

信用等级公告

联合[2011] 236 号

联合资信评估有限公司通过江西稀有稀土金属钨业集团有限公司及其拟发行的 2011 年度第二期中期票据的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有限公司

主体长期信用等级为

AA⁻

江西稀有稀土金属钨业集团有限公司

2011 年度第二期中期票据的信用等级为

AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一一年三月二十九日



信用评级报告声明

一、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有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江西稀有稀土金属钨业集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级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。

三、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，未因江西稀有稀土金属钨业集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江西稀有稀土金属钨业集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、江西稀有稀土金属钨业集团有限公司 2011 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一一年三月二十九日
评级业务专用章

江西稀有稀土金属钨业集团有限公司

2011 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁻

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 3 年

评级时间: 2011 年 3 月 29 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额(亿元)	72.71	76.51	87.95	87.70
所有者权益(亿元)	38.30	37.32	37.41	37.46
长期债务(亿元)	0.50	0.60	4.44	11.89
全部债务(亿元)	16.83	30.20	42.08	37.96
营业收入(亿元)	43.64	59.86	86.70	70.78
利润总额(亿元)	2.97	0.65	0.38	0.39
EBITDA(亿元)	4.23	3.07	2.90	--
经营性净现金流(亿元)	-5.89	-1.57	-18.26	9.83
营业利润率(%)	8.30	4.91	2.14	2.49
净资产收益率(%)	5.74	0.69	0.38	--
资产负债率(%)	47.32	51.22	57.46	57.29
全部债务资本化比率(%)	30.52	44.72	52.94	50.33
流动比率(%)	97.38	95.99	101.57	120.39
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	9.84	14.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.31	1.73	1.76	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.85	0.61	0.58	--

注: 2007 年数据为 2008 年期初数或上年数, 2010 年 3 季度数据未经审计。

分析师

刘新宇 陈立扬

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

联合资信评估有限公司(以下称“联合资信”)对江西稀有稀土金属钨业集团有限公司(以下称“公司”)的评级,反映了其作为中国最主要的钨品生产企业之一,在资源储量、生产能力、产业链完整性、技术水平,以及不断丰富金属种类等方面的优势;同时,联合资信也关注到钨行业比较分散且竞争激烈;公司目前的有息债务较重,存在一定的偿付压力;未来计划资本支出规模大,对外融资需求上升。

公司正在进行的系列投资项目将于近年逐步投产达产,经营规模将明显扩大;多种金属业务的共同发展有望改善公司的盈利能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用及本期中期票据偿还能力的评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿付的风险较低。

优势

1. 公司是中国最主要的钨品生产企业之一,资源储量较为丰富,钨品产业链完整,具备产能规模优势。
2. 公司在钨、钼、锡等金属采选、储氢合金粉生产,以及再生紫杂铜连铸连轧加工高导电铜杆等方面具有较好的技术水平。
3. 公司在建或拟建一批资源开发和稀有稀土金属冶炼加工项目,未来产能扩大,收入和利润规模有望明显提升;多金属发展的格局有望提升公司的盈利能力。
4. 公司经营现金流入量规模大,对本期中期票据保障能力较强。
5. 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. 中国稀有稀土金属行业产业集中度低，竞争较为激烈。
2. 公司未形成统一的采购销售体系，且近年市场价格大幅波动，导致公司产品毛利率水平低；公司利润主要来源于投资收益。
3. 公司下属企业数量多，但单体规模小，抗风险能力差；下属部分矿山企业受多种因素影响存在生产停顿现象，在一定程度上影响到原料的供给。

一、主体概况

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2010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）等系列产品，以及铜杆等有色金属产品。

截至2010年底，公司拥有全资或控股子公司25家，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。

2010年下半年，公司将原子公司赣州江钨再生资源回收有限公司（以下简称“再生资源”）90%的股权720万元全额出售给赣州新型合金材料有限公司（以下简称“赣州材料”），再生资源成为公司的孙公司；同期经清产核资，界定公司持有香港华钨有限公司（以下简称“香港华钨”）70%的股权，其注册资本为200万港元。此外，公司分别对江西江钨硬质合金有限公司（以下简称“江钨合金”）和上杭赣闽有色金属实业发展有限公司（以下简称“上杭赣闽有色”）增资4112万元和25.5万元。

截至2009年底，公司合并资产总额87.95亿元，所有者权益37.41亿元；2009年公司实现营业收入86.70亿元，利润总额0.38亿元。

截至2010年9月底，公司合并资产总额86.25亿元，所有者权益37.46亿元；2010年1~9月公司实现营业收入70.78亿元，利润总额0.39亿元。

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、本期中期票据概况

公司已于2011年1月注册了10亿元中期票据，计划分2期发行。2011年1月14日已发行5亿元中期票据；现计划发行2011年第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），额度为5亿元，存续期限3年。

公司本期中期票据募集资金中的4亿元将用于置换银行借款，1亿元用于补充流动资金需求。

公司本期中期票据无担保。

三、行业分析

1. 有色金属行业概况

有色金属是国民经济重要的基础工业原料，因其良好的导电、导热、耐磨、高强度、抗腐蚀或易延展等各种特性而被广泛应用于机械、电力、电子、建筑、交通运输、国防等众多领域，因此有色金属行业又是与宏观经济密切相关的周期性行业。

“十五”期间，中国10种常用有色金属产品产量保持了年均16.57%的复合增长速度；2006~2008上半年，中国有色金属行业继续保持景气状态；金融危机传导至实体经济，有色金属行业景气度迅速下降，需求减少、价格下降，尽管中国10种有色金属产量全年仍然达到了2520万吨，同比有超过7%的增长，但增速大幅回落15个百分点以上。

2009年初，中国原则通过了有色金属产业调整振兴规划，内容涉及增加储备、直购电试点、税费减免等内容。在政策的支持下，有色金属行业逐步复苏，2009年8月份以后，生产基本恢复正常，10种有色金属全年产量为2605万吨，同比增长3.99%。同时，在需求逐步回升以及流动性充足的环境下，有色金属价

格大幅度回升，全年价格一路攀升。但是，整体而言，相对于 2008 年平均水平，有色金属价格仍处于低位运行。受此影响，中国有色金属企业经营效益明显下滑，2009 年 1~11 月，规模以上有色金属工业企业（不含独立黄金企业）实现主营业务收入 1.91 万亿元，同比下降约 3%，实现利税 1089 亿元，同比下降约 26%。

2010 年 1~9 月，中国 10 种有色金属实现产量 3092.6 万吨，同比增长 16.8%；产量较快增长的主要原因是同期基数相对处于低水平；受益于全球经济复苏以及需求恢复，有色金属价格有所上升，预计未来一年的有色金属行业可能保持逐步恢复的发展格局。

2. 钨行业

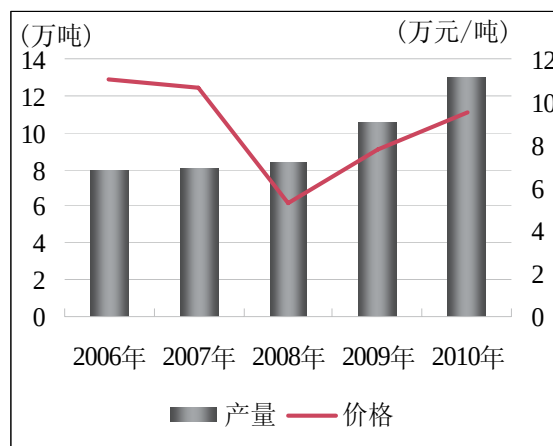
钨属于有色金属行业中的小品种金属，具有高熔点、高比重、高硬度的物理特性，在机械制造、石油矿井、国防工业、航空航天等领域具有重要作用。

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。中国是世界上钨资源最丰富的国家，储量约占世界总储量的 60%，主要分布在湖南、江西、广东、福建等省份，其中湖南、江西两省的钨资源最多，两省份钨产量合计超过全国总量的 70%。尽管中国钨资源最为丰富，但世界钨消耗量中近 80%都来自中国，经过数年的开采，中国钨资源呈现出下降的趋势。同时，中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。

中国、西欧、美国和日本是钨品最主要的消费国或地区，其合计消费量约占到世界钨消费总量的 90%。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，主要包括切削工具、钻探挖掘工具和耐磨器件等。近年，全球汽车、航空航天、机械、采矿、石油、钢铁等行业均快速发展，对钨类产品的需求也在大量增加。

中国是全球钨产品产量和出口量最大的国家，在需求的拉动下，2006~2009 年中国钨精矿产量保持了年均 5%的复合增长速度，2009 年达到 9.9 万吨；2010 年中国钨精矿产量为 12.97 万吨，同比增长 31.01%。同期，钨品价格连续高位运行；其中，钨精矿的价格运行区间主要集中于 9~11 万元/吨。金融危机传导至实体经济，资源产品价格急剧下降，钨精矿的价格最低跌至 5 万元/吨附近；2010 年以来，钨精矿价格已明显恢复，上半年主要运行在 8 万元/吨附近，接近年末涨至 9~10 万元/吨。

图 1 2006~2010 年中国钨精矿产量和价格走势



资料来源：中国有色金属工业协会、中国钨都网。

钨是重要的战略资源，中国从上个世纪 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。但是，在需求增长、价格高位运行的环境下，中国钨企的精力主要集中于大力扩张低端生产能力，以提升短期内的经营绩效；而对高端产品的技术研发、科技进步相对忽略，致使中国与世界主要钨品企业在高端产品方面的技术差距继续存在；同时，中国钨矿乱采滥挖现象、低水平冶炼能力重复建设现象再次盛行。

为规范钨行业的生产经营秩序，中国自 2005 年开始对钨行业进行新一轮政策调控；中国先后多次调整了钨类产品的出口退税率直至为零，并对部分钨品多次上调出口关税；在

此期间，中国相继发布了《关于加强钨锡铋行业管理的意见》和《钨行业准入条件》，以保护中国的钨矿资源和钨行业的长期可持续发展。

相关调控政策在一定程度上抑制了乱采滥挖的状况，但由于行业内企业分散，大量资质不齐甚至无资质的小企业仍然存在，目前环境下尚不能完全杜绝滥采或盗采的现象，以致中国钨精矿的产量一直高于国土资源部下达的开采总量控制目标。

钨作为小品种有色金属，资源有限，用途相对集中，且下游主要产品多属于耗材，因此，钨产品的需求具有一定的刚性，预计钨行业仍会较为稳健的发展。但短期内全球经济复苏的复杂性可能导致产品价格出现波动，资源税的改革也可能使生产企业成本上升；同时，行业分散的状况有待改进，生产企业在高端产品精深加工方面的技术也有待大力提升。

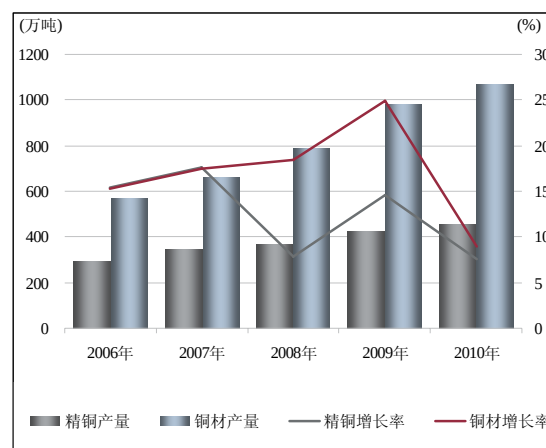
3. 铜加工行业

中国工业化进程的快速推进，使得铜产品需求量不断增长。“十五”期间，中国精铜产量年均增长 11.14%；2006~2007 年，中国精铜产量同比增速均超过 15%；2008~2009 年，受金融危机影响，精铜产量增幅大幅回落，但同比仍有 8~10% 的增长，2009 年中国全年累计实现产量 425 万吨，全年消费量超过 500 万吨。截至 2010 年底，中国精铜生产已全面恢复，累计产量达到 457.3 万吨，同比增长 10.6%。目前，中国已是全球最大的精铜生产国和消费国，生产量和消费量超过全球生产和消费总量的 20% 和 25%。

中国铜矿品位相对较低，且矿山开采能力小；近年，中国铜矿开采投资力度逐步加大，铜矿生产量不断增加，2009 年中国铜矿供应量较 2008 年供应量已有超过 50% 的增长；但由于矿山建设周期长、矿山开采难度大且部分矿山地处偏僻，运输保障能力弱，中国铜冶炼所用原料的供应能力未有根本性改善。根据铜矿

产量和精炼铜产量的估算，中国铜冶炼企业的精矿原料自给率平均不足 30%，部分大型铜冶炼企业的原料自给率甚至低于 10%，中国铜冶炼企业所需原料需要大量进口。

图 2 中国精炼铜和铜材产量走势



资料来源：国家统计局、中国有色金属工业协会。

目前，中国铜加工企业约 1200 多家，主要集中在江苏、浙江、广东、江西、安徽、河南等省份，其中前 4 个省份的铜材加工量约占全国铜材加工总量的 70%。“十五”期间，中国铜材加工量年均增长 20.3%，2005 年达到 489 万吨；2006~2007 年，中国铜材生产量继续保持较快增长。受金融危机影响，2008 年第四季度开始，铜材产量增速回落，甚至 2009 年一季度出现较大负增长；但自 2009 年第二季度开始逐步好转，并于第四季度全面恢复，全年产量达到 980 万吨，同比增长 22%。2010 年，中国铜材产量累计完成 1067.15 万吨，同比增长 8.89%。

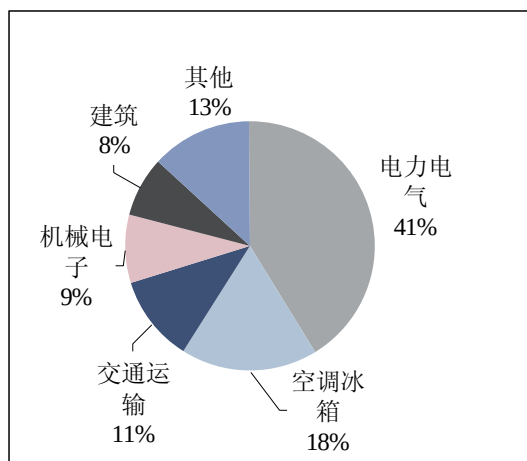
中国铜加工企业多为中小型企业，平均生产规模不足 1 万吨/年；经过多年的发展，以及市场需求的引导，铜加工企业开始重视装备水平和技术提升，目前部分产品质量达到了国际先进水平；也涌现出一批规模较大、专业化较高、具有一定竞争实力的铜材加工企业，包括江西铜业（600362，SH）、海亮股份（002203.SZ）、鑫科材料（600255.SH）、精诚铜业（002171.SZ）、精艺股份（002295，SZ）、

金龙精密铜管集团股份有限公司、中铝洛阳铜业有限公司等，此类企业在生产规模、资本实力、产品质量和技术水平等方面已形成明显的行业优势地位，在细分产品市场具有较强的竞争实力。

尽管中国铜材加工行业发展迅速，但目前仍存在着单体规模小、行业集中度低、装备技术落后、产品档次低、精深加工能力不足、抗风险能力弱等问题；未来，市场竞争的激烈和下游需求层次升级等因素，将推动铜材加工企业不断改进和提高，以适应市场的发展。

中国的铜消费结构与发达国家有显著区别，中国超过 40% 的铜消费在电力电气行业，主要应用于电线电缆、变压器、开关等产品的生产；其次，冰箱空调等制冷设施是铜的第二大消费领域。

图 3 中国铜产品大致消费结构



资料来源：联合资信整理。

目前，中国是目前世界上最大的冰箱、空调、汽车、电子生产国，同时国家在电网方面保持大约每年 2000 亿元的投资，因此，铜产品的市场需求规模庞大，行业整体前景看好。短期内，全球经济复苏以及需求的回升对铜产品价格产生拉动作用，并进而推动铜加工行业的发展。

四、基础素质

1. 企业规模

公司最前身是 1949 年成立的江西钨锡矿业有限公司，后经过多次调整，至 1999 年变更为中国稀有稀土金属钨业集团公司。2000 年，根据赣办字 [2000] 135 号文件，更名为江西稀有稀土金属钨业集团公司；2007 年改制为公司制企业。

公司是中国主要的有色金属生产企业之一，目前拥有 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 1.2 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，公司目前还具有稀土分离 3200 吨/年，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。

总体上，公司是中国主要的稀有稀土金属综合生产企业之一，在行业中具有较为明显的规模优势。

2. 人员素质

公司高层管理人员 10 人，平均年龄 49 岁，大多具有本科以上学历和高级职称，并具有在公司（包括前身）长期的工作经历和管理经历。

公司董事长、总经理钟晓云先生，1954 年出生，研究生学历，高级经济师；先后在画眉坳钨矿、有色南昌公司等地工作；2000 年起作为公司（前身）副总经理、党委书记、总经理；公司成立后至今一直任公司董事长、总经理，同时任股东公司（江钨控股）董事长、总经理和党委书记。

截至 2010 年 9 月底，在合并口径范围下，公司员工总数 3568 人，约 70% 的员工年龄在 30

岁至50岁之间。全体员工中，生产人员约占67%，大专及以上学历的约占18%，具有中高级职称的约占7%，技术人员约占7%。

总体上，公司高层管理人员具有良好的从业背景和管理经验，员工结构符合生产型企业的特点。

3. 技术水平

目前公司拥有各类专业技术人才 400 多人，2008~2010 年公司获得授权专利 43 项，其中发明专利 60 项；截至 2010 年底，公司累计专利申请量为 49 项。2010 年，公司共有 2 项科技创新项目达到国际先进水平，1 项科技项目获省部级奖励；公司技术中心通过了省级企业技术中心认定，被评为江西省知识产权试点先进单位，并列入第四批全国企事业知识产权试点单位。

目前，公司的钨、钼、锡等金属复杂采（选）矿技术、储氢合金粉生产技术，以及再生紫杂铜连铸连轧加工高导电铜杆技术，均达到了国际先进水平。总体上，公司技术水平先进，在行业内具有一定的实力。

4. 外部环境

根据相关规定，公司部分子公司享受所得税“两免三减半”政策和增值税返还政策；同时，下属企业的再生资源回收利用项目受到了地方政府的财政补贴。

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发展规划中明确提出，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。

五、管理分析

公司设有股东会，是公司的最高权力机构。公司现有董事会成员7人，由江钨控股推荐3人，上海望潮推荐3人，另1人为独立董事；董事长由江钨控股推荐的董事担任。公司管理层成员中，总理由江钨控股推荐，财务总监由上海望潮推荐。公司监事会成员3人，江钨控股和上海望潮各推荐1人，职工代表1人，其中监事长由江钨控股推荐的监事担任。

公司实行母子管理体系，除少量业务由本部负责外，其他绝大多数生产和贸易业务均由下属企业负责。作为具有数十年经营历史的企业（包括其前身），公司具有系列规章制度；对下属生产型企业拥有较为完善的管理方法。

为保证生产经营的有序进行和公司整体目标的实现，公司生产技术部门负责下属企业的计划编制，并对下属企业的生产安排、技术解决进行协调；营销管理部门则对产品市场变化和产品定价等进行指导。

财务管理方面，公司制定有相应的财务管理制度，目前下属企业的资金仍各自管理，公司正在进行资金集中管理的相关准备工作，预计2011年年底可以完成。为防范财务风险，下属企业的对外担保和相互担保必须征得公司本部的同意，且有严格的条件限制。

在投资项目以及外贸业务管理方面，公司也制定了相应的管理办法，对投资项目所要达到的条件进行了明确，对外贸业务面临的风险预先设置了相关措施，以保证投资项目的成功和外贸业务的正常运行。

作为矿山企业及金属化工加工企业，公司相关的下属企业均设有安全环保部门，制定有相应的风险管理制度和应急处理预案。公司主要通过定期的大检查，以及根据实际情况进行的阶段性检查等活动来避免事故的发生。尽管公司每年在安全环保方面均做了大量工作，但企业性质决定了公司将长期地面临着安全和环保方面的隐患，未来公司仍需继续加强此方

面的工作。

总体上，公司已基本健全法人治理结构，作为具有长期经营历史的企业，制度和办法较为完善，能够满足正常经营的需要。

六、经营分析

2007年，公司的钨及钨制品业务在公司主营业务收入中所占比重超过60%；但自2008年起，公司贸易业务扩大；以及公司投资的12万吨铜杆加工项目在2009年投产，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2007~2009年保持了年均34.72%的复合增长速度。

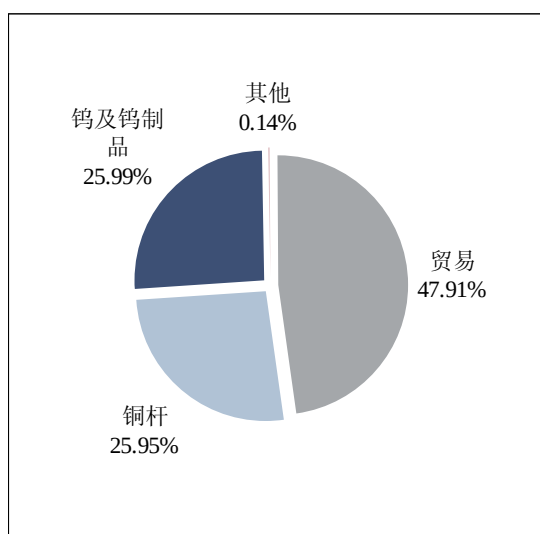
表 1 近年公司主要产品生产情况

单位：吨

项目	2007	2008	2009	10年1-9月
APT	6334	5500	4838	5509
钨粉	1912	2454	3189	1645
钨铁	3026	2571	1161	1509
碳化钨粉	934	1718	2269	1208
铜杆	--	--	14431	18304

资料来源：公司提供。

图 4 公司 2009 年主营业务收入构成



资料来源：根据公司提供资料整理。

2010年1~9月，公司营业收入实现70.78

万元，同比增长81.67%；其中，主营业务收入实现63.09亿元，同比增长63.10%；增长主要原因是，2009年铜杆加工业务于6月正式投产，2010年公司钨类产品价格的上涨等。

2009年及2010年1~9月公司其他业务收入大幅增长，主要是公司铜杆加工业务投产后带来的电解铜产品销售，2010年1~9月赣州新型合金材料有限公司销售电解铜的收入约7亿元。

1. 钨、铜业务

原料供应

公司生产所需的钨精矿产品主要通过下属矿山的自产和对外采购两种途径解决。

目前公司拥有浒坑钨矿、岢美山钨矿和画眉坳钨矿等 11 家矿山生产企业，其中 3 家尚未正式投入生产；公司已生产矿山，目前合计拥有年产 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。2009 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 2007 年 1 月份开始，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，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。

2009 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，国内的再生资源利用也取得了长足的进展，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；但原有矿山企业因各种原因的停产也会对原料供应产生一定影响。

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 2007 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；2009 年起钨类产品的生产已恢复正常，部分产品产量有明显增长。

自 2007 年起，公司进行了一系列新项目建设，2008 年公司新建的硬质合金一期工程、钼酸铵一期工程等项目逐步投产；2009 年公司新建的铜杆加工一期工程投产，2010 年公司新建的储氢合金粉一期工程也投产；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。

目前，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。但另一方面，公司所属矿山企业多，矿山生产天然存在安全隐患，并受天气等自然因素的影响，因此公司部分矿山企业的生产存在一定的难度，产量提升速度可能比较缓慢。

表 2 近年公司主要产品销售情况

单位：吨

项目	2007	2008	2009	10 年 1-9 月
APT	5706	4617	4347	4540
钨粉	524	981	1185	491
钨铁	2984	3141	1144	1660
碳化钨粉	878	1126	2060	1222
铜杆	--	--	12968	19368

资料来源：公司提供。

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。

由于钨行业属于小金属行业，主要市场参与者群体不大，行业信息相对透明，因此下属企业的自行销售不存在大的风险。目前，公司下属企业钨品的销售基本面向直接使用者，很少存在通过中间商销售的行为。为保障货款的顺利回收，公司加强了合同约束，并根据不同客户采取了针对性的回收策略，近年在经营规模扩大的情况下，公司应收款保持相对平稳。

由于公司产品种类数量多，各类产品面对的客户性质不同，因此，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。

钨品产业链较长，最初原料为钨精矿；目前公司的钨精矿远不能满足自给，中间产品向下游加工的供应能力也不足，但公司根据市场变化，会销售一部分原料或中间产品；也会根据市场情况收购中间产品继续向下游加工，以稳定和维护公司整体的市场份额。

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。

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、江钨贸易公司以及公司本部。

公司本部贸易业务主要产品为钨及钨制品；江钨贸易公司的贸易产品变化较大，2009年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8852.93万美元；进口金额为14829.86万美元；主要进出口地为法、德、荷兰、意大利、美国、加拿大、日本、韩国等。

近年公司贸易业务发展迅速，占公司营业总收入比重逐年提高，目前已占到公司营业收入的45%左右。2010年1~9月，公司贸易业务收入28.74亿元，占公司营业总收入的45.56%。

3. 经营效率

2007~2009年公司资产总额年均增长9.99%，所有者权益年均下降1.17%；营业收入年均增长40.96%，利润总额年均下降64.43%。

2007~2009年公司销售债权和存货的周转速度有所波动，三年平均值分别为9.58次和

7.74次，2009年分别为11.91次和8.05次；总资产周转次数三年平均值为0.90次，2009年为1.05次。

总体上，公司的经营效率正常。

4. 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。

中铝计划以增资扩股方式控股江钨控股集团，并承诺投资100亿元完成江钨“十二五”发展项目。

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。

5. 未来发展

未来，公司将继续致力于发展成为国内、国际领先的钨和稀有稀土金属行业的一流公司，跻身国内资源型综合型有色金属工业集团的第一梯队。

为实现公司的发展战略，公司正在进行一系列项目建设，项目以钨、稀土、镍钴和再生金属等产品为主导，集中于资源开发和多金属冶炼能力的新扩建。规划项目建设完成后，公司的原料保障能力、产品结构丰富性和生产能力规模均可得到很大的提高和改善；公司收入和利润规模可能因此而大幅上升。

根据表 3 中的投资项目，公司未来的资本支出规模大，公司面临较大的资金筹集压力。目前，公司正在积极筹划上市事宜，但由于上市周期较长且存在不确定性，因此，近年内公司的投资资金来源仍主要依赖于债务融资，预计债务规模将呈上升趋势。

表 3 “十二五”期间公司规划建设项目

单位：亿元

项目	内容	投资
钨产业		
资源开发项目 2 个	新增钨、钼、锡等精矿年	1.80
矿山改造项目 4 个	产能 2 万吨以上	4.40
冶炼加工项目 3 个	扩张硬质合金、钼酸铵、硬面材料、氧化钨等产能	9.20
稀土产业项目 6 个	新建稀土产业链	11.50
其他稀有金属项目 6 个	新扩建镍钴精粗炼产能	17.15
再生金属项目 3 个	扩建铜杆，新建线缆产能	12.00

资料来源：根据公司提供资料整理。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007~2009 年财务报表分别由立信会计师事务所有限公司、广东大华德律会计师事务所和信永中和会计师事务所有限公司审计，报表均具有标准无保留的审计结论。公司 2010 年 3 季度报表未经审计。

公司自 2008 年起执行《企业会计准则（2006）》，因减资事项，公司 2008 年合并范围发生较大变化。

截至2009年底，公司合并资产总额87.95亿元，所有者权益37.41亿元；2009年公司实现营业收入86.70亿元，利润总额0.38亿元。

截至2010年9月底，公司合并资产总额87.70亿元，所有者权益37.46亿元；2010年1~9月公司实现营业收入70.78亿元，利润总额0.39亿元。

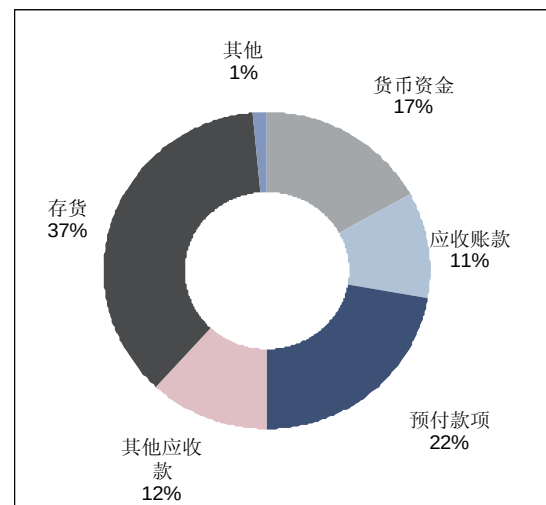
2. 资产质量

2008年公司剥离了大量资产，但大量项目的建设规模和经营规模扩大后流动资金的补充，使公司资产规模仍保持了一定的增长。截至2009

年底，公司资产总额87.95亿元，其中流动资产、非流动资产分别占比52.70%和47.30%。

公司贸易业务量的扩大、新项目投产增加原料采购等因素引起流动资金需求增加，公司流动资产因此快速增长，2007~2009年的复合增长率为22.16%；同时，流动资产内部结构发生较大变化，但货币资金、应收账款、预付款项和存货等仍为最主要的部分。

图5 2009年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司报表整理。

2007~2009年公司应收账款有所波动，但一直保持较大规模，主要是由贸易业务引起，2009年底为5.05亿元；其中，对前五位债务人的应收款合计占比为41%；账龄方面，一年以内的应收款占比为83%。

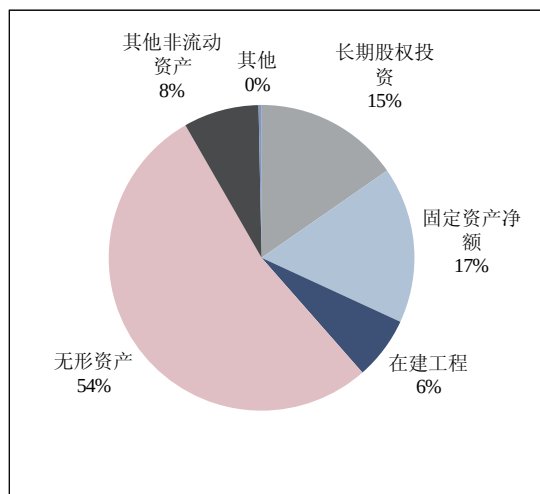
公司预付款项在2007~2009年快速增长，至2009年底为10.25亿元，其中9.44亿元为公司贸易业务的预付款，此款项中有4亿元由对方提供了相关的质押担保。

2007~2009年公司其他应收款有明显波动，2009年底为5.65亿元，其中1.5亿元是与股东江钨控股的往来，1.87亿是贸易业务引起的贸易预付款。

2007~2009年公司存货也发生较大波动，其中2008年是因公司资产剥离，大量子公司从合并范围中划出；2009年是因铜杆项目的完工，公司在年末大量采购了生产原料。2009年

底，公司存货16.89亿元，其中10.70亿元是生产原料，5.25亿元是库存商品。

图6 2009年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司报表整理。

2008年公司剥离了大量资产，而近年公司又投资建设了钼酸铵项目、硬质合金项目、储氢合金粉项目和铜杆加工项目等，两种因素相抵，公司非流动资产保持稳定；公司非流动资产结构没有发生明显变化。

2007~2009年公司长期股权投资相对稳定，2009年底为6.30亿元，其中对江钨有限公司的投资额为6亿元，最近年度公司每年均可获得1亿元以上的投资收益。

公司资产剥离因素使2008年的固定资产较上年有所下降，铜杆加工等项目的完工使2009年固定资产有明显增长。2009年底，公司固定资产7.02亿元，其中房屋建筑物和通用设备分别占比44.81%和51.08%，平均成新率分别为85.06%和78.62%。

截至2009年底，公司在建工程2.70亿元，主要包括钴生产线一期工程、储氢合金粉项目和钼粉生产线项目等。

2009年底，公司无形资产22.11亿元，主要为探矿权和土地使用权，基本上全是公司由全民所有制改制为公司制企业时的评估增值。

截至2010年9月底，公司资产总额87.70亿元，与上年底数据基本持平；其中流动资产结

构发生变化，预付款项大幅上涨，存货占比下降，非流动资产结构相对稳定公司资产结构与上年底相比保持相对稳定。

总体上，公司流动资产中应收类项目占比大，长期股权投资具有良好的收益性，固定资产成新率好，无形资产主要是评估增值且金额重大，公司资产的整体质量正常。

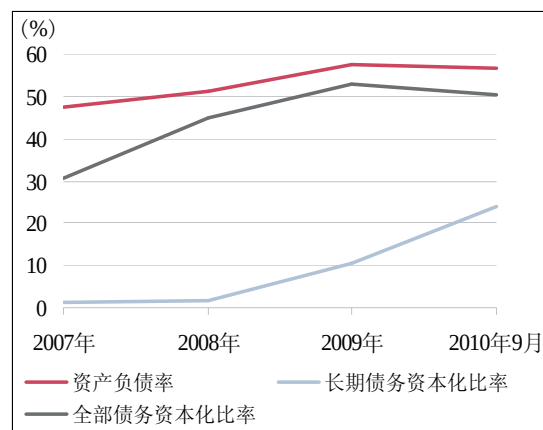
3. 负债及所有者权益

2008年公司向江钨控股剥离了大量子公司，同时减少10.5亿元实收资本转为资本公积，并引入了上海望潮的权益投资；2008~2009年公司净利润规模小；受此影响，公司所有者权益总额基本保持稳定。2009年底，归属于母公司的所有者权益为29.86亿元，其中实收资本和资本公积分别占比50.23%和49.12%。

公司贸易业务量的扩大，以及为补充项目建设和投产后的流动资金需求，公司借入了大量的长短期资金，负债总额因此快速增长至2009年底的50.54亿元；在此过程中，公司负债结构没有明显变化，流动负债依然占据绝对比重，2009年底为90.29%。

公司大量短期借款的增加使流动负债快速增长，并使其结构发生明显变化；2009年底，公司流动负债总额45.63亿元，其中短期借款占78.68%，预收款项占12.91%。

图7 公司负债指标变化



资料来源：根据公司报表整理。

公司非流动负债总额较低，2009年底为4.91亿元，其中4.44亿元长期借款是2009年为项目建设所增加。

2010年9月底，公司所有者权益37.46亿元，与上年底基本持平。截至2010年9月底，公司偿还了大量短期债务，但借入了7.45亿元长期借款，同时采购原料等产生了较大量应付款项；由于长期借款的增加，公司负债结构有所改善，流动负债所占比重下降至75.48%。

债务的增长使公司资产负债率和全部债务资本化比率逐年上升，至2009年底分别为57.46%和52.94%；受公司偿还了大量短期债务，但借入了5.60亿元长期借款的综合影响，2010年公司债务负担有所下降，至9月底，资产负债率和全部债务资本化比率分别下降至57.29%和50.33%。

总体上，公司所有者权益结构稳定性好，负债结构中流动负债所占比重高，但基本与资产构成匹配，公司目前的债务负担略重。截至2010年9月底，股东上海望潮尚有5.94亿元资本金（作为资本溢价计入资本公积）尚未注入，注入后公司债务负担将会有所下降。

4. 盈利能力

相对于外购原料，公司自产钨精矿的成本较低，因此使用自产精矿向下加工的业务具有较强的盈利能力；但是实际经营中有大量原料（包括钨精矿以及APT等中间产品等）需要向市场采购；同时，2008年受金融危机影响，钨品价格大幅回落；同时，由于公司未建立起统一的采购销售体系，下属企业在原料采购、产品销售方面具有较大自主性，对市场价格的控制能力参差不齐，对公司产品盈利能力造成影响。因此，近年公司钨及钨制品业务的综合毛利率相对较低，2007～2010年9月平均低于10%。

2009年公司铜杆项目投产后至今，由于在市场开拓初期，以及生产未完全达成，成本相对较高，因此公司铜杆加工业务毛利率很低，

且投产当年毛利率为负值；截至2010年9月，铜杆加工业务毛利率转正，但以0.04%的微利运营。

近年，公司有色金属等产品贸易量大幅增长，但商贸流通的性质决定了此业务较低的利润水平，公司贸易业务毛利率低于6%；在最近两年全球经济低迷的环境下，公司贸易业务毛利率出现明显的下滑，2009年仅为0.87%；受益于经济回暖，截至2010年9月，公司贸易业务毛利率小幅回升至1.98%。

2007～2009年公司营业收入年均复合增长速度为40.96%，但受上述因素的影响，公司营业利润率连续下滑，至2009年仅为2.14%。

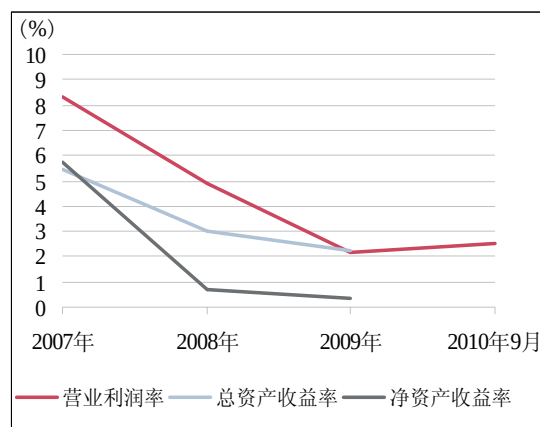
表4 公司主营业务毛利率情况（单位：%）

项目	2007	2008	2009	10年1-9月
钨及钨制品	9.15	7.97	10.66	10.45
铜杆	-	-	-0.26	0.04
贸易	5.82	4.46	0.87	1.98
其他金属产品	57.47	43.41	24.33	0.00

资料来源：根据公司提供资料整理。

2007～2009年公司销售费用连续下降，管理费用小幅增长，财务费用因债务变化有所波动，但总体快速增长；同时，来自江钨有限的投资收益也逐年减少。受上述因素的影响，公司营业利润连续下降，2009年出现负值。

图8 公司盈利指标变化



资料来源：根据公司报表整理。

公司营业外收支对利润总额的绝对贡献较小，但2009年税收返还等政府补助使公司仍

然实现了正利润。但近三年，公司利润总额快速下滑，并导致了净资产收益率和总资本收益率的下降，2009年分别为0.38%和2.25%。

2010年1~9月，受益于钨品价格的上涨，铜杆产量的增加，以及铜杆加工业务连带的电解铜业务的增加，公司营业收入实现70.78亿元，较上年同期增长了81.67%；但由于主营业务毛利率低，获利能力的改善幅度较小，前三季度营业利润率为2.49%，略优于上年全年水平。

总体上，受限于市场竞争，以及金融危机期间产品价格的低迷，公司期间的盈利能力弱；进入2010年，产品价格的回升，以及新投产项目的正常运转，使公司盈利能力略有好转。

5. 现金流

2007~2009年公司销售商品提供劳务收到的现金随营业收入出现增长，但因应收款项的存在，公司现金收入比指标出现较大波动，三年平均值为105.29%，2009年为125.50%，公司收入的总体现金实现质量正常。受应收款项和存货增加，以及应付款项减少等因素影响，公司经营活动的现金流量一直表现为净流出，三年累计净流出25.72亿元，其中2009年净流出18.26亿元。

公司投资活动的现金流入主要来自于对江钨有限投资产生的投资收益。2007~2008年公司对外收购了多家子公司，同时近年公司连续投资了多个新建工程，因此存在较大的资本支出。2007~2009年公司投资活动累计产生14.27亿元的现金净流出，其中2009年净流出3.18亿元。

除个别子公司在2007年引入的权益投资，以及公司2008年引入上海望潮的权益投资外，公司流动资金需求和建设资金需求全部依靠债务融资；2007~2009年公司筹资活动累计产生现金净流入41.87亿元，其中2009年净流入13.54亿元。

2010年1~9月，公司销售商品提供劳务收到的现金实现78.06亿元，由于往来款净流入增加很多，同时公司存货采购量相对上年减少很多导致购买商品付现减少。因大量应付款项的发生，公司经营活动产生现金净流入9.48亿元；公司在建项目继续推进，投资活动继续保持一定规模的净流出；因债务偿付，公司筹资活动表现为7.61亿元的净流出。

总体上，公司经营活动获取现金净额的能力有所改善，未来仍有大量的项目建设，资本支出规模大，公司面临较大的筹资压力。

6. 偿债能力

2007~2009年公司流动比率基本稳定，因存货的增加，速动比率有明显下降，2009年底分别为101.57%和64.56%；受赣州新型合金材料有限公司减少7.4亿元原材料（主要为电解铜）存货以及大量偿还短期借款的影响，2010年9月底流动比率和速动比率分别为120.39%和95.12%，较上年底明显上升，但这些变化具有不可持续性。公司经营活动获现能力和经营现金流动负债比指标有所改善，考虑到公司在行业内较大的生产规模，以及较为畅通的融资渠道，公司短期偿债能力基本正常。

因利润总量的下降，公司EBITDA出现下降，而同期债务和利息支出上升明显；因此，公司EBITDA利息倍数指标有所下降，2009年为1.76倍，三年平均值为2.94倍；全部债务/EBITDA指标逐年攀升，2009年为14.52倍；指标显示公司EBITDA覆盖债务的能力有所减弱。

截至2010年底，公司获得的银行授信总额为115.15亿元，其中已使用36.49亿元，剩余未使用额度78.66亿元，间接融资渠道畅通。

截至2010年底，公司未对外提供担保。

八、本期中期票据偿债能力分析

公司本期中期票据发行额度为5亿元，再

加上第一期5亿元中票，合计为10亿元，占2010年9月底公司负债总额和债务总额的19.90%和26.35%，对公司债务结构有一定影响。

以2010年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素变化，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至61.66%和56.15%，公司债务负担有所加重。

2007～2009年公司经营活动流入量快速增长，2009年为109.77亿元，是该两期中期票据合计发行额度的10.98倍。

2007～2009年公司EBITDA连续下降，2009年为2.90亿元，是该两期中期票据合计发行额度的0.29倍。

2007～2009年公司现金类资产平均余额10.55亿元，2010年9月末为9.67亿元，分别是该两期中期票据合计发行额度的1.06倍和0.97倍；如果未来的现金类资产余额继续保持目前及以上的水平，则对本期中期票据具有较强的覆盖能力。

总体上，公司经营现金流入量规模大，对本期中期票据具有较好的覆盖能力；未来随着经济转暖，以及公司建设项目的投产，预计公司经营规模有望继续扩大，盈利能力将逐步好转，并进而增强本期中期票据的保障能力。

九、综合评价

公司是中国主要的钨品生产企业之一，经过多年发展已发展成为多金属综合型生产企业，资源储量较为丰富，钨品产业链完整，生产能力强，在行业具有一定的规模优势。

目前，公司资产质量正常，盈利能力较为薄弱，存在一定的偿债压力，筹资压力大。

公司正在大力增加资源储备，并正在进行一系列稀有稀土金属项目的建设，预计随着项目的完工投产，公司经营规模将明显扩大，且多金属发展的格局有望增强公司的竞争能力。

目前，公司经营现金流入量规模大，对本期中期票据保障能力强；未来，随着规模扩张

和盈利能力改善，公司EBITDA对本期中期票据的保障能力将逐步提升。

总体上，公司本期中期票据到期不能偿付的风险较低。

附件 1-1 合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

资产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 9 月末
流动资产:					
货币资金	68297.47	146360.13	78210.92	7.01	87298.92
交易性金融资产	3068.24	19.92	23.58	-91.23	23.58
应收票据	6746.71	6839.91	6865.08	0.87	9400.00
应收账款	54752.97	81343.72	50504.15	-3.96	46217.37
预付款项	60887.74	79049.23	102479.32	29.73	143939.20
其他应收款	34052.94	14773.33	56532.14	28.85	73819.50
存货	78107.80	41083.45	168891.27	47.05	95759.80
其他流动资产	4670.41				
流动资产合计	310584.26	369469.70	463506.46	22.16	456458.37
非流动资产:					
持有至到期投资	49.16	51.36	53.57	4.39	53.57
长期股权投资	69004.91	72277.71	63003.32	-4.45	66218.74
固定资产净额	50007.66	45878.91	70183.06	18.47	72244.33
在建工程	14321.99	29250.83	27025.21	37.37	28853.32
工程物资	576.45	187.74			
固定资产清理	1.38	1.25			
无形资产	259035.49	212358.33	221119.33	-7.61	222353.04
商誉	5700.00	10700.00			
长期待摊费用	444.90	338.89	368.46	-9.00	853.74
递延所得税资产	194.97	174.59	477.03	56.42	424.78
其他非流动资产	17136.85	24398.76	33812.88	40.47	29493.67
非流动资产合计	416473.77	395618.38	416042.87	-0.05	420495.19
资产总计	727058.03	765088.07	879549.34	9.99	876953.55

附件 1-2 合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

负债和股东权益	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 9 月末
流动负债:					
短期借款	149454.51	219400.00	359026.31	54.99	210263.17
应付票据	13805.00	76576.18	17401.46	12.27	50400.00
应付账款	54619.86	56426.46	23237.09	-34.77	62205.14
预收款项	14219.77	15992.61	58924.16	103.56	57269.42
应付职工薪酬	3764.95	1179.93	1249.62	-42.39	1696.01
应交税费	2963.66	-3382.61	-12082.25		-10107.22
应付利息					138.36
应付股利	341.36				193.50
其他应付款	39070.10	18697.57	8575.84	-53.15	7184.79
其他流动负债	40694.78				
流动负债合计	318933.99	384890.13	456332.23	19.62	379243.17
非流动负债:					
长期借款	5000.00	6000.00	44400.00	197.99	118900.00
专项应付款	20080.58	967.17	4667.89	-51.79	3720.33
其他非流动负债					500.00
非流动负债合计	25080.58	6967.17	49067.89	39.87	123120.33
负债合计	344014.57	391857.31	505400.12	21.21	502363.50
所有者权益:					
实收资本	290000.00	150000.00	150000.00	-28.08	150000.00
资本公积	13979.73	132723.41	146676.21	223.91	148599.33
未分配利润	-11581.31	-2592.20	1951.04		3416.23
归属于母公司所有者权益合计	292398.41	280131.20	298627.25	1.06	302015.56
少数股东权益	90645.05	93099.56	75521.96	-8.72	72574.50
所有者权益合计	383043.46	373230.77	374149.21	-1.17	374590.06
负债和股东权益总计	727058.03	765088.07	879549.34	9.99	876953.55

附件 2 合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2007 年度	2008 年度	2009 年度	变动率 (%)	2010 年 1-9 月
一、营业收入	436366.96	598643.24	867017.46	40.96	707762.88
其中：主营业务收入	430093.59	594916.70			630862.88
其他业务收入	6273.37	3726.55			76899.99
减：营业成本	394346.49	560452.78	844825.28	46.37	687034.04
其中：主营业务成本	390094.85	557570.98			613807.32
其他业务成本	4251.64	2881.79			73226.72
营业税金及附加	5815.92	8802.61	3619.31	-21.11	3094.33
销售费用	3261.38	1956.31	1690.35	-28.01	1839.81
管理费用	13864.96	14801.20	16224.69	8.18	12600.86
财务费用	6825.05	15353.28	12587.15	35.80	14865.59
资产减值损失	4301.04	3928.17	1876.16	-33.95	
加：公允价值变动收益	0.38	-5.06	3.65	209.92	
投资收益	24704.63	12014.34	10536.85	-34.69	15439.96
二、营业利润	32657.13	5358.18	-3264.98		3768.22
加：营业外收入	2083.34	2857.94	8071.22	96.83	328.31
减：营业外支出	5077.10	1740.48	1053.51	-54.45	217.35
三、利润总额	29663.37	6475.63	3752.72	-64.43	3879.18
减：所得税费用	7669.07	3916.85	2330.98	-44.87	1793.79
四、净利润	21994.30	2558.78	1421.74	-74.58	2085.40
归属于母公司股东的净利润	20458.94	2059.06	565.38	-83.38	1096.22
少数股东损益	1535.36	499.72	856.36	-25.32	989.17

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年度	2008 年度	2009 年度	变动率(%)	2010 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	469904.39	495056.75	1088076.60	52.17	786849.50
收到的税费返还	3775.87	2254.81	2849.22	-13.13	4570.29
收到其他与经营活动有关的现金	30358.90	58192.87	6803.66	-52.66	247759.77
经营活动现金流入小计	504039.16	555504.43	1097729.48	47.58	1039179.56
购买商品、接受劳务支付的现金	497545.91	477252.89	1224944.45	56.91	807383.20
支付给职工以及为职工支付的现金	11719.41	10914.20	12061.73	1.45	8453.17
支付的各项税费	22163.99	29980.51	21501.37	-1.51	19061.69
支付其他与经营活动有关的现金	31523.62	53030.92	21789.84	-16.86	106003.25
经营活动现金流出小计	562952.93	571178.52	1280297.38	50.81	940901.31
经营活动产生的现金流量净额	-58913.77	-15674.09	-182567.91		98278.25
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资所收到的现金		13783.10	4336.14		
取得投资收益收到的现金	18692.46	14442.94	10755.52	-24.15	6390.78
处置固定、无形和其他资产收回的现金	16335.09	10.20	65.11	-93.69	
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			8000.00		2358.29
收到其他与投资活动有关的现金			2835.67		6207.25
投资活动现金流入小计	35027.55	28236.24	25992.43	-13.86	14956.32
购建固定、无形和其他资产支付的现金	41930.74	45765.37	45651.55	4.34	9120.69
投资支付的现金	70491.16	15933.10	9154.55	-63.96	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金			3030.37		18074.81
投资活动现金流出小计	112421.90	61698.47	57836.47	-28.27	27416.22
投资活动产生的现金流量净额	-77394.35	-33462.22	-31844.04		-12459.90
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	17322.45	72283.91	6869.39	-37.03	1865.88
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金	14332.45				
取得借款收到的现金	221474.51	329658.00	492636.31	49.14	362955.50
收到其他与筹资活动有关的现金	11400.60	60367.24	26500.00	52.46	391365.08
筹资活动现金流入小计	250197.55	462309.14	526005.70	45.00	756186.46
偿还债务支付的现金	90475.00	296810.05	341110.00	94.17	482532.37
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10327.30	19341.95	14667.18	19.17	14233.31
其中: 子公司支付给少数股东的股利	20.00				
支付其他与筹资活动有关的现金	9672.67	2488.46	34871.24	89.87	335326.59
筹资活动现金流出小计	110474.97	318640.46	390648.42	88.04	832092.27
筹资活动产生的现金流量净额	139722.57	143668.68	135357.28	-1.57	-75905.81
四、汇率变动对现金的影响	0.56	-11.26	2.22	99.11	
五、现金及现金等价物净增加额	3415.01	94521.10	-79052.44		9912.54
加: 期初现金及现金等价物余额	64882.46	51839.02	142099.50	47.99	77386.38
六、期末现金及现金等价物余额	68297.47	146360.13	63047.06	-3.92	87298.92

附件 3-2 合并现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

补充资料	2007 年度	2008 年度	2009 年度	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	21994.30	2558.78	1421.74	-74.58
加：资产减值准备	4301.04	3928.17	-1925.29	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2440.49	4553.12	4553.73	36.60
无形资产摊销	1665.20	2473.49	4537.45	65.07
长期待摊费用摊销	1026.31	14.35	15.26	-87.81
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	4004.07	0.80	-57.10	
固定资产报废损失	-467.44	183.05		
公允价值变动损失		5.06	-3.65	
财务费用	8939.15	15559.31	14016.20	25.22
投资损失	-24704.63	-12014.34	-10536.85	
递延所得税资产减少	-294.84	-73.05	235.75	
递延所得税负债增加				
存货的减少	-21108.55	966.84	-125252.58	
经营性应收项目的减少	-86328.96	-95049.84	-31668.30	
经营性应付项目的增加	30240.93	61220.16	-37904.27	
其他	-620.83			
经营活动产生的现金流量净额	-58913.77	-15674.09	-182567.91	
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
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				
3. 现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	68297.47	146360.13	63047.06	-3.92
减：现金的期初余额	64882.46	51839.02	142099.50	47.99
加：现金等价物的期末余额				-74.58
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	3415.01	94521.10	-79052.44	36.60

附件 4 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	8.82	8.00	11.91	--
存货周转次数(次)	5.77	9.40	8.05	--
总资产周转次数(次)	0.83	0.80	1.05	--
现金收入比(%)	107.69	82.70	125.50	124.71
盈利能力				
营业利润率 (%)	8.30	4.91	2.14	2.49
总资本收益率(%)	5.43	3.01	2.25	--
净资产收益率(%)	5.74	0.69	0.38	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	1.29	1.58	10.61	24.09
全部债务资本化比率(%)	30.52	44.72	52.94	50.33
资产负债率(%)	47.32	51.22	57.46	57.29
偿债能力				
流动比率(%)	97.38	95.99	101.57	120.39
速动比率(%)	72.89	85.32	64.56	95.12
经营现金流流动负债比(%)	-18.47	-4.07	-40.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.31	1.73	1.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	9.84	14.52	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.81	-0.16	-0.51	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-17.13	-2.77	-13.05	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.85	0.61	0.58	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.08	11.11	21.95	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.18	-0.31	-3.65	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-2.73	-0.98	-4.29	--

注：2007 年数据采用 2008 年期初数或上年数，2010 年三季度数据未经审计。

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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
 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 中长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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 江西稀有稀土金属钨业集团有限公司 2011 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

江西稀有稀土金属钨业集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。江西稀有稀土金属钨业集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，江西稀有稀土金属钨业集团有限公司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西稀有稀土金属钨业集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现江西稀有稀土金属钨业集团有限公司出现重大变化，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，据以确认或调整信用等级。

如江西稀有稀土金属钨业集团有限公司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，直至江西稀有稀土金属钨业集团有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如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西稀有稀土金属钨业集团有限公司、主管部门、交易机构等。

