



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪 858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2015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2016年公司债券”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，上调贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；上调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
二零一八年六月二十七日

闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2015年公司债券（第一期）、2016年公司债券跟踪评级报告（2018）

债券名称	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2015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：2015/11/12-2020/11/12（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	136038		
债券简称	15兴杭01		
上次评级时间	2017/6/23		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
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 2016年公司债券		
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：2016/6/28-2021/6/28（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	136503		
债券简称	16兴杭债		
上次评级时间	2017/6/23		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
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”）矿产品产量和价格的上升，2017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”）也关注到黄金价格波动及紫金矿业套期保值造成公司投资收益波动等因素可能对公司整体信用状况所造成的影响。

综上，中诚信证评上调闽西兴杭主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；上调“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司2015年公司债券（第一期）”的信用等级为AAA，上调“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司2016年公司债券”的信用等级为AAA。

正面

- 持续增长的区域经济和财政实力。2017年上杭县实现地区生产总值318.9亿元，同比增长8.9%；2017年上杭县地方公共财政收入为33.3亿元，同比增长4.9%，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。2017年，公司矿产资源开发主体紫金矿业通过勘探新增黄金资源量59.21吨，铜资源量170.70吨；截至2017年末，其保有黄金资源储量1,320.07吨、铜3,147.51万吨、银836.05吨、钼68.09万吨、锌783.04万吨以及铅144.03万吨等，资源品种涵盖范围广，且黄金的储量持续位居国内同行业前列。
- 盈利和获现能力显著提升。得益于紫金矿业矿产品产量和价格的上升，2017年公司实现营业总收入947.86亿元，同比增长19.80%；实现



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年一季度的所有者权益收益率指标经过年化处理。

净利润 27.90 亿元，同比增长 98.54%。同期，公司经营活动净现金流为 107.62 亿元，同比增长 12.85%。

- 融资渠道畅通。公司拥有较好的银企关系，截至 2018 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度为 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。

关注

- 公司盈利能力受有黄金价格波动影响较大。黄金作为硬通货和首饰品原料，价格受国际政治、经济等因素影响较大，而黄金生产企业应对价格冲击的手段较单一，因而金价的波动将对公司盈利的稳定性产生一定影响。
- 期货交易具有较高的市场风险和操作风险。公司对黄金产成品进行套期保值，期货的交易特点使该业务面临一定市场及操作风险，对公司套期保值业务的风险控制情况应保持关注。

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

田 爽 ctian@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月27日



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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2017年上杭县区域经济实现较快增长，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。

2017年上杭县实现地区生产总值（GDP）318.9亿元，首次突破300亿元大关，按可比价格计算，较上年增长8.9%。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。2017年上杭县财政总收入33.3亿元，增长4.9%，其中，地方级财政收入25.1亿元，增长9.6%。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，2017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。

2017年以来，黄金的投资需求以及官方储备需求的下滑导致全球黄金消费需求整体呈下降趋势；同时，受再生金产量减少影响，全球黄金总供给增速量有所下降

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，受金价上涨、美联储加息及美股屡创新高等因素影响，投资需求和央行储备黄金需求明显下降，全球黄金消费需求下降至2009年以来的最低水平，2017年消费需求为4,071.7吨，同比下滑7.00%。

金饰制造需求方面，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，2017年全球金饰需求为2,135.5吨，同比增加3.99%，为2013年以来的首次年度增长。在2017年总计82吨的全球增量中，印度和中国共同贡献了75吨，远远领先于其他市场。

投资需求方面，2017年全球黄金投资需求总量1,231.9吨，同比大幅下降22.76%。其中，金条和金币需求总量为1,029.2吨，同比小幅下滑；黄金ETF及类似产品的金融投资需求大跌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，全球黄金ETF持仓量呈现净流入态势，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，2017年全球工业用金需求332.8吨，同比增加2.91%，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%。整体来看，2017年，受益于智能手机、汽车和笔记本电脑新一代功能的日益普及，电子工业和其他工业用黄金需求量呈现稳步增长趋势。

央行储备方面，自2010年世界各国央行成为黄金净买方后，国央行将黄金视为一种储备资产。2017年，俄罗斯和土耳其为增储主力，俄罗斯及土耳其央行分别增持黄金223.5吨和86.0吨，但2017年其他各国央行官方的黄金储备处于下行趋势，受

此影响，全球央行黄金储备净买入量为 371.4 吨，同比下滑 4.72%。

表 1：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：世界黄金协会（World Gold Council）

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。2017 年以来，受经济发展、生活水平提高等因素影响，金饰消费用量稳定增长。根据中国黄金协会统计，2017 年全国黄金消费量为 1,089.07 吨，同比增长 9.41%。其中，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，我国黄金 ETF 于 2013 年推出。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”基准价定格于 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

金产量为 3,268.7 吨，同比小幅上升 0.17%。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，2017 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。

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，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，形成了中国黄金集团公司（以下简称“中国黄金集团”）、紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）、山东黄金集团有限公司（以下简称“山东黄金”）和招金集团等大型黄金生产企业。2017 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 52.24% 和 40.39%。

图 1：2012~2017 年中国黄金产量及增长率



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。

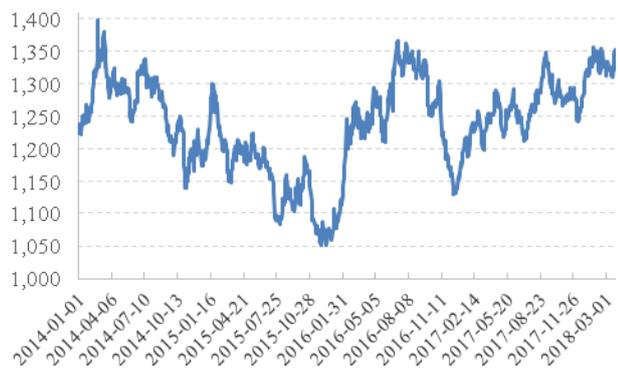
受各地政治事件不确定性影响，2017 年黄金价格整体呈上行走势，未来在美联储加息缩表背景下，中美贸易战、全球主要经济体面临债务过高及局部地缘政治形势恶化等因素将对价格形成支撑

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。

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 13.29%。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 2：2014.1~2018.3COMEX 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

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。

业务运营

公司作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 2017 年末持股比例为 25.88%。得益于紫金矿业矿产品产量和价格的上升，2017 年公司实现营业总收入 947.86 亿元，同比增长 19.80%。

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，2017 年该业务收入为 945.49 亿元，占营业总收入的比重达 99.75%；电力、高速公路及其他业务收入分别为 0.48 亿元、0.68 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。

2017 年，公司矿产资源开发主体紫金矿业继续推进对现有矿山的勘探工作，境外地区找矿成果显著，公司权益铜资源储量明显增长；随着近年新增矿山项目建设的推进和勘探力度的增强，未来其资源储量有望继续增长

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。

探矿方面，2017 年紫金矿业累计投入地质找矿勘查资金 2.26 亿元；完成钻探 23.51 万米，坑探 0.75 万米；勘查新增 333 以上类别资源储量（按权益）：金 59.21 吨，铜 170.7 万吨，银 224.75 吨，铅锌 21.89

万吨，钨（WO₃）0.23万吨，钴3.33万吨。其中，境外刚果（金）找矿取得巨大成果，卡莫阿铜矿卡库拉矿段持续增储，科卢韦齐铜钴矿新增铜金属量28.48万吨、钴金属量3.33万吨；同时，国内找矿亦取得重大突破，山西繁峙义兴寨-义联金矿新增金金属量38.45吨，内蒙三贵口铅锌矿新增铅锌金属量19.57万吨，河南坤宇上宫金矿新增金金属量9.52吨，新疆阿舍勒铜矿、福建武平悦洋银多金属矿等也取得重要探矿成果。截至2017年末，紫金矿业共有探矿权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 2：2017 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 (吨)	1,161.22	-1.86
伴生金 (吨)	158.85	-3.24
金小计 (吨)	1,320.07	-2.03
铜 (万吨)	3,147.51	4.69
银 (吨)	836.05	-10.49
钼 (万吨)	68.09	0.18
锌 (万吨)	783.04	-2.23
铅 (万吨)	144.03	-3.69
钨 (万吨)	7.56	-5.50
锡 (万吨)	13.97	0
铁 (亿吨)	2.06	-1.44
煤 (亿吨)	0.69	-84.90
铂 (吨)	235.80	-5.39
钯 (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

2017年紫金矿业海外项目运营贡献继续提升。刚果（金）科卢韦齐铜矿浮选系统投料试车，在较短时间内成为公司铜板块的重要生产基地和新的利润增长点；刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿地勘增储获得重大突破，铜资源量增加至4,249万吨，平均品位2.56%，成为世界上最大的高品位待开发铜矿之一，且随着勘查的进一步进行，仍有一定的增储空间。受益于此，截至2017年末紫金矿业权益铜资源储量增至3,147.51万吨。此外，俄罗斯龙兴有限责任公司主要经济和技术指标持续提升和显著改善，诺顿金田运营成本显著下降等，均促进

了紫金矿业业绩的增长。2017年，紫金矿业海外项目矿产金19.65吨，占紫金矿业总量52.42%；矿产铜2.93万吨，占紫金矿业总量14%；矿产锌9.33万吨，占紫金矿业总量34.56%；海外项目资源储量分别为黄金687.65吨、铜2,039.87万吨、铅锌94.27万吨，分别占紫金矿业资源总储量的52.09%、64.81%、10.17%。

整体来看，紫金矿业以黄金资源的获取为主要投资方向，寻求有条件的矿山进行并购整合，有色金属储量丰富。2017年紫金矿业地质探矿增储成效显著，后备资源潜力较大，随着近年新增矿山项目建设的推进和勘探力度的增强，未来其资源储量有望继续增长。

得益于紫金矿业有色金属冶炼业务量的增长及有色金属产品价格的上升，2017年公司矿产资源开发业务实现稳步增长

2017年紫金矿业实现营业总收入945.49亿元，同比增长19.91%。其中，冶炼金为484.37亿元，同比增长5.82%；冶炼铜为180.61亿元，同比增长36.61%；冶炼锌为39.69亿元，同比增长3.42%；矿产金为93.20亿元，同比下降4.53%；矿产铜为71.63亿元，同比增长6.18%；矿产锌为40.67亿元，同比增长3.51%；其他业务收入¹为232.16亿元，同比增长20.02%。2017年，除矿产金因产量下降而导致收入减少外，其他板块收入均不同程度增长。

黄金业务方面，2017年紫金矿业生产矿产金37.48吨，同比减少11.92%，主要受国内矿山产量下降影响。其中，紫金山金铜矿受资源储量及矿石品位下降影响黄金产量同比减少46.70%至3.88吨；同时，陇南紫金因受探矿权及采矿权名称变更等因素影响矿权延期有所滞后，该矿山于2017年6月暂停采矿生产。受此影响，2017年陇南紫金黄金产量同比减少69.97%至0.88吨。受此影响，尽管当年紫金矿业海外矿山生产规模有所增加，但全年矿产金总产量有所下降。值得注意的是，紫金山金

¹ 包含贸易物流收入141.93亿元、冶炼加工银销售收入14.44亿元、铜管销售收入8.46亿元、铜板带销售收入8.26亿元、黄金制品收入4.89亿元、铅精矿销售收入4.78亿元，另其他产品、中间业务及服务业务等收入46.90亿元。

铜矿为紫金矿业本部黄金产品原料主要来源地，鉴于其剩余黄金资源服务年限较短，加之矿石品位逐年下降，未来紫金山矿产金产量或将继续呈下降趋势。同期，紫金矿业冶炼金产量为 176.28 吨，同比增长 2.46%。

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。2017 年紫金矿业矿产铜产量为 20.80 万吨，同比增长 34.19%；冶炼铜产量为 42.80 万吨，同比增长 5.34%。销售方面，2017 年紫金矿业销售矿产铜 20.82 万吨，同比增长 37.69%，销售冶炼铜 43.12 万吨，同比增长 6.23%，实现铜业务收入 252.23 亿元，同比增长 46.21%，占全年营业总收入的 21.75%。铜业务的开展对紫金矿业的收入和利润形成重要补充。

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）的陆续投产，紫金矿业近年矿产锌产量大幅增长，2017 年产量为 27.00 万吨，同比增长 7.99%，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；冶炼产锌 19.70 万吨，同比减少 8.16%，当年紫金矿业实现锌业务收入 80.35 亿元，同比增长 60.03%。

表 3：2017 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	占营业总收入比重
矿产金	93.20	-4.53	8.04
冶炼金	484.37	5.82	41.77
矿产铜	71.63	77.68	6.18
冶炼铜	180.61	36.61	15.58
矿产锌	40.67	105.97	3.51
冶炼锌	39.69	30.27	3.42
矿产银	6.03	17.38	0.52
铁精矿	11.17	76.60	0.96
其它	232.16	47.43	20.02
合计数	1,159.51	22.44	100.00
内部抵销数	-214.03	-	-
合并数	945.49	19.91	-

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

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。

2017 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稳步推进，对自身经营收入形成有益补充

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。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，汀江水电另受托管理紫金矿业下属的金山和坝上两座水电站。2017 年，公司取得电力收入为 0.48 亿元，同比减少 42.23%，但较 2015 年仍有所增长，主要系 2016 年雨量充沛导致当年发电量大增，2017 年雨量正常，发电量恢复常态所致。

表 4：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	130	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”，公司拥有蛟城高速 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，2017 年实现通行费收入为 0.68 亿元，同比增长 7.18%。

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 62%，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。2017 年鑫源自来水总供水量 1,337 万吨，同比增长 9.05%，实现业务收入 0.12 亿元，同比增长 15.22%。2018 年 1~3 月，鑫源自来水总供水量 312 万吨，实现收入 259 万元。

担保业务方面，兴诚担保成立于 2004 年 3 月，注册资本 1 亿元，主要向上杭县内的中小企业提供融资担保业务。2017 年兴诚担保担保业务发生额 2.42 亿元，年末在保余额 2.85 亿元，年均担保费率 0.91%，当年未发生代偿，当年末尚未追偿的代偿款共计 0.65 亿元。2018 年 1~3 月，兴诚担保担保业务发生额 0.36 亿元，期末在保余额 2.79 亿元，平均担保费率 1.14%，截至当期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。

总体看，2017 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品产量和价格的上升，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有益补充。

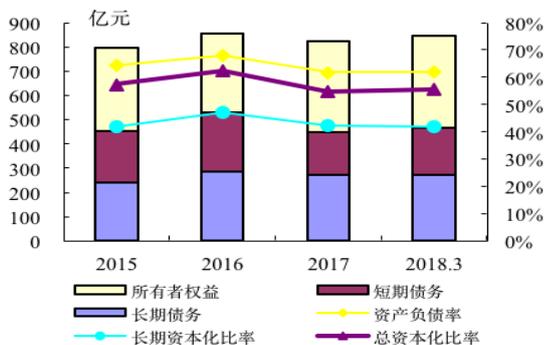
财务分析

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 2015~2017 年度审计报告，以及未审计的 2018 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

截至 2017 年末,公司资产总额为 975.51 亿元,同比减少 2.55%,主要系部分固定资产因老旧而处置或报废,固定资产总额下降所致;负债总额为 600.75 亿元,同比减少 11.36%,主要系公司归还了到期债务所致。所有者权益方面,2017 年上半年紫金矿业完成非公开发行人民币普通股(A股)²,资本公积大幅增加,当年末公司所有者权益合计 374.75 亿元,同比增加 15.91%。受负债规模减少、所有者权益增加的影响,截至 2017 年末,公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.58% 和 54.42%,分别较上年降低 6.12 个百分点和 7.66 个百分点。

图 3: 2015~2018.Q1 公司资本结构分析



资料来源: 公司审计报告, 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 2017 年末非流动资产为 666.92 亿元,同比下降 6.29%,占资产总额的 68.37%。具体来看,截至 2017 年末,公司非流动资产主要包括长期股权投资 66.63 亿元、固定资产 329.38 亿元、无形资产 99.91 亿元和其他非流动资产 92.28 亿元,占非流动资产的比重分别为 9.99%、49.39%、14.98% 和 13.84%。其中,长期股权投资余额同比减少 14.29%,主要系对合营企业及联营企业的股权投资减少所致;固定资产余额同比减少 6.57%,主要系部分固定资产因老旧而处置或报废所致;无形资产余额同比减少 3.45%,主要系部分矿山采矿权和探矿权存在减值迹象,计提的减值准备增长所致。截至 2017 年末,公司其他非流动资产主要包括 22.63

亿元勘探开发成本、33.30 亿元长期应收款和 23.01 亿元预付固定资产与工程款等,同比减少 6.29%。

截至 2017 年末,公司流动资产为 308.58 亿元,同比增长 6.63%,占当年末总资产的比重为 31.63%,主要包括货币资金 73.91 亿元、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 25.54 亿元、存货 110.92 亿元和其他流动资产 36.48 亿元,分别占当年末流动资产的比重为 23.95%、8.28%、35.94% 和 11.82%。其中,货币资金同比减少 13.18%,主要为银行存款减少 10.40 亿元所致;以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产同比增长 104.00%,主要系紫金矿业收购紫金全球基金³所致;存货同比减少 7.60%,主要系房地产开发成本减少 7.36 亿元所致;其他流动资产余额同比增长 61.50%,主要系购买的理财产品增加 9.52 亿元所致。

从负债结构来看,公司负债以流动负债为主,截至 2017 年末,公司流动负债为 304.08 亿元,占负债总额比重为 50.62%,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,占流动资产比重分别为 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减少所致。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%。

² 本次非公开发行完成后,紫金矿业普通股股份总数从 21,540,743,650 股增加至 23,031,218,891 股,公司持股比例从 26.33% 下降至 25.88%,仍为紫金矿业的控股股东。

³ 2017 年 1 月紫金矿业与加拿大四博公司 (Sprout Inc.) 签订协议,以 0.01 美元/股的价格收购加拿大四博公司持有的金山四博资本管理有限公司 (以下简称“金山四博”) 30,900 股股份。转让完成后,紫金矿业持有金山四博 90.90% 股权。同时,金山四博于 2017 年 3 月完成改组,四博-紫金矿业基金更名为紫金全球基金。

表 5: 2017 年末黄金行业公司资本结构比较

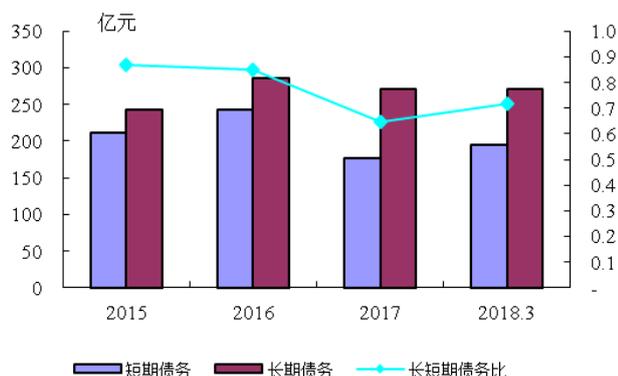
公司	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)
中金黄金	385.16	228.73	59.39
山东黄金	421.16	249.47	59.23
闽西兴杭	975.51	600.75	61.58
招金矿业	337.25	170.23	50.48

数据来源: 上市公司定期报告, 中诚信证评整理

截至 2018 年 3 月末, 公司资产总额为 988.19 亿元, 负债合计 609.25 亿元, 当期末资产负债率和总资本化比率分别为 61.65% 和 55.21%, 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。2017 年末公司总债务为 447.50 亿元, 同比减少 15.48%, 其中长期债务为 271.49 亿元, 短期债务为 176.01 亿元, 长短期债务比为 0.65 倍, 同比减少 0.20 倍。2018 年 3 月末, 公司总债务为 467.03 亿元, 长短期债务比为 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 4: 2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 2017 年紫金矿业非公开发行股票的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

公司营业收入基本上来自于下属子公司紫金矿业矿产资源开发业务收入。2017 年, 受益于紫金矿业矿产品产量及价格的上升, 公司业务规模实现稳步增长, 全年实现营业总收入 947.86 亿元, 同比增长 19.80%; 2018 年 1~3 月, 公司营业总收入为 229.10 亿元。营业毛利率方面, 2017 年毛利率较高的矿产品业务量上升明显, 促进营业毛利率上升, 当年公司营业毛利率为 13.90%, 较上年提高 2.33 个百分点。2018 年 1~3 月, 公司获利能力进一步升高, 当期营业毛利率为 15.43%。

期间费用方面, 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。2017 年, 公司三费合计 61.60 亿元, 同比增加 37.19%, 三费收入占比为 6.50%, 较上年上升 0.82 个百分点。2018 年 1~3 月, 公司三费收入占比为 6.99%。整体来看, 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 6: 2015~2018.Q1 公司期间费用分析

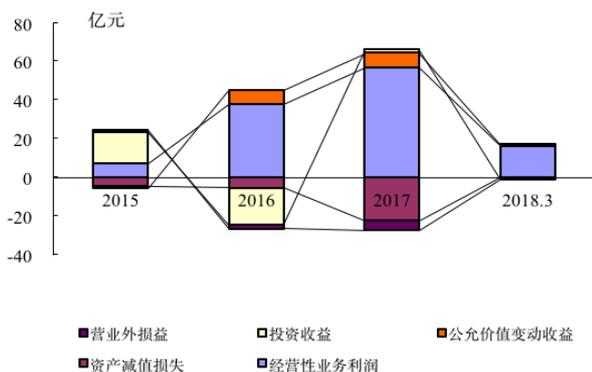
	单位: 亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	7.07	6.90	7.70	2.35
管理费用	26.71	28.73	30.39	6.70
财务费用	14.13	9.27	23.50	6.97
三费合计	47.91	44.90	61.60	16.02
营业总收入	744.70	791.19	947.86	229.10
三费收入占比	6.43%	5.68%	6.50%	6.99%

资料来源: 公司提供, 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、公允价值变动收益、营业外损益和投资收益构成。2017 年公司营业毛利率上升, 经营性业务利润大幅增长, 当年经营性业务利润为 56.63 亿元, 同比增长 50.98%。2017 年公司资产减值损失为 22.82 亿元, 同比增加 17.20 亿元, 主要包括固定资产减值损失 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，随着紫金矿业对主要矿山的改扩建项目持续推进，公司以固定资产减值损失为主的资产减值损失或仍将维持一定规模，进而一定程度影响整体盈利。2017 年，公司投资收益为 1.69 亿元，较上年增加 20.98 亿元，主要系产品套期保值业务损失大幅减少，以及处置长期股权投资和可供出售金融资产取得的投资收益增加所致；同期，公允价值变动损益 7.50 亿元，同比变化不大，主要包括公司持有的股票、基金、期货合约等浮动收益；营业外损失为 4.59 亿元，较上年增长 2.76 亿元，主要系政府补助收入减少 1.72 亿元和对外捐赠增加 0.52 亿元所致。2017 年公司实现利润总额 41.19 亿元，同比增加增长 124.67%；实现净利润 27.90 亿元，同比增长 98.54%，整体盈利水平明显提升。

图 5：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



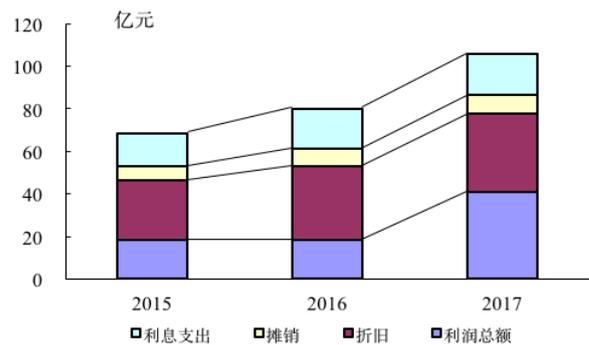
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年受益于矿产品产量及价格的上升，公司收入规模保持稳步增长。但值得关注的是，公司核心资产即对紫金矿业拥有的股权，2017 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

2017 年公司利润总额大幅增加，同时财务费用支出和固定资产折旧持续增加，当年 EBITDA 规模为 105.83 亿元，同比增长 32.23%，整体获现能力增强。从主要偿债能力指标来看，2017 年公司总债务/EBITDA 为 4.23 倍，同比减少 2.39 倍，EBITDA 利息倍数为 5.23 倍，同比增加 1.33 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度增强。

图 6：2015~2017 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

经营性现金流方面，2017 年公司经营活动净现金流为 107.62 亿元，同比增长 12.85%；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 0.24 倍和 5.32 倍，同比分别增加 0.06 倍和 0.67 倍，公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力增强。

表 7：2015~2018.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：公司审计报告，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，对公司经营不产生实质性影响。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。

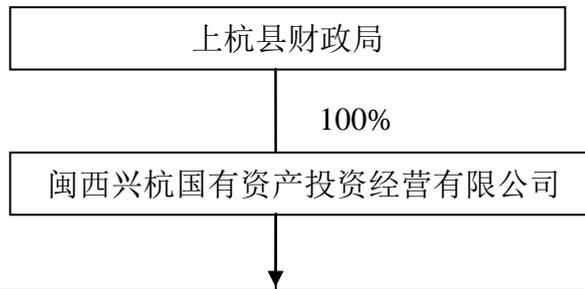
或有负债方面，截至 2017 年末，公司无重大未决诉讼；公司对外担保余额为 15.25 亿元，占当年末净资产的 4.07%，被担保单位主要为瓮福紫金化工股份有限公司、福建省稀有稀土（集团）有限公司、上杭县兴杭工业建设发展有限公司、上杭县城市建设发展有限公司和上杭交通建设投资公司等，对外担保规模整体较小，或有负债风险可控。

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，中诚信证评上调发行主体闽西兴杭信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，上调“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2015 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，上调“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2016 年公司债券”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 2018 年 3 月 31 日）

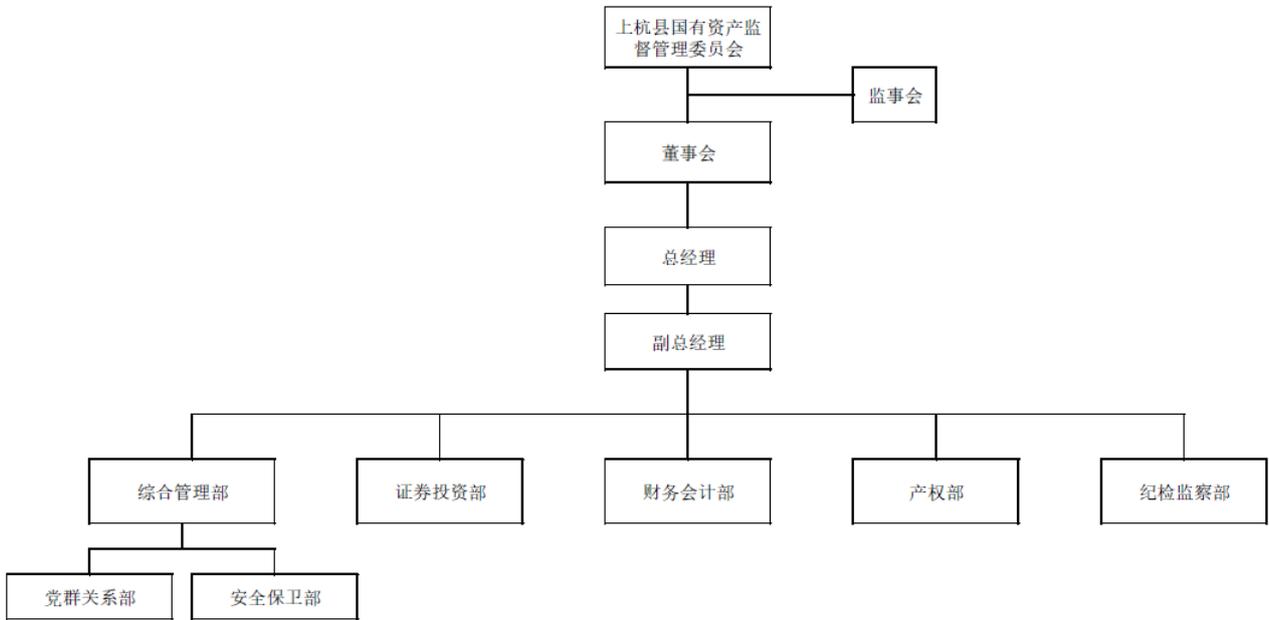


并表子公司	持股比例		注册资本（万元）
	直接	间接	
紫金矿业集团股份有限公司	25.88	-	230,312.19
上杭县汀江水电有限公司	51.00	49.00	6,900.00
上杭县兴诚实业有限公司	100.00	-	56,608.75
上杭鑫源自来水公有限公司	60.00	36.77	31,000.00
福建省上杭县兴诚担保有限公司	71.88	23.84	25,000.00
上杭蛟城高速公路有限公司	83.18	-	7,000.00
上杭县金水水利水电投资有限公司	50.99	-	1,961.00
上杭县铁路建设有限公司	100.00	-	1,000.00
上杭客家开缘酒店有限公司	-	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	88,200.25	80,433.94	130,912.75	159,099.64
存货	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、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；3、公司其他流动负债中包含有息债务“短期融资券”，指标计算时中诚信证评将其计入短期债务。

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

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。