

# 闽西兴杭国有资产投资经营有限公司

## 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：吕卓林 [zhllv@ccxi.com.cn](mailto:zhllv@ccxi.com.cn)

项目组成员：霍 飞 [fhuo@ccxi.com.cn](mailto:fhuo@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 27 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。

■ 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，不存在因发行人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](http://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。债券存续期内，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。

■ 本跟踪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。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1571 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“21 兴杭 01”、“21 兴杭 02”、“22 兴杭 01”和“22 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

二零二二年六月二十七日

**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“21 兴杭 01”、“21 兴杭 02”、“22 兴杭 01”和“22 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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,321.00	1,923.08	2,195.19	2,478.31
所有者权益合计（亿元）	567.75	737.64	920.67	1,001.84
总债务（亿元）	547.92	840.95	869.83	1,057.40
营业总收入（亿元）	1,363.29	1,716.83	2,252.91	654.32
净利润（亿元）	48.40	84.98	198.55	70.76
EBITDA（亿元）	149.55	208.92	356.20	--
经营活动净现金流（亿元）	102.34	154.07	283.02	75.17
资产负债率(%)	57.02	61.64	58.06	59.58
总资本化比率(%)	49.11	53.27	48.58	51.35
闽西兴杭（本部口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	78.26	102.19	81.53	114.93
所有者权益合计（亿元）	13.02	16.11	14.82	10.31
总债务（亿元）	55.69	72.04	55.69	92.17
净利润（亿元）	3.79	12.84	8.43	-0.51
经营活动净现金流（亿元）	-5.20	4.38	4.95	0.58
资产负债率(%)	83.37	84.23	81.82	91.03

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 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。子公司紫金矿业是有色金属行业龙头企业，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。公司每年通过紫金矿业获得稳定的分红收益，随着 2021 年紫金矿业盈利能力进一步提升，当期分红超过 10 亿元，分红收益可为公司偿还利息提供稳定的流动性支持。

### 同行业比较

部分有色金属控股公司 2021 年（末）主要指标对比表

公司名称	主要控股企业	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	经营活动净现金流 (亿元)
鸿商集团	洛阳钼业（603993.SH）	1,740.44	163.47	1,871.28	55.50	81.75
闽西兴杭	紫金矿业（601899.SH）	2,252.91	198.55	2,195.19	58.06	283.02

注：“鸿商集团”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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 兴杭 01	AAA	AAA	2021/09/07	19.00	19.00	2021/09/16~2024/09/16	无
21 兴杭 02	AAA	AAA	2021/09/26	6.00	6.00	2021/10/18~2024/10/18	无
22 兴杭 01	AAA	AAA	2022/02/25	15.00	15.00	2022/03/15~2025/03/15	偿债保障承诺
22 兴杭 02	AAA	AAA	2022/03/17	11.00	11.00	2022/03/28~2025/03/28	偿债保障承诺

■ 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 2022 年 3 月末，公司直接持有紫金矿业股权比例为 23.11%，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。受紫金矿业快速扩张，较大规模的并购及资本开支使得公司债务规模增长较快，截至 2022 年 3 月末总债务增至 1,057.40 亿元。

■ 公司代为财政承担较多支持地方企业职能，形成一定财务负担及或有负债风险。作为上杭县财政局全资企业，公司承担了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，或将增加公司的财务负担和或有负债风险；公司本部利润较高，但绝大部分需上缴财政。

### 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大幅下滑，公司获得现金分红显著减少；公司本部债务规模快速攀升，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

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（第一期）19 亿元募集资金已按照募集说明书之约定用途使用完毕。

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）6 亿元募集资金已按照募集说明书之约定用途使用完毕。

闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）15 亿元募集资金已按照募集说明书之约定用途使用完毕。

闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）11 亿元募集资金已按照募集说明书之约定用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保

持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动

性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

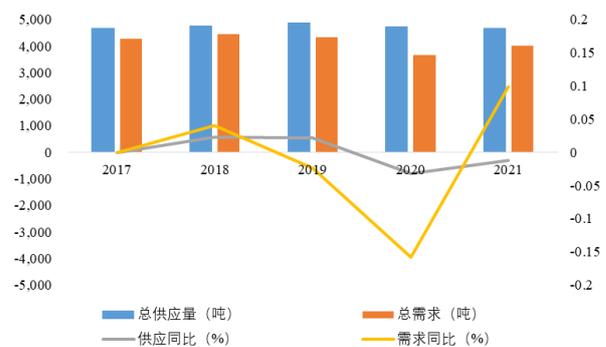
**2021年全球黄金供给趋于平缓，需求实现恢复；同时需求结构有所调整，实物黄金需求增加；2021年黄金价格走势低于预期，呈宽幅震荡态势；2022年2月以来受俄乌战争以及高通胀等因素影响，黄金价格再次冲高**

全球黄金供应主要来源于金矿产金、再生金、生产商套保以及官方售金，但自2010年以各国央行已从净抛售转为净购买。黄金属不可再生资源，矿产金是全球黄金供应的最主要组成部分。2021年全球黄金总供应量同比略降1%至4,666吨，为2017年以来的最低水平。虽然矿产金量随着复工复产同

比小幅增长2%，但因相较于2020年金价的走低导致再生金产量同比大幅下降11%抵消了矿产金的增量。

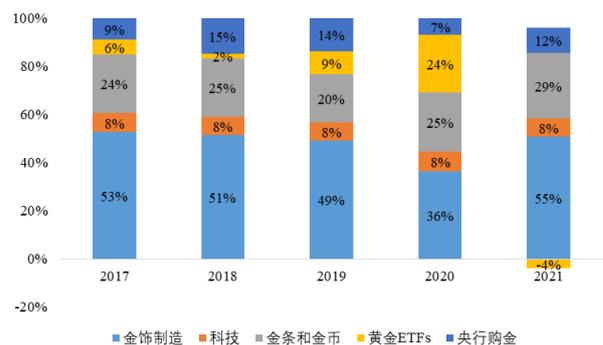
全球黄金的需求主要来自金饰制造、科技用金、央行购金以及黄金投资等几个方面，近两年受疫情影响需求结构波动较大。受消费情绪复苏以及金价下降等因素影响，2021年全球黄金需求量增长10%至4,021吨。金饰制造大幅增长67%至2,221吨，金饰消费基本恢复至2019年的水平；科技用金、央行购金以及金条金币等需求也较2020年有较大幅度的增长。但全年黄金ETFs净流出173吨，主要系北美基金规模缩减所致

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，2021年国内黄金产量为443.6吨，同比下降7.5%。受山东省非煤矿山整改部分黄金企业阶段性停产影响，全年利用国内原料生产的黄金同比下降10%至329吨，其中黄金矿产金下降14.5%至258.09吨，有色副产金小幅提升至70.89吨，国

内黄金原材料供应趋紧。利用国外原料产金 114.6 吨，较 2020 年小幅增长 0.4%。同期国内黄金消费量 1,121 吨，同比增长 36.5%，较疫情前 2019 年同期增长 11.8%，需求端实现恢复。国内黄金交易方面，上海黄金交易所以及上海期货交易所全部黄金品种 2021 年全年累计成交量分别为 3.48 万吨以及 9.71 万吨，成交量以及成交额同比均有所下滑。国内黄金 ETF 基金持仓量较 2020 年末的 60.9 吨增长 23.6%至 75.28 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。2020 年以来在疫情突发以及经济下行压力等影响下黄金价格不断走高，并于 2020 年 8 月突破 2,000 美元，后在 2020 年四季度小幅回调。2021 年以来随着全球流动性宽松后的预期收紧，疫苗接种等带来的全球经济复苏进程加速，也使得避险情绪下降，大量资金流出黄金市场并涌入股票市场，令黄金价格在年初高点回调；但叠加疫情反复及经济恢复不明朗同时通胀预期加强，黄金价格在下行趋势中仍有所反弹，下半年国际金价围绕 1,800 美元/盎司波动。2021 年 COMEX 黄金期货结算价年均 1,778.5 美元/盎司，同比小幅增长 2.7%；同期上期所黄金期货结算价年均 352.8 元/克，同比下降 3.1%。除上述因素外，叠加美联储紧缩预期不断增强和美元指数上涨等，黄金价格在 2021 年度持续承压，整体走势弱于预期。2022 年 2 月以来受俄乌战争影响，避险需求的激增超过了名义利率上涨以及美元走强对黄金需求的负面影响，地缘政治风险、高通胀以及黄金 ETFs 的净流入都对黄金价格提供了有力支撑，金价在 3 月末收盘价格上涨至 1,954 美元/盎司，同比涨幅超过 13%。但美联储释放出加息和缩表提前的组合拳信号对黄金价格仍有一定压制，加息时间段附近黄金价格或将出现短暂回调。

图 3：黄金价格走势情况



资料来源：Choice，中诚信国际整理

中诚信国际认为，对于行业内企业来说，黄金价格上升带来的价格显著高于开采成本的窗口期有效延长，有益于企业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。但仍需关注刺激性事件平息后，美元加息、汇率走强等带来的价格冲高回落风险等。

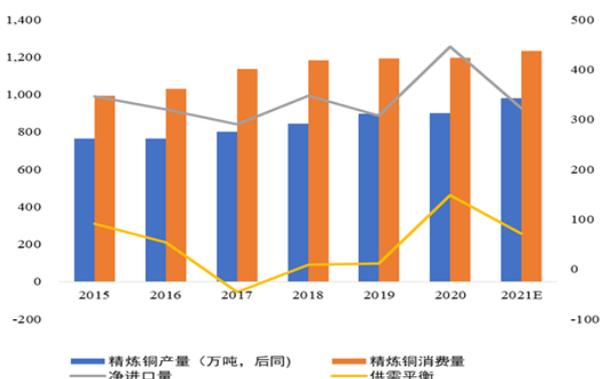
**2021 年以来全球铜精矿产量同比小幅增加，随着部分项目建成投产，铜精矿供应有望实现恢复性增长；光伏、新能源等领域对于铜仍有较大新增需求；2021 年以来受流动性宽松等因素影响，国际国内铜价整体呈上升趋势，价格重心大幅上移，铜加工费有所回升**

2021 年以来，铜精矿整体供应仍有所短缺，也是铜价走高的基本面因素之一。但随着疫情的逐步缓解，海运交通的有序恢复，企业复工复产的逐步推进，铜价整体的上行和较好的盈利预期使得行业的资本开支维持正常水平，主流铜企较大在建项目相继投产释放产能，铜精矿短缺量较上年收窄。根据不同市场机构的预测，2022 年全球市场将新增矿山产铜产量为 90~110 万吨。但由于上述项目资本开支计划较高，对企业资金平衡提出较高挑战，考虑到全球疫情和宏观经济的不确定性，以及高铜价对新增产能刺激的滞后性，新建和扩产项目存在不及预期的可能性。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，中国铜精矿自给率

自 2011 年持续走低，进口依赖度逐步增强。据安泰科预估，2021 年中国铜精矿产量约 170 万吨，进口量约 590 万吨，自给率 22.4%。

冶炼方面，根据国家统计局数据，2021 年国内精炼铜产量为 1,049 万吨，同比增长 7.4%，增速基本持平。2021 年受益于硫酸价格提升和年末的加工费上升，企业生产积极性提高，在三季度以来局部地区限电限产的制约影响下，全年开工率仍保持在一定水平，冶炼厂整体盈利能力尚可，精炼铜产量保持增加。从冶炼产能扩张来看，尽管年内仍有一些新项目拟投入运营，但本轮中国冶炼厂产能扩张（2018~2022 年）或已接近尾声，资源瓶颈、利润约束、环保限制或将对产能扩张产生更强的阻力。在精炼铜产量增幅放慢且需求有支撑的背景下，安泰科预计 2022 年精炼铜供需平衡为 61 万吨，较 2020 年的 149 万吨大幅改善。

图 4：近年来我国精炼铜供需平衡情况（万吨）



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

下游需求方面，中国为全球第一大铜消费国，占比持续增长，2021 年达到 59%，预计未来将维持在 55% 以上。在疫情逐步缓和全球流动性宽松的背景下，IMF 预测 2021 年全球铜消费量进一步增长 4.5% 至 2,611.4 万吨，国内消费量亦在 2021 年实现增长。铜的下游主要以电力投资，房地产业及相关的家电产业链和汽车制造等为主。十四五期间，能源转型带来的电力投资将使得其固定资产投资维持在较高水平。而光伏及风电对领域新增投资均有望对铜需求形成支撑。在大城镇化背景下，房屋的新增、刚需盘、置换需求多重影响下，较大的市

场容量仍将持续对房地产狭义端房屋配置及广义端下游家装产业链对于铜的需求起到支撑作用。2021 年国内新能源汽车产量 367.70 万辆，同比增长 145.60%。新能源汽车在能源转型过程中将保持较快的产出增速，且新能源汽车单车用铜量显著高于传统汽车，汽车产业用铜量仍将持续增长。

价格方面，2021 年初以 LME3 月期铜为表征的铜价整体呈上升趋势，此后铜价维持宽幅震荡的行情，最低于八月中旬降至 8,783.50 美元/吨，最终 2021 年末铜价收于 9,681.00 美元/吨。2021 年 LME 三月期铜均价为 9,290 美元/吨，同比上涨 50.34%，尽管全年价格有所震荡，但价格重心仍大幅上行。沪铜期货结算价格与伦铜走势基本一致，无较为明显的滞后。5 月中下旬之后，原材料暴涨加剧下游企业经营压力，国家发改委等部门召开会议表明要做好保供稳价工作，并于年内合计抛储 11 万吨，带来铜等大宗产品价格短暂回调。但 10 月电力供应紧张进一步拉高国内铜价，随着保供政策的落地和电力供应的逐步恢复，铜价震荡下行。2022 年 2 月以来，俄乌战争爆发，全球能源危机及通胀抬升压力增加，市场多头情绪高涨，2022 年第一季度 LME 和沪铜三月期铜均价分别为 9,962 美元/吨和 71,479 元/吨，分别同比增长 17.63% 和 13.62%。但 3 月美联储如期启动加息 25 基点，美元走强及美联储收紧货币对铜价存在一定压制，仍需关注整体价格震荡风险。

图 5：近年来 LME 三个月期铜和沪铜期货价格走势

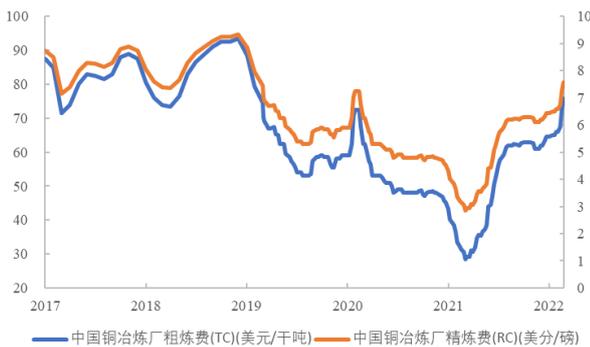


资料来源：Wind，中诚信国际整理

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。2021 年 4 月初铜现货加工费一度跌破 30 美元/千吨和 3.0 美分/磅的水准。后期随着供应的逐步恢复，加之国内冶炼厂降低进口铜精矿的承诺声明并持续加大粗铜和废杂铜等原料的使用力度，铜精矿现货加工费一路回升，三季度末最高市场曾有 70 美元/千吨和 7.0 美分/磅以上的报价出现，此后略有回落，但也维持在 60 美元/千吨和 6.0 美分/磅以上。2021 年 12 月 16 日，江西铜业、铜陵有色、中国铜业、金川集团与 Freeport 确定了 2022 年铜精矿长单加工费（TC/RC）为 65 美元/6.5 美分，较 2021 年上涨 5.5 美元/0.55 美分，结束了 2015 年以来加工费逐年下降趋势，冶炼企业盈利能力有望实现一定程度的恢复。

图 6：近年来铜冶炼粗炼费及加工费价格走势



资料来源：Wind，中诚信国际整理

### 公司股权结构与治理保持稳定

截至 2021 年末，公司仍为上杭县财政局下属全资企业，董事、监事及高级管理人员均未发生变更。2021 年以来，公司认真贯彻《公司法》及《企业国有资产法》等法律法规和政策文件的要求，结合县域经济的战略目标，规范化运营管理，探索国有资本项目孵化器功能。

### 2021 年紫金矿业通过自主勘探，增加矿产资源储备，为其可持续发展夯实基础，多个前期收购项目建成投产，主要矿山产品产量快速增长

公司有色金属业务的运营主体为紫金矿业。2021 年以来紫金矿业加大地质勘察力度，投入勘察

资金 2.13 亿元，主要品种黄金、铜及铅锌金属资源量分别新增 71 吨、铜 243 万吨、铅锌 5 万吨。截至 2021 年末，紫金矿业保有主要金属品种资源量为铜 6,277.05 万吨、金 2,372.90 吨、锌（铅）1,088.22 万吨及银 11,535.76 吨。目前紫金矿业海外资源遍布全球 13 个国家和地区，占其总资源比重较高，在国际战略的引领下，整体资源水平不断提升。截至 2021 年末，紫金矿业黄金、铜和锌的储量分别占全国总储量的 41.10%、75.25%和 14.71%，丰富的资源储备为紫金矿业相关产品产能的提升和未来发展的成长性奠定了基础。

表 1：紫金矿业保有资源量情况（权益法）

项目	2020	2021	同比
金矿（金属吨）	1,958.70	2,014.36	2.84%
伴生金矿（金属吨）	374.93	358.54	-4.37%
<b>金矿小计（金属吨）</b>	<b>2,333.64</b>	<b>2,372.90</b>	<b>1.68%</b>
铜矿（金属万吨）	6,205.58	6,277.05	1.15%
锌矿（金属万吨）	1,032.70	961.82	-6.86%
碳酸锂（LCE 万吨）	--	763.00	--
银矿（金属吨）	2,923.55	11,535.76	294.58%
钼矿（金属万吨）	64.90	91.53	41.04%
铅矿（金属万吨）	153.53	126.40	-17.67%
钨矿（WO <sub>3</sub> 万吨）	6.77	5.92	-12.62%
铁矿（矿石亿吨）	1.80	1.79	-0.53%
煤炭（亿吨）	0.69	2.44	253.20%
铂矿（金属吨）	527.84	640.88	21.41%
钯矿（金属吨）	378.14	490.35	29.67%

资料来源：紫金矿业业绩报告，中诚信国际整理

黄金矿产品方面，2021 年紫金矿业无较大对外收购项目，主要依靠现有项目的技改扩产，推动矿产金产量稳步提升；当期实现矿产金产量 47.46 吨，同比增长 17.16%。6 月，澳大利亚诺顿金田 Binduli 北金矿堆浸项目开工建设，年处理矿石量将增至 1,500 万吨，矿产金峰值产量有望达到 7 吨，首期项目将在 2022 年建成投产；12 月，诺顿金田推进难处理金矿项目选厂升级系统的建设，计划于 2022 年年末建成投产，届时诺顿金田边际效益将有所提升。于 2020 年完成交割并于当年 10 月投产的大陆黄金武里蒂卡金矿，2021 年在疫情影响下仍完成了整年的连续生产，同时在 2021 年启动了日处理矿石 3,000 吨至 4,000 吨的技改项目，当期末系统达产达标，该金矿 2021 年生产矿产金 6.11 吨，产量

同比大幅增长。此外，国内的陇南紫金 2020 年年末 10,000 吨/日选矿系统投产，2021 年实现全年顺利生产后，超额完成了年度产量任务，当期生产矿产金 4.9 吨，成为国内矿产金产量最高的项目。此外，山西紫金新建 6,000 吨/日矿山智能化采选改扩建工程将于 2022 年二季度建成投产，达产后矿产金产量将由 2021 年的不足 1 吨增至 3~4 吨。部分项目仍有增产余量，同时紫金矿业还将依托积极的并购活动，实现矿产金板块产量及效益的双增长。

此外，紫金矿业已完全消除巴布亚新几内亚（以下简称“巴新”）波格拉金矿因矿权归属纠纷停产对其矿产金产量的影响。该金矿的谈判工作仍在进展中，2022 年 4 月，紫金矿业与巴里克黄金合作运营的 BNL 公司已与当地政府签署了新的《框架协议》，波格拉金矿项目有望于 2022 年恢复运营。

铜金属方面，2021 年随着三座世界级铜矿山相继投产，当期矿产铜产量达 58.42 万吨，同比增长 28.83%。卡莫阿铜矿为全球高品位铜矿，铜资源储量达 4,359 万吨，且仍具有一定的增储潜力。5 月，卡莫阿铜矿一期一序列 380 万吨/年采选项目建成投产，正式启动铜精矿生产；2021 年该项目归属于紫金矿业的矿产铜权益产量即高达 4.19 万吨。二期二序列 380 万吨/年采选产能已于 2022 年一季度提前建成投产。一期项目完成后，卡莫阿铜矿将具备年产 40 万吨矿产铜的能力，按紫金矿业对卡莫阿铜矿 45% 的权益计算，2022 年该项目将对铜板块提供较高增速的贡献。佩吉铜金矿上部矿带采选项目

于 2021 年 6 月进入试生产阶段，上部矿带有用铜储量 128 万吨，平均品位 3%；10 月，该项目正式投产，投产后年均产铜将达到 9.14 万吨，峰值将达到 13.5 万吨，2021 年该项目生产矿产铜 5.51 万吨。巨龙铜业一期工程于 2021 年 12 月建成投产，该项目拥有铜资源量 1,377 万吨，一期达产后年产铜约 16 万吨。随着后续项目的逐渐投产，根据紫金矿业未来的发展规划指引，2025 年矿产铜产量将高达 100~110 万吨，该板块将保持约 15% 的复合增速。

锌金属方面，受益于新疆紫金锌业有限公司四期浮选投料系统建成投产，2021 年矿产锌产量同比增长 15.87% 至 39.64 万吨。

冶炼方面，黄金和铜冶炼规模变化不大。随着未来塞尔维亚紫金铜业有限公司冶炼厂 18 万吨冶炼铜技改项目的完成及卡莫阿铜矿冶炼项目的配套，冶炼产能将大幅提升。2020 年四季度新疆紫金有色金属有限公司 10 万吨冶炼锌锭项目建成投产，2021 年紫金矿业冶炼锌产量同比大增 47.34%。

大宗商品下游需求稳定，紫金矿业整体产销率保持较高水平。受套期保值策略及相关交付的影响，冶炼产品基本尽产尽销，库存保持较低水平。价格方面，2021 年紫金矿业矿产金、冶炼金价格小幅下降，不含税单价分别为 348.69 元/克和 368.00 元/克，同比分别下降 4.46% 和 4.86%。矿产铜、冶炼铜不含税单价增幅较大，分别同比增长 43.59% 和 40.78% 至 53,583 万元/吨和 60,514 万元/吨。

表 2：紫金矿业产品产销量情况

板块名称	2019		2020		2021		2022.1~3	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
矿山产金（吨）	40.83	39.20	40.51	38.21	47.46	45.66	13.10	13.73
冶炼加工金（吨）	260.46	260.45	274.58	274.32	271.89	271.87	66.94	66.68
矿山产银（吨）	263.18	265.20	298.72	286.94	308.81	305.76	90.94	93.74
矿山产铜精矿（万吨）	27.73	27.83	32.93	32.58	44.43	42.73	15.17	15.35
矿山产电积铜（万吨）	4.90	4.90	7.73	7.72	8.15	8.15	2.42	2.36
矿山产电解铜（万吨）	4.36	4.38	4.69	4.69	5.83	5.83	1.77	1.77
冶炼产铜（万吨）	50.14	50.12	57.56	57.64	62.13	62.07	17.17	16.84
矿山产锌（万吨）	37.41	37.22	34.21	34.76	39.64	39.93	10.82	10.57
冶炼产锌（万吨）	22.85	22.86	21.88	21.81	32.24	32.26	8.23	7.68
铁精矿（万吨）	278.00	299.63	305.80	304.80	333.95	333.30	70.48	55.56

资料来源：紫金矿业业绩报告，中诚信国际整理

中诚信国际认为，紫金矿业近年来通过成功并购全球大型矿山，已形成了较大的资源优势。随着部分项目的逐步达产，紫金矿业仍将保持较高的成长性。目前主要金属品种市场价格仍大幅高于其销售成本，安全边际较高。上行周期形成较大安全垫及下行周期中的以量补价均能对紫金矿业的持续发展及偿债能力提供保障。但目前紫金矿业海外资源及矿产品产量占比较高，2022年以来地缘政治风险有所上升，将对其全球化经营管理带来一定挑战。

### 紫金矿业收购上游锂盐公司，新建电池正极材料产线，全面布局新能源产业

2021年10月紫金矿业公告称与加拿大证券交易所上市公司新锂公司签署协议，将通过在加拿大注册成立的全资子公司，以每股6.5加元的现金方式收购新锂公司全部已发行的流通普通股，交易金额约为9.6亿加元（约合49.39亿元人民币）。该收购于2022年1月完成交割，新锂公司随即完成退市。

新锂公司的核心资产是位于阿根廷西北部卡塔马卡省的3Q锂盐湖项目，该项目具有资源量大，品位高、杂质低、开发条件好以及扩产潜力大等优势。3Q项目拥有13个采矿权，矿权面积总计353平方公里，采矿权的期限不受限制。该项目蒸发岩晶间卤水与碎屑岩孔隙卤水复合的卤水型锂矿床，根据新锂公司于2021年6月更新的资源量估算结果，该项目碳酸锂当量总资源量约为756.5万吨（锂离子浓度边界品位400mg/L）。根据预可行性报告，3Q项目规划每年生产20,000吨电池级碳酸锂，矿山寿命35年，预计初始投资3.19亿美元，现金生产成本为2,914美元/吨，扩产后产量可达40,000吨至60,000吨。紫金矿业于2021年组建项目组，进行了前期调研。一期工程将按可研方案，实现年产2万吨电池级碳酸锂的产能，2023年末建成投产。

2021年11月，紫金矿业通过全资子公司紫金矿业集团南方投资有限公司发起设立福建紫金锂电材料科技有限公司（以下简称“紫金锂电”），注

册资本为2亿元。规划新建年产5万吨磷酸铁锂正极材料项目，一期2万吨产能将于2022年年末投产。2022年4月浙江新安化工集团股份有限公司审议通过对紫金锂电的增资议案，与原股东共同增资，出资7,557万元取得紫金锂电20%股权。

2022年5月，紫金矿业公告称将收购盾安控股集团有限公司资产包，交易总对价76.82亿元。除部分企业股权及上市公司流通股外，主要资产为作价48.97亿元的浙江金石矿业有限公司100%股权，实为其所控制的西藏阿里拉果资源有限责任公司（以下简称“拉果资源公司”）70%股权对应的西藏阿里改则县拉果错盐湖锂矿项目。拉果资源公司持有西藏阿里改则县拉果错盐湖锂矿详查探矿权，但尚未取得纸质采矿权证书。根据藏国土资储备字〔2014〕02号备案资料，拉果错盐湖保有资源量折碳酸锂214万吨。进入该项目后，紫金矿业可能对工艺技术和建设规模进行一定调整，碳酸锂产能拟扩建至5万吨/年。本次资产包收购尚待交割，由于资产包体量较大及涉及交割条款较多，交割仍存在无法按期实现的风险。

锂电新能源现阶段引领新能源产业的发展方向，紫金矿业通过收购上游资源成功进入该领域，新能源产业将成为紫金矿业除传统黄金、铜、铅锌等有色金属业务外的业绩增长点。

### 随着业绩逐年提升，紫金矿业市值整体有所上升，公司自紫金矿业处每年获得较多分红收益

近年来受益于对外并购后产能的逐步释放，在大宗商品景气度较高的情况下，紫金矿业业绩持续提升，2019~2021年，紫金矿业实现的归属于上市公司股东净利润分别为42.84亿元、65.09亿元和156.73亿元。在业绩持续提升和市场因素的推动下，2020年下半年起紫金矿业股价持续提升，2020年末股价较期初实现翻倍增长，2021年一季度股价达到最高的14.53元/股，按收盘价计市值超3,500亿元。此后，紫金矿业股价维持高位震荡，市值在2,500~3,000亿元间波动。截至2022年3月末，紫

金矿业市值达 2,896.29 亿元，公司持有紫金矿业 23.11% 股份，当期末参考市值为 689.87 亿元。公司持有的紫金矿业市值较高，可为其提供一定的流动性便利。此外，紫金矿业业绩高速增长使得其估值水平有所下降，未来随着增长预期的释放和估值中枢的提升，公司所持紫金矿业市值有望继续增长，可为其债务偿付提供较高的安全边际保障。

图 7：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

紫金矿业业绩快速提升，在较大的资本开支下保持了较高的股利支付率。公司作为紫金矿业控股股东，每年通过分红派息获得较多的投资收益。经测算 2022 年公司自紫金矿业获得上年度分红派息将高达 12 余亿元，为近年新高。

表 3：近年来紫金矿业分红派息情况（亿元）

	2019	2020	2021
归母净利润	42.84	65.09	156.73
现金分红总额	25.38	31.59	52.66
股利支付率	59.24%	48.54%	33.60%
期末公司持股比例	23.97%	23.97%	23.10%
派息年度	2020	2021	2022
现金分红计算	6.08	7.57	12.16

注：因公司对紫金矿业持股比例不变，以每期末持股比例作为股权登记日持股比例计算。

资料来源：紫金矿业业绩报告，紫金矿业公告，中诚信国际整理

### 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，近年来电力业务均保持经营活动现金净流入状态。

高速公路业务由下属子公司上杭蛟城高速公路有限公司负责运营，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。但由于借款修路，尚需支付较高的融资费用，高速公路运营目前仍处于亏损状态但现金流状况较为良好。

自来水业务由下属子公司上杭县鑫源自来水有限公司负责运营，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。2020 年四季度起，福建省水务发展集团上杭水务有限公司开始对公司自来水业务相关资产进行租赁运营。

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，截至 2021 年末担保余额为 7.29 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。

### 对外投资以产业链延伸产业投资为主，带动地方经济的同时增加了公司的利润弹性

公司通过设立有限合伙企业跟投、发起设立私募股权基金以及直投等方式投资产业链相关企业，同时进行招商引资，带动地方经济发展建设。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。上杭县新材料科创谷已列入国家“十四五”特殊类型地区振兴发展规划，项目总投资 168 亿元，由公司牵头进行建设发展及后续管理工作。科创谷首个产业项目即为紫金矿业下属紫金锂元年产 5 万吨磷酸铁锂项目，此外其他项目也已陆续签订入园协议。

公司下属的上杭县兴杭创业投资有限公司已于 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。公司通过兴杭创投募集资金成立合伙企业，投资了北京易控智驾科技有限公司。该公司专注于矿用车无人驾驶系统研发和矿用卡车调度监控平台研发等，致力于绿色矿山和智慧矿山的建设，目前处于 A 轮融资。

直投业务方面，2017 年公司投资的龙岩市高岭土股份有限公司（以下简称“龙高股份”，605086.SH）于 2020 年 11 月通过中国证监会审核，于 2021 年 4 月在上海证券交易所发行上市。龙高股份专注于高岭土的采选、加工和销售，是国内日用陶瓷高岭土行业中资源储量、资源品位及采选加工规模领先的企业。截至 2022 年 3 月末，公司对其持股比例为 3.71%，当期末参考市值 0.93 亿元。

此外，2021 年公司还与瓮福紫金化工股份有限公司、浙江新安化工集团股份有限公司合作成立福

建福杭新业科技股份有限公司，该公司可生产磷系阻燃剂，产品可用于建材、汽车、航空等领域。与紫金矿业合作成立了福建紫金铜箔科技有限公司，该公司达产后可具备年产 2 万吨高性能电解铜箔的生产能力。

公司通过一系列产业投资，带动地方经济发展，可减轻地方财政压力及地方财政对公司的依赖程度。同时随着被投企业的成功退出，公司可获得一定的投资收益，增加了其利润弹性。

### 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 2019~2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报告期末数。

#### 公司盈利能力主要受矿产资源开发板块影响，2021 年紫金矿业主要矿业产品价格稳中有升，随着其产销量增加，公司营业总收入保持高速增长，利润水平持续提升；公司本部投资收益较高，偿付债务利息及运营成本后仍有较大盈余

公司盈利能力主要受矿产资源开发板块影响。2021 年紫金矿业铜板块量价齐升及整体经营规模增加带来的相关贸易业务增量使其营业收入保持了较高的增速，当期紫金矿业实现营业总收入 2,251.02 亿元，同比增长 31.25%。矿山产品产量及价格的上升使得毛利润增幅较大，紫金矿业矿山板块毛利率同比增长 11.27 个百分点至 58.98%，带动其营业毛利率上升。其他板块对公司营业总收入及营业毛利率影响较小。

表 4：公司主要板块收入及毛利率构成情况（亿元）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
紫金矿业	1,360.98	1,715.01	2,251.02	647.71
其他	2.31	1.82	1.89	6.61
<b>营业总收入</b>	<b>1,363.29</b>	<b>1,716.83</b>	<b>2,252.91</b>	<b>654.32</b>
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
紫金矿业	11.40%	11.91%	15.44%	17.32%
其他	44.75%	31.02%	39.24%	3.49%
<b>营业毛利率</b>	<b>11.46%</b>	<b>11.93%</b>	<b>15.46%</b>	<b>17.18%</b>

注：其他业务收入包括电力、高速公路、资产管理等。

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，2021年紫金矿业销售费用变化不大，职工工资、福利费及股权激励支付股份费用的上升及企业规模扩大带来的运营成本增加使得管理费用支出同比增多，利息收入的增加及当期汇兑损失的减少使得财务费用同比有所下降。2021年在紫金矿业期间费用增长的带动下，公司期间费用整体有所上升，但在营业总收入大幅增加的情况下，期间费用率有所下降。随着紫金矿业营业收入规模的增加及其矿山板块收益增长带来的盈利能力的提升，2021年公司经营性业务利润同比大幅上升。减值损失方面，除紫金矿业当期计提5.98亿元资产减值损失外，其余板块也计提了部分资产减值损失；同时，紫金矿业财务担保合同产生的预计负债解除使得5.89亿元信用减值损失转回。投资收益主要来源于紫金矿业参股企业盈利能力提升所带来的权益法核算下的长期股权投资收益及公司处置紫金矿业可转换公司债券实现的投资收益，对当期净利润产生了一定贡献。在紫金矿业营业收入保持较高增速及毛利率持续提升的情况下，当期公司实现净利润198.55亿元，同比增长133.63%，EBIT利润率及总资产收益率也显著提升。

2022年一季度，处于高位震荡的铜价同比仍有所增长，使得紫金矿业营业收入及净利润均保持较高增速。在此带动下，公司营业总收入及净利润亦保持较高增速增长。

**表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	6.04	4.53	4.44	1.52
管理费用	42.24	44.87	61.44	16.40
财务费用	17.41	21.09	18.82	4.45
期间费用合计	65.70	70.49	84.70	22.37
期间费用率	4.82%	4.11%	3.76%	3.42%
经营性业务利润	74.72	112.93	232.41	81.56
资产减值损失	-3.68	-4.71	-8.47	-0.48
信用减值损失	-0.76	0.74	5.76	0.02
公允价值变动收益	-0.12	3.47	-2.32	-0.48
投资收益	0.33	0.39	25.75	6.29
营业外损益	-2.62	-3.94	-2.57	-0.70
利润总额	67.64	109.01	250.47	87.05

净利润	48.40	84.98	198.55	70.76
EBIT 利润率	6.62%	7.75%	12.14%	--
总资产收益率	7.14%	8.21%	13.28%	--

注：研发费用计入管理费用，减值损失以“-”号列示。

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；期间费用主要来自用于支付债券及借款的财务费用；公司本部投资收益大部分来自紫金矿业的分红收益。2020年公司本部参与紫金矿业公开发行可转换公司债券的配售，上市后可转换公司债券价格大幅上升，2020年产生较大公允价值变动收益。2021年公司对所持紫金矿业可转换公司债券主要仓位进行清仓，当期实现较多投资收益，同时收到2020年度紫金矿业分红派息，2021年投资收益达9.87亿元。来自紫金矿业较高且稳定增长的投资收益可对公司偿付债务利息提供保障。2022年一季度，公司本部新增阴极铜销售业务，当期营业总收入大幅提升，但受制于销售业务商业模式限制，对利润贡献不大。

**表 6：近年来公司本部盈利能力相关指标（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	0.11	0.10	0.08	6.01
管理费用	0.21	0.23	0.25	0.05
财务费用	2.12	2.29	2.57	0.49
期间费用合计	2.34	2.52	2.82	0.54
公允价值变动收益	0.19	5.36	0.00	--
投资收益	5.89	11.30	9.87	0.03
利润总额	3.82	14.20	7.07	-0.51
净利润	3.79	12.84	8.43	-0.51

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 受矿产资源开发板块并购业务增加及经营规模扩大影响，公司资产及负债规模均大幅增长

随着紫金矿业经营规模持续扩大，2021年末公司资产总额大幅上升。流动资产主要为货币资金与存货，资产流动性较强。受紫金矿业经营活动现金大幅净流入的影响，当期末货币资金增幅较大。货币资金主要为银行存款，受限规模较小。随着紫金矿业产能规模的扩大，存货中原材料及在产品账面余额有所上升，带动当期末存货规模有所增加。非流动资产方面，其他权益工具投资主要为紫金矿业持有的艾芬豪矿业股票，该部分2021年公允价值增加较多，按比例计入其他综合收益及少数股东权

益。2021年以来紫金矿业继续保持较高的资本开支，当期末固定资产、无形资产和其他长期资产投资较大，固定资产、在建工程及无形资产账面价值较期初均有一定幅度增长。

**表 7：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	73.94	142.19	160.56	276.81
存货	148.89	180.67	193.11	226.70
<b>流动资产</b>	<b>308.27</b>	<b>424.43</b>	<b>504.53</b>	<b>684.74</b>
其他权益工具投资	46.61	67.35	96.78	109.35
固定资产	419.79	518.48	586.13	666.02
在建工程	59.02	153.14	187.12	123.76
无形资产	243.54	470.02	477.85	524.25
<b>非流动资产</b>	<b>1,012.73</b>	<b>1,498.64</b>	<b>1,690.66</b>	<b>1,793.56</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,321.00</b>	<b>1,923.08</b>	<b>2,195.19</b>	<b>2,478.31</b>
流动资产占比	23.34%	22.07%	22.98%	27.63%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年紫金矿业净融资需求不大，当期末公司负债端规模小幅上升。流动负债占比略有下降；流动负债中，受紫金矿业信用借款及黄金租赁规模减少影响，当期末公司短期借款规模有所下降。随着紫金矿业业务规模的扩大，应付采购款等经营性负债增加使得应付账款规模有所上升。当年新增较多长期借款，其中抵押借款主要为紫金矿业下属巨龙铜业因建设需求高，以其所有探矿权证及机器设备为抵押物向银团新取得 90.85 亿元借款；应付债券方面，紫金矿业当期无较大新增发行规模，公司也保持相对固定的债务融资规模，受紫金矿业可转换公司债券转股及部分债券即将到期影响，当期末应付债券规模有所下降。

所有者权益方面，2021年以来受紫金矿业可转换公司债券转股及业绩提升影响，其净资产的增长按所有权分别计入资本公积、其他综合收益及少数股东权益，当期末公司所有者权益规模大幅增长，资产负债率及总资本化比率均有所下降。

**表 8：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	146.40	225.38	182.53	214.19
应付账款	43.88	55.50	74.47	90.53
其他应付款	55.46	75.81	79.94	78.47
一年内到期的非流动负债	59.88	85.15	97.56	87.53

<b>流动负债合计</b>	<b>340.22</b>	<b>496.57</b>	<b>510.19</b>	<b>570.22</b>
长期借款	156.59	308.73	383.75	484.88
应付债券	172.59	205.66	195.43	236.97
<b>非流动负债合计</b>	<b>413.03</b>	<b>688.86</b>	<b>764.33</b>	<b>906.25</b>
<b>负债合计</b>	<b>753.24</b>	<b>1,185.43</b>	<b>1,274.51</b>	<b>1,476.47</b>
流动负债占比	45.17%	41.89%	40.03%	38.62%
资本公积	56.61	56.47	61.81	57.71
未分配利润	39.34	44.65	75.10	96.47
少数股东损益	464.63	625.96	770.20	838.09
<b>所有者权益合计</b>	<b>567.75</b>	<b>737.64</b>	<b>920.67</b>	<b>1,001.84</b>
资产负债率	57.02%	61.64%	58.06%	59.58%
总资本化比率	49.11%	53.27%	48.58%	51.35%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022年一季度紫金矿业经营情况良好，当期末经营性资产规模增幅较大，对应负债端规模有所上升，公司资产负债率小幅增加至 59.58%。

公司本部方面，2021年处置紫金矿业可转换公司债券并偿付因此产生的融资余额，当期末货币资金回落至正常水平。公司本部新增较多外部单位借款，当期末其他应收款余额有所增长。下属子公司股权划转使得长期股权投资余额有所减少。2022年以来，受公司发行债券提前为偿还到期债务储备影响，3月末货币资金大幅上升，同时其他应收款持续增长。

**表 9：近年来公司本部主要资产情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	7.02	17.42	5.58	31.64
交易性金融资产	1.64	15.24	0.54	0.84
其他应收款	12.22	11.82	17.51	24.46
<b>流动资产</b>	<b>20.88</b>	<b>44.48</b>	<b>23.65</b>	<b>56.97</b>
长期股权投资	33.87	33.63	32.56	32.68
其他非流动资产	14.41	14.41	14.41	14.41
<b>非流动资产</b>	<b>57.38</b>	<b>57.71</b>	<b>57.88</b>	<b>57.96</b>
<b>资产总计</b>	<b>78.26</b>	<b>102.19</b>	<b>81.53</b>	<b>114.93</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受同一控制下股权合并影响，2021年末资本公积有所减少，所有者权益降幅较大。2021年公司本部实现较多净利润，但上缴财政较多，未分配利润仅有小幅增长。所有者权益规模的下降使得公司本部资产负债率水平较高，但由于其对紫金矿业长期股权投资采用成本法计量，实际杠杆安全边际较高。

**表 10：近年来公司本部主要负债及权益情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	1.60	18.00	--	--
其他应付款	2.97	4.01	2.37	3.77
<b>流动负债</b>	<b>5.56</b>	<b>23.26</b>	<b>3.63</b>	<b>5.03</b>
应付债券	52.92	52.94	52.95	89.43
长期应付款	6.40	8.16	8.29	8.32
<b>非流动负债</b>	<b>59.68</b>	<b>62.82</b>	<b>63.08</b>	<b>99.59</b>
<b>负债合计</b>	<b>65.25</b>	<b>86.07</b>	<b>66.71</b>	<b>104.62</b>
未分配利润	1.94	4.83	5.69	1.18
<b>所有者权益</b>	<b>13.02</b>	<b>16.11</b>	<b>14.82</b>	<b>10.31</b>
<b>资产负债率</b>	<b>83.38%</b>	<b>84.23%</b>	<b>81.82%</b>	<b>91.03%</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 较强的经营获现能力将有助于降低整体筹资依赖程度，公司偿债能力持续增强；本部存量货币资金及投资收益为其偿债提供较高的流动性支持

受益于下属紫金矿业整体经营状况良好，公司经营现金呈大幅净流入状态，同比保持较高增速，2022 年一季度延续该趋势。紫金矿业较大的资本开支使得公司投资活动现金流呈大幅净流出状态，但 2021 年度收购活动较少，总体支出有所下降。2022 年一季度受紫金矿业对外收购交割完成，当期投资活动净现金流再度大幅流出。紫金矿业极强的获现能力使得其降低了净筹资需求，公司本部无新增融资需求，去除当期筹资活动中财务费用及分配股利等现金流出影响，2021 年筹资活动小幅净流入；受紫金矿业新增融资需求影响，2022 年一季度公司筹资活动现金呈大额净流入状态。

受益于紫金矿业经营获现能力的持续提升，经营活动净现金流对利息的覆盖能力仍有边际优化趋势，且扣除分配股利、利润或偿付利息支付的现金后对于总债务的覆盖能力亦有所提升。2021 年公司利润水平同比大幅增加，EBIT 和 EBITDA 对总债务的覆盖倍数所体现的偿债能力仍持续增强。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	102.34	154.07	283.02	75.17
投资活动净现金流	-141.20	-291.61	-230.05	-118.45
筹资活动净现金流	1.14	196.39	-20.68	163.05
长期债务	329.18	514.39	579.18	721.85
总债务	547.92	840.95	869.83	1,057.40
长期债务占比	60.08%	61.17%	66.59%	68.27%

经营活动净现金流/利息支出(X)	4.29	5.51	10.15	--
EBITDA/总债务	27.29%	22.44%	40.95%	--
经调整的 CFO/总债务	8.32%	10.67%	23.60%	--
EBIT 利息倍数(X)	3.79	4.76	9.81	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年末本部偿还短期融资后债务规模回落至正常水平，债务构成仍以应付债券为主。目前，应付债券所支付的利息每年维持在 2 亿元以上。现金流方面，受往来款流动影响，经营活动现金主要为公司与子公司及外部机构的往来借款，2021 年公司本部实现较高投资收益，投资活动现金流呈大幅净流入状态，同时偿付了短期借款及向控股股东分配了股利，公司本部筹资活动净现金流呈相当规模的净流出。

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及公司投资活动产生的投资收益，存量现金和较多的投资收益可对其债务偿还提供一定支持，充足的现金流可完全覆盖其利息支出。

**表 12：近年来公司本部偿债相关指标（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
长期债务	53.12	53.06	54.44	90.92
总债务	55.69	72.04	55.69	92.17
长期债务占比	95.37%	73.65%	97.76%	98.65%
利息支出	2.37	2.48	2.78	--
货币资金	7.02	17.42	5.58	31.64
投资收益	5.89	11.30	9.87	0.03
经营活动净现金流	-5.20	4.38	4.95	0.58
投资活动净现金流	1.11	2.11	22.63	3.73
取得投资收益收到的现金	5.89	6.17	7.80	0.04
筹资活动净现金流	3.46	-8.79	-26.71	25.86

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；所持上市公司市值稳定增长，为公司提供了一定的备用流动性保障；公司本部对关联公司提供担保，存在一定或有事项风险

截至 2021 年末，公司本部及下属子公司（不含紫金矿业）共获得银行授信额度 55.07 亿元，其中已使用额度 20.82 亿元，尚未使用额度为 34.65 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 2022 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%。公司所持紫金矿业市值较高，可提供较高的备用流动性。

截至 2021 年末，公司受限资产合计为 109.62 亿元，占当期末总资产的 4.99%。公司较紫金矿业受限资产差额部分为货币资金 0.55 亿元，固定资产 0.34 亿元，无形资产 0.36 亿元。

截至 2021 年末，公司本部担保余额为 34.76 亿元，其中对子公司担保余额为 21.34 亿元。被担保方均为关联企业，担保风险总体可控。此外，截至 2021 年末，公司下属担保公司兴诚担保为第三方提供的担保余额合计 7.29 亿元。

**表 13：截至 2021 年末公司本部担保情况（亿元）**

被担保方	关联关系	担保余额
龙岩市圣地古田文化传播有限公司	财政局下属企业	0.09
上杭工贸实业发展有限公司	财政局下属企业	0.28
上杭县古田建设发展有限公司	财政局下属企业	1.20
上杭县城市建设发展有限公司	财政局下属企业	5.91
上杭县交通建设有限公司	财政局下属企业	3.00
福建上杭汀江绿道文化旅游发展有限公司	财政局下属企业	0.50
上杭县文化旅游发展有限公司	财政局下属企业	0.50
上杭县兴杭工业建设发展有限公司	财政局下属企业	1.95
上杭蛟城高速公路有限公司	子公司	20.74
上杭县铁路建设有限公司	子公司	0.60
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>34.76</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 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，2019~2022 年 6 月 15 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**

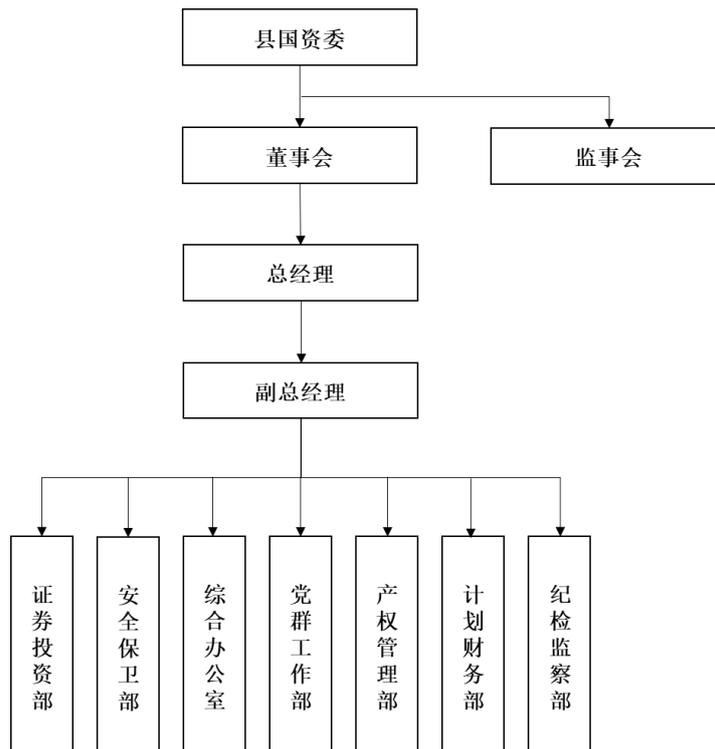
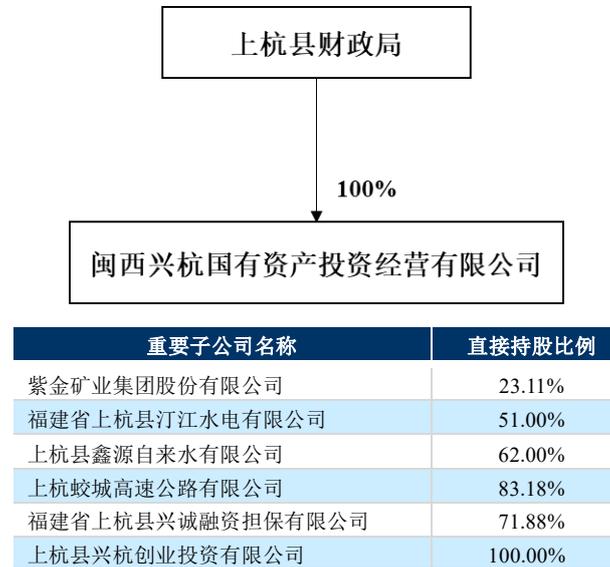
## 支持意愿很强

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较大的支持，在地方政府的支持下，公司资本实力及经营能力均有一定程度的提升，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。

## 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 2022 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	739,430.16	1,421,853.15	1,605,555.69	2,768,121.00
应收账款净额	96,369.88	116,246.16	246,626.61	342,356.60
其他应收款	158,978.97	207,112.27	285,333.52	350,485.48
存货净额	1,488,892.84	1,806,652.90	1,931,073.72	2,266,994.43
长期投资	1,253,560.41	1,423,769.82	2,004,205.22	2,316,624.81
固定资产	4,197,886.62	5,184,782.45	5,861,262.58	6,660,214.69
在建工程	590,206.56	1,531,407.67	1,871,180.71	1,237,630.39
无形资产	2,435,355.13	4,700,212.59	4,778,487.27	5,242,465.94
总资产	13,209,987.47	19,230,759.12	21,951,895.20	24,783,070.48
其他应付款	554,645.54	758,134.91	799,378.69	784,696.79
短期债务	2,187,448.28	3,265,589.25	2,906,473.03	3,355,441.11
长期债务	3,291,792.33	5,143,901.94	5,791,805.69	7,218,527.63
总债务	5,479,240.60	8,409,491.18	8,698,278.72	10,573,968.74
净债务	4,739,810.45	6,987,638.04	7,092,723.03	7,805,847.74
总负债	7,532,439.88	11,854,310.49	12,745,149.25	14,764,710.14
费用化利息支出	226,441.52	240,817.49	230,635.42	--
资本化利息支出	12,052.64	38,788.61	48,151.51	--
所有者权益合计	5,677,547.60	7,376,448.62	9,206,745.95	10,018,360.34
营业总收入	13,632,933.34	17,168,334.15	22,529,149.64	6,543,179.84
经营性业务利润	747,247.30	1,129,324.21	2,324,060.58	815,602.75
投资收益	3,334.41	3,931.34	257,461.96	62,926.49
净利润	484,030.80	849,818.56	1,985,461.82	707,618.94
EBIT	902,881.68	1,330,918.56	2,735,316.41	--
EBITDA	1,495,510.24	2,089,196.10	3,562,033.39	--
经营活动产生现金净流量	1,023,374.10	1,540,688.12	2,830,164.81	751,725.77
投资活动产生现金净流量	-1,411,960.53	-2,916,052.14	-2,300,531.27	-1,184,471.33
筹资活动产生现金净流量	11,415.99	1,963,852.75	-206,803.35	1,630,490.88
资本支出	1,194,955.85	1,401,266.38	2,035,219.98	513,344.49
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	11.46	11.93	15.46	17.18
期间费用率(%)	4.82	4.11	3.76	3.42
EBITDA 利润率(%)	10.97	12.17	15.81	--
总资产收益率(%)	7.14	8.21	13.28	--
净资产收益率(%)	9.29	13.02	23.95	29.45*
流动比率(X)	0.91	0.85	0.99	1.20
速动比率(X)	0.47	0.49	0.61	0.80
存货周转率(X)	8.76	9.18	10.19	10.33*
应收账款周转率(X)	137.00	161.50	124.17	88.87*
资产负债率(%)	57.02	61.64	58.06	59.58
总资本化比率(%)	49.11	53.27	48.58	51.35
短期债务/总债务(%)	39.92	38.83	33.41	31.73
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.18	0.33	0.28*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.47	0.47	0.97	0.90*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.29	5.51	10.15	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	8.32	10.67	23.60	--
总债务/EBITDA(X)	3.66	4.03	2.44	--
EBITDA/短期债务(X)	0.68	0.64	1.23	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.27	7.47	12.78	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.79	4.76	9.81	--

注：1、2022 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（本部口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	70,168.33	174,214.62	55,848.27	316,444.74
应收账款净额	--	--	--	--
其他应收款	122,216.65	118,199.93	175,099.01	244,629.16
存货净额	--	--	--	--
长期投资	364,768.15	369,661.32	373,047.94	374,217.94
固定资产	64,520.61	62,904.84	61,265.05	60,854.31
在建工程	--	--	2.41	73.47
无形资产	357.53	349.23	340.92	338.85
总资产	782,610.05	1,021,867.07	815,346.22	1,149,294.33
其他应付款	29,710.96	40,132.80	23,716.67	37,747.61
短期债务	25,770.33	189,790.33	12,454.92	12,454.92
长期债务	531,173.30	530,598.91	544,434.54	909,211.25
总债务	556,943.64	720,389.24	556,889.46	921,666.17
净债务	486,775.31	546,174.62	501,041.19	605,221.43
总负债	652,457.63	860,746.58	667,106.47	1,046,180.55
费用化利息支出	--	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	130,152.42	161,120.49	148,239.75	103,113.78
营业总收入	1,069.29	1,017.68	765.50	60,126.30
经营性业务利润	-22,474.75	-24,538.98	-28,046.60	-5,455.05
投资收益	58,897.92	112,981.96	98,740.65	326.86
净利润	37,862.11	128,363.20	84,332.66	-5,125.97
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	-51,982.39	43,775.55	49,511.62	5,768.46
投资活动产生现金净流量	11,131.29	21,051.24	226,283.85	37,295.58
筹资活动产生现金净流量	34,561.31	-87,867.13	-267,075.18	258,639.98
资本支出	69.47	100.42	174.00	32.12
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	89.22	87.41	80.66	-0.01
期间费用率(%)	2,187.91	2,472.95	3,682.06	9.04
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	29.28	88.14	54.52	--
流动比率(X)	3.75	1.91	6.51	11.32
速动比率(X)	3.75	1.91	6.51	11.32
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	83.37	84.23	81.82	91.03
总资本化比率(%)	81.06	81.72	78.98	89.94
短期债务/总债务(%)	4.63	26.35	2.24	1.35
经营活动净现金流/总债务(X)	--	--	--	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	--	--	--	--
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(%)	--	--	--	--
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、2022 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
	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
偿债能力	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
	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：信用等级的符号及定义

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。