

闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2021 年面向 专业投资者公开发行公司债券（第二期） 信用评级报告

项目负责人：吕卓林 zhllv@ccxi.com.cn

项目组成员：霍 飞 fhuo@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 09 月 26 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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。
- 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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 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。
- 本次信用评级结果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。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]2982D 号

闽西兴杭国有资产投资经营有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年九月二十六日

发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 ¹	不超过 6 亿元 (含 6 亿元)	3 年	每年付息一次, 到期一次还本付息	偿还公司债券

评级观点: 中诚信国际评定“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券(第二期)”的信用等级为 **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
总资本化比率(%)	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: 1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际基于立信会计师事务所(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。2、公司提供的 2021 年一季报未经审计且未提供现金流量表补充资料, 故相关指标失效。

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。**公司子公司紫金矿业是有色金属行业龙头企业, 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近 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, 可获得一定的政府支持。

■ **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 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 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。

注!: 以下简称“闽西兴杭”或“公司”。

发行人概况

公司前身为成立于 2000 年的闽西兴杭实业有限公司，由上杭县财政局出资设立，注册资本 1.38 亿元，2001 年更名为现名。2002 年上杭县财政局以闽西变压器厂、木材厂土地使用权出让金 140 万元对公司增资，公司注册资本增至 1.39 亿元。2011 年公司进行资本公积转增注册资本，注册资本增至 3.68 亿元。

产权结构：截至 2021 年 3 月末，上杭县财政局持有公司 100% 股权，是公司的控股股东。上杭县人民政府授权上杭县财政局对公司出资，授权上杭县国资委对公司进行实际管理，公司的实际控制人为上杭县国资委。

表 1：截至 2021 年 3 月末公司主要子公司情况

全称	简称	持股比例
紫金矿业集团股份有限公司	紫金矿业	23.88%
上杭县汀江水电有限公司	汀江水电	100%
上杭县鑫源自来水有限公司	鑫源公司	97.27%
上杭蛟城高速公路有限公司	蛟城高速	83.18%
福建省上杭县兴诚融资担保有限公司	兴诚担保	95.72%
上杭县兴杭创业投资有限公司	兴杭创投	100%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期公司债券发行额度不超过 6 亿元（含 6 亿元），期限为 3 年。利率采用固定利率，票面利率通过簿记建档方式确定；采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期还本付息。本期公司债券募集资金拟用于偿还公司债务。

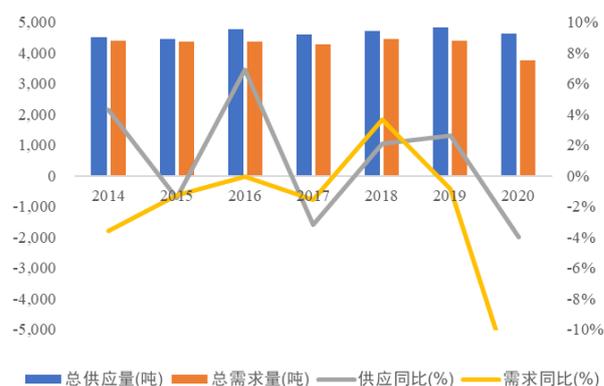
行业及区域经济环境

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，黄金价格仍将维持震荡行情

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

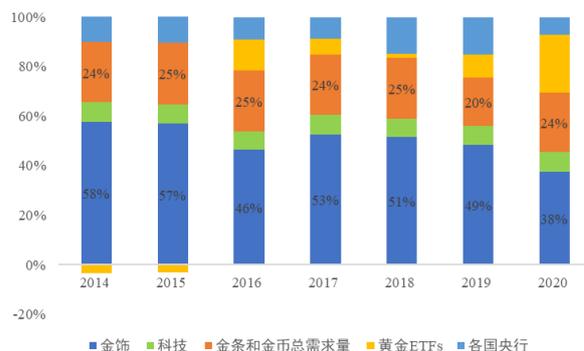
2016 年末增至 57,000 吨后开始进入下降通道，2019 年末已降至 50,000 吨，增产空间有限。2020 年第二季度疫情全球蔓延对产量产生较大影响，当季矿产金产量同比下降 10.01%，全年黄金总供应量下降 4% 至 4,633 吨，是自 2013 年以来的最大降幅，主要原因是疫情的干扰。但整体矿产金供应弹性较低。需求方面，近年来全球黄金总需求变化不大，2020 年受疫情影响，黄金年度需求同比下降 14% 至 3,760 吨，但需求结构不断变化。2020 年黄金价格大幅上涨，叠加疫情的影响，黄金消费端受到了极大的抑制，制造端用金需求亦有所下降，央行对于黄金资源的储备也受到一定的负面影响，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免息债券，其对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 年以来随着全球宽松后的预期收紧，黄金价格震荡下行；但叠加疫情反复及经济恢复不明朗，黄金价格在下行趋势中仍有所反弹。

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，但铜加工费持续下行

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 2：2020 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
总计(大约)	87,100

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%,铜精矿产消缺口持续增加,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。

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,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年以来随着货币宽松及经济恢复所带来下游需求的增长,铜价持续走高上行,五月中上旬LME3个月铜期货涨至10,000美元/吨上方,上期所阴极铜期货涨至接近80,000元/吨。

图4: 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

加工费方面,由于国际铜精矿供给长期紧张,铜精矿加工费(TC/RC)自2005年上半年达到高点后逐渐回落。2020年以来,由于全球铜精矿供应偏紧,加之国内冶炼规模扩张,铜精矿加工费持续下降TC/RC整体仍处于下行趋势。

图5: 近年来铜冶炼粗炼费及加工费价格走势²



资料来源: Wind, 中诚信国际整理

2020年,铅锌价格整体呈现“V”型反转走势,但沪铅表现弱于伦铅;受海外矿端供应趋紧影响,锌冶炼加工费持续下滑,铅冶炼加工费仍保持在较好水平

($1/25\% \times 48.00 + 4.80 \times 22.0462$)/96.5%=308.62美元/吨。

注²:若铜精矿含铜率25%,铜精炼回收率96.5%。如2020年9月30日TC/RC为48.00美元/吨及4.80美分/磅,则综合加工费为

根据美国地质调查局公布的数据,截至2020年末,我国锌资源储量约为4,400万吨,占全球资源储量的17.60%;铅资源储量约为1,800万吨,占全球储量的20.45%。2020年初疫情使得部分矿山生产企业春节后复工推迟,全年我国锌精矿产量同比下降3.68%至405.80万吨,铅精矿产量为同比下降1.80%至197.00万吨,疫情影响整体来看相对可控。此外,2020年我国锌精矿净进口量为184.60万吨,同比增长16.32%,资源对外依赖度有所上升;同期全球铅精矿供应趋紧使得我国铅精矿净进口量同比下降5.80%至89.30万吨。

冶炼方面,2020年初疫情背景下运输受阻以及硫酸胀库对锌冶炼企业生产带来一定挑战。此外,由于海外矿山受疫情影响供应趋紧,2020年以来锌冶炼加工费整体呈下滑态势,12月国内基准加工费一度降至5,000元/吨以下,部分冶炼厂处于盈亏边缘;不过,受益于新投产项目及技改项目贡献增量以及再生锌产量提升等,全年我国精锌产量为634.20万吨,同比仍增长2.92%,但产量增速同比下降约6个百分点。2020年,我国精铅产量为496.60万吨,同比基本持平,其中由于冶炼企业原料库存相对充足,铅精矿处于紧而不缺的状态,2020年铅冶炼加工费仍保持高位。原生铅产量同比增长1.43%至277.30万吨;但由于年初废旧电池回收受疫情影响基本停滞,原料供应不足使得再生铅企业一季度开工率较低,全年再生铅产量同比下降1.44%至219.30万吨。但长期来看,随着“碳中和”、“碳达峰”的行动倡议的实施,我国再生铅将逐步对原生铅形成替代。

价格方面,铅锌价格在2020年呈现“V”形反转,沪铅走势弱于伦铅。2020年末,LME三月期锌收于2,749美元/吨,较年初增长20.84%;全年均价为2,276美元/吨,同比下跌9.20%;同期末沪锌主力合约收于20,675元/吨,较年初增长15.18%;全年均价为18,169元/吨,同比下跌9.10%。2020年末,LME三月期铅收于1,988.50美元/吨,全年均价为1,836美元/吨,同比下降8.40%;同期末沪铅

主力合约收于14,625元/吨,较年初下降1.91%;全年均价14,672元/吨,同比下降11.40%,全年价格重心有所下移。2021年上半年铅锌价格整体呈现震荡态势。

图6: LME3月期锌及SHFE锌主力合约价格



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图7: LME3月期铅及SHFE铅主力合约价格



资料来源: Wind, 中诚信国际整理

发行人信用质量分析概述

2020年来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,各条线产销量基本保持稳定增长趋势,规模优势突出;公司矿产资源开发板块保持良好发展势头

2020年3月,紫金矿业通过其全资子公司金山(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西藏巨龙铜业有限公司（以下简称“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，紫金矿业通过其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、锌资源量占公司总量的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。领先的资源储备为紫金矿业今后的可持续发展奠定了基础。

表3：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

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，矿产品产量仍保持一定增速。此外，海外产量规模逐年上升，矿产金、铜、锌境外产量占比分别达到了58%、44%和50%。

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。2020年紫金矿业所收购武里蒂卡金矿已于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，但紫金矿业仍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。紫金矿业矿产金产量占全国矿产金产量的13.43%，仍保持领先水平，规模优势突出。2021年上半年，紫金矿业矿产金产量为22.02吨，同比增加8.78%。

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%。2021年上半年，矿产铜产量为24.06万吨，同比增加4.30%。

锌方面，受乌拉特后旗紫金采矿证到期更换，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年全年紫金矿业实现

矿产锌产量 34.21 万吨，同比下降 8.54%。2021 年上半年，矿产锌精矿产量为 19.64 万吨，同比增加 30.10%。

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%。

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，加之公司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 4：矿产资源开发板块产品产销量情况

板块名称	2018		2019		2020		2021.1~6	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
矿产产金（吨）	36.50	36.13	40.83	39.20	40.51	38.21	22.02	21.24
冶炼加工金（吨）	205.13	205.48	260.46	260.45	274.58	274.32	127.92	127.78
矿产产银（吨）	220.88	220.80	263.18	265.20	298.72	286.94	166.73	162.28
矿产产阴极铜（万吨）	--	--	4.90	4.90	7.73	7.72	4.28	4.28
矿产产电解铜（万吨）	--	--	4.36	4.38	4.69	4.69	2.89	2.89
矿产产铜精矿（万吨）	--	--	27.73	27.83	32.93	32.58	16.89	16.61
矿产产铜（万吨）	24.86	24.95	--	--	--	--	--	--
冶炼产铜（万吨）	43.45	43.60	50.14	50.12	57.56	57.64	31.52	31.31
矿产产锌（万吨）	27.80	28.28	37.41	37.22	34.21	34.76	19.64	19.97
冶炼产锌（万吨）	18.31	18.26	22.85	22.86	21.88	21.81	14.77	14.09
铁精矿（万吨）	247.00	246.77	278.00	299.63	305.80	304.80	233.90	185.54

资料来源：紫金矿业年度报告，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。同时，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，对其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，2019 年地区降水有所增多，电力业务营业收入及净利润同比均有大幅上升；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蛟城高速负责运营，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鑫源公司负责运营，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。

公司下属子公司兴诚担保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

近年来，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，对被投资企业进行招商引资，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，近年来公司在一级市场方面取得较多的成果。其中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，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。

2017 年投资的龙岩市高岭土股份有限公司也于 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。

资产及负债结构相对稳定，在稳定的分红收益基础上，一二级市场的投资收益对利润及现金流提供一定补充

公司本部资产规模相对稳定，主要为部分货币资金、与子公司及其他地方单位往来的其他应收款、投资紫金矿业及蛟城高速为主的长期股权投资以及客家缘文化中心形成固定资产及其他非流动资产。2020 年公司通过外部融资参与紫金矿业可转债配售，交易性金融资产大幅增加。

公司本部负债以应付债券为主，存续余额为 53 亿元。其余负债主要为财政类往来款，此外辅以较少规模银行融资，解决公司短期资金周转需求。近年来随着利润增长，公司本部所有者权益有所增加，但上缴财政部分较多。

公司本部有息负债规模相对稳定，费用主要来自偿付利息所支付的现金。本部净利润主要来源于一级市场的股权投资退出、二级市场交易及紫金矿业分红产生的投资收益。2020 年及 2021 年一季度公司通过出售紫金矿业可转债，两期共实现 11.77 亿元投资收益。分红随紫金矿业业绩增长有所增加，2020 年公司收到的分红超 5 亿元。

公司本部现金流随着投资业务的良好运行，在保持小幅净流入的同时保证了一定的财政上缴比例。

表 5：近年来公司本部主要财务状况（亿元）

项目	2018	2019	2020	2021.3
投资收益	5.43	5.89	11.30	7.51
净利润	3.20	3.79	12.84	6.67
资产总额	71.52	78.26	102.19	87.50
负债总额	58.67	65.25	86.07	69.52
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%
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：财务报表，中诚信国际整理

公司本部债务规模较小，静态及动态偿债能力均保持较好水平

近年来公司本部债务规模稳定在 50 余亿元，结构主要以存续的公开市场债券为主，此外有少量银行贷款融资，期限方面长期债务占比较高。公司净筹资均与紫金矿业筹资活动有关。2019 年公司本部参与紫金矿业公开增发，债务规模有所上升。2020 年公司本部参与紫金矿业可转债配售，此后出售可转债，当期末债务规模有所波动。目前，公司本部债务维持成本即利息支出为 2 亿余元，公司本部的收入来源为基于紫金矿业现金分红收益附加的其他投资收益。其他投资收益主要来源于公司本部投资的企业退出及二级市场的交易投资。本部收入及其所对应的现金流可实现对以财务费用为主的运营成本的完全覆盖，且保证一定的财政上缴数额。

表 6：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
投资活动净现金流	5.15	1.11	2.11	17.61

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司本部共获得银行授信 28.20 亿元，其中未使用授信 25.70 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司本部无所有权和使用权受限的资产。截至 2021 年 3 月末，公司本部持有紫金矿业 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%。公司本部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 8：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

整体来看，公司本部以紫金矿业为主的长期股权投资公允价值远超其债务规模，可提供流动性支持及偿付保障。近年来投资收益及对应的现金流可实现对财务成本的完全覆盖。此外，公司本部存续债券支数较少，不面临较大的发行及偿付压力。

合并层面债务、利润及现金流主要存在于矿产资源开发板块及紫金矿业，亦具有较强的偿债能力

近年来随着矿产资源开发板块的并购及探矿带来的资源储量的增加，带动了上、中、下游业务规模的扩张，营业总收入快速增长。上游业务在规模效应带动下利润逐年增加，盈利指标良好。且主要矿产品产量仍有较大的增长预期，在主要金属品种价格高位震荡的情况下，该板块仍将保持较强的盈利能力。同时，受矿产资源开发板块的快速扩张影响，公司总债务规模整体有所上升。债务主要由银行信用借款、抵质押借款、银行黄金租赁融资及公开发行债券组成，期限结构较为合理。随着该板块经营规模的扩大及经营性业务利润的提升，盈利获现能力逐年增强。2020 年以来公司债务规模增幅较大，部分偿债指标有所下降但仍处于较好水平。在矿产资源开发板块资本开支下降后，公司可依靠

较强盈利能力实现杠杆水平的下降。除良好的盈利获现能力外，公司拥有多重外部融资渠道及较强的外部融资能力，为其债务偿付提供支撑。

表 7：近年来公司合并口径财务情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
资产总计	1,209.66	1,321.00	1,923.08	1,999.13
所有者权益合计	473.91	567.75	737.64	789.11
资产负债率	60.82%	57.02%	61.64%	60.53%
营业总收入	1,061.88	1,363.29	1,716.83	475.37
净利润	44.04	48.40	84.98	40.97
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

其他事项

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 8：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	已退出被投资企业	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
合计	--	30.19

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，截至 2021 年 9 月 24 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

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期） 的跟踪评级安排

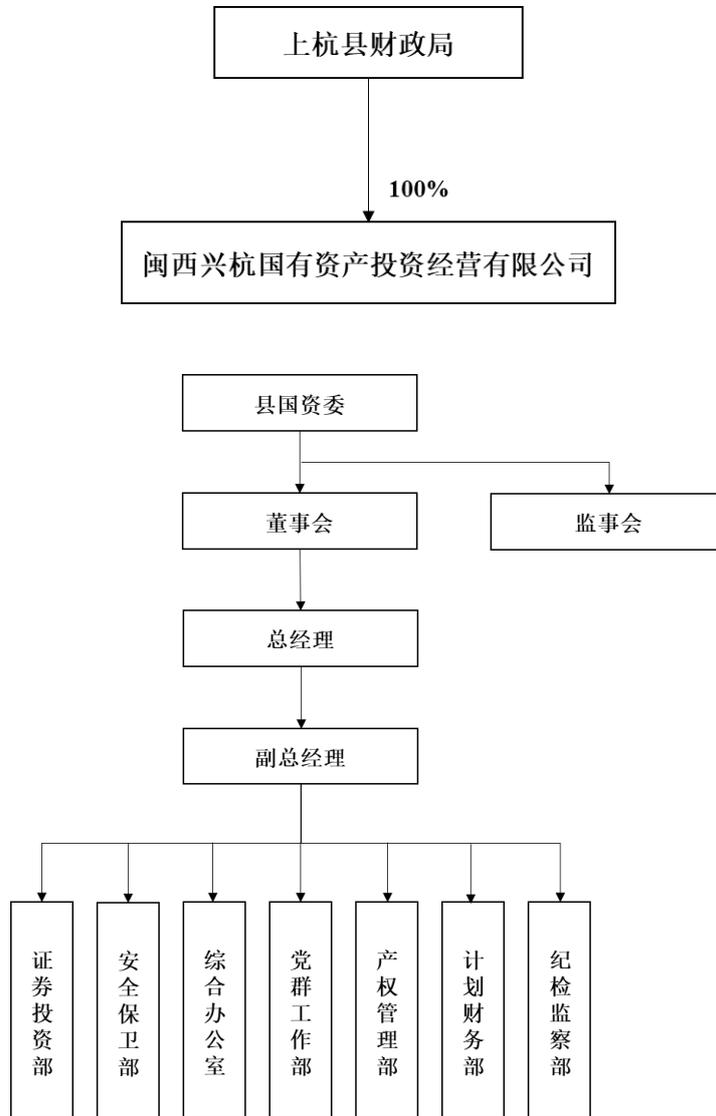
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等要素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

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
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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）
	流动比率	=流动资产/流动负债
偿债能力	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。