权益合计	148,239.75	143,900.85	130,237.66	47,890.33
利息支出	27,793.21	25,607.92	23,919.05	5,821.95
营业总收入	765.50	1,936.04	1,099.94	2.24
经营性业务利润	-28,046.60	-24,387.46	-24,244.34	-6,081.63
投资收益	98,740.65	120,174.98	149,268.20	306.00
净利润	84,332.66	102,614.07	124,261.79	-5,775.76
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生的现金流量净额	49,511.62	-61,421.60	10,451.65	1,053.27
投资活动产生的现金流量净额	226,283.85	100,264.83	144,802.14	-13,814.74
筹资活动产生的现金流量净额	-267,075.18	-12,454.47	-102,265.98	-79,194.04
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	--	--	--	--
期间费用率(%)	--	--	--	--
EBIT 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
流动比率(X)	6.51	2.45	1.12	1.00
速动比率(X)	6.51	2.45	1.12	1.00
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	81.82	84.53	86.70	94.68
总资本化比率(%)	78.98	82.41	84.97	93.72
短期债务/总债务(%)	2.24	16.26	42.90	35.67
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	--	--	--	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	--	--	--	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	--	--	--	--
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)	--	--	--	--
FFO/总债务(X)	--	--	--	--

注：1、2024 年一季报未经审计。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
现金流	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 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。

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	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 信用风险极低。
AA	债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。
A	债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。
BBB	债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。
BB	债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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, 有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低, 违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注: 每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn