

跟踪评级公告

联合[2011] 1122 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江西稀有稀土金属钨业集团有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，维持“11江钨MTN1”和“11江钨MTN2”AA⁻的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月二十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江西稀有稀土金属钨业集团有限公司

跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 江钨 MTN1	5 亿元	2011/1/17-2014/1/17	AA ⁻	AA ⁻
11 江钨 MTN2	5 亿元	2011/4/17-2014/4/17	AA ⁻	AA ⁻

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 29 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	11 年 9 月
现金类资产(亿元)	8.51	12.07	17.41
资产总额(亿元)	87.95	87.32	109.92
所有者权益(亿元)	37.41	37.09	37.83
短期债务(亿元)	37.64	33.92	47.40
全部债务(亿元)	42.08	40.49	63.97
营业收入(亿元)	86.70	96.49	88.56
利润总额(亿元)	0.38	1.24	1.46
EBITDA(亿元)	2.90	4.31	--
经营性净现金流(亿元)	-18.26	6.81	2.16
营业利润率(%)	2.14	2.90	3.18
净资产收益率(%)	0.38	2.25	--
资产负债率(%)	57.46	57.53	65.58
全部债务资本化比率(%)	52.94	52.19	62.84
流动比率(%)	101.57	104.80	121.10
全部债务/EBITDA(倍)	14.52	9.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.80	2.15	--
经营现金流流动负债比(%)	-40.01	15.94	--

注: 2011 年三季度财务报表未审计。

分析师

刘新宇

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

江西稀有稀土金属钨业集团有限公司(以下称“公司”或“江西钨业”)是中国最主要的钨品生产企业之一。跟踪期内,公司继续面临练好的外部环境,同时公司规模优势得以保持,生产经营规模持续扩大;收入、利润、经营性现金流水平明显改善;同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司目前的有息债务较重;未来存在一定的集中偿付压力等因素对公司信用水平产生的不利影响。

伴随着新增产能的充分释放,公司经营规模明显扩大;未来收入利润水平有望进一步提高,对公司待偿还债券具有较好的保障能力。

综合分析,联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为 AA⁻,评级展望为稳定,并维持“11 江钨 MTN1”和“11 江钨 MTN2”的信用等级为 AA⁻。

优势

1. 2010 年以来,钨行业整体经营形势向好,持续为公司提供良好的发展环境。
2. 跟踪期内,公司继续保持较强的规模优势,主要产品产销量持续提高。
3. 跟踪期内,公司收入、利润水平明显提高,经营性现金流状况有所好转。
4. 根据江西省政府与中国铝业公司签署的战略合作框架协议,江钨控股将成为中国铝业公司与江西省共同发展稀有稀土金属业务的平台,将在运营管理、资金、技术等方面对公司形成重大的积极影响。

关注

1. 跟踪期内,公司债务负担有所加重。

2. 公司发行的两期债券间距时间较短，未来存在一定集中偿付压力。

一、企业概况

江西稀有稀土金属钨业集团有限公司（以下称“公司”或“江钨集团”）是于2007年12月由江西稀有稀土金属钨业集团公司改制而来，公司性质为国有控股的有限责任公司；后经过注册资本和股东变化，截至2011年9月底，公司注册资本15亿元，江西稀有金属钨业控股集团有限公司（以下称“江钨控股”）和上海望潮投资有限公司（以下称“上海望潮”）分别出资70%和30%；江钨控股是江西省国有资产监督管理委员会全资子公司。

公司经营范围包括有色金属矿产资源的勘查、开发，有色金属矿产品冶炼、加工，经营自产产品及技术与装备的内外贸业务等；主要产品包括钨精矿和仲钨酸铵（APT）等系列钨品，以及铜杆等有色金属产品。

截至2011年9月底，公司拥有全资或控股子公司27家，并参股3家公司；公司本部设有生产技术部、安全环保部、供销部、投资发展部、企业管理部、财务部等职能部门。

截至2010年底，公司合并资产总额为87.32亿元，所有者权益合计为37.09亿元（其中少数股东权益7.62亿元）。2010年，公司实现营业收入96.49亿元，利润总额1.24亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为6.81亿元。

截至2011年9月底，公司合并资产总额为109.92亿元，所有者权益合计为37.83亿元（其中少数股东权益7.72亿元）。2011年1~9月，公司实现营业收入88.56亿元，利润总额1.46亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为2.16亿元。

公司注册地址：江西南昌市北京西路118号；法定代表人：钟晓云。

二、行业分析

公司主营业务包括钨、铜制品的加工及销售，主要涉及有色行业中的钨、铜两大子行业。

1、钨行业

钨熔点最高、比重大、硬度仅次于金刚石，被称为“工业食盐”。用钨制造的硬质合金具有超高硬度和优异的耐磨性，用于制造各种切削工具、刀具、钻具和耐磨零部件。

根据中国国土资源部对国内钨资源的统计，中国现有钨矿主要分布在湖南、江西，其储量分布分别占全国总储量的35%和19%，此外，广东、广西、福建、河南、内蒙古也有相当规模的矿山及一批地方小型钨矿。中国现有20万吨以上储量的钨矿仅10座，主要分布在湖南、江西。

中国是全球最大钨消费国，占比在40%以上，对全球钨消费极为重要。“十一五”期间，中国钨消费复合增长率为8.9%，预计未来5~10年，中国钨消费增长率还会维持在10%左右。中国硬质合金占到了所有钨消费的45%左右，钨钢为33%，钨材14%，钨化工9%，

按照有色金属工业协会的统计，2010年国内钨消费量为30891吨，同比增长14.46%。2010年钨消费结构如下：硬质合金47%，钨特钢31%，钨材15%，钨化工7%。2011年1~6月中国钨精矿的产量为52273万吨，同比增加3.9%。增量主要来自以下三个方面：第一，是一些老矿山的技改，第二是新建的一些多金属矿产的副产，最近这几年国家停止了对新开采钨矿山的审批，但另一些矿山，产品包含钨、铜、锌、钼等多金属，其副产品钨的产量也是很大的，这也是新增矿的来源。第三就是废钨的利用和尾矿的回收，增量的80%都来自于后两种情况，也就是多金属矿产的副产，加上废钨的利用。

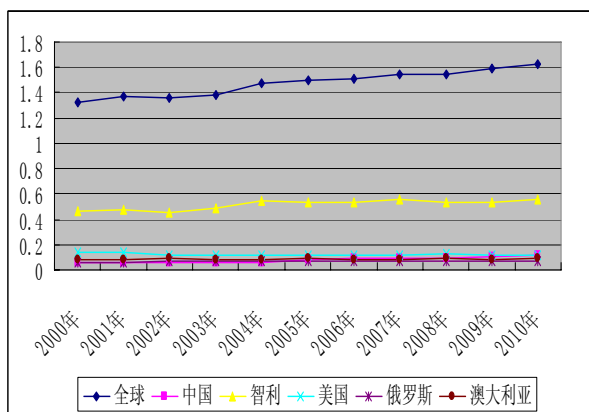
从价格上来看，2011年钨精矿价经历5~6月的调整后，自7月重拾上升趋势。钨价于8月初重回15.7万元/吨年内高点，较年初价格上涨40.9%；2011年1~7月钨精矿均价13.6万元/吨，较2010年均价上涨56.8%。2011年下半年钨精矿供需紧张状态依然难以缓解，支撑钨价上涨驱动因素未变，带动产业链各环节产品依次同步提价，且下游成品毛利有进一步扩张趋势。

未来,国家已经停止了对新建钨矿的审批,对原有矿山的开采也实行了配额管理,使得它的产量没有很大幅度的增加。同时,钨矿山的开采产量没有办法在很短期内明显增大,要在短期内增加产量是很难。预计未来钨行业原料供给应处于偏紧状态。

2、铜行业

铜是重要的工业原材料,因其良好的热导率、电导率、耐腐蚀性、延展性等特性,被广泛的用于电气设备、机械制造、电子信息、国防工业、日用消费品、建筑等领域。世界铜储量最多的国家依序是智利、美国、中国、俄罗斯、澳大利亚。

图1 全球主要国家铜矿产量情况(单位:亿吨)



资料来源: wind 资讯

随着世界经济的不断发展,铜在工业和生活中的作用愈来愈大,然而铜矿产资源有限,需求却在不断增大,催生了铜矿开采技术的不断提高,2010年全球铜矿产量1.62亿吨,其中智利、中国、美国、俄罗斯和澳大利亚铜矿产量占全球产量的58.27%,仅智利铜矿占总产量的34.07%,中国只占总产量的7.10%。

据世界金属统计局(WBMS)称,2010年精炼铜产量1925万吨,消费量同期比增长26.58%。从产量和消费量总体来看,2010年全球精炼铜产能过剩2万吨,较2009年41万吨的剩余量大大缩减。

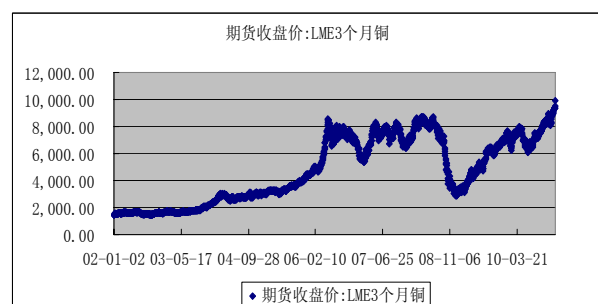
表1 近年来铜的产量和消费量

年份	精炼铜产量 (万吨)	世界消费量 (万吨)
1995	1181.80	1216.50
1996	1273.50	1240.10
1997	1358.60	1301.70
1998	1410.30	1340.60
1999	1426.30	1385.20
2000	1480.70	1519.20
2001	1568.50	1468.60
2002	1535.10	1505.30
2003	1523.90	1530.40
2004	1582.60	1671.60
2005	1661.00	1663.20
2006	1734.30	1697.40
2007	1798.00	1809.80
2008	1848.40	1815.60
2009	1865.31	1824.00
2010	1925.00	1923.00

资料来源: wind 资讯

从铜价走势来看,在全球经济形势逐渐好转的情况下,铜价也逐渐恢复到正常水平。从长远来看,铜的稀缺性以及铜的金融属性决定其价格受市场心理及市场资金影响显著,精铜供需相对平衡,短期内不存在严重供不应求的状况,国际铜价继续长期高位运行的可能性不大。2010年中国铜价平均价59066元/吨,同比上涨40.50%。

图2 2002年~2010年LME3个月铜期货收盘价



注: LEM 单位: 美元/吨

资料来源: wind 资讯

2010年中国铜矿产量占全球总产量的7.10%，精炼铜产量457.4万吨，同比增长11.3%；中国精炼铜消费量792万吨，同比增加5.1%，是世界上铜消费最大的国家，中国的铜原材料主要依赖进口。2010年12月21日中国海关总署公布的2010年11月铜进出口数据显示，2010年1月至11月，中国累计进口铜1386.04万吨，其中铜矿砂、废铜、精炼铜分别占比43.17%、28.35%、19.43%，主要原产地为智利、秘鲁、美国和澳大利亚。中国铜行业需求仍然较大。

近年来，国家经济发展带动了基础设施建设、电力工程等铜行业下游行业的发展，使铜的需求逐步加大。

未来几年，铜冶炼行业的发展趋势为：注重矿山项目的投资开发、冶炼行业的产能扩建由改扩建演变成淘汰落后产能、发展下游高附加值产业链，铜进口贸易市场活跃。

因国家经济发展需要，且铜在工业发展中发挥的重要作用，中国对铜的需求维持强劲态势，铜加工行业发展迅速，但无论是铜加工、铜冶炼还是铜矿环节，依靠中国自身的生产并不能完全满足中国终端消费对铜的需求，因此这些环节的进口贸易市场活跃。

综上所述，铜行业前景较好，需求旺盛，若调整好铜原料供给，将进一步提升铜行业景气性。持续增大的需求和基础性战略地位将促进铜行业稳定发展。

从各种铜产品进出口对比情况来看，中国多数铜产品均保持净进口状态。尽管与进口量对比，未锻轧铜出口量有限，但前三季度仍实现了大幅增长，出口大幅度增长的原因主要是铜价外高内低。

三、经营管理分析

公司是中国主要的有色金属生产企业之一，截至2011年9月底拥有10多个探矿权和采矿权，累计拥有各类金属量约100万吨，其中钨约20万吨，钼25万吨，铜45万吨，另外还包括锡、铋、稀土等稀有稀土金属。

目前，公司拥有170万吨/年的钨矿石采选能力，拥有钨综合冶炼能力3万吨/年，其中包括年产1万吨APT、1200吨偏钨酸铵、7200吨氧化钨、4500吨钨粉、2300吨碳化钨、4000吨钨铁、1000吨硬质合金等系列钨品的生产能力；同时，公司还具有3200吨/年的稀土分离能力，以及年产2000吨储氢粉、2000吨钼酸铵和12万吨铜杆的生产能力。

公司投资的12万吨铜杆加工项目在2009年投产以后，收入结构因此发生重大变化；钨及钨制品收入所占比重逐年下降。受益于有色金属等产品贸易量的增长，以及铜杆加工项目的投产，公司主营业务收入在跟踪期内保持了较快增长速度。

表2 公司营业收入构成
单位：亿元

项目	2010	11年1-9月
钨及钨制品	15.39	18.36
铜杆	35.15	43.58
贸易	37.68	25.69
其他	7.96	0.93
合计	96.49	88.56

资料来源：公司提供。

表3 公司营业收入毛利率情况

项目	2010年	2011年1-9月
钨及钨制品	11.42%	14.26%
铜杆	0.40%	-1.01%
贸易	2.16%	5.20%
其他	0.31%	3.95%

资料来源：公司提供。

2010年，公司营业收入实现96.49亿元，同比增长11.29%；2011年1~9月，公司营业收入实现88.56亿元，达到2010年全年水平的91.78%；增长主要原因是新增的铜杆加工业务产能充分释放，同时公司钨类产品下游需求旺盛，销量和价格都有一定增长，此外公司贸易量也有一定程度的增长。

从毛利情况来看，公司跟踪期内，除了铜

杆业务以外，其他业务板块毛利水平均为上升趋势，铜杆业务毛利较低主要是该业务的原材料主要来自于国外进口的废旧铜，进口价格较高，公司该项业务主要通过销售再生资源实现的增值税返还来实现利润（见下表5）。

1. 钨、铜业务

原料供应

跟踪期内，公司生产所需的精矿产品主要通过下属矿山的自产和外购来满足。其中自产和外购的比例约为 5.9:4.1 左右。

截至 2011 年 9 月底，公司拥有浒坑钨矿、岿美山钨矿和画眉坳钨矿等 11 家矿山生产企业；合计拥有年产 5000 吨钨、1500 吨钼、1000 吨锡和 300 吨铋的生产能力，以及少量的铜、锌等精矿生产能力。2010 年，公司拥有的矿山共生产钨精矿 3700 多吨、钼精矿 600 多吨、锡精矿 800 多吨、铋精矿 150 多吨。

江西钨业集团有限公司（以下称“江钨有限公司”）是公司的重要参股公司（公司参股 49%），按照双方订立的合同，江钨有限公司从 2010 年和 2011 年 1~9 月，每月向公司提供钨精矿 120 吨。

除上述来源外，公司所需精矿原料主要根据生产需要向公开市场采购，采购价格按照市场价格确定。目前公司已与江西、以及广东、广西、湖南等周边地区的多家钨精矿生产企业形成了长期的合作关系。

2010 年公司正式投产的铜杆加工项目所需原料主要为各类废杂铜，公司在赣州设立了再生资源回收公司以对外收购废铜，为此项目提供原料。中国是全球最大的废铜进口商，目前每年进口量在 400~500 万吨左右；同时，江西和周边的广东、浙江等省份均为废铜回收较为集中的区域，有利于公司原料采购；公司目前生产所需的废杂铜原料供应正常。

总体上，公司目前的精矿原料供应状况正常，随着尚未生产矿山的逐步投产，公司精矿原料的自给能力将会有所提高。

生产经营

公司所有产品的生产均由下属企业负责具体完成，在 2010 年之前公司产品为单一的钨品冶炼企业，并有部分伴生金属的冶炼。2008 年受年初冰雪灾害的影响以及年末金融危机的影响，公司部分钨品生产受到一定影响，但整体正常；跟踪期内，公司钨类产品的生产已恢复正常，部分产品产量有明显增长。

2010 年，公司新投产的项目的产能得到充分释放；同期公司新开发的铜、钼、锡等金属矿山也逐步投产。因此，公司已由单一的钨品生产企业转型为多金属综合型生产企业；同时，公司硬质合金项目的投产也使公司的钨品产业链实现完整，具备了高端产品的生产能力。

在具体生产过程中，公司下属主要企业注重采、选、冶环节的技术改造和工艺流程优化，大力提高伴生金属的回收率。目前公司在钨、钼、锡等的选矿回收率，以及在 APT、钨粉、碳化钨粉等的冶炼回收率方面均达到了国内先进水平；公司总体生产状况正常。

截至 2011 年 9 月底，公司正在进行部分矿山的扩能工程，以及镍钴冶炼一期工程，高速铁路铜材一期工程等项目，并预计未来两年投产，因此公司未来的产品结构将有所变化，产品种类将继续丰富。

表 4 近年公司主要产品生产情况

单位：吨

项目	2010	2011 年 1~9 月
钨精矿	3329	2560
APT	4352	4642
钨粉	2255	1591
钨铁	2109	1140
碳化钨粉	1692	1162
铜杆	33785	29799

注：1、资料来源：公司提供。

2、产量中可能包含企业自用部分。

产品销售

公司产品销售采取公司本部销售、企业自

销以及下属进出口公司外销等相结合的方式。

公司本部销售业务主要是本部外购精矿类原料，委托下属企业冶炼加工，本部回收产成品向外销售；此类业务的存在主要是公司本部拥有一批相对固定的客户，为保持业务的稳定性，公司一直延续了此种业务。

跟踪期内，公司客户群体较为分散。但部分主要产品仍面对相对集中的客户，如钨品客户中的自贡硬质合金公司、株洲硬质合金公司、上海旺鑫钢铁厂等。公司近年通过加强走访，以及参与各类会议、论坛等方式，与新老客户加强沟通、协调，及时解决相关问题，提高了公司的知名度，并拓展和稳定了一批合作关系。

公司近年增加了多种新产品的生产，公司未来的销售模式可能会根据产品种类发生一定变化。目前，新产品的铜杆产品仍主要面向直接使用客户；硬质合金、储氢粉等产品则正在尝试引入经销商的销售模式，考虑新产品市场拓展的需要，公司此类产品的货款回收期可能

会有所加长；总体上，公司目前的产品销售状况正常，但新产品的市场拓展可能面临一定的压力。

表 5 近年公司主要产品销售情况

单位：吨

项目	2010	2011 年 1~9 月
APT	3243	2801
钨粉	615	488
钨铁	2175	1210
碳化钨粉	1722	1107
铜杆	83595	77661

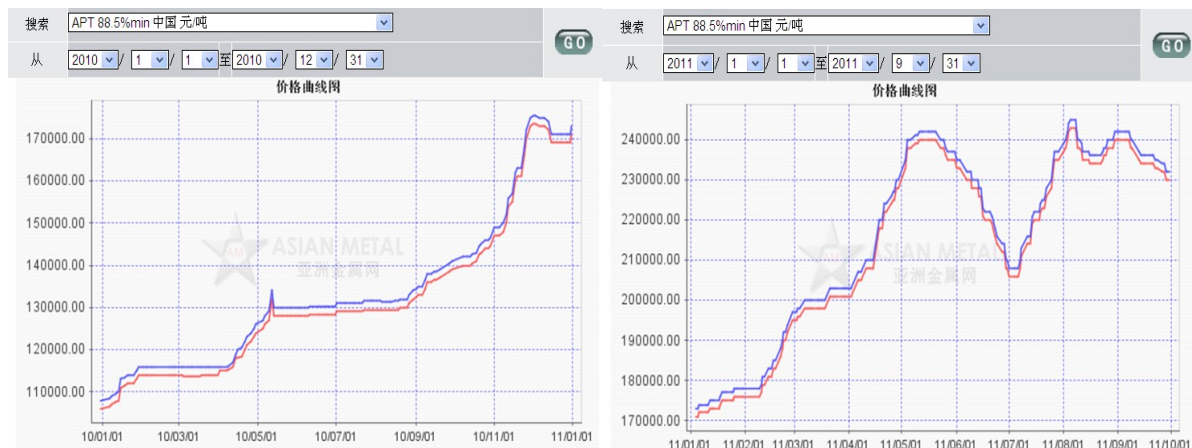
注：1、资料来源：公司提供。

2、销量包括公司本部销售数量，但合并报表中主营业务收入抵消了内部交易。

3、销售量不仅指公司自产产品销量，还包含贸易销售数。

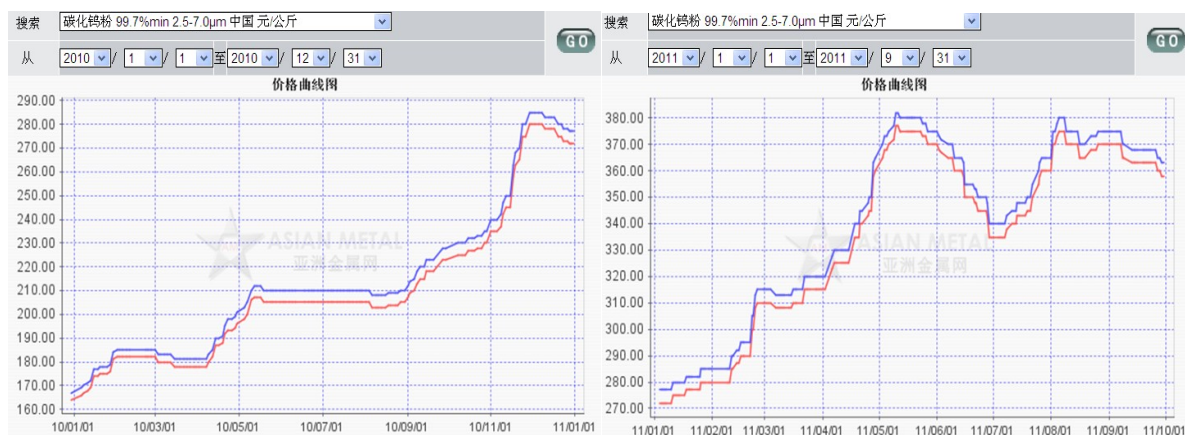
在销售价格方面，公司依据公开交易市场价格定价，如下图所示，2010 以来，公司产品市场价格基本上呈上升趋势，只是铜杆（电解铜）价格有所下降。

图 3 2010 年以来 APT 价格走势



资料来源：亚洲金属网。

图 4 2010 年以来碳化钨粉价格走势



资料来源：亚洲金属网。

图 5 2010 年以来电解铜价格走势



资料来源：亚洲金属网。

2. 贸易业务

公司贸易业务含国内贸易和进出口贸易，贸易业务的经营主体包括下属的进出口公司、江钨贸易公司、再生资源公司以及公司本部。

公司本部贸易业务主要产品为钨及钨制品，再生资源公司的贸易产品主要为光亮铜、废铜和电解铜；江钨贸易公司的贸易产品变化较大，2010 年及 2011 年 1~9 月的贸易产品主要包括铝液、铝锭，外矿，生铁，焦炭，热轧带钢，热轧卷板，钢坯，钢材，铜材等；江钨贸易主要根据市场状况，以盈利为目的来确定贸易业务产品。公司出口业务产品主要有钨铁、钨酸、蓝钨、碳化钨粉、偏钨酸铵、精铋、钨粉、仲钨酸铵、黄钨、四氧化三钴、钼等，进

口业务主要产品有电解铜、废铜、铋精矿等。2010 年，公司的出口金额为 11704.86 万美元，进口金额为 12120.69 万美元；2011 年 1~9 月，公司的出口金额为 19344.17 万美元，进口金额为 21672.57 万美元；主要进出口地为法、德、荷兰、意大利、美国、加拿大、日本、韩国等。2011 年 1~9 月，公司贸易业务收入 25.69 亿元，占公司营业总收入的 29%。

3. 重大事项

2010 年 3 月江西省人民政府与中国铝业公司签署了战略合作框架协议，将在有色金属工业领域进行全面合作。

根据协议，江钨控股将成为中国铝业公司

与江西省共同发展稀有稀土金属业务的平台，中国铝业公司将通过增资、收购、项目投资等方式开展合作，并将全力支持和帮助江西稀有稀土金属钨业集团有限公司的整体上市。

目前，审计、评估和法律等中介机构已完成初步调查，中国铝业公司与江西省就相关结果达成了初步意见，双方按相关规定正在履行合作审批的相关准备工作。

中国铝业公司是中央管理的重要骨干企业之一，在有色金属行业中具有举足轻重的地位，有着很强的市场影响力。若上述协议内容得以全面落实，将在运营管理、资金、技术等方面对公司形成重大的积极影响。

四、财务分析

公司提供的 2009~2010 年财务报表由信永中和会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2011 年 3 季度报表未经审计。

截至 2010 年底，公司合并资产总额为 87.32 亿元，所有者权益合计为 37.09 亿元（其中少数股东权益 7.62 亿元）。2010 年，公司实现营业收入 96.49 亿元，利润总额 1.24 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为 6.81 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司合并资产总额为 109.92 亿元，所有者权益合计为 37.83 亿元（其中少数股东权益 7.72 亿元）。2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 88.56 亿元，利润总额 1.46 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为 2.16 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，在行业整体回暖和新建的铜杆加工一期工程和储氢合金粉一期工程相继投产的带动下，公司主营业务收入和各项利润稳步提高。2010 年，公司营业收入和营业成本分别为

96.49 亿元和 93.52 亿元，较 2009 年分别增长 11.29% 和 10.49%；营业利润率为 2.90%，较 2009 年上升 0.76 个百分点；在此带动下，2010 年公司利润总额和净利润分别为 1.24 亿元和 0.83 亿元，较 2009 年分别增长 229.88% 和 486.73%。

2010 年，受到上述原因的影响，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.66% 和 2.25%，较 2009 年分别增长 1.45 个百分点和 1.87 个百分点，公司整体盈利能力有所增强。

2010 年投资收益情况见下表：

表 6 2010 年公司投资收益构成
单位：元

项目	本金额
交易性金融资产收益	102063055.97
持有至到期投资收益	22083.60
长期股权投资收益	128557187.21
其中：权益法核算确认的投资收益	119754004.62
股权转让收益	8803182.59
合计	230642326.78

资料来源：公司审计报告。

其中交易性金融资产收益系子公司赣州江钨新型合金材料有限公司、控股子公司江西华冶进口物资回收熔炼有限公司进行期货交易平仓损益。

本年股权转让收益系公司于 2010 年 4 月根据江西省国有资产监督管理委员会“赣国资产权字（2010）126 号”《关于同意转让赣州远驰新材料有限公司国有股权的批复》，将公司持有赣州远驰新材料有限公司 32% 的国有股权以 23582890 元转让予赣县世瑞新材料有限公司。公司与赣县世瑞新材料有限公司约定自 2010 年 1 月 1 日起不再享有赣州远驰新材料有限公司的权益。

2010 年，营业外收入为 5185.60 万元，其中 4457.67 万元为政府补助利得，其具体情况见下表：

表 7 2010 年公司补贴收入中政府补助利得明细

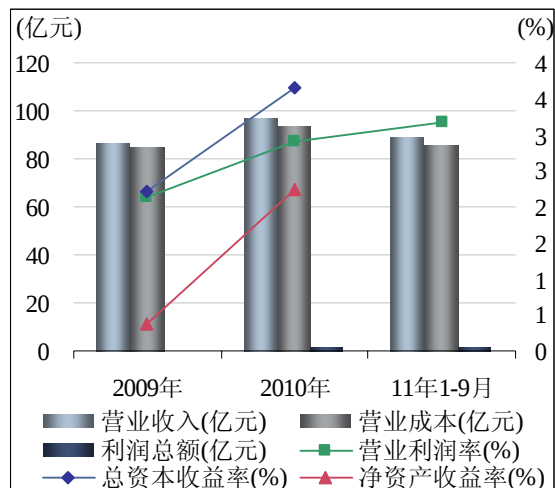
单位：元

项目	本年金额	来源和依据	相关批准文件	批准机关
增值税返还	40537229.82	对符合退税条件的纳税人 2010 年销售再生资源实现的增值税，按 50% 的比例退回给纳税人	财税〔2008〕157 号文《财政部 国家税务总局关于再生资源增值税政策的通知》	财政部、国家税务总局
财政贴息	248200.00	稀土产品储备财政贴息	赣市工信钨字[2010]201 号	赣州市财政局、赣州市工业和信息化委员会
企业发展扶持资金	3181207.03	《关于下达扶持企业发展资金的通知》、《关于兑现两个国家级开发区重大工业项目“50 条”一事一议扶持政策的批复》	洪经贸[2009]322 号、洪府厅字[2010]599 号	南昌市高新财政局；南昌市人民政府办公厅
重点产业振兴和技术改造	308854.12	《江西省财政厅关于下达 2009 年重点产业振兴和技术改造（第一批）项目建设扩大内需国债投资预算（拨款）的通知》	赣财建[2009]270 号	江西省财政厅
政府扶持资金	301241.68	税收优惠协议		钨山人民政府
合计	44576732.65			

资料来源：公司审计报告。

2011 年 1~9 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 88.56 亿元和 1.46 亿元，占 2010 年全年的比重分别为 91.78% 和 118.29%，公司整体经营状态继续保持良好的增长态势。

图 6 2009 年以来公司收入利润情况



资料来源：公司年报

总体来看，在行业回暖和新增产能的带动下，公司主营业务收入和各项利润水平稳步提升，公司整体盈利能力有所增强，但营业利润率仍偏低。

2. 现金流

公司跟踪期内，2010 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别为 114.08 亿元和 116.19 亿元，较 2009 年分别增长 4.85% 和 5.85%；2010 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出分别为 104.16 亿元和 109.38 亿元，较 2009 年分别下降 14.96% 和 14.57%，在此作用下，2010 年公司经营性现金净流量为 6.81 亿元，扭转了 2009 年现金流为负值的不利局面，经营性现金流明显改善。同期，公司现金收入比为 118.24%，较 2009 年下降 7.26 个百分点，收现质量有所下降，但总体水平尚可。

跟踪期内，公司部分在建项目投产，投资活动现金净流出量有所减少。2010 年，公司投资性现金流出和净流出量为 4.69 亿元和 2.33 亿元，较 2009 年分别下降 18.87% 和 26.98%，投资活动产生的现金净流出量为 2.33 亿元，较 2009 年下降 26.98%；同期，公司筹资活动前现金流量净额为 4.49 亿元，公司经营性现金净流量可以满足投资支出需要，对外部融资依赖性明显减弱。

2010 年,公司筹资性现金流入和流出分别为 51.92 亿元和 52.82 亿元,较 2009 年分别增长-1.29%和 35.21%,筹资性活动现金净流量为-0.90 亿元,公司对外部筹资依赖不强。

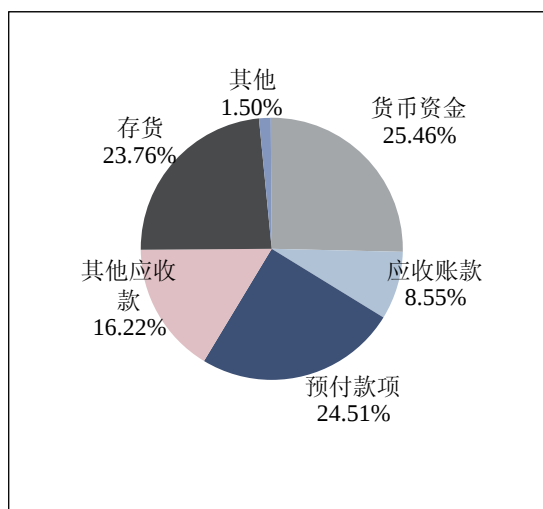
2011 年 1~9 月,公司经营性现金净流量为 2.16 亿元,投资性现金净流出量为 1.46 亿元,公司自有现金流仍能保证投资活动现金支出。

总体来看,受益于公司收入和利润水平的稳步提高,公司经营活动产生现金流的能力明显改善,对外部融资依赖性不强。

3. 资本及债务结构

截至 2010 年底,公司资产总额为 87.32 亿元,较 2009 年底下降 0.72%,其中流动资产占 51.30%,非流动资产占 48.70%。截至 2010 年底,公司流动资产为 44.80 亿元,较 2009 年底下降 3.35%,总体看,公司资产规模变化不大。

图 7 截至 2010 年公司流动资产构成情况



资料来源:公司年报

截至 2010 年底,公司货币资金为 11.40 亿元,较 2009 年底增长 45.82%,货币资金增幅大,主要是经营性现金流入增加所致。

截至 2010 年底,公司应收账款为 3.83 亿元,较 2009 年底下降 24.17%,应收账款规模有所下降,从账龄上来看,一年内的占比为 95.10%。

截至 2010 年底,公司预付款项为 10.98 亿元,较 2009 年底增长 7.16%,主要为贸易业务往来形成的预付款项。

截至 2010 年底,公司其他应收款为 7.27 亿元,较 2009 年底增长 28.55%,其他应收款较上年相比上升,主要是应收江西稀有金属钨业控股集团有限公司及其子公司的往来款较上年增加 1.51 亿元;子公司赣州江钨新型合金材料有限公司期货保证金增加 1 亿元。

截至 2010 年底,公司存货为 10.64 亿元,较 2009 年底下降 36.99%,主要是子公司赣州江钨新型合金材料有限公司本年度减少原材料库存 7.24 亿元所致。

截至 2010 年底,公司固定资产为 8.08 亿元,较 2009 年底增长 15.11%,主要是在建工程转固所致;在建工程为 3.64 亿元,较 2009 年底增长 34.73%,主要是在建的技改项目;无形资产为 21.63 亿元,较 2009 年底下降 2.18%,无形资产主要是采矿权。

截至 2011 年 9 月底,公司资产总额为 109.92 亿元,较 2010 年底增长 25.88%,其中流动资产占 59.85%,非流动资产占 40.15%,基本上保持稳定。

截至 2010 年底,公司所有者权益为 37.09 亿元,较 2009 年底下降 0.87%,主要是对公司参股的按权益法核算的 4 户破产企业调减资本公积 136184990.49 元所致。截至 2010 年底,公司所有者权益中股本占 50.91%、资本公积占 45.59%、盈余公积占 1.26%、未分配利润占 2.26%。公司所有者权益结构稳定性好。

截至 2011 年 9 月底,公司所有者权益为 37.83 亿元,较 2010 年底增长 2.01%,主要是利润增加所致。

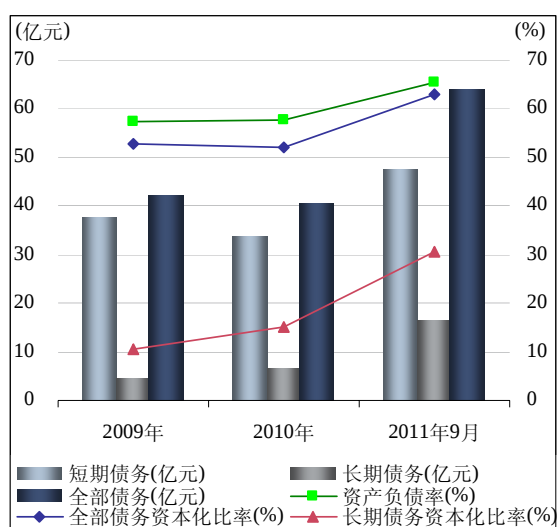
截至 2010 年底,公司负债总额为 50.23 亿元,较 2009 年底下降 0.61%,负债总额变化幅度不大。截至 2010 年底,公司负债总额中流动负债占 85.09%,非流动负债占 14.91%。公司负债以流动负债为主。

截至 2010 年底,公司全部债务为 40.49 亿

元,较 2009 年底下降 3.80%,其中短期债务占 83.77%,长期债务占 16.23%。公司短期债务占全部债务比重较大,债务期限结构较短,债务期限结构不尽合理。

截至 2010 年底,公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 57.53%、15.05%和 52.19%,较 2009 年底分别上升 0.06 个百分点、4.44 个百分点和-0.75 个百分点。公司债务负担有所上升。

图 8 2009 年以来公司债务负担变化情况



资料来源：公司年报

截至 2011 年 9 月底,公司全部债务为 63.97 亿元,较 2010 年底增长 58.01%,主要是发行两期中期票据所致。截至 2011 年 9 月底,公司全部债务中短期债务占 74.09%,长期债务占 25.91%,短期债务占比较高,债务结构不尽合理。

截至 2011 年 9 月底,公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 65.58%、30.47%和 62.84%,较 2010 年底分别上升 8.05 个百分点、15.42 个百分点和 10.65 个百分点。债务负担在发行两期中票的影响下有所提高。

总体来看,跟踪期内公司资产规模基本稳定,资产质量较好,债务规模有所提高,短期债务规模较大,债务结构不尽合理。

4. 偿债能力

截至 2010 年底,公司流动比率和速动比率分别为 104.80%和 79.90%,较 2009 年分别底上升 3.23%和 15.34%;截至 2011 年 9 月底,公司流动比率和速动比率分别为 121.10%和 87.45%,较 2010 年底分别上升 16.30%和 7.55%,2010 年,公司经营性现金流动负债比率为 15.94%;综合来看,公司短期偿债能力尚可。

2010 年,公司 EBITDA 利息倍数为 2.15 倍,较 2009 年有所上升;公司全部债务/EBITDA 的比率为 9.40 倍,较 2009 年下降,总体来看,公司 EBITDA 对全部债务的保护能力增强。

截至 2011 年 9 月底,公司无对外担保。

截至 2011 年 9 月底,公司获得的银行授信总额为 112.24 亿元,其中已使用 45.67 亿元,剩余未使用额度 66.57 亿元,间接融资渠道畅通。

公司于 2011 年 1 月 17 日和 2011 年 4 月 17 日发行了两期中期票据,两期金额均为 5 亿元。募集资金主要用于补充流动资金。以 2010 年财务数据为基础,公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“11 江钨 MTN1”和“11 江钨 MTN2”两期中期票据的保护倍数分别为 0.43 倍、11.62 倍和 0.68 倍。经营活动产生的现金流入量对“11 江钨 MTN1”和“11 江钨 MTN2”两期中期票据保障能力较强。

截至 2011 年 9 月底,公司现金类资产为 17.41 亿元,是“11 江钨 MTN1”和“11 江钨 MTN2”融资规模的 1.74 倍,对存续债券的保障能力较高。

综合分析,联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为 AA-,评级展望为稳定,并维持“11 江钨 MTN1”和“11 江钨 MTN2”的信用等级为 AA-。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	78210.92	114048.02	45.82	157837.07
交易性金融资产	23.58	24.30	3.08	24.30
应收票据	6865.08	6595.64	-3.92	16205.49
应收账款	50504.15	38296.87	-24.17	61137.18
预付款项	102479.32	109814.89	7.16	128708.70
应收利息	0.00	0.00	--	0.00
应收股利	0.00	81.24	--	81.24
其他应收款	56532.14	72674.20	28.55	110849.81
存货	168891.27	106423.84	-36.99	182769.72
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	--	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	--	215.11
流动资产合计	463506.46	447958.99	-3.35	657828.63
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00	--	0.00
持有至到期投资	53.57	55.78	4.12	55.78
长期应收款	0.00	0.00	--	0.00
长期股权投资	63003.32	55715.72	-11.57	73844.10
投资性房地产	0.00	0.00	--	0.00
固定资产	70183.06	80788.16	15.11	80770.55
在建工程	27025.21	36411.54	34.73	41549.88
工程物资	0.00	0.00	--	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	--	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	--	0.00
油气资产	0.00	0.00	--	0.00
无形资产	221119.33	216309.62	-2.18	212806.21
开发支出	0.00	0.00	--	0.00
商誉	0.00	200.00	--	200.00
合并价差	0.00	0.00	--	0.00
长期待摊费用	368.46	376.99	2.31	2085.53
递延所得税资产	477.03	790.47	65.70	790.47
其他非流动资产	33812.88	34606.78	2.35	29240.21
非流动资产合计	416042.87	425255.06	2.21	441342.73
资产总计	879549.34	873214.05	-0.72	1099171.35

附件 1-2 合并资产负债表（负债及权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：				
短期借款	359026.31	284455.56	-20.77	282947.55
交易性金融负债	0.00	0.00	--	0.00
应付票据	17401.46	1500.00	-91.38	137803.03
应付账款	23237.09	20534.58	-11.63	31936.65
预收账款	58924.16	64932.56	10.20	39119.62
应付职工薪酬	1249.62	1539.37	23.19	2397.04
应交税费	-12082.25	-9455.14	-21.74	-17865.34
应付利息	0.00	0.00	--	4031.71
应付股利	0.00	0.00	--	0.00
其他应付款	8575.84	10726.44	25.08	9636.20
预计负债	0.00	0.00	--	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	53200.00	--	53200.00
其他流动负债	0.00	0.00	--	0.00
流动负债合计	456332.23	427433.37	-6.33	543206.47
非流动负债：				
长期借款	44400.00	65700.00	47.97	66500.00
应付债券	0.00	0.00	--	99277.11
长期应付款	0.00	0.00	--	0.00
专项应付款	2230.09	5329.37	138.98	7726.21
预计负债	0.00	0.00	--	0.00
递延收益	0.00	0.00	--	0.00
其他非流动负债	2437.80	3855.34	58.15	4119.39
非流动负债合计	49067.89	74884.71	52.61	177622.71
负债合计	505400.12	502318.08	-0.61	720829.18
所有者权益：				
实收资本（或股本）	150000.00	150000.00	0.00	150000.00
资本公积	146676.21	134332.38	-8.42	130273.49
盈余公积	0.00	3709.30	--	5076.90
未分配利润	1951.04	6659.08	241.31	15836.04
外币报表折算差额	0.00	-35.56	--	-35.56
归属于母公司所有者权益合计	298627.25	294665.20	-1.33	301150.88
少数股东权益	75521.96	76230.77	0.94	77191.30
所有者权益合计	374149.21	370895.97	-0.87	378342.17
负债和所有者权益总计	879549.34	873214.05	-0.72	1099171.35

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	867017.46	964879.03	11.29	885607.29
减: 营业成本	846428.98	935204.70	10.49	852590.51
营业税金及附加	2015.61	1718.94	-14.72	4822.45
销售费用	1690.35	2629.02	55.53	1722.59
管理费用	16224.69	20813.84	28.28	16486.62
财务费用	12587.15	18096.63	43.77	20234.26
资产减值损失	1876.16	2000.56	6.63	0.00
加: 公允价值变动收益	3.65	0.73	-80.15	0.00
投资收益	10536.85	23064.23	118.89	21663.59
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	--	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	--	0.00
二、营业利润	-3264.98	7480.29	-329.11	11414.44
加: 营业外收入	8071.22	5185.60	-35.75	3649.55
减: 营业外支出	1053.51	286.51	-72.80	420.61
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	--	0.00
三、利润总额	3752.72	12379.37	229.88	14643.38
减: 所得税费用	2330.98	4037.59	73.21	3898.56
四、净利润	1421.74	8341.79	486.73	10744.82

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
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	1088076.60	1140831.79	4.85	989227.48
收到的税费返还	2849.22	7758.64	172.31	1756.52
收到其他与经营活动有关的现金	6803.66	13330.44	95.93	164989.42
经营活动现金流入小计	1097729.48	1161920.88	5.85	1155973.41
购买商品、接受劳务支付的现金	1224944.45	1041633.25	-14.96	960065.57
支付给职工以及为职工支付的现金	12061.73	13881.70	15.09	9209.17
支付的各项税费	21501.37	26331.35	22.46	23253.31
支付其他与经营活动有关的现金	21789.84	11929.33	-45.25	141830.80
经营活动现金流出小计	1280297.38	1093775.63	-14.57	1134358.86
经营活动产生的现金流量净额	-182567.91	68145.24	-137.33	21614.56
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	4336.14	0.00	-100.00	0.00
取得投资收益收到的现金	10755.52	16282.76	51.39	13.21
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	65.11	3.45	-94.70	2.32
处置子公司及其他单位收到的现金净额	8000.00	2358.29	-70.52	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	2835.67	5028.28	77.32	0.00
投资活动现金流入小计	25992.43	23672.78	-8.92	15.53
购建固定资产、无形资产等支付的现金	45651.55	25644.78	-43.82	14612.47
投资支付的现金	9154.55	10000.00	9.24	0.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	3030.37	11279.20	272.20	0.00
投资活动现金流出小计	57836.47	46923.97	-18.87	14612.47
投资活动产生的现金流量净额	-31844.04	-23251.19	-26.98	-14596.94
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	6869.39	4801.50	-30.10	0.00
取得借款收到的现金	492636.31	499234.29	1.34	282200.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	--	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	26500.00	15163.86	-42.78	0.00
筹资活动现金流入小计	526005.70	519199.65	-1.29	282200.00
偿还债务支付的现金	341110.00	493605.04	44.71	225497.28
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14667.18	19504.07	32.98	19485.79
支付其他与筹资活动有关的现金	34871.24	15083.49	-56.75	443.47
筹资活动现金流出小计	390648.42	528192.60	35.21	245426.54
筹资活动产生的现金流量净额	135357.28	-8992.95	-106.64	36773.46

附件 3-2 合并现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：			
净利润	1421.74	8341.79	486.73
加：资产减值准备	-1925.29	2000.56	-203.91
固定资产折旧及其他	4553.73	6143.55	34.91
无形资产摊销	4537.45	4459.51	-1.72
长期待摊费用摊销	15.26	28.40	86.11
处置固定资产、无形资产等损失	-57.10	15.63	-127.38
固定资产报废损失	0.00	0.00	--
公允价值变动损失	0.00	0.00	--
财务费用	-3.65	-0.73	-80.15
投资损失	14016.20	18469.51	31.77
递延所得税资产减少	-10536.85	-23064.23	118.89
递延所得税负债增加	235.75	-313.43	-232.95
待摊费用减少	0.00	0.00	--
预提费用增加	0.00	0.00	--
存货的减少	-125252.58	62467.43	-149.87
经营性应收项目的减少	-31668.30	-10933.95	-65.47
经营性应付项目的增加	-37904.27	531.20	-101.40
其他	0.00	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额	-182567.91	68145.24	-137.33

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	30.23	18.87	--
存货周转次数(次)	10.02	6.79	--
总资产周转次数(次)	1.97	1.10	--
现金收入比(%)	125.50	118.24	111.70
盈利能力			
营业利润率(%)	2.14	2.90	3.18
总资本收益率(%)	2.21	3.66	--
净资产收益率(%)	0.38	2.25	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	10.61	15.05	30.47
全部债务资本化比率(%)	52.94	52.19	62.84
资产负债率(%)	57.46	57.53	65.58
偿债能力			
流动比率(%)	101.57	104.80	121.10
速动比率(%)	64.56	79.90	87.45
经营现金流动负债比(%)	-40.01	15.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.80	2.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.52	9.40	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.51	0.11	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-13.29	2.24	--
现金偿债倍数(倍)	0.85	1.21	1.74
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.98	11.62	11.56
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.83	0.68	0.22

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	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+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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
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	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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 主体长期信用等级设置

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 7 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息