

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（2020）

项目负责人：商思仪 syshang@ccxi.com.cn

项目组成员：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 24 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）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。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1656 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

二零二零年六月二十四日

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持。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）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	975.51	1,209.66	1,321.00	1,491.21
所有者权益合计（亿元）	374.75	473.91	567.75	579.66
总债务（亿元）	447.50	540.57	547.92	653.19
营业总收入（亿元）	947.86	1,061.88	1,363.29	362.01
净利润（亿元）	27.90	44.04	48.40	12.37
EBITDA（亿元）	105.83	122.58	149.55	--
经营活动净现金流（亿元）	107.62	108.42	102.34	28.88
资产负债率(%)	61.58	60.82	57.02	61.13
总资本化比率(%)	54.42	53.29	49.11	52.98
闽西兴杭（母公司）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	72.40	71.52	78.26	85.89
所有者权益（亿元）	9.94	12.84	13.02	9.76
总债务（亿元）	55.75	46.11	55.69	59.67
净利润（亿元）	1.46	3.20	3.79	-0.48
经营活动净现金流（亿元）	9.37	8.88	-5.20	3.12
资产负债率(%)	86.27	82.04	83.37	88.64

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **旗下有色金属板块经营业绩出色，盈利能力强，公司可从现金分红中获得较高收益。**公司子公司紫金矿业是矿产资源开采领域龙头企业，该公司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。公司近年来每年通过紫金矿业获得分红超过 5 亿元，可为公司经营活动及偿还利息提供稳定资金支持。

■ **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

同行业比较

2020 年 3 月末部分有色企业主要指标对比表							
公司名称	资产总额（亿元）	负债总额（亿元）	资产负债率	2019 年营业总收入（亿元）	2019 年净利润（亿元）	公司本部资产总额（亿元）	公司本部负债总额（亿元）
鸿商产业	1,433.35	843.26	58.83%	687.07	49.34	96.78	62.06
闽西兴杭	1,491.21	911.55	61.13%	1,363.29	48.40	85.89	76.13

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	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18 兴杭 01	AAA	AAA	20.00	20.00	2018/10/22~2023/10/22（3+2）
18 兴杭 02	AAA	AAA	5.00	5.00	2018/11/01~2023/11/01（3+2）

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 2020 年 3 月末，公司直接持有紫金矿业股权比例为 23.97%，未受限部分股权价值超过 200 亿元，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 2019 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 2020 年 3 月末总债务增至 653.19 亿。且 2020 年 6 月以来，紫金矿业并购支出进一步大幅增加，偿债压力加大。

■ **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及市值大幅下滑，公司获得现金分红减少；公司债务规模快速攀升，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

本次跟踪债券募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划和其他约定一致，并已使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来

负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需

求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

在有色金属等支柱产业快速发展的支撑下，2019 年上杭县经济保持快速增长

公司地处福建省龙岩市上杭县，是上杭县财政局下属企业。2019 年，龙岩市和上杭县经济发展保持较高增速，据地方政府工作报告，全年龙岩市实现生产总值 2,635 亿元，同比增长约 7.6%；一般公共预算收入 324.9 亿元，同比增长 9.5%。上杭县地区生产总值 391 亿元，同比增长约 8.6%；财政收入 38.74 亿元，同比增长 4.26%。上杭县产业仍以第二产业为支撑，金铜产业 2019 年实现产值 781 亿元，建筑产业实现产值 551 亿元，在支柱产业的带动下，上杭县已连续四年被评为“福建省经济实力十强县”。

基础设施建设方面，上杭县将确保龙岩至龙川铁路（上杭段）建设顺利完成，推动上杭高铁站等项目的建设，城乡公路建设和供水一体化工程也将是基础设施建设的重要组成部分。此外，地方政府还强调了加强金融和国资运营，支持闽西兴杭开展并购投资等创新业务。

2019 年全球黄金需求微降，金价上涨推低消费者需求，抵消 ETF 投资需求；中国需求亦有所下降，且

环保趋严使得国内和全球黄金供应亦下降；受行业供需影响，全年黄金均价上升较快，但 2020 年新冠肺炎疫情令行业不确定性增加

金饰需求仍为黄金主要需求来源，2019 年不断上涨的金价和疲软的经济环境令金饰需求量和其占总需求的占比均有所下降。但随着全球宽松的货币政策、经济不确定性增加以及金价的上升，黄金 ETF 产品投资作为对冲其他市场不确定性及分散风险的工具，其需求保持强劲的增长态势。全球央行已连续十年成为黄金净买家，2019 年上半年央行需求高速增长，下半年企稳，全球央行黄金购买量近 50 年来最高水平。科技方面，电子行业景气度下行令整体电子用金量出现下滑。整体来看，2019 年全球黄金总需求为 4,356 吨，同比小幅下降 1%。

表 1：全球黄金需求情况（吨）

黄金需求端	2018		2019		需求同比变化
	需求量	占比	需求量	占比	
金饰	2,241	51%	2,107	48%	-6%
投资	1,168	27%	1,272	29%	9%
央行	657	15%	650	15%	-1%
科技	335	8%	327	8%	-2%
需求合计	4,401	100%	4,356	100%	-1%

资料来源：世界黄金协会（World Gold Council），中诚信国际整理

表 2：截至 2019 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	8,133.46	76.98
2	德国	3,366.49	73.48
3	IMF	2,814.04	--
4	意大利	2,451.84	68.33
5	法国	2,436.10	62.98
6	俄罗斯	2,271.16	19.94
7	中国	1,948.31	2.94
8	瑞士	1,040.00	5.93
9	日本	765.22	2.82
10	印度	634.96	6.67

资料来源：世界黄金协会（World Gold Council），中诚信国际整理

黄金供应方面，2019 年全球黄金总供应量增长 2%至 4,776 吨，消费者在金价上涨之际卖出获利令回收金供应上涨 11%带动整体供应的小幅增长。但矿产金仍为黄金供应的主要来源，2019 年受中国黄金行业环保趋严使得产量下降影响小幅下降，是十

年来的首次下降。

表 3: 全球黄金供应情况 (吨)

黄金供应端	2018		2019		供应同比变化
	供应量	占比	供应量	占比	
供应合计	4,671	100%	4,776	100%	2%
其中: 矿产金	3,503	75%	3,464	73%	-1%

资料来源: 世界黄金协会 (World Gold Council), 中诚信国际整理

国内方面, 受 GDP 增速放缓及 CPI 指数上涨影响, 国内金饰需求全年下降 7% 至 637 吨, 与全球趋势保持一致。投资方面, 截至 2019 年底, 中国黄金 ETF 总持有量为 45 吨, 同比持平。但 2019 年 10 月下旬三只新的黄金 ETF 产品获批, 未来 ETF 市场扩张将持续带来投资需求的扩张。金价上涨及宏观经济下行等因素带来的金条与金币需求大幅下降超过 30%。央行黄金储备总量保持较好的增长态势, 2019 年增加 96 吨至 1,948 吨。整体看, 2019 年全国实际黄金消费量为 1,003 吨, 同比下降 8%。

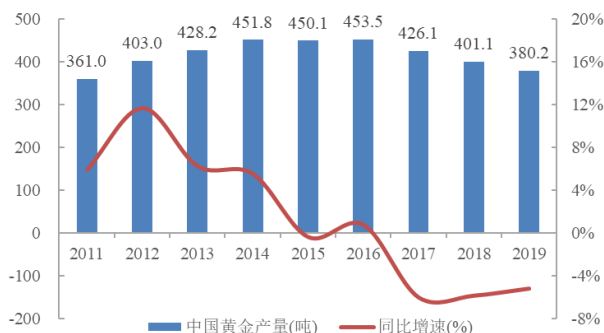
表 4: 中国黄金需求情况 (吨)

黄金需求端	2018	2019	同比变化
金饰	686	637	-7%
金条与金币	308	211	-31%
黄金 ETF	46	46	--
央行黄金储备总量	1,853	1,948	5%

资料来源: 世界黄金协会 (World Gold Council), 中诚信国际整理

2019 年, 国内原料黄金产量为 380 吨, 连续 13 年位居全球第一, 较 2018 年减产 21 吨。受自然保护区内矿业权清退、矿业权出让收益政策、氰渣作为危险废物管理、矿山资源枯竭等因素的影响, 河南、福建、新疆等重点产金省 (区) 矿产金产量下降。虽然产量持续下滑, 但近年来黄金行业积极响应新时代高质量发展要求, 深化供给侧结构性改革, 正经历由规模速度型向高质量效益型的转变。

图 1: 近年来我国黄金 (成品金) 产量及增速



资料来源: 中国黄金协会, 中诚信国际整理

金价方面, 2019 年国际黄金价格自年初 1,282.70 美元/盎司开盘, 6 月起黄金价格开始向上突破, 9 月 4 日达到 1,555.40 美元/盎司, 年末收于 1,516.90 美元/盎司。全年平均价格为 1,395.60 美元/盎司, 比 2018 年增长 9.84%。跟随国际金价走势, 上海黄金交易所 Au9999 黄金以 2019 年初 283.98 元/克开盘, 8 月 29 日达到最高点 369.24 元/克, 年末收于 340.80 元/克, 年平均价格为 308.70 元/克, 比 2018 年增长 13.73%。受人民币汇率变化的影响, 国内黄金价格与国际黄金价格变化的时间点有所区别, 但整体趋势一致。2020 年新冠肺炎疫情爆发, 叠加美联储降息等因素, 黄金价格于 3 月 4 日达到 1,673.50 美元/盎司, 并于 3 月末收于 1,577.10 美元/盎司, 较年初增长 3.97%。

图 2: COMEX 黄金当月连续期货价格图 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 中诚信国际整理

2020 年以来, 新冠肺炎疫情爆发使得消费者需求减弱, 金条及金币投资需求或承压, 但避险情绪的升温以及美联储降息使得整体黄金行业景气度回升。但受疫情影响, 仍有部分生产企业复工不足,

或将对行业供给产生一定影响，中诚信国际将持续关注疫情期间的不确定性对黄金市场的供需情况及金价的影响。

中诚信国际认为，黄金价格受通货膨胀预期、利率、市场供需及避险需求等多方面因素的影响，价格不确定性高，2019年及2020年第一季度金价的持续上升带来行业景气度的攀升，中诚信国际将对黄金价格及其对行业内企业信用水平的影响保持关注。

2019年，主要受中美贸易摩擦及需求增速放缓等因素影响，国内外铜价同比均有所下降；2020年以来，受疫情影响铜价大幅下跌

美国地质调查局公布的“Mineral Commodity Summaries 2020”中的数据统计，2019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。中国的铜矿产资源储量位居全球第八位，储量约为2,600万吨，占全球储量的2.99%。我国是世界上铜储量相对短缺的国家，加上国内铜矿石的平均品位不高，原料供应已成为制约中国铜产量的瓶颈，中国每年需大量进口铜精矿以满足国内市场需求。近几年我国铜冶炼产能不断扩大，而铜精矿产量增长缓慢，我国铜资源自给水平较低。2019年以来，环保要求的提高使得一些中小型矿山关闭，少数大型矿山的生产也曾阶段性受限，据安泰科统计，2019年我国铜精矿产量为155万吨，同比减少0.70%；而消费量约680万吨，同比增加8.16%，存在较大产销缺口，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。

表 5：2019 年末全球铜资源储量情况

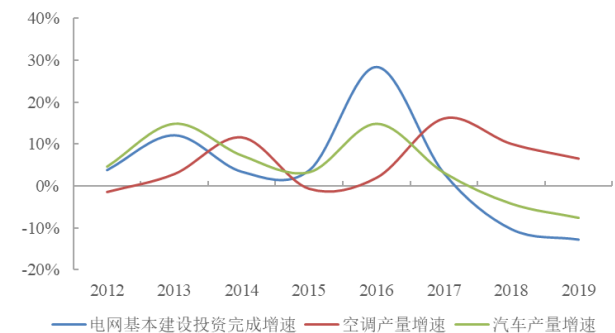
排名	国家	基础储量（万吨）
1	智利	20,000
2	澳大利亚	8,700
3	秘鲁	8,700
4	俄罗斯	6,100
5	墨西哥	5,300
6	美国	5,100
7	印度尼西亚	2,800
8	中国	2,600

9	哈萨克斯坦	2,000
10	刚果（金）	1,900
11	赞比亚	1,900
--	其他	22,000
总计		约 87,100

资料来源：U.S. Mineral Commodity Summaries, January 2020，中诚信国际整理

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。2019年我国电网基本设施投资完成额为2.41亿元，同比下降12.69%；国内空调产量同比增加6.50%至21,866万台；国内固定资产投资完成额同比增加5.40%，同比增速略有下降；据中国汽车工业协会数据显示，2019年国内汽车产量为2,572万辆，同比减少7.50%，同期汽车销量为2,576万辆，同比减少8.20%，汽车行业需求呈疲软态势。受上述下游产业需求变化影响，2019年我国精铜消费量约为1,126万吨，同比增长0.80%，增速同比下降3.20个百分点。

图 3：近年来我国铜行业下游发展增速情况



资料来源：中诚信国际整理

供应方面，2019年，受禁止洋垃圾入境政策影响，我国粗铜和废铜进口量同比下降较多，但铜精矿进口量出现较大幅度增长，整体看原材料供应有一定保证。2019年，我国精铜产量为896.00万吨，同比增加6.10%，受产能扩张影响，增速有所提升；同期受国内产能扩张及需求增速放缓影响，我国精铜净进口量同比下降11.40%至307.70万吨，但全年国内精铜市场仍呈过剩格局，过剩量为77.70万吨，同比有所扩大。

图 4：近年来我国精炼铜产量及增速情况



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

价格方面，2019年，全球宏观经济下行，制造业表现低迷，需求承压；智利、秘鲁等铜产量大国相继出现生产干扰因素，供给端不确定风险仍然存在。全年铜价总体呈先扬再抑后有小部分回调的震荡态势。2019年LME三个月期铜价格开于5,862美元/吨，于9月初达到全年最低水平5,562美元/吨。年末中美贸易谈判暂时达成部分协议，市场信心再次提振，LME三个月期铜价格收于6,183美元/吨，较年初开盘价上涨5.48%。整体来看，2019年LME三个月期铜均价为6,017美元/吨，同比下跌8.04%。2020年以来，受疫情蔓延影响，全球金融市场剧烈波动，铜价大幅下跌，截至3月末LME三个月期铜价格为4,797.5美元/吨，较年初下跌22.45%。

图 5：近年来 LME 三个月期铜价格走势



资料来源：Choice，中诚信国际整理

中诚信国际认为，长期看，以中国为代表的新兴经济体的金属需求对国际铜价影响较大。由于全

球经济发展及地缘政治关系仍具有较大的不确定性，且全球需求端疲软现象没有得到根本性改变，未来一段时间内国际铜价或仍将呈震荡下行态势。

随着紫金矿业内生及外延式发展，公司产业板块规模继续扩张；但紫金矿业收购频繁，且多个项目尚需建设，未来资本支出金额较大

2019年以来，子公司紫金矿业扩张速度较快，分别于2019年3月斥资93.63亿元完成对Nevsun Resource Ltd.（以下简称“Nevsun”）100%股权的收购，获得Nevsun旗下位于塞尔维亚的Timok铜金矿上带矿100%权益、Timok铜金矿下带矿46%权益及位于厄立特亚的Bisha铜锌矿60%权益；2019年6月，以2.59亿元的交易对价收购卡瑞鲁51%的股权，实现了对4项石灰石采矿权的控制；2019年10月，以10.33亿元的交易对价完成对加拿大艾芬豪矿业公司（以下简称“艾芬豪”）48,652,282股股份的收购，持股比例由9.8%增至13.9%；2019年11月，以初始购买价格2.4亿美元及不超过1.5亿美元的延迟支付款项向自由港勘探公司（Freeport-McMoRan Exploration Corporation）收购了Timok铜金矿下带矿剩余股权；2020年3月，以13.3亿加币收购大陆黄金股份有限公司（以下简称“大陆黄金”）100%股权，获得大陆黄金旗下武里蒂卡金矿；2020年6月，以38.83亿元完成对西藏巨龙铜业有限公司（以下简称“巨龙铜业”）50.1%的股权收购。此外，2020年6月13日，紫金矿业发布公告称，拟以约16.99亿人民币收购圭亚那金田有限公司（以下简称“圭亚那金田”）¹100%股权。受上述收购扩张影响，紫金矿业资源储量大幅增加，且其海外资源禀赋优质，丰富的资源储备可为其后续发展提供雄厚的资源基础。此外，随着黑龙江多宝山铜矿等项目在建工程的陆续转固，紫金矿业多种产品产能有所增加，为其发展提供了内生动力。尽管紫金矿业在2020年4月因波格拉金矿矿权争议暂时丧失该矿开采权，在收购金矿与其既有金矿增长的

¹ 2019年圭亚那金田亏损2.63亿美元，主要因对矿权、厂房、设备等计提减值所致。

补充下，总体来看对其黄金资源保有量及产量的影响可控。

收购资产后的产能扩建导致紫金矿业在建、拟建项目较多，包括紫金波尔铜业技改项目、卡莫阿铜矿一期建设项目及 Timok 铜金矿建设项目等。其中紫金波尔项目预计投资 12.94 亿美元，截至 2019 年末已投 9.67 亿元；卡莫阿铜矿一期建设预计投入资金 14.72 亿美元，截至 2019 年末已投 39.57 亿元；Timok 上带矿建设预计投资 4.74 亿美元，截至 2019 年末已投 3.33 亿元，下带矿尚未开始建设，上述三个项目投产尚需 1~2 年时间。此外，近期收购的巨龙铜业下属驱龙铜多金属矿一期项目设计计划总投资 146 亿元，已投资 74 亿元，预计将于 2021 年底将建成投产。2020 年一季度，紫金矿业投资活动现金流出达 104.15 亿元，接近 2019 年全年 2/3 水平，较大规模的资本支出将导致其债务余额上升。

中诚信国际认为，2019 年以来，紫金矿业对外收购频繁带动其资源储备大幅增加，为其后续可持续发展提供资源保障，但其所持海外矿产资产较多，面临因当地政治经济形势变动影响矿权控制力的风险，且部分项目仍需要一定的建设期，股权收购、固定资产投资、时间成本以及外部借款产生的利息都将对紫金矿业资金造成一定压力，需对项目建设、资金投入、投产进度以及被并购标的的经营情况保持关注。

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、担保等服务，需对相关企业经营情况及其对公司的影响保持关注

除矿产资源开发板块外，公司还从事水电站运营、高速公路运营、自来水供应以及担保等业务。

公司电力业务由控股子公司福建省上杭县汀江水电有限公司运营，目前该公司下属 3 座全资控股电站，7 座参股电站。2019 年以来，受降雨量增加影响，全年发电量达 1.52 亿千瓦时，较上年度增长近一倍。该公司营业收入与净利润也较上年度大

幅增加，经营活动现金流表现良好，能够实现盈亏自负。

公司目前持有上杭蛟城高速公路有限公司（以下简称“蛟城高速”）83.18% 股权，该公司主要运营资产为蛟洋至城关高速公路。该条高速公路系贷款修建，截至 2020 年 3 月末，贷款余额为 20.33 亿元，每年需支付银行贷款利息近 1 亿元。此外，每年需支出养路费用 800 余万元。尽管收入及经营活动表现较为稳定，但债务负担过重使得该业务无法实现盈亏平衡。

公司控股 60% 的上杭鑫源自来水有限公司供应上杭县城 14 万户居民的生活饮水及城区生产建设用水。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。

公司下属福建省上杭县兴诚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 3 月末担保余额为 2.26 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，以解决相关主题资金紧张的问题。

中诚信国际认为，公司除矿产资源开发板块外，部分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，但该部分业务规模较小，整体风险较为可控。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。

公司设立产业基金重点投资新材料领域，购买专户产品获得一定分红收益；所投公司 2019 年登陆科

创业板，未来还将以 GP 角色设立私募基金

2019 年以来，公司投资业务取得了一定的进展。依托有色金属产业深厚的积淀，公司合资设立了上杭鼎峰兴杭创业投资基金，主要对新材料领域的成长期企业进行投资，并促进地方相关产业的发展，目前该基金募集资金总规模为 5 亿元。在证券投资基金方面，公司购买了 1 亿元兴业全球基金管理有限公司管理的专户产品，2019 年该产品为公司带来 1,000 万元分红收益。此外，公司通过福建兴杭战略创业投资企业（有限合伙）投资的福建福光股份有限公司于 2019 年 7 月在科创板上市，首发上市后公司持股比例为 3.26%。该公司从事特种光学镜头、民用光学镜头等业务，公司作为财务投资者，其所持股份解禁退出后将获得较为丰厚的投资收益。同时，根据规划，未来公司还将向中国基金业协会申请私募股权投资基金管理人资格，以 GP 的身份参与到基金运作管理过程中。

中诚信国际认为，公司牵头设立产业基金，一方面有助于地方产业经济的发展；另一方面，公司在投资地方企业方面具有较好的先发优势，股权投资项目的完成也有助于公司业绩的提升。

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 2017~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表。中诚信国际在分析时使用的 2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。

2019 年，营业毛利率虽有所下滑，但黄金价格上升及其他金属产品产量提升共同带动营业总收入增加，公司盈利能力仍保持在较好水平

公司营业总收入主要来自矿产资源开发业务。2019 年黄金产量同比增加，加之黄金价格大幅上升，量价齐升带动黄金板块业绩快速增长；尽管铜与锌等有色金属价格有所下降，但产销量的增加有效弥补了价格下行的压力，铜、锌板块收入仍略有

增长，受益于此公司矿产资源开发业务收入同比大幅增加进而带动了营业总收入的增加。

表 6：近年来公司主要板块收入构成（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
矿产资源开发	929.17	1,050.95	1,302.39	351.62
电力	0.48	0.28	0.58	0.05
高速	0.68	0.68	0.70	0.06
供水	0.12	0.12	0.14	0.03
资产管理	0.15	0.14	0.16	0.03
担保	0.05	0.06	0.03	0.01
房地产	8.72	0.03	0.23	0.06
其他	0.42	0.57	50.02	7.88
主营业务收入	939.77	1,052.83	1,354.24	359.75
其他业务收入	8.10	9.05	9.05	2.26
营业总收入	947.86	1,061.88	1,363.29	362.01

注：部分小数点后差异为四舍五入所致。

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板块影响，2019 年该板块将部分运输成本计入主营业务成本，使得当期销售费用同比下降；受人员数量增长影响，支付职工薪酬上升导致全年管理费用同比增幅较大；债务规模小幅增长且债务期限结构变化使得利息支出增加，紫金矿业持有的以美元为主的外币资产头寸较多，导致汇兑损益有所波动。总体来看，2019 年公司期间费用有所增加，在营业总收入增幅较大的情况下，期间费用率有所下降。

2019 年由于矿产资源开发板块权重提升使得公司整体毛利率略微下降，但在营业收入大幅上升的情况下，经营性业务利润仍有所增长。该板块拥有矿产类固定资产及无形资产较多，每年会进行减值测试。2019 年资产减值损失大幅下降，且资产减值中应收款项所产生的信用损失占比不高，减值风险总体可控；随着该板块交易性金融资产及负债规模的下降，公允价值变动损益对利润的影响逐步降低；投资收益降幅较大主要为 2018 年紫金矿业对其持有的厦门紫金铜冠发展有限公司股权进行重估，使得当期投资收益规模较大。此外，资产报废、对外捐赠等营业外支出也对利润产生一定影响。

表 7：近年来公司合并口径盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	61.60	57.58	65.70	16.91

期间费用率	6.50%	5.42%	4.82%	4.67%
经营性业务利润	58.96	62.97	74.72	17.25
资产减值损失	22.82	14.22	4.44	2.37
公允价值变动收益	7.50	-1.60	-0.12	0.45
投资收益	1.69	11.05	0.33	2.56
营业外损益	-4.60	-0.50	-2.62	-0.66
利润总额	41.19	58.53	67.64	17.23
EBIT 利润率	6.40%	7.30%	6.62%	--
总资产收益率	6.14%	7.08%	7.14%	--

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；期间费用主要来自所发行债券支付的利息；投资收益几乎均来自于紫金矿业的分红。2020 年一季度，公司本部尚未获得该年度分红，当期净利润为负。

表 8：近年来公司本部盈利能力相关指标（亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~3
营业总收入	0.45	0.03	0.11	0.04
财务费用	2.47	2.05	2.12	0.58
期间费用合计	2.54	2.13	2.34	0.63
经营性业务利润	-2.12	-2.11	-2.25	-0.59
投资收益	3.75	5.43	5.89	0.11
利润总额	1.52	3.20	3.82	-0.48
净利润	1.46	3.20	3.79	-0.48

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

紫金矿业收购、增发等事项带动公司总资产增长；公司本部借款及应付债券有所增加，总资产亦有所增长

紫金矿业资产占公司总资产比重较高，其资产负债的变化对公司影响较大。2019 年以来，受紫金矿业扩张以及增发募集资金影响，年末公司总资产增加。其中，受紫金矿业在建项目以及收购支出影响，公司货币资金减少，其中受限货币资金 2.21 亿元，占比较小；而存货、固定资产及矿权所代表的无形资产均有所上升，非流动资产整体占比有所提升。

表 9：近年来公司合并口径主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	73.91	111.93	73.94	96.07
存货	110.92	126.71	148.89	158.28
流动资产	308.58	324.30	308.27	355.92
固定资产	329.38	369.06	419.79	468.71
无形资产	99.91	227.03	247.08	322.71
非流动资产	666.92	885.37	1,012.73	1,135.29
资产总计	975.51	1,209.66	1,321.00	1,491.21

流动资产占比	31.63%	26.81%	23.34%	23.87%
--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末，公司总负债小幅增长，随着紫金矿业发行多期中期票据进行债务置换，负债结构向非流动偏移。紫金矿业完成增发，公司少数股东权益大幅增加，带动期末所有者权益上升。2020 年以来，随着紫金矿业在建项目推进，其资金需求增加使得 3 月末公司总负债大幅增长。

表 10：近年来公司合并口径主要负债、权益情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	101.56	156.46	146.40	179.09
其他应付款	45.90	52.93	55.46	64.24
一年内到期的非流动负债	49.52	97.74	59.88	94.92
流动负债合计	304.08	376.49	340.22	424.15
长期借款	90.14	148.14	156.59	190.86
应付债券	181.35	134.20	172.59	170.63
非流动负债合计	296.67	359.26	413.03	487.40
负债合计	600.75	735.75	753.24	911.55
流动负债占比	50.62%	51.17%	45.17%	46.53%
未分配利润	29.55	35.00	39.34	37.96
少数股东损益	290.89	385.01	464.63	483.19
所有者权益合计	374.75	473.91	567.75	579.66
资产负债率	61.58%	60.82%	57.02%	61.13%
总资本化比率	54.42%	53.29%	49.11%	52.98%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司本部方面，2019 年末以应收子公司往来款和外部单位借款为主的其他应收款有所上升，加之公司认购部分紫金矿业增发股份，长期股权投资有所增长，以上共同带动公司本部总资产增加。截至 2020 年 3 月末，公司本部总资产进一步增长。

表 11：近年来公司本部主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	10.20	7.65	7.02	11.21
其他应收款	10.68	9.80	12.22	16.12
流动资产	22.03	18.84	20.88	28.96
长期股权投资	25.17	28.69	33.87	33.28
其他非流动资产	20.90	20.90	14.41	14.41
非流动资产	50.37	52.68	57.38	56.93
资产总计	72.40	71.52	78.26	85.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 12：2019 年末公司本部其他应收款情况（万元）

性质	单位名称	账面余额
应收子公司往来款	上杭县铁路建设有限公司	25,129.73
	上杭县汇杭投资经营有限公司	3,095.70
	其他	47,220.00

	小计	75,445.42
	上杭交通建设投资公司	25,000.00
	上杭县城市建设发展有限公司	15,000.00
外部单位借款	上杭工贸实业发展有限公司	6,000.00
	其他	1,875.02
	小计	47,875.02
押金及保证金	小计	0.40
其他	小计	5.83
	合计	123,326.67

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，2019年末公司本部新增部分短期借款，流动负债规模有所增加；非流动负债主要为应付债券和长期应付款，2019年20亿元“16兴杭债”到期，公司新发25亿元“19兴杭01”进行置换，新发3亿元“19闽西兴杭MTN001”用以偿付利息，使得年末应付债券有所增长。公司本部所有者权益主要受未分配利润影响，存在一定波动。

表 13：近年来公司本部主要负债、权益情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	3.00	0.00	1.60	5.00
其他应付款	6.54	2.37	2.97	3.33
流动负债	12.66	2.47	5.56	9.31
应付债券	43.56	45.40	52.92	53.50
长期应付款	0.00	10.04	6.40	12.99
非流动负债	49.80	56.20	59.68	66.82
未分配利润	1.41	1.91	1.94	-1.35
负债合计	62.46	58.67	65.25	76.13
所有者权益	9.94	12.84	13.02	9.76

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营活动净现金流保持较好水平，投资活动净现金流持续大幅流出，仍有较大的对外筹资需求；2020年以来，收购以及在建项目支出导致公司债务增长较快，偿债压力加大

2019年，尽管受紫金矿业存货及经营性应收款项增加影响，公司经营活动净现金流同比有所下降，但仍处于较好状态；紫金矿业股权收购及固定资产投资建设方面投入较大，投资活动净现金流仍维持大幅流出状态；筹资活动则维持相对平衡的状态。2020年一季度，矿产资源开采板块资金需求大幅增长使得公司筹资活动现金净流入规模大幅增加。

2019年末公司总债务规模相对保持稳定，但受

债务期限结构调整影响，长期债务占比有所上升。截至2020年3月末，紫金矿业收购和项目支出导致公司债务规模大幅增加，各偿债指标均有所弱化，公司偿债压力加大，需对此保持关注。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	107.62	108.42	102.34	28.88
投资活动净现金流	-60.19	-136.19	-141.20	-104.30
筹资活动净现金流	-56.13	64.20	1.14	127.93
长期债务	271.49	282.34	329.18	361.49
总债务	447.50	540.57	547.92	653.19
长期债务占比(%)	60.67	52.23	60.08	55.34
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.33	5.46	4.29	--
EBITDA/总债务(%)	23.65	22.68	27.29	--
经调整的CFO/总债务(%)	15.84	10.98	8.32	--
EBIT 利息倍数(X)	3.00	3.91	3.79	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年公司本部总债务规模略有增长，债务结构仍以长期债务为主，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；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，充足的现金可对其债务偿还提供一定支持，稳定的投资收益足够覆盖其利息支出。

表 15：近年来公司本部偿债相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
长期债务	49.66	46.02	53.12	53.69
总债务	55.75	46.11	55.69	59.67
长期债务占比(%)	89.09	99.82	95.37	89.99
利息支出	2.64	2.22	2.37	0.63
货币资金	10.20	7.65	7.02	11.21
投资收益	3.75	5.43	5.89	0.11

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；需关注公司本部对外担保等或有事项风险

截至2019年末，公司共获得银行授信额度1,636.92亿元，其中尚未使用额度为1,165.47亿元；公司本部共获得银行授信额度46.08亿元，其中尚未使用额度15.00亿元。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2020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%。截至 2020 年 5 月末，公司所持紫金矿业市值约 200 亿元，可为公司提供一定的备用流动性。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 3.14 亿元，占当期末总资产的 0.24%，主要为受限货币资金 2.21 亿元和受限固定资产、无形资产等。

截至 2019 年末，公司本部担保余额为 30.45 亿元。被担保方均为关联企业，担保风险总体可控。

表 16：截至 2019 年末公司本部担保情况（亿元）

被担保方	关联关系	2019 年末担保余额
上杭蛟城高速公路有限公司	子公司	19.46
福建清景铜箔有限公司	工业园区企业	0.41
上杭县兴杭工业建设发展有限公司	财政局下属企业	3.63
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	4.23
福建省龙德新能源股份有限公司	参股公司	0.06
龙岩市圣地古田文化传播有限公司	财政局关联企业	0.09
上杭县古田建设发展有限公司	财政局下属企业	0.19
上杭县铁路建设有限公司	子公司	0.60
合计	--	30.45

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2020 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，截至 2020 年 4 月 1 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

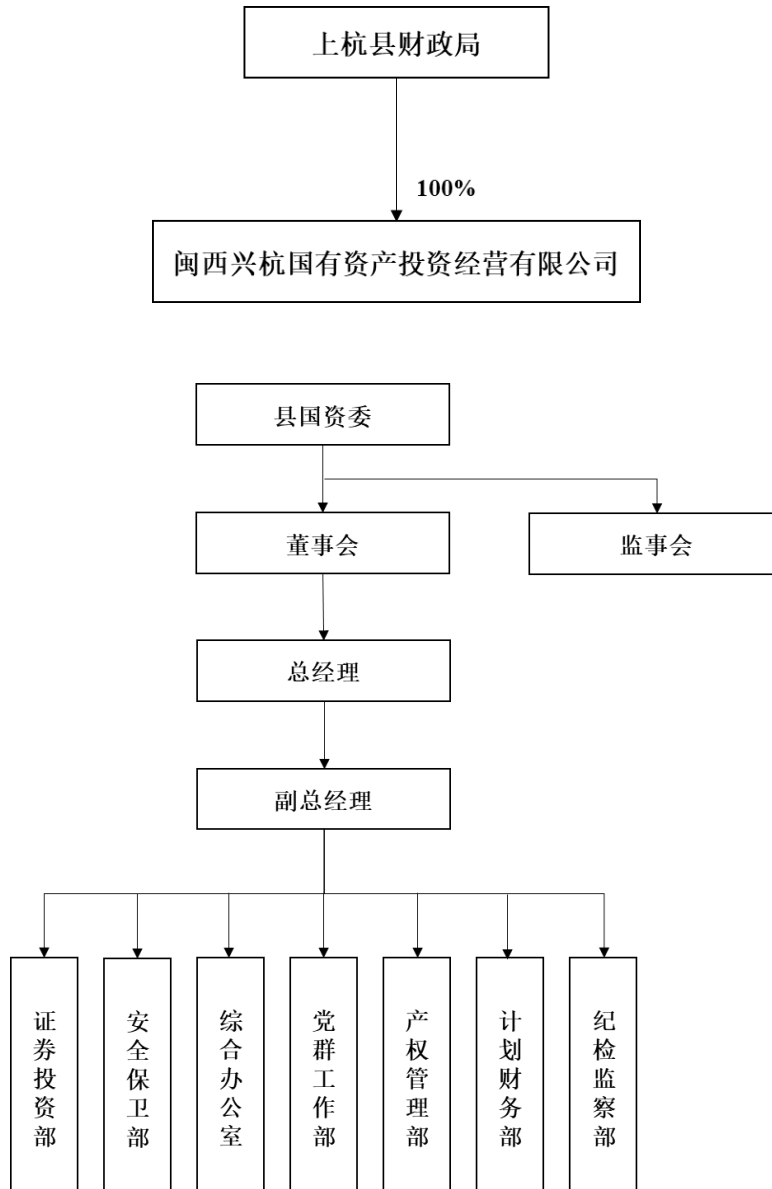
公司所处上杭县以有色金属、建筑产业为支撑，经济增长潜力大，已连续四年被评为“福建省经济发展十强县”。公司在上杭县具有重要地位，上杭县国资委授权公司统一经营上杭县直属国有资产和分散在有关系统的国有资产，对公司支持意愿

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一定的支持，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。整体来看，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。

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“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 2020 年 3 月末）



注：上杭县财政局持有公司 100% 股权，由上杭县人民政府授予上杭县国资委对公司实施管理。

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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	739,075.39	1,119,275.57	739,430.16	960,674.73
应收账款净额	130,912.75	102,658.25	96,369.88	80,355.40
其他应收款	172,638.70	195,029.90	158,978.97	193,454.35
存货净额	1,109,167.14	1,267,148.96	1,488,892.84	1,582,848.41
长期投资	805,757.42	979,592.19	1,253,560.41	1,033,024.62
固定资产	3,293,820.66	3,690,553.67	4,197,886.62	4,687,144.17
在建工程	314,352.74	537,772.75	590,206.56	730,148.81
无形资产	999,137.35	2,270,325.89	2,470,832.37	3,227,125.11
总资产	9,755,053.99	12,096,612.58	13,209,987.47	14,912,105.59
其他应付款	458,987.73	529,297.06	554,645.54	642,422.71
短期债务	1,760,136.98	2,582,315.50	2,187,448.28	2,917,045.53
长期债务	2,714,897.44	2,823,354.06	3,291,792.33	3,614,894.64
总债务	4,475,034.42	5,405,669.56	5,479,240.60	6,531,940.17
净债务	3,735,959.03	4,286,393.99	4,739,810.45	5,571,265.44
总负债	6,007,518.96	7,357,475.46	7,532,439.88	9,115,497.26
费用化利息支出	194,763.09	190,240.27	226,441.52	--
资本化利息支出	7,160.36	8,293.17	12,052.64	--
所有者权益合计	3,747,535.03	4,739,137.12	5,677,547.60	5,796,608.34
营业总收入	9,478,611.09	10,618,796.90	13,632,933.34	3,620,124.13
换成经营性业务利润	589,603.58	629,705.04	747,247.30	172,494.51
投资收益	16,858.34	110,452.50	3,334.41	25,627.86
净利润	278,954.65	440,441.05	484,030.80	123,749.63
EBIT	606,646.26	775,570.02	902,881.68	--
EBITDA	1,058,282.19	1,225,773.03	1,495,510.24	--
经营活动产生现金净流量	1,076,223.89	1,084,208.49	1,023,374.10	288,764.19
投资活动产生现金净流量	-601,893.81	-1,361,932.21	-1,411,960.53	-1,043,028.51
筹资活动产生现金净流量	-561,345.89	641,986.02	11,415.99	1,279,341.37
资本支出	507,251.95	786,824.74	1,194,955.85	167,383.78
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	13.90	12.64	11.46	10.87
期间费用率(%)	6.50	5.42	4.82	4.67
EBITDA 利润率(%)	11.16	11.54	10.97	--
总资产收益率(%)	6.14	7.08	7.14	--
净资产收益率(%)	7.99	10.35	9.29	8.63*
流动比率(X)	1.01	0.86	0.91	0.84
速动比率(X)	0.65	0.52	0.47	0.47
存货周转率(X)	7.07	7.81	8.76	8.40*
应收账款周转率(X)	89.70	54.86	137.00	163.88*
资产负债率(%)	61.58	60.82	57.02	61.13
总资本化比率(%)	54.42	53.29	49.11	52.98
短期债务/总债务(%)	39.33	47.77	39.92	44.66
经营活动净现金流/总债务(X)	0.24	0.20	0.19	0.18*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.61	0.42	0.47	0.40*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.33	5.46	4.29	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	15.84	10.98	8.32	--
总债务/EBITDA(X)	4.23	4.41	3.66	--
EBITDA/短期债务(X)	0.60	0.47	0.68	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.24	6.17	6.27	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.00	3.91	3.79	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信在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）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	101,964.50	76,458.12	70,168.33	112,115.99
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	106,817.34	97,995.22	122,216.65	161,207.27
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	292,822.91	316,021.38	364,768.15	360,746.83
固定资产	1,173.30	1,088.54	64,520.61	64,111.19
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	374.13	365.83	357.53	355.45
总资产	723,971.11	715,183.99	782,610.05	858,899.17
其他应付款	65,446.88	23,690.56	29,710.96	33,300.01
短期债务	60,830.00	830.00	25,770.33	59,750.33
长期债务	496,636.11	460,242.12	531,173.30	536,920.47
总债务	557,466.11	461,072.12	556,943.64	596,670.81
净债务	455,501.61	384,614.00	486,775.31	484,554.82
总负债	624,567.24	586,736.13	652,457.63	761,346.66
费用化利息支出	--	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	99,403.87	128,447.86	130,152.42	97,552.51
营业总收入	4,473.46	312.06	1,069.29	350.46
经营性业务利润	-21,217.29	-21,138.13	-22,474.75	-5,938.85
投资收益	37,534.83	54,307.47	58,897.92	1,090.28
净利润	14,593.74	32,015.75	37,862.11	-4,848.82
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	93,746.89	88,794.82	-51,982.39	31,181.72
投资活动产生现金净流量	-67,088.25	51,509.39	11,131.29	5,311.23
筹资活动产生现金净流量	-218,327.05	-165,810.59	34,561.31	5,454.72
资本支出	5.28	24.24	69.47	2.07
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	97.35	63.36	89.22	100.00
期间费用率(%)	567.74	6,839.68	2,187.91	1,794.58
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	12.73	28.10	29.28	--
流动比率(X)	1.74	7.62	3.75	3.11
速动比率(X)	1.74	7.62	3.75	3.11
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	86.27	82.04	83.37	88.64
总资本化比率(%)	84.87	78.21	81.06	85.95
短期债务/总债务(%)	10.91	0.18	4.63	10.01
经营活动净现金流/总债务(X)	0.17	0.19	-0.09	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.54	106.98	-2.02	--
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(%)	3.88	3.97	-21.12	--
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、2020 年一季报未经审计；2、由于缺少相关数据，部分指标无法计算。

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。