

信用等级公告

联合[2007] 294 号

联合资信评估有限公司通过对江西稀有稀土金属钨业集团公司
2007 年度信用状况进行综合分析和评估, 确定

江西稀有稀土金属钨业集团公司
2007 年度企业主体长期信用等级为
 A^{+}

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年六月十一日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

江西稀有稀土金属钨业集团公司

2007年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果: A⁺

评级展望: 稳定

评级时间:

2007年6月11日

主要数据:

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	144474.43	214165.31	358268.70
所有者权益(万元)	67063.75	84006.34	106455.85
主营业务收入(万元)	12365.26	121947.15	233514.87
利润总额(万元)	3957.74	21093.87	33953.76
资产负债率(%)	53.31	56.48	67.07
全部债务资本化比率(%)	8.46	29.00	48.04
净资产收益率(%)	5.74	22.60	27.79
流动比率(%)	127.98	124.58	127.27
EBITDA 利息倍数(倍)	14.94	33.78	10.80
债务保护倍数(倍)	0.68	0.58	0.29

分析员

刘雪城

电话: 010-85679696-8853

邮箱: lxc@lianheratings.com.cn

张琢

电话: 010-85679696-8899

邮箱: zhangzhuo@lianheratings.com.cn

传真

8610-85679228

地址

北京市朝阳区建国门外大街甲6号
中环世贸中心D座7层(100022)

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评估观点

钨金属是不可再生的战略性资源,因其良好的物理特性,而被广泛应用于机械制造、石油矿井、国防工业、航空航天等重要领域。钨金属具有一定的稀缺性,经济发展带动了钨消费量的不断增长,钨行业的发展前景较好。

公司是我国重要的钨品生产企业之一,目前,公司资产结构不合理、债务负担偏重,主营业务收入近年来大幅增长,整体盈利能力强。随着公司投资项目的竣工投产,公司的收入和利润规模有望大幅增长。

总体看,公司整体信用风险较小。

优势

1. 钨金属为战略性资源,国民经济的快速增长,为钨行业的发展提供了有利条件。

2. 公司是商务部核准的首批钨品国营贸易出口企业和钨品出口供货企业之一,在钨品出口企业中具有重要影响。

3. 江西省政府对有色金属行业高度重视,公司具有良好的政策环境。

4. 近年来随着产品需求和价格的快速增长,公司的主营业务收入大幅增长,整体盈利也逐年增强。

关注

1. 下属企业的破产改制尚未彻底结束。

2. 公司拥有的矿山企业已被列入国家资源枯竭的关闭矿山计划。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江西稀有稀土金属钨业集团公司（江钨集团）构成委托关系外，联合资信、评估人员与江钨集团不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江钨集团和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要江钨集团提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 江钨集团 2007 年企业主体长期信用等级自 2007 年 6 月 11 日至 2008 年 6 月 10 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内江钨集团的主体长期信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

江西稀有稀土金属钨业集团公司（以下称“公司”或“江钨集团”）是由江西省人民政府在中央下放的有色金属企事业单位基础上，以资产为纽带，以钨、钼铌、稀土等相关企业为主体于 2000 年组建起来的国有独资企业，公司注册资本 41942.80 万元。

公司经营范围包括国有资产投资及经营管理、有色金属矿产资源的勘查、开发，有色金属矿产品冶炼、加工即相关产品的生产、销售等。目前，公司的主营业务是钨及伴生有色金属的采选与冶炼，公司的主要钨产品包括钨精矿、仲钨酸铵（APT）、偏钨酸铵、钨酸钠、氧化钨、钨粉等。

公司是商务部核准的首批钨品国营贸易出口企业和钨品出口供货企业之一，在钨品出口企业中具有重要影响。目前，公司拥有年产 3500 吨钨精矿、9000 吨仲钨酸铵、11000 吨氧化钨，6000 吨钨粉的生产能力。

截止 2006 年底，公司纳入合并报表范围的子公司共 22 家（见附件 1），其中包括矿山企业 3 家、有色金属冶炼加工企业 6 家。公司设有总经理办公室、投资发展处、企业管理处、生产技术处、财务处、审计处、营销处、安全环保处等 13 个部门。

截至 2006 年 12 月 31 日，公司合并资产总额 358268.70 万元，所有者权益 106455.85 万元；2006 年公司实现合并主营业务收入 233514.87 万元，利润总额 33953.76 万元，经营活动产生的现金流量净额 4560.95 万元，现金及现金等价物净增加额 22559.88 万元。

公司注册地址：江西省南昌市北京西路 118 号；法人代表：钟晓云。

二、产业分析

1. 有色金属行业概况

有色金属是国民经济发展的基础性原材料，广泛应用于机械、电子、建筑、国防、科技等领域。随着世界经济和我国经济的快速增长，我国的有色金属行业得到了长足的发展。

根据中国有色金属工业协会的统计数据，“十五”期间，我国 10 种常用有色金属产品（铝、铜、铅、锌、镍、镁、锡、钛、汞、锑）产量由 883.7 万吨增长到 1632 万吨，年均增长 16.57%；规模以上有色金属企业实现的销售收入和利润总额分别由 2357 亿元和 177 亿元，增加到 8090 亿元和 848 亿元，分别年均增长 36.11%和 47.95%。

2006 年，我国 10 种常用有色金属总产量达到 1917.01 万吨，较 2005 年增长 17.48%，生产总量连续五年居世界第一位；单品种有色金属产量也创新高，除镍之外的其余 9 个有色金属的产量均为世界第一。2006 年，在有色金属价格一直高位运行的情况下，全国规模以上有色金属企业实现销售收入 13475 亿元，实现利税 1631 亿元，同比分别增长 66.56%和 92.33%。

过去的四年间，我国国内生产总值一直以 10%或略高于 10%的速度增长，根据国民经济和社会发展规划纲要，为实现既定的发展目标，“十一五”期间，我国国内生产总值年均增长速度预计达到 7.5%~8.5%。在我国国民经济继续保持较快速度发展的前提下，我国的有色金属行业仍有较好的发展前景。

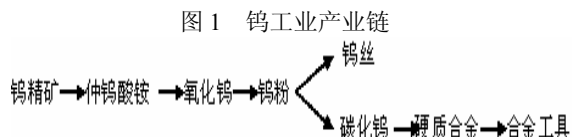
但是，我们也注意到，欧美国家房地产市场的泡沫将可能导致其经济增长的减缓，世界经济的增长速度亦有可能因此减缓；有色金属价格自 2001 年开始的上涨行情已经持续了五年多的时间，目前一直处于高位运行，价格波动、调整的风险在加大；同时，我国有色金属矿产资源储量面临着急剧下降的严峻考验，而有色金属的冶炼能力却逐步扩张。

2. 钨行业

钨属于稀有金属，是不可再生的战略性资源，因其具有高熔点、高比重、高硬度的物理

特性，而被广泛应用于机械制造、石油矿井、国防工业、航空航天等重要领域。

钨工业的生产过程包括采矿、选矿、冶炼、加工等主要环节，其中冶炼过程中的产品链见图 1。

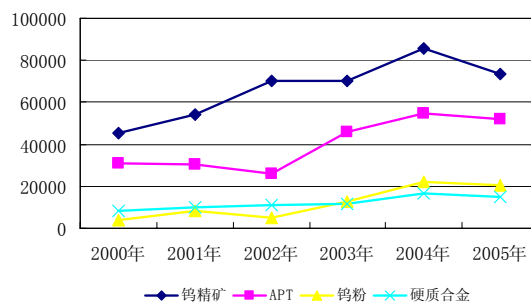


根据美国地质测量局的统计数据，目前世界钨储量约为 290 万吨，主要分布在中国、加拿大、俄罗斯、美国、韩国等国家和地区。我国是世界上钨资源最丰富的国家，目前已探明的储量达到 180 万吨，约占世界总储量的 62%。我国钨资源中约 70% 为白钨，约 30% 为黑钨，主要分布在湖南、江西、河南、广东、福建等省份，其中湖南、江西两省的钨储量最多，两者合计约占到全国总储量的 60%。尽管我国的钨资源最为丰富，但世界钨消耗量中每年近 80% 以上都来自我国，经过数年的开采，我国的钨资源储量所占比重呈现出下降的趋势。同时，我国一直以来以开采黑钨为主，目前黑钨资源已经面临枯竭的危险。

近二十年来，我国钨产品的生产能力保持高速发展态势，至“十五”末期，我国仲钨酸铵、钨粉、硬质合金等主要钨产品的年生产能力分别达到 13.10 万吨、5.36 万吨和 2.84 万吨，分别为 2000 年生产能力的 1.54 倍、1.85 倍和 3.16 倍。“十五”期间，我国主要钨产品的实际产量也基本上保持了增长态势（见图 2），2005 年我国钨精矿、仲钨酸铵、钨粉、硬质合金的产量分别为 7.34 万吨、5.18 万吨、2.06 万吨和 1.51 万吨。

2006 年，我国新建扩建的钨冶炼企业陆续投产，各类钨产品的生产能力进一步扩大，其中仲钨酸铵（APT）产品的生产能力超过了 15 万吨。钨都网提供的资料显示，2006 年全国 APT 产量约为 5.63 万吨，较 2005 年增长 8.69%；钨粉产量 2.42 万吨，较 2005 年增长 17.48%。

图 2 近五年主要钨产品产量 单位：吨

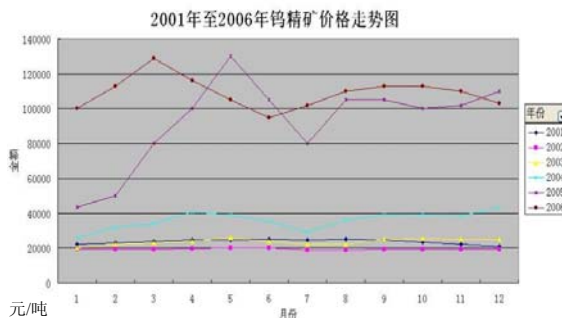


数据来源：中国钨业协会

在钨的消费结构中，硬质合金约占 50%，钨铁约占 30%，钨材约占 13%。利用硬质合金生产的合金工具种类繁多，产品多达 5000 多种，主要产品类型包括切削工具、钻探挖掘工具和耐磨器件等。在世界经济趋于繁荣的环境下，汽车、航空航天、机械、采矿、石油、钢铁等行业均得到了迅速发展，对钨类产品的需求也在大量增加。中国、西欧、美国和日本是钨产品最大的消费国或地区，四个国家或地区的合计消费量约占到世界钨消费总量的 90%。目前，该四个经济体的发展状况良好，预计在可预见的未来，此四个经济体对钨类产品的需求仍会保持增长态势。

目前，中国是全球钨储量、生产量和出口量最大的国家，世界钨消耗量的 80%~90% 均来自中国。在世界钨消耗量逐渐增长的情况下，钨产品价格也在逐步走高，特别是 2005 年~2006 年，钨类产品价格一直在高位运行（见图 3）。在全球钨需求量继续增长，钨精矿供应量基本稳定的情况下，预计钨类产品的价格在未来仍会保持较高水平。

图 3 2001 年—2006 年钨精矿价格走势



资料来源：钨都网

钨是重要的战略资源，我国从上个世纪 80 年代开始对钨矿开采秩序进行治理整顿，于 1991 年将钨列为国家实行保护性开采的特定矿种，2002 年起对钨生产实行总量控制。

随着经济的发展，世界对钨需求量的增加，导致我国钨矿的乱采滥挖现象、低水平冶炼能力重复建设现象再次盛行，中间原料和低技术含量产品出口量大幅增长，严重影响了我国钨行业的健康发展。为规范钨行业的生产经营秩序，我国自 2005 年开始了钨行业的新一轮政策调控。2005 年 5 月，钨及其制品的出口退税率从 13% 下调至 8%；2005 年 7 月，国务院转发发改委、国土资源部、商务部等七部委《关于加强钨锡铋行业管理的意见》，再次要求加强行业准入和产品出口管理；2006 年 1 月，钨及其制品的出口退税率由 8% 下调至 5%；2006 年 9 月，钨及钨制口的出口退税率全部下调至零；2006 年 11 月，钨精矿加工贸易被禁止；2006 年 12 月，商务部发布《钨行业准入条件》；2007 年 1 月，初级钨品的出口关税提高 5%~15%；2007 年，商务部将钨品的出口配额再次下调至 1.54 万吨；国务院关税税则委员会决定，自 2007 年 6 月 1 日起，对钨、钼和稀土金属等国内稀缺的金属原矿的产品实施 15% 的出口暂定关税。国家政策的调控目的是为了保护我国稀有钨矿资源，以保障我国钨行业的长期可持续发展。如果乱采滥挖现象、低水平重复建设现象仍然严重，低附加值产品出口继续增长，我们不排除国家继续加强调控的可能性。

在全球经济和我国经济增长趋势继续向好的情况下，我们预计世界范围内对钨品的需求量仍会保持增长，但增长速度有可能放缓；而随着我国对钨行业调控力度的加强，我国的钨供应量可能会有所下降，预计钨品价格仍会保持高位运行。

三、企业素质

1. 经营历史

公司前身分别是江西钨锡矿业有限公司（1949 年）、中南有色总局江西分局（1950 年）、中央重工业部中南钨矿局（1955 年）、江西有色金属工业管理局（1958 年）、中国有色金属工业总公司南昌公司、中国华兴钨业公司（1983 年）和中国稀有稀土金属钨业集团公司（1999 年）。

2000 年，江西省委办公厅、省政府办公厅《关于在赣中央所属有色金属企事业单位划归我省管理有关问题的通知》（赣办字[2000]135 号）将原中国稀有稀土金属钨业集团公司更名为江西稀有稀土金属钨业集团公司。

2003 年 12 月，公司与五矿有色金属股份有限公司合资成立了江西钨业集团有限公司（公司持股 49%，以下称“江钨有限公司”）。2004 年，公司与江钨有限公司两块牌子，一套人马运行。2005 年 1 月，公司与江钨有限公司分开运作。

2. 领导素质

目前，公司高级管理人员共 9 名，由总经理、副总经理（6 名），纪委书记和总法律顾问（工会主席）组成。公司高管人员中，大专以上学历者 8 人，其中 3 人拥有研究生学历；平均年龄 53 岁，均具有高级工程师、高级经济师或高级政工师等高级职称；大部分高管人员具有在江钨集团工作十年以上的经历和十年以上的企业管理经验。

公司现任总经理钟晓云，现年 52 岁，研究生学历，高级经济师、国际商务师，曾先后担任中国稀有稀土金属钨业集团公司副总经理、供销公司经理，江西稀有稀土金属钨业集团公司党组成员、党委委员、副总经理，自 2005 年 12 月、2006 年 1 月起分别担任公司党委书记和总经理。

2006 年 12 月 4 日，江钨集团受到中央组

织部和国务院国资委党委的表彰，被授予“全国国有企业创建‘四好’领导班子先进集体”荣誉称号。

总体上看，公司管理层具有丰富的管理经验和良好的行业背景。

3. 职工素质

截至 2007 年 3 月底，公司共有职工 4676 人。按学历划分，大专以上占 12%，高中中专占 70%，初中及以下占 18%；按职称划分，高级职称占 2%，中级职称占 11%，初级职称占 10%；员工年龄结构中，55 岁以上的占 6%，36 至 54 岁的占 63%，35 岁以下的占 31%。

总体来看，公司职工平均工龄较长，经验较丰富，文化水平一般。考虑到有色金属行业中采矿选矿工作的劳动密集型特点，我们认为公司的员工结构及员工素质基本适应公司生产经营的需要，但公司仍需在科研、加工技术等方面加强员工队伍的建设。

4. 技术水平

近年，公司承担并完成了 10 多项国家重大科技项目，其中 7 项达到了国际领先或先进水平，部分成果已经大规模推广并进行了产业化生产。同时，公司在采矿、选矿和冶炼等生产环节上也进行了大量工艺改革和设备改进，有效提升了公司的技术装备水平。目前，公司在生产工艺、生产方法和生产装置方面的改进成果已获得 20 多项国家专利。

2006 年，公司及 7 家下属企业通过了 ISO9000 质量体系认证。公司矿采资源开发利用情况总体上达到了国内先进水平，钨矿、钼铌的采矿回采率、选矿实收率和冶炼回收率等技术指标均高于行业平均值。

总体上看，公司的研究开发和技术能力能够保障公司生产经营的顺畅运行。但另一方面，公司目前在附加值较高的终端产品硬质合金的生产上还不具有技术竞争力。

5. 企业规模

目前，在主要钨类产品中，公司拥有年产 3500 吨钨精矿、9000 吨仲钨酸铵、11000 吨氧化钨，6000 吨钨粉的生产能力，各产品生产能力均处于行业前列。2006 年，公司实际生产仲钨酸铵 6200 多吨，约占全国仲钨酸铵总产量的 11%；实际生产钨粉 3100 吨，约占全国钨粉总产量的 13%。

6. 外部环境

截至 2006 年底，公司拥有钨储量约 18 万吨，铜储量约 30 万吨，钼储量约 11 万吨，另外还有一定量的锌、锡等金属储量。公司拥有的钨储量约占全国总储量的 10%，较为丰富的资源储备为公司的发展提供了原料保障。

有色金属行业是江西省的支柱产业，江西省钨资源储量在全国列湖南之后排在第二位。钨资源的开发利用对促进江西省的经济建设和发展发挥了积极的作用，也因此受到历届省政府的高度重视。《江西省有色金属工业“十一五”规划》中明确提出，要加大钨、稀土等相关企业的整合力度，提高产业集中度；要大力发展钨行业，加快形成钨产业集群。江西省政府对钨行业发展的重视与支持，为公司提供了良好的外部发展环境。

四、经营管理

1. 企业管理

公司是国有独资企业，江西省国资委为实际控制人。公司不设股东大会和董事会，公司生产经营政策的决定以及公司发展规划的制定等事项由总经理办公会确定。公司不设监事会，审计处负责公司的内部监督职能。公司党委会负责公司的党务工作，不参与日常生产经营的管理。

公司党委书记由江西省委任命和考核，公司总经理由江西省政府任命和考核。江西省国资委负责公司其他高管人员的任命、绩效考核

以及监督考核公司国有资本的保值增值完成情况。

目前，公司设有投资发展处、企业管理处、生产技术处、财务处、营销处、安全环保处等 13 个职能部门。

生产管理方面，公司下属企业负责具体的生产工作，并负责现场的生产管理。公司授权企业管理处对下属企业进行定期考核，评价生产计划的完成情况。

安全环保方面，公司设有安全环保处负责总体安全工作，下属各企业成立专门的机构进行日常管理。公司明确并落实了下属企业的法人安全环保第一责任人，把安全环保纳入对企业领导和处室部门的经济责任业绩考核重要指标，并严格落实责任追究制度。

投资管理方面，公司投资项目由投资发展处负责，公司制定了严格的审查和决策程序，对投资风险和投资回收进行评价。同时，公司建立起了投资项目管理责任制，对一定期限内没有达到预期效益的投资，相关责任人必须做出书面汇报，并提出改进措施，造成损失的将被追究责任。

财务管理方面，公司通过实施财务预决算管理制度进行总体规划和加强成本费用的控制。公司财务处设立资金管理部，在财务处长领导下，办理各子公司以及公司内部独立单位的结算、贷款、外汇调剂和资金管理工作。有资质取得银行贷款的下属企业在贷款前，必须获得公司的核准后方可进行。按照规定，公司下属企业不得对外拆借，不得为外系统单位提供担保。

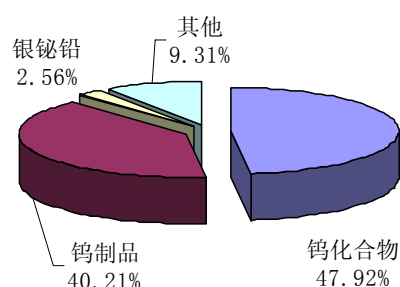
总体看，公司部门设置较为合理，能够满足生产运营的需要。但由于公司由行政性管理转为市场化运营的时间较短，期间又存在与江钨有限公司同时运作的问题，公司法人治理结构和管理制度有待进一步完善和健全。

2. 经营分析

(1) 经营现状

目前，公司的经营范围包括钨金属的采选冶炼，银铋铅等金属的采选冶炼，矿山机械制造，汽车改装和冶金建筑等，其中，钨金属的采选冶炼是公司最主要的经营业务。2006 年，钨类产品的收入在公司主营业务收入中的比重为 88.13%（见图 4）。总体上看，公司的经营业务相关性较强，主营业务突出。

图 4 2006 年公司主营业务收入构成



数据来源：公司提供

原材料供应

钨矿石经过采、选工艺形成了钨精矿，成为钨冶炼环节的最初原材料。经济增长所带动的钨品消费增长，刺激了钨品生产企业的产能扩张，对钨精矿的需求也随之增加。受钨资源储量和开采能力的限制，大量的需求导致钨精矿价格出现高涨，并一直保持在高位运行，2007 年第一季度，我国钨精矿市场价格保持在 10 万元/吨左右。

公司生产所需钨精矿通过下属矿山的自产和对外采购两种途径解决，其中对外收购包括废钨利用和市场外购两种渠道。

公司拥有浒坑钨矿、岿美山钨矿和画眉坳钨矿等 3 个自产矿山，合计拥有年产 3500 吨钨精矿的生产能力。2006 年，公司拥有的矿山共生产钨精矿 3248 吨，占公司 2006 年钨精矿消耗总量的 35.99%，公司是我国钨冶炼行业原料自给率最高的企业之一。公司拥有的 3 个矿山已列入国家资源枯竭的关闭矿山计划，但目前还未进入破产程序。矿山破产后，公司将进行

重组整合，以保持开采的继续性，钨精矿的自给能力不会受到影响。

2006年，公司和下属子公司通过废钨利用、自行对外采购的钨精矿数量为5777吨，合计占公司2006年钨精矿消耗总量的64.01%。

江钨有限公司是公司的重要参股公司，按照双方订立的合同，江钨有限公司从2007年1月份开始，每月向公司提供钨精矿120吨。公司下属子公司福建赣闽稀有金属有限公司（以下称“福建公司”，公司持股48%，具有实际控制权）拟建一条废钨回收生产线，年废钨利用量可达1000吨，相当于钨精矿量1200吨，也将在一定程度上提高公司的原料保障能力。但另一方面，随着技改或新建项目的完成，公司产能得到进一步扩张，公司依然面临着原材料保障风险。另外，值得注意的是，公司与江钨有限公司的主营业务保持高度的一致，两公司存在着明显的同业竞争，所以，江钨有限公司每年需按协议对公司提供一定数量钨精矿，在未来能否按时保量地供应在一定程度上存在着不确定性。

生产加工

钨系列产品包括原料类产品、冶炼类产品、加工类产品三大类。原料类产品主要是钨精矿；冶炼类产品包括APT、偏钨酸铵、钨酸、氧化钨、钨粉、碳化钨、钨铁；加工类产品包括钨条、钨丝和硬质合金。公司目前的产品体系涵盖了除硬质合金以外的所有类别产品。

过去三年中，公司进行的重大建设项目使公司的生产能力得以迅速提升。公司主要钨产品中，APT由浒坑钨矿冶炼车间（以下称“浒坑车间”）、江西铜鼓有色冶金化工有限责任公司、赣州有色金属冶炼有限公司（以下称“赣州冶炼公司”）和江西省鑫盛钨业有限公司（以下称“鑫钨公司”）生产，合计产能9000吨/年；氧化钨由浒坑车间、赣州冶炼公司、鑫钨公司、赣州远驰新材料有限公司（以下称“远驰公司”）和赣州江钨友泰新材料公司（以下称“友泰公司”）生产，合计产能11000吨/年；钨粉由远

驰公司和友泰公司生产，合计产能6000吨/年；碳化钨粉也由远驰公司和友泰公司生产，合计产能3000吨/年；钨铁由福建公司生产，生产能力3600吨/年。

2006年，公司各类钨品生产量的总重量约2.32万吨，较2005年增长65.82%，其中主要产品的产量均有较大幅度的提高（见表1）。

总体上看，随着公司生产能力的扩大，公司主要钨产品产量也有较大幅度的增加，但是受原料的限制，产品实际产量与生产能力存在着较大的差距。

表1 近年公司主要产品产量 单位：吨

产品名称	2005年	2006年	同比增长
钨精矿	3029	3248	7.23%
仲钨酸铵	4903	6224.4	26.95%
氧化钨	2251.3	4855.7	115.68%
钨粉	1300.9	3096.8	138.05%
碳化钨粉	1122.8	1476.5	31.50%
合金粉	1312	870	-33.69%
钨铁	0	2835	—

数据来源：公司提供

产品销售

公司产品销售分为国内销售和出口两部分，其中国内销售部分由公司营销处负责，出口部分由江西稀有稀土金属钨业集团进出口公司（以下称“进出口公司”）负责。

随着钨品产量和市场需求的不断增长，公司主要钨品的销量均有大幅增长（见表2），2006年钨品销售总重量约1.22万吨，较2005年增长95.86%。同时，公司钨品销售收入也受益于钨品价格的高位运行而大幅增长，2006年，公司钨品实现销售收入205803.91万元，较2005年增长94.23%。

表2 近年公司主要产品销量 单位：吨

产品名称	2005年	2006年	同比增长
钨精矿	1156.00	0	—
仲钨酸铵	2186.00	5800	165.32%
钨粉	233.00	1465	528.76%
碳化钨粉	308.00	733	138.13%
合金粉	1487.48	790	-46.86%
钨铁	140.00	1950	1292.86%

数据来源：公司提供

我国钨品出口受配额限制，近年出口配额呈现缓慢下降的趋势，从 2003 年的 1.81 万吨下降至 2007 年的 1.54 万吨。公司是商务部批准的全国 30 多家钨品国营贸易出口企业和钨品出口供货企业之一，公司在钨品出口市场中占有重要地位。受全国出口总配额下降的影响，公司近年获得的额度也小幅下降（见表 3）。

表 3 近年公司获得的出口配额 单位：吨

类 别	2005 年	2006 年	2007 年
仲、偏钨酸铵	1055	1136	768
钨酸及盐类	241	120	95
三氧化钨及蓝色氧化钨	927	876	736
钨粉及其制品	357	364	398
合计	2580	2496	1997

注：2007 年出口配额为第一批

数据来源：公司提供

公司下属各子公司不具有出口权，产品的出口全部由进出口公司统一管理。公司对获得的各类产品出口配额均进行了充分应用，钨品价格的上涨也带动了出口金额的增长，2006 年为 6206.28 万美元，比上年增长 11.34%，在钨品销售总额中所占比重约为 23.50%。

（2）经营效率

近三年，公司资产总额快速增长，年均增长率为 57.47%；主营业务收入和利润总额更是大幅增长，年均增长率分别是 334.57% 和 192.90%，公司处于快速发展阶段。

近三年，公司销售债权周转次数和存货周转次数下降较多，三年加权平均值分别为 8.28 次和 5.91 次，仍属正常水平；资产总额增长速度远低于主营业务收入增长速度，总资产周转次数逐年提高，2006 年为 0.83 次。总体看，公司经营效率正常。

表 4 近三年公司经营效率指标

	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均
销售债权周转次数(次)	10.39	8.53	7.29	8.28
存货周转次数(次)	8.20	6.26	4.79	5.91
总资产周转次数(次)	0.07	0.67	0.83	0.63

3. 未来预测

公司的战略定位是，通过 3~5 年的努力，使公司成为以稀有稀土金属为特色、以有色金属矿业和精深加工为主业，在国内一流、在世界有重要影响的跨国经营企业。公司计划至“十一五”末，年销售收入实现 100 亿元，力争 150 亿元；年工业增加值确保 15 亿元，力争 18 亿元；年利税总额确保 10 亿元，力争 15 亿元；年进出口总额 5 亿美元。

为实现计划的目标，公司将进行大量的建设投资（见表 5），投资总额 40 亿元左右，其中，按照股权比例，公司需要在 2007~2009 年投入的建设金额为 24.52 亿元，所需资金除自身经营积累外，主要通过银行借款解决。

表 5 公司投资的主要建设项目 单位：万元

项目名称	投资额	建设状态	计划竣工投产时间
靖安 2000 吨钨精矿项目	13585	在建	2009
福建赣闽稀土合金改扩建	13380	在建	2007
3000 吨硬质合金一期 1000 吨	11025	在建	2007
2 万吨镍钴项目一期 1 万吨	75928	即将开工	2009
30 万吨废铜再加工一期 12 万吨	41863	即将开工	2008
5000 吨钼酸铵一期 2000 吨	11000	在建	2009
青海玉树钼铜多金属项目	107000	即将开工	2012
海外镍钴资源开发项目	60000	即将开工	2012
湖南洞口铜多金属项目	13500	即将开工	2010
云南金平铜多金属项目	10000	在建	2009
赣州有色冶金机械有限公司退城进园技术改造	4500	在建	2007
赣州有色冶金汽修有限公司退城进园技术改造	20000	在建	2007
德安尖峰坡锡矿改扩建项目	9353	在建	2008
合计	391134		

资料来源：公司提供

从表 5 看到，公司有多个涉及钨金属的投资项目，随着这些项目的完工，公司钨精矿的自给率和钨中间产品的生产能力都会得到提高，更重要的是，硬质合金项目的建成将使公司钨业务的产品链变得完整，有利于增强公司

的竞争能力。

从表 5 我们也看到，公司在钨铜镍钴等有色金属方面的投资项目很多，投资金额也较大，占到投资总额的 70% 左右，预计该类项目竣工投产后，公司的业务类别和收入结构将会发生较大变化；另一方面，公司从未涉及过钨铜镍钴业务，未来发展过程可能还存在着一定的不确定因素。

根据目前的经营情况以及未来的发展方向，公司编制了未来三年的经营预测（见表 6）。

表 6 公司未来三年经营数据预测 单位：万元

类 别	2007 年	2008 年	2009 年
计划投资	73728	86679	84791
主营业务收入	330000	610000	820000
利润总额	38058	61100	65900
净利润	32749	52350	57150
折旧	2315	4057	4317
摊销	223	355	470
利息支出	4566	5438	5959
少数股东权益	18770	29120	42770
股东权益	139000	181000	224500
短期债务余额	99500	135000	155000
长期债务余额	40000	40000	40000
资产总额	425000	512850	590000
	2007 年	2008 年	2009 年
资产负债率(%)	62.88	59.03	54.70
全部债务资本化比率(%)	46.93	45.44	42.18
长期债务资本化比率(%)	20.23	15.99	13.02

资料来源：公司提供

以 2006 年财务数据为基础，未来三年，公司预测的主营业务收入将年均增长 18.09%，利润总额和净利润年均增长率分别为 24.74% 和 24.54%，总体上仍保持着较快的发展速度。

根据公司提供的材料，除钨产业外，2007 年公司尚无其他投资项目竣工投产，所以公司 2007 年收入利润的增长仍然主要来自于钨品的销售。公司预测的 2007 年主营业务收入是 33 亿元，较 2006 年增长 41.33%，在 2007 年的钨行业环境与 2006 年保持相当的情况下，公司的上述预测有望实现。

表 6 的数据显示，2008 年是公司发展的关键年份，按照预计，公司将实现主营业务收入

61 亿元，较 2007 年的预测值增加 28 亿元，增长 84.85%。根据投资项目建设进展情况，公司 2008 年将要完工投产的项目主要是 30 万吨废铜再加工一期工程，考虑到该项目完工的时间和铜产品的价格变化，公司若实现上述目标还必须要求钨产品的收入继续保持增长。

总体看，公司在钨产品方面的投资项目符合国家对钨行业的政策导向，公司钨产业的发展前景较好；公司在钨铜镍钴等方面的投资，将扩大公司的经营范围和收入规模，提升公司的竞争能力；但另一方面，目前的铜镍等有色金属价格正处于历史高位，价格风险较大。

综合分析，我们预计，公司未来的收入规模和利润规模都会因投资项目的竣工投产而得到扩张，公司的预测目标有望实现，但我们也关注钨行业环境、投资项目建设进度、有色金属价格等因素对公司收入利润增长的影响。

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2004 年~2006 年的合并财务报表，此三年合并财务报表均由江西泰豪会计师事务所有限公司审计，审计报告具有强调事项段的非标准无保留意见的审计结论。公司财务报表被强调的事项包括：

(1) 公司下属矿山企业因被列入国家资源枯竭的关闭矿山计划，对拖欠的部分职工款项未进行损益处理，长期挂在“长期待摊费用”等账户，未作处理。

(2) 公司长期投资中，对多家持股 20% 以上的企业未按权益法核算。

(3) 公司对部分已经关闭破产全资子公司的投资额，仍挂在长期投资科目。

2006 年，上述事项的具体影响为：

(1) 计入长期待摊费用的属于拖欠职工费用的金额为 2826.32 万元，因所属矿山列入国家资源枯竭的关闭矿山计划，即将进入破产程序，由于破产属于政策性破产，相关拖欠费用

已列入破产预案。

(2) 对持股 20% 以上的投资未按权益法核算的投资额合计为 126.11 万元。

(3) 长期投资中，作为全资子公司的投资 5885.91 万元，实际为公司接收的已破产矿山公司移交的社区资产，实为代管资产，非实际意义上的长期股权，未来可能会移交地方管理。

公司在 2004 年及之前执行《企业会计准则》、《工业企业会计制度》及其补充规定，2005 年起，公司执行《企业会计准则》、《企业会计制度》及其补充规定，此次变化除对坏账损失由据实核销改为备抵法核算外，公司无其它账务调整。

近三年，随着业务的发展，公司新设了大量的企业，下属子公司不断增加，公司财务报表合并范围也不断扩大。纳入公司合并范围的子公司数量，2004 年为 6 家，2005 年 13 家，2006 年 22 家。

我们注意到，截至 2006 年底，公司有 9 家全资或控股子公司（见附表 1），因未开始具体业务的运营而未纳入公司的合并报表范围。同时，我们注意到，公司是江西东芝电子材料有限公司（以下称“东芝公司”）的第二大股东（公司持股 31.9%），公司将其纳入了合并范围，原因是东芝公司在原料需求方面对公司有很强的依赖；截至 2006 年底，东芝公司总资产 4502.97 万元，所有者权益 4042.78 万元；2006 年度，东芝公司实现主营业务收入 7440.29 万元，利润总额 486.52 万元。

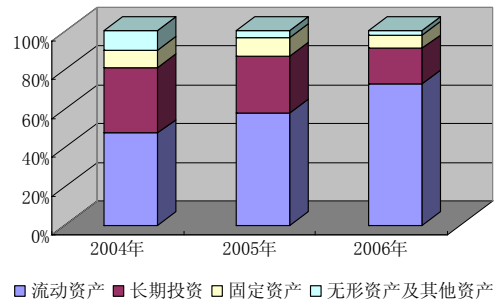
截至 2006 年 12 月 31 日，公司合并资产总额 358268.70 万元，所有者权益 106455.85 万元；2006 年公司实现合并主营业务收入 233514.87 万元，利润总额 33953.76 万元，经营活动产生的现金流量净额 4560.95 万元，现金及现金等价物净增加额 22559.88 万元。

2. 资产构成及资产质量

近三年，公司资产总额年均增长 57.47%。公司资产在快速增长过程中，构成结构也发生

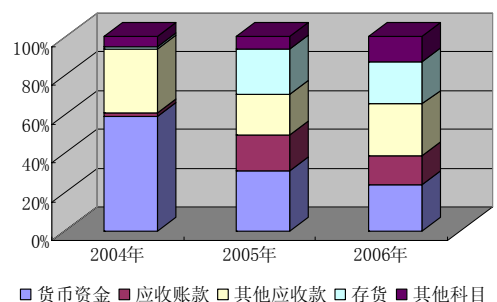
较大变动，流动资产所占比重稳步上升，长期投资和固定资产绝对值增加，但是所占比重逐年下降（见图 5）。截至 2006 年底，公司资产总额 358268.70 万元，其中，流动资产占 72.76%，长期投资净额占 18.14%，固定资产占 6.84%，无形资产及其他占 2.27%。

图 5 近三年公司资产组成结构



近三年，公司流动资产年均增长 95.37%。至 2006 年底，为 260660.94 万元。货币资金、应收账款、其他应收款和存货是公司流动资产的最主要组成部分，2006 年四项合计占到公司流动资产总额的 87.21%（见图 6）。

图 6 近三年公司流动资产构成



近三年，随着销售收入的增长，公司应收账款大幅增加，年均增长率为 447.95%。2006 年底，应收账款账面余额 39402.85 万元，其中账龄在 1 年以内的占 98.54%；坏账准备余额为 689.82 万元，平均计提比例为 1.75%。

近三年，公司其他应收款也快速增长，年均增长率为 75.63%。2006 年底，公司其他应收款账面余额 70615.69 万元，其中账龄在 1 年以内的占 63.20%，1~2 年的占 33.96%，2 年以上

的占 2.84%；2006 年底，公司其他应收款提取的坏账准备余额为 1686.17 万元，平均计提比例为 2.39%。江钨有限公司和方圆（德安）矿业投资有限公司是公司其他应收款的两个最大的债务人，两者分别占其他应收款净额的 24.08% 和 8.29%。

根据公司的坏账准备计提政策，应收账款坏账准备的平均计提比例应为 1.80%，其他应收款坏账准备的平均计提比例应为 4.18%，公司实际的计提比例低于会计政策的要求。公司对江钨有限公司和方圆（德安）矿业投资有限公司的其他应收款实际上为公司的长期投资，扣除以上因素的影响，公司对其他应收款的坏账计提符合公司的计提政策。

近三年，公司存货大幅增长，年均增长率为 749.42%，2006 年底，公司存货余额为 57452.84 万元。公司存货主要是钨品生产原材料、处于冶炼过程中的钨半成品以及部分产成品。2006 年底，公司原材料 16993.02 万元，库存商品（产成品）30357.13 万元，两者合计占公司存货的 82.42%。近几年，钨类产品价格一直处于高位运行，公司未对存货计提跌价准备。

近三年，公司的长期股权投资年均增长 15.79%，2006 年底为 70476.11 万元，其中，对江钨有限公司的投资为 57563.85 万元，占 81.68%。

近三年，公司为提高产品的生产能力投资了部分建设项目，新增了部分机器设备和房屋建筑物，因此，固定资产出现增长，年均增长 35.61%，2006 年底为 24496.83 万元。2006 年底，公司累计折旧余额为 8278.05 万元，固定资产平均成新率为 71.37%，其中，房屋建筑物平均成新率为 56.77%，机器设备平均成新率为 69.39%。

近三年，公司无形资产大幅增长，年均增长率为 516.04%，至 2006 年底为 4457.87 万元，主要原因是 2006 年公司根据江西省国资委的相关批复增加了数量较多的土地使用权。

近三年，公司长期待摊费用余额逐年下降，

年均减少 53.50%。长期待摊费用的主要项目是上文所提到的拖欠职工费用，此费用已纳入破产预案。

总体上看，公司资产结构不合理，部分资产未来需要核销，公司资产的总体质量较好。

3. 负债及所有者权益

近三年，公司所有者权益的年均增长率为 25.99%，截至 2006 年底，公司所有者权益总额为 106455.85 万元。公司实收资本近三年未有变动，资本公积年均减少 10.89%，2006 年底，两者分别占所有者权益的 48.28% 和 15.44%。由于公司利润的增加，公司未分配利润由负转正，并有大幅增长，至 2006 年底为 41092.87 万元，占所有者权益的 38.60%。总体看，公司所有者权益稳定性差。

近三年，公司负债年均增长 76.63%，且负债结构变化较大，流动负债所占比重逐年上升，长期负债所占比重逐年下降。截至 2006 年底，公司负债总额 240299.91 万元，其中流动负债占 85.23%，长期负债占 14.77%，公司负债结构不合理。

近三年，公司流动负债年均增长 95.91%，至 2006 年底为 204812 万元。短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款是流动负债的最主要组成部分，近三年，公司流动负债结构变化较大（见图 7），负债结构趋向合理。

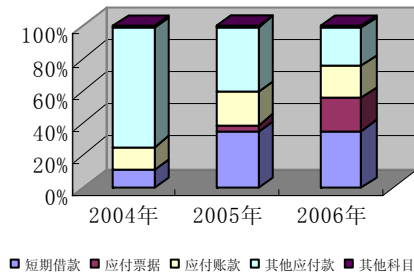
随着公司钨品产销量的增长，公司需要较多的流动性资金，近三年，短期借款大幅增长，年均增长率为 263.23%，2006 年底短期借款余额为 66790.45 万元。

公司目前拥有的钨矿资源远不能满足生产发展的需要，为提高生产能力利用率，公司对外采购大幅增长。近三年，公司应付款项大幅增长，2006 年底，公司应付票据和应付账款合计 75845.65 万元，占流动负债的 37.03%。

近三年，公司其他应付款保持较高水平，但在流动负债中所占比重有大幅的下降，由 72.30% 下降至 22.59%，至 2006 年底余额为

46261.56 万元。其他应付款的部分内容是待破产矿山企业应付的社区经费和职工费用等。

图 7 公司流动负债构成变化



近三年，公司长期负债年均增长 22.46%，至 2006 年底为 35487.91 万元，其中，长期应付款余额为 5455 万元，占 15.37%，主要是下属矿山破产改制未完成所致；专项应付款余额为 26967.51 万元，占 75.99%，主要是应付的矿山企业破产改制费用，根据公司的解释，以上费用实际上最终将由国家财政负担，并不构成公司的实际债务。

近三年，公司资产负债率有所上升，2006 年为 67.07%，公司负债水平高。随着短期借款和应付票据的增长，公司全部债务资本化比率大幅上升，2006 年为 48.04%。由于长期借款金额小，公司长期债务资本化比率很低，2006 年为 2.52%。总体看，公司的债务负担较重。

表 7 近三年公司负债比率指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均
资产负债率 (%)	53.31	56.48	67.07	61.14
全部债务资本化比率 (%)	8.46	29.00	48.04	34.41
长期债务资本化比率 (%)	1.70	1.11	2.52	1.93

随着公司投资项目的增加，对资金需求也不断增长，根据预测（见表 6），公司未来三年的短期债务较目前将增长 50%以上，长期债务将大幅增长至 40000 万元，公司全部债务资本化比率约保持在 42%~47%之间，长期债务资本化比率约保持在 13%~20%之间，公司的资产负债率未来将有小幅的下降，约保持在 55%~63%之间。总体上，公司未来的债务水平

偏高。

截至 2006 年底，公司对外无担保，下属矿山企业的银行借款中有 4551.45 万元已经逾期，此银行借款为历史遗留问题，待政策性破产后解决。

4. 盈利能力

近三年，公司主营业务收入年均增长 334.57%，2006 年为 233514.87 万元。由于生产原料价格的上涨，公司主营业务成本率上升，主营业务利润率出现较大幅度的下降，2006 年为 11.58%。

近三年，公司现金收入比率指标连续下降，2006 年为 113.47%，加权平均为 117.85%，总体上，公司收入实现质量仍较好。

随着收入规模的扩大，公司主营业务利润绝对额仍保持着较快的增长速度，营业利润也由负转正，但期间费用仍保持较大规模，公司营业利润仍处于低水平。

近三年，公司投资收益增长较快，也保持着较大规模，2006 年度为 21969.66 万元。投资收益主要来自对江钨有限公司的投资，2006 年和 2007 年，公司实际从江钨有限公司分得的上一年度现金红利分别为 11392.50 万元和 18281.90 万元，公司投资收益质量较好。同时，公司具有较为稳定的财政补贴收入，近三年，平均每年获得的补贴为 3675.13 万元。

近三年公司利润总额大幅增长，年均增长率为 192.90%，2006 年度为 33953.76 万元。

近三年，公司总资产收益率和净资产收益率大幅上升，2006 年分别为 15.52%和 27.79%，收益率指标的上升，主要受到投资收益的影响。总体看，公司盈利能力强。

表 8 近三年公司盈利能力指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均
总资产收益率 (%)	5.65	15.227	15.52	13.46
净资产收益率 (%)	5.74	22.60	27.79	21.83
主营业务利润率 (%)	30.60	14.28	11.58	16.19
现金收入比率 (%)	124.76	120.54	113.47	117.85
现金利润比率 (%)	95.42	2.24	13.43	26.47

根据公司的预测数据（见表6），公司未来的净资产收益率和总资本收益率将继续保持在目前的水平上。综合上文我们对公司未来发展的分析，我们认为，公司预计的未来三年盈利能力指标实现可能性较大，其中投资收益对盈利水平的贡献仍会占较高比重。

5. 现金流

近三年，公司销售商品提供劳务收到的现金年均增长 314.42%，略低于主营业务收入的增速；而成本的上升使购买商品接受劳务支付的现金年均增长 401.76%；公司经营活动产生的现金流量净额增长较慢，年均增长率为 9.89%，2006 年为 4560.95 万元。

江钨有限公司是公司最主要的投资对象，公司取得投资收益所收到的现金主要来自于江钨有限公司。近年，公司准备投资的项目较多，前期准备需要较多的资金投入，所以支付的其他与投资活动有关的现金也大幅增长，同时为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金也增长较快。近两年，公司投资活动产生的现金流量净额较大，2006 年为 -41158.78 万元。

银行借款是公司融资的最主要方式，近三年公司筹资活动产生的现金流量净额由负变正，融资规模不断增加，2006 年为 59182.24 万元。

总体上看，近三年公司经营活动现金流状况较好，投资不断增加，融资规模不断增加，总体现金流状况较好。

6. 偿债能力

由于流动负债增长速度较流动资产增长速度快，近三年，公司流动比率指标有小幅的下降，至 2006 年底为 127.27%，三年加权平均值为 126.61%；存货在流动资产中占有较大比重，公司速动比率指标较流动比率指标有较大下降，2006 年底 99.22%，三年加权平均值为 103.69%（见表9）。

近三年，公司 EBITDA 利息倍数有较大波动，2006 年是三年的最低值，为 10.80 倍，三年加权平均值为 18.52 倍。由于短期债务大幅增长，公司债务保护倍数呈现下降趋势，2006 年为 0.29 倍，三年加权平均为 0.45 倍。

总体看，公司短期偿债能力正常，长期偿债能力较强。

表9 近三年公司偿债能力指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均
流动比率（%）	127.98	124.58	127.27	126.61
速动比率（%）	126.49	95.95	99.22	103.69
EBITDA 利息倍数（倍）	14.94	33.78	10.80	10.80
债务保护倍数（倍）	0.68	0.58	0.29	0.45

根据公司的预测数据（见表6），未来三年，公司的 EBITDA 利息倍数分别为 9.89 倍、13.05 倍和 12.86 倍；债务保护倍数分别为 0.25 倍、0.32 倍和 0.32 倍。总体上看，预计公司未来的偿债能力将与目前水平相当，公司偿债能力稳定。

六、综合评价

钨金属是不可再生的战略性资源，因其良好的物理特性，而被广泛应用于机械制造、石油矿井、国防工业、航空航天等重要领域。钨金属具有一定的稀缺性，经济发展带动了钨消费量的不断增长，钨行业的发展前景较好。

公司是我国重要的钨品生产企业之一，目前，公司资产结构不合理、债务负担偏重，主营业务收入近年来大幅增长，整体盈利能力强。随着公司投资项目的竣工投产，公司的收入和利润规模有望大幅增长。

总体看，公司整体信用风险较小。

附件1 公司所属子公司及参股公司明细

企业名称	出资额（万元）	股权比例
纳入合并范围子公司（矿山企业）		
江西萍坑钨业有限公司	190	95%
江西画眉坳钨业有限公司	90	90%
江西岢美山钨业有限公司	190	95%
纳入合并范围子公司（冶炼加工企业）		
赣州有色金属冶炼有限公司	820	99.4%
江西铜鼓有色冶金化工有限责任公司	760	38%
江西省鑫盛钨业有限公司	540.6	51%
赣州远驰新材料有限公司	1760	32%
福建赣闽铁合金有限公司	2400	48%
江西东芝电子材料有限公司	999	31.9%
纳入合并范围子公司（汽修、建筑企业）		
赣州有色冶金机械有限公司	855	99.4%
赣州有色冶金汽修有限公司	266	88.67%
江西华通冶金建设有限公司	2050	97.6%
赣州汽车改装厂	387	100%
纳入合并范围子公司（贸易企业）		
江钨集团进出口有限公司	574.2	99%
江西江钨有色金属贸易有限公司	1000	50%
赣州鑫宇矿冶有限公司	3785	99.6%
纳入合并范围子公司（资产经营公司）		
江西大吉山资产经营有限公司	170	94.44%
江西盘古山资产管理经营有限公司	200	95.24%
江西西华山资产经营有限公司	205	95.4%
江西荡坪资产经营有限公司	215	95.6%
江西下龚资产经营有限公司	246	96%
有色金属工业惠州东江集团公司	126.61	30.48%
未纳入合并范围（参股企业）		
江西钨业集团有限公司	29400	49%
赣州华兴钨制品有限公司	894	35.77%
未纳入合并范围子公司（尚未运营）		
方圆（德安）矿业投资有限公司	300	100%
江西弘达矿业有限公司	400	40%
建水鑫炼矿业有限公司	80	80%
云南金平鑫赣矿业有限公司	850	85%
玉树州江霖有色金属有限公司	8000	80%
赣州江钨友泰新材料有限公司	3303	45%
江西天合新材料有限公司	2119.68	36%
上杭赣闽有色金属实业发展公司	82	41%
江西宏安旅游开发有限公司	2398	100%

附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币元）

	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	401828299.23	382551348.63	622283367.60	24.44
短期投资	842000.00	202000.00	202000.00	-51.02
应收票据		4005978.35	18271540.40	
应收账款	12893654.69	229857442.71	387130280.77	447.95
其他应收款	223463162.02	261069359.48	689295119.58	75.63
预付账款	10974328.16	71424160.21	203922106.90	331.07
应收补贴款			535321.77	
应收出口退税		3559484.46	6116570.95	
存货	7962897.25	285102855.95	574528438.53	749.42
待摊费用	11509572.10	2723136.16	413865.39	-81.04
待处理流动资产净损失	13456403.36		10787.28	
其他流动资产			103900000.00	
流动资产合计	682930316.81	1240495765.95	2606609399.17	95.37
长期投资				
长期股权投资	484711805.53	574921208.69	704761115.79	20.58
长期投资合计	484711805.53	574921208.69	704761115.79	20.58
加：合并价差		50499933.44	-54916562.00	
长期投资净额	484711805.53	625421142.13	649844553.79	15.79
固定资产				
固定资产原值	163563109.44	249438796.01	289179770.84	32.97
减：累计折旧	61632139.68	61632139.68	82780501.64	15.89
固定资产净值	101930969.76	176367505.99	206399269.20	42.30
固定资产净值减值准备		370547.17	32307871.97	
固定资产净额	101930969.76	175996958.82	174091397.23	30.69
在建工程	1093443.77	19807356.39	66071023.17	677.33
固定资产清理	5068812.61	4597299.76	4543833.85	-5.32
待处理固定资产净损失	25106819.33	262050.73	262050.73	-89.78
固定资产合计	133200045.47	200663665.70	244968304.98	35.61
无形资产及其他资产				
无形资产	1174668.86	8321615.58	44578746.08	516.04
长期待摊费用	142647093.55	62670529.82	30845578.51	-53.50
其他长期资产	80367.75	4080367.75	5840367.75	752.47
无形资产及其他资产合计	143902130.16	75072513.15	81264692.34	-24.85
资产总计	1444744297.97	2141653086.93	3582686950.28	57.47

附件 2-2 资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币元）

	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	50622290.00	331116347.00	667904500.00	263.23
应付票据		39184472.60	392311000.00	
应付账款	9424070.64	196107833.06	366145476.68	523.31
预收账款	5810091.83	56076348.48	146963380.47	402.94
应付工资	35955876.84	21702759.93	28452930.67	-11.04
应付福利费	2522265.73	4474613.05	6908710.26	65.50
应交税金	6111130.92	-27474540.03	-27894526.04	
其他应交款	56471.33	1597458.47	2572675.32	574.96
其他应付款	422835801.73	372408742.45	462615647.04	4.60
预提费用	283125.37	514329.07	2140171.10	174.94
流动负债合计	533621124.39	995708364.08	2048119965.50	95.91
长期负债				
长期借款	11675500.00	10500000.00	30500000.00	61.63
长期应付款	55250016.22	66370016.22	54550016.22	-0.64
专项应付款	169549394.69	136796309.68	269675138.16	26.12
其他长期负债	154000.00	154000.00	154000.00	
长期负债合计	236628910.91	213820325.90	354879154.38	22.46
负债合计	770250035.30	1209528689.98	2402999119.88	76.63
少数股东权益	3856715.73	92061035.70	115129304.81	446.37
所有者权益				
实收资本	513926063.31	513926063.31	513926063.31	
资本公积	207053652.73	150720075.77	164396916.76	-10.89
盈余公积	2857167.95	30884547.38	60473630.14	360.06
未分配利润	-53199337.05	144532674.79	410928687.17	
未确认的投资损失（以“-”号填列）			-85166771.79	
所有者权益合计	670637546.94	840063361.25	1064558525.59	25.99
负债及所有者权益合计	1444744297.97	2141653086.93	3582686950.28	57.47

附件 3 利润及利润分配表

(单位: 人民币元)

	2004 年度	2005 年度	2006 年度	变动率 (%)
一、主营业务收入	123652580.46	1219471452.59	2335148708.47	334.57
减: 主营业务成本	83665654.44	1041091289.07	2058032027.90	395.97
主营业务税金及附加	493773.17	3167582.17	6735241.22	269.33
经营费用	1652503.11	1350197.22	0.00	-100.00
加: 代购代销收入		265827.32	0.00	
二、主营业务利润	37840649.74	174128211.45	270381439.35	167.31
加: 其他业务利润	364932.69	9789656.18	11249690.43	455.22
减: 营业费用		11660528.56	34688506.92	
管理费用	66872529.40	141194542.65	134099342.03	41.61
财务费用	1903953.07	8616356.69	28111046.70	284.25
其他				
三、营业利润	-30570900.04	22446439.73	84732234.13	
加: 投资收益	32383092.71	158585958.88	219696574.43	160.47
补贴收入	37450000.00	35650000.00	37153923.77	-0.40
营业外收入	4386453.90	3005308.73	4576187.41	2.14
减: 营业外支出	4071263.02	8749040.00	6621300.13	27.53
四、利润总额	39577383.55	210938667.34	339537619.61	192.90
减: 所得税	1041383.17	18431891.25	23272548.80	372.73
减: 少数股东损益	20142.13	2646342.59	20374243.17	3080.45
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	38515858.25	189860433.50	295890827.64	177.17
加: 年初未分配利润	-91715195.30	-16848693.68	144532674.79	
其他调整因素		0.00	94267.50	
六、可供分配的利润	-53199337.05	173011739.82	440517769.93	
减: 提取法定盈余公积		18986043.35	29589082.76	
提取法定公益金		9493021.68		
七、可供投资者分配的利润	-53199337.05	144532674.79	410928687.17	
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	-53199337.05	144532674.79	410928687.17	

附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币元)

	2004 年度	2005 年度	2006 年度	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	154274793.01	1469996650.08	2649637860.55	314.42
收到的税费返还		29239702.29	66933146.45	
收到的其他与经营活动有关的现金	184652276.52	289861858.12	356526270.82	38.95
现金流入小计	338927069.53	1789098210.49	3073097277.82	201.12
购买商品、接受劳务支付的现金	93244895.56	1486954340.05	2347574403.88	401.76
支付给职工以及为职工支付的现金	33060100.54	78843436.84	107700442.32	80.49
支付的各项税费	12049040.77	53873891.17	138476093.80	239.01
支付的其他与经营活动有关的现金	162806856.45	164702879.85	433736869.74	63.22
现金流出小计	301160893.32	1784374547.91	3027487809.74	217.06
经营活动产生的现金流量净额	37766176.21	4723662.58	45609468.08	9.89
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	555631.50	14600000.00	390000.00	-16.22
取得投资收益所收到的现金	176272.58	22901579.64	112092796.33	2421.72
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	2091834.05	111995.35	372208.58	-57.82
收到的其他与投资活动有关的现金		308058.81	145870693.05	
现金流入小计	2823738.13	37921633.80	258725697.96	857.21
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2143693.98	35204645.77	98075616.52	576.39
投资所支付的现金		57984850.54	105900000.00	
支付的其他与投资活动有关的现金	2191.40	432152.86	466337881.98	46030.64
现金流出小计	2145885.38	93621649.17	670313498.50	1667.40
投资活动产生的现金流量净额	677852.75	-55700015.37	-411587800.54	
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金		6350429.35	53080000.00	
借款所收到的现金	19850000.00	441994383.85	813607053.93	540.22
收到的其他与筹资活动有关的现金	2441932.61	11633416.26	471976481.51	1290.25
现金流入小计	22291932.61	459978229.46	1338663535.44	674.93
偿还债务所支付的现金	21250000.00	222736184.00	352113415.16	307.06
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1677528.90	4451268.97	29217963.32	317.34
支付的其他与筹资活动有关的现金	490329963.01	1875643.34	365509729.67	-13.66
现金流出小计	513257491.91	229063096.31	746841108.15	20.63
筹资活动产生的现金流量净额	-490965559.30	230915133.15	591822427.29	
四、汇率变动对现金的影响	0.00	-249803.11	-245322.64	
五、现金及现金等价物净增加额	-452521530.34	179688977.25	225598772.19	

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币元)

	2004 年度	2005 年度	2006 年度	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
其他			1736989.90	
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	38515858.25	189860433.50	295890827.64	177.17
减: 未确认的投资损失 (以 “+” 号填列)				
加: 少数股东损益	20142.13	2646342.59	20374243.17	3080.45
计提的资产减值准备	-9231.66	4590383.93	196565.20	
固定资产折旧	3688532.36	9691169.93	13891681.95	94.07
无形资产摊销		89575.49	321680.06	
长期待摊费用摊销		20171992.15	830577.47	
待摊费用减少(减:增加)	-5129312.60	-1847988.88	2667202.59	
预提费用增加(减:减少)	-3829861.10	411468.54	1602842.03	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产	-426793.51	22931.71	-133765.36	-44.02
固定资产报废损失	1940193.33	198427.34	192117.11	-68.53
财务费用	1886270.65	8618813.51	28736718.99	290.32
投资损失(减:收益)	-32464626.94	-158585958.88	-219696574.43	160.14
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	4480588.15	-237579321.83	-289597316.91	
经营性应收项目的减少(减:增加)	45998855.29	-315149360.84	-552137039.56	
经营性应付项目的增加(减:减少)	-16904438.14	349525091.89	740555339.03	
其他		132059662.43	1914369.10	
经营性活动产生的现金流量净额	37766176.21	4723662.58	45609468.08	9.89
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	401828299.23	382551348.63	622283367.60	24.44
减: 现金的期初余额	854349829.57	204723671.38	395725187.41	-31.94
现金等价物的期末余额		3170000.00	2210592.00	
减: 现金等价物的期初余额		1308700.00	3170000.00	
四、现金及现金等价物净增加额	-452521530.34	179688977.25	225598772.19	

附表 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】×100%
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件6 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

关于江西稀有稀土金属钨业集团公司 2007 年企业主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信将在正式出具评级报告后第 6 个月进行定期跟踪，并在企业主体长期信用等级有效期内进行不定期跟踪评级。

江西稀有稀土金属钨业集团公司（江钨集团）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。江钨集团如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江钨集团的经营管理状况及相关信息，如发现江钨集团出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整企业主体长期信用等级。

如江钨集团不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至江钨集团提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如江钨集团主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送江钨集团、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零七年六月十一日

