

信用等级公告

联合[2018] 370号

联合资信评估有限公司通过对厦门钨业股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

厦门钨业股份有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

厦门钨业股份有限公司

2018年度第一期中期票据信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年三月五日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.jlhaungs.com

厦门钨业股份有限公司

2018年度第一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

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 补充营运资金和偿还银行贷款

评级时间: 2018 年 3 月 5 日

财务数据

项目	2014年	2015年	2016年	17年 6月
现金类资产(亿元)	14.64	8.37	15.10	19.98
资产总额(亿元)	173.18	159.87	155.00	174.28
所有者权益(亿元)	90.91	82.35	81.17	84.06
短期债务(亿元)	30.55	42.65	33.93	46.37
长期债务(亿元)	8.83	15.71	19.74	19.35
全部债务(亿元)	39.38	58.36	53.67	65.72
营业收入(亿元)	101.43	77.55	85.28	61.81
利润总额(亿元)	13.31	-5.38	4.25	7.62
EBITDA(亿元)	21.17	2.96	12.40	--
经营性净现金流(亿元)	-0.44	-12.63	12.06	-7.77
营业利润率(%)	24.49	13.05	17.53	23.74
净资产收益率(%)	10.27	-7.01	3.68	--
资产负债率(%)	47.50	48.49	47.63	51.76
全部债务资本化比率(%)	30.22	41.48	39.80	43.88
流动比率(%)	131.84	130.41	143.98	135.57
全部债务/EBITDA(倍)	1.86	19.69	4.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.31	0.95	5.64	--
经营现金流动负债比(%)	-0.62	-21.54	23.78	--

注: 1. 2017 年半年报财务数据未经审计; 2. 长期应付款计入长期债务; 其他流动负债中的超短期融资券计入短期债务。

分析师

潘云峰 杨栋

邮箱: 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甲 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对厦门钨业股份有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了其作为世界大型钨冶炼企业以及国家六大稀土集团之一,具备丰富的钨资源储量,是福建省稀土整合平台,得到了控股股东在资源获取和精矿采购方面较大的支持;公司硬质合金和钨钼深加工项目及产品得到进一步延伸发展。同时,联合资信也关注到目前公司稀土原料价格大幅震荡、新能源材料行业竞争激烈、房地产业务盈利能力下滑等因素给公司经营及信用水平带来的不利影响。

考虑到公司在钨钼制品行业较高的原料自给率及完整的产业链,公司钨钼制品业务有优于同行的成本控制及价格传导能力,伴随着部分钨钼产品价格回暖的趋势,公司钨钼业务盈利能力有望增强;随着公司进一步向钨钼制品产业链下游延伸以及拓展能源新材料业务,公司有望保持良好的抗风险能力,联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营性现金流入量对本期中期票据覆盖能力较强,基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 公司钨钼产业具有从矿山采选、冶炼、粗加工到精加工的完整产业链,整体抗风险能力较强;公司技术水平行业领先,拥有国家级技术研发中心,研发能力强。
2. 公司是国务院、工信部确定的全国六大稀土企业集团组建单位之一,是福建省稀土资源整合平台企业;公司控股股东福建稀

土集团在资源获取和精矿采购方面给予了公司较高等度的保障。

3. 2016年以来，钨钼行业景气度有所企稳，价格有所回升，公司钨钼业务板块盈利能力有所提升。
4. 公司财务杠杆良好，债务负担较轻。
5. 公司经营性现金流入量对本期中期票据覆盖能力较强。

关注

1. 近几年，公司房地产板块收入规模持续下降，受国家房地产政策影响，公司房地产业务收入在未来存在一定的不确定性。
2. 钨钼、稀土等市场价格波动，对公司盈利水平影响大。
3. 公司经营活动现金流净额波动较大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由厦门钨业股份有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;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。

厦门钨业股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

厦门钨业股份有限公司（以下简称“公司”或“厦门钨业”）是于 1997 年 12 月 22 日经福建省人民政府闽政体股[1997] 48 号文批准，由福建省冶金工业总公司（现变更为：福建省冶金（控股）有限责任公司）作为主要发起人，在对福建省厦门钨品厂进行整体改制的基础上，以发起设立方式设立的外商投资股份有限公司。2000 年 4 月，公司以 1999 年 12 月 31 日为基准日，依照产品系列，以派生分立方式分立为厦门钨业股份有限公司（存续公司，即公司）和厦门三虹钨钼股份有限公司（新设公司，以下简称“厦门三虹”）。

2002 年 11 月 7 日公司在上海证券交易所上市（证券代码 600549SH），发行后公司股本总额 12000.00 万元。自成立之日起，公司历经数次股权转让，公司股本总额为 68198.00 万元，第一大股东为国有独资公司福建省冶金（控股）有限责任公司（以下简称“福建冶金”），持股 33.60%。

2012 年 12 月 19 日，经国务院国有资产监督管理委员会批准（国资产权[2012]912 号），以及中国证券监督管理委员会审核无异议、同意豁免福建稀土集团的要约收购义务的批复（证监许可[2012]1546 号），中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具《过户登记确认书》，确认福建冶金所持有的厦门钨业 229176948 股（占厦门钨业总股本 33.60%）已过户至福建省稀有稀土（集团）有限公司（以下简称“福建稀土集团”，其为福建冶金控股子公司）。本次股权划转完成后，福建冶金不再直接持有公司股份，福建稀土集团（加上 2012 年 12 月 4 日通过上交所交易系统增持公司 1194776 股）直

接持有公司 230371724 股，持股比例为 33.78%，成为公司的第一大股东。

2014 年 10 月，公司以 19.98 元/股向福建省稀有稀土（集团）有限公司、前海开源基金管理有限公司、福建省投资开发集团有限责任公司等 9 家机构定向增发 15000 万 A 股，公司股本变更为 83198 万元。此次非公开发行后，福建稀土集团持有公司 32.82% 股权，仍为公司第一大股东。福建省国资委拥有福建冶金 100% 股权，为公司实际控制人。公司 2014 年度股东大会审议通过 2014 年度利润分配方案，向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元，每 10 股转增 3 股，资本公积转增后，公司注册资本增至 108157.40 万元。

2017 年 6 月 13 日公司召开 2016 年年度股东大会，审议并通过《厦门钨业股份有限公司 2017 年限制性股票激励计划（草案）及其摘要的议案》。2017 年 7 月 10 日，公司召开第七届董事会第十九次会议，审议通过《关于调整限制性股票激励计划相关事项的议案》、《关于首次向激励对象授予限制性股票的议案》。本激励计划拟定的激励对象为 91 人，授予的限制性股票数量为 505.47 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 108157.40 万股的 0.47%。截至 2017 年 7 月 27 日，本次限制性股票激励计划首次授予登记的限制性股票已完成股份登记，变更后的注册资本为人民币 1086628700.00 元，累计实收资本人民币 1086628700.00 元。

公司在 2017 年 12 月 1 日召开第七届董事会第二十三次会议，审议通过《关于向激励对象授予预留部分限制性股票的议案》，根据公司 2017 年限制性股票激励计划的规定和公司 2016 年年度股东大会的授权，公司董事会已完成预留部分限制性股票的授予登记工作，本次

限制性股票激励计划预留登记的限制性股票为 53.00 万股。截至 2018 年 1 月 10 日，公司已完 成限制性股票登记，公司股份总数由 1086628700 股增加至 1087158700 股，注册资 本增至 1087158700 元，营业执照变更正在办理 中。

截至目前，公司股本共计 108715.87 万元， 其中福建稀土集团持有公司 31.88% 股权，福建 冶金持有福建稀土集团 85.26% 股权，福建省国 资委拥有福建冶金 100% 股权，为公司实际控制 人。

公司经营范围：从事钨、稀土投资；钨及 有色金属冶炼、加工；钨合金、钨深加工产品和 稀有稀土金属深加工产品的生产和销售；粉末、 硬质合金、精密刀具、钨钼丝材、能源新材 料和稀有稀土金属的制造技术、分析检测以及 科技成果的工程化转化；房地产开发与经营 等。公司主要产品品种有：仲钨酸铵、氧化钨、 钨粉、碳化钨粉、硬质合金、精密刀具、钨钼 丝系列电光源材料、新能源材料等。

公司内设财务管理中心、企业管理中心、 战略发展中心、监察审计部、IT 中心、工程技 术中心、办公室等职能部门。截至 2016 年底， 公司共有一级控股子公司 23 家。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 155.00 亿元，所有者权益 81.17 亿元（含少数 股东权益 16.28 亿元）；2016 年，公司实现营 业收入 85.28 亿元，利润总额 4.25 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司（合并）资产总 额 174.28 亿元，所有者权益 84.06 亿元（含少 数股东权益 16.81 亿元）；2017 年 1~6 月，公 司实现营业收入 61.81 亿元，利润总额 7.62 亿元。

公司注册地址：厦门市海沧区柯井社；公 司法定代表人：黄长庚。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年拟注册总金额为 8 亿元的中 期票据，并拟发行 2018 年度第一期中期票据

（以下简称“本期中期票据”），发行额度为 5 亿元，期限 3 年。

本期中期票据所募集资金计划用于补充营 运资金和偿还银行贷款；本期中期票据偿还方 式为每年付息一次，到期一次还本。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。 在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施 积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵 活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个 百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币 信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保 持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。 上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。 2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增 速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增 长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向 好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩 固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增 速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有 所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数 （PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM） 持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理 指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显 示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全 年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势； 就业形势总体稳定。

2017 年上半年，中国继续推进供给侧结构 性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减 轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度， 助力经济稳中向好。2017 年 1~6 月，全国一般 公共预算收入和支出分别为 9.43 万亿元和 10.35 万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高 于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字 9177 亿元，

为近年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017年1~6月，中国GDP同比实际增长6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI温和上涨，PPI和PPIRM涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017年1~6月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017年1~6月，中国固定资产投资28.1万亿元，同比增长8.6%（实际增长3.8%），增速略有放缓。受益于2016年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自5月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域PPP模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017年1~6月，中国社会消费品零售总额17.2万亿元，同比增长10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017年1~6月，网络消费同比增长

33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017年1~6月，中国进出口总值13.1万亿元，同比增加19.6%，连续6个月实现同比正增长，实现贸易顺差1.3万亿元，外贸形势明显改善出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持10%以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使中国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，中国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在6.7%左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

（一）区域经济环境

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济特区经济发展的战略定位和强劲发展为公司的发展创造了一个良好的外部环境。

根据《厦门市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，厦门全年地区生产总值（GDP）3784.25 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.9%。其中，第一产业增加值 23.45 亿元，下降 5.5%；第二产业增加值 1558.62 亿元，增长 5.7%；第三产业增加值 2202.18 亿元，增长 9.8%。三次产业结构为 0.6：41.2：58.2。按常住人口计算的人均地区生产总值 97282 元，增长 6.3%，折合 14646 美元。

2016 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值 1264.79 亿元，增长 5.4%，占全市地区生产总值的 33.4%。截至 2016 年底，全市规模以上工业企业 1699 家，实现工业总产值 5254.71 亿元，其中产值超亿元的企业 587 家，实现产值 4761.78 亿元，占全市规模以上工业总产值的 90.6%。规模以上工业中，重工业完成增加值 825.89 亿元，比上年增长 12%；轻工业完成增加值 438.89 亿元，下降 5.5%，重工业与轻工业之比为 1.88:1。

2016 年，厦门市基础设施投资 792.35 亿元，增长 34.2%，其中交通运输业投资 500.08 亿元，增长 59.8%。工业投资 397.72 亿元，增长 12.2%，其中制造业投资 354.42 亿元，增长 18.2%。社会事业投资 83.80 亿元，下降 15.5%。

2016 年，厦门市全社会固定资产投资（不含农户）2159.81 亿元，增长 14.4%。分产业看，第一产业投资增长 16.4%，第二产业投资增长 12.2%，第三产业投资增长 14.9%，三次产业投资比例为 0.1:18.6:81.3。

总体看，公司所在厦门区域经济保持平稳较快发展，一、二、三产业的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

（二）行业环境

目前公司战略定位为“以钨为主业，以钼

系列产品和能源新材料为两翼，以房地产为一个时期的利润增长点”，公司业务发展情况与钨、能源新材料、房地产等行业紧密相关。

1. 钨行业

钨金属

钨金属呈银白色，其熔点高达 $3410\pm 20^{\circ}\text{C}$ ，是熔点最高的金属，比重为 19.3，为钢的 2.5 倍，与黄金相当。钨金属的导电性较好，其导电率高于镍、铁、磷青铜及铂。钨在常温下比较稳定，温度不高时，表面生成棕色和深蓝色氧化膜，在较高温度时，氧化成三氧化钨。超过 2000°C 时，钨和氮反应生成氮化钨。钨与氢不起作用。在高温下钨与碳以及一些含碳气体反应生成具有重要工业价值的坚硬难熔的碳化物。钨耐蚀性好，在室温下与任何浓度的酸和碱都不起作用，但能迅速地溶于氢氟酸与浓硝酸的混合液，在氧化性熔盐（如硝酸钠等）中会严重腐蚀。主要矿物有黑钨矿和白钨矿两种。

钨属于稀有金属，是国民经济和现代国防领域不可替代和不可再生的战略性金属资源，因钨具有高熔点、高比重、高硬度的物理特性，用其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，被誉为“工业的牙齿”，被广泛应用于航天、原子能、船舶、汽车工业、电气工业、电子工业、化学工业等重要领域。

资源分布

根据美国地质调查局 2015 年 2 月公布的数据显示，截至 2014 年底，中国探明的钨储量约 190 万吨（含钨量），占世界总储量比例 57.58%。

2009 年~2016 年，中国钨产量占全球钨产量的比例持续保持在 83% 以上，中国的供给直接影响着整个世界钨品供给情况；而中国的钨消费占世界的 30%，其余均用于出口。

中国钨资源中约 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%。尽管中国

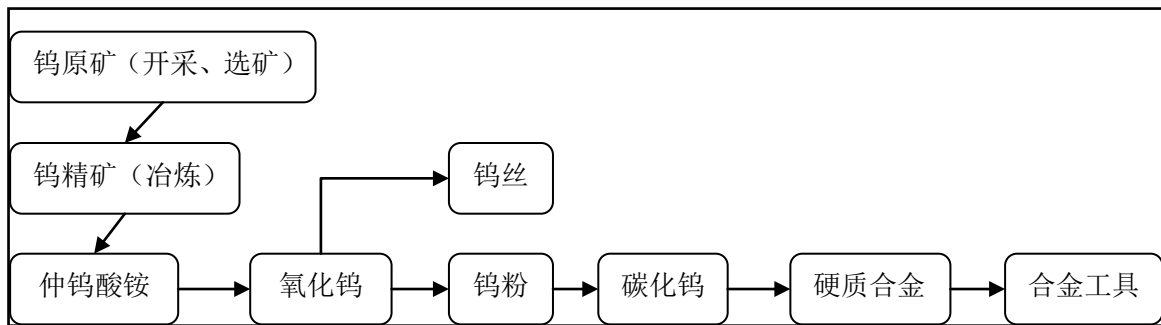
的钨资源最为丰富，但世界钨消耗量中每年近80%以上都来自中国，经过数年的开采，中国的钨资源储量所占比重已呈现出下降趋势。同时，中国一直以来以开采黑钨为主，目前黑钨资源品位大幅下降。

钨产业链

钨产业链自上而下分为上游的钨精矿，中游的仲钨酸铵（APT）、氧化钨、钨粉和碳化

钨粉，下游为钨材、钨钢、钨化工和硬质合金等。上游钨精矿的毛利率可以达到40%，而中间冶炼产品 APT、钨粉和碳化钨粉的毛利率在15%~30%之间，下游产品硬质合金的毛利率为40%左右。从产业链结构上看，钨产品的利润呈现两端高，中间低的现象。由于上游钨精矿资源有限，所以钨产业链的发展方向是下游高附加值的硬质合金。

图1 钨工业产业链



资料来源：联合资信整理

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。硬质合金从应用上主要可以分为切削刀具和矿用工具两方面，比例分别占到了硬质合金应用的33%和25%。切削刀具中，硬质合金主要作为刀具材料，如车刀、铣刀、刨刀、钻头、镗刀等，用于切削铸铁、有色金属、塑料、化纤、石墨、玻璃、石材和普通钢材以及难加工的材料等，切削加工主要依托机床来实现。矿用工具方面，硬质合金主要作为凿岩工具、采掘工具、钻探工具，在矿产、石油开采、基础设施建设等方面发挥重要作用。

汽车、航空航天、机械、采矿、石油、钢铁等行业的快速发展，对钨类产品的需求不断增加。国际钨协的数据显示，在全球钨消费总量中，中国消费约占37%，欧洲约占27%，美国约占15%，日本约占11%。近些年，中国钨消费持续增长，中国钨业协会的数据显示，中国2001~2005年间钨（钨金属）需求量年均增长率为12%。2005~2009年间，中国钨需求增

速较为平稳，年均增长率为4.10%。根据2011年4月份在北京举行的2011年有色金属市场预测报告会的信息，2009年中国的钨产量占全球总量6.3万吨的81%，同年，钨被列入中国限制开采品种。2010年中国钨消费急剧扩大，增幅达到23%，而产量增幅只有16%，导致国内2010年供应短缺。2011年，钨市表现基本与宏观经济走势一致。2011年上半年钨出口和国内消费均保持较大幅度增长，企业效益明显，但2011年下半年随着欧债危机加剧，世界经济增长放缓，钨消费和出口市场开始出现萎缩，特别在2011年9月份以后，钨市急转直下，出口和消费出现大幅下降。2012年继续受累于欧债危机，三大传统钨品出口市场出口量全部下降，其中日本减少20.51%、欧盟减少44.6%、美国减少20.39%。2013年，中国钨产品市场受年初大型企业在市场持续大量收货影响，上半年需求较为强劲，下半年需求疲软，全年度整体趋于平稳；国际市场需求仍较为平淡。2014年，国内外市场对钨产品需求均无有力支撑因素；2015年，虽然国家取消钨、钼出口配额，但是

国际市场消耗库存情况明显，钨市场需求进一步下滑。进入2016年，随着国家钨矿出储力度的加强以及下游需求的复苏，钨市场景气度有所复苏。

钨精矿和钨产品

国家统计局的数据显示，2006~2011年，中国钨精矿产量（折合65%纯度的三氧化钨）逐年增长。2016年，中国钨精矿产量约为13.97万吨，同比下降2.67%，为十年来首次产量同比下降。

表1 2006~2016年中国钨精矿产量

年份	钨精矿折含量（折WO ₃ 65%）		
	实际产量（万吨）	同比增幅（%）	全国钨精矿开采总量控制指标（吨）
2006	7.77	10.78	59060
2007	8.82	0.72	59270
2008	8.65	5.01	66850
2009	11.29	24.11	68555
2010	12.76	23.73	80000
2011	13.57	4.60	87000
2012	13.11	13.35	90000
2013	13.80	8.26	89000
2014	13.79	0.77	89000
2015	14.35	4.06	91300
2016	13.97	-2.67	91300

资料来源：国家统计局、国土资源部

为了有效保障钨矿的有序开采、保护日渐减少的钨资源，国家实行钨精矿生产配额制，限定每年的生产量，力求从源头上控制开采总量。而在加强钨行业准入和产品出口管理，依法开展清理整顿、规范生产经营秩序的同时，国家还进一步实施矿产资源整合，鼓励大企业的兼并收购以改变部分矿山过度开采、资源利用水平较低、企业无序竞争的局面。在首轮集中整治稀土行业后，行业集中度的提升将有望使得钨成为下一阶段国家重点整治的矿产资源。2014年6月，国土资源部下达了《2014年度稀土矿钨矿开采总量控制指标》的通知，对稀土矿、钨矿制定开采总量控制指标。根据

文件，2016年钨精矿（折合三氧化钨65%）的计划产量上限为9.14万吨，与2015年持平。

中国每年出口的钨初级产品APT和氧化钨占到了所有钨出口产品的50%以上，而高端产品中的硬质合金，尤其是广泛应用于机械切削工具中的硬质合金刀具有一半以上还主要依赖进口。据世界刀具协会资料，中国刀具的年消费额约为160亿元，其中硬质合金刀具88亿元，占全部刀具消费的55%；在每年消费的88亿左右的硬质合金刀具中，有40亿左右的刀具需要从国外进口。而随着近年来技术研发的突破，再加上一定的成本优势，国产硬质合金刀具将为钨产品打开巨大的需求空间。

总体看，国家对钨采取出口配额限制以及总量控制政策，中国钨产品出口呈下降趋势。

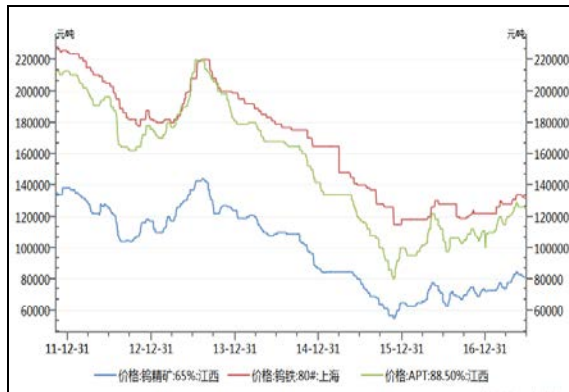
价格走势

从2006年到2008年，由于供给的增加，以及金融危机后续的影响，钨精矿以及主要钨产品APT（仲钨酸铵）和钨铁的价格徘徊不前，出现了小幅下挫的走势。

随着国家推出经济刺激政策，以及国际大宗商品价格的回升，钨精矿的价格在2009年上半年趋稳，并于2009年7月份开始进入稳定的上升行情。2011年开局，钨行业在上游原料钨精矿的不断走高以及下游采购量增加的双重支撑下不断走高，到5月中旬达到年度最高峰，钨精矿65%（一类白钨）和钨精矿65%（一类黑钨）分别为156000元/吨和157000元/吨，较2011年初分别上涨44.44%和44.04%。进入10月全球经济恶化，加之市场对钨铁需求下降，钨铁厂开工率不高，钨精矿市场开始走低，年底钨精矿出现小幅回升。2011年钨市场整体保持了增长态势，且钨精矿均价达到13.7万元/吨创历史新高。钨品累计出口额14.17亿美元，同比增长92.32%，创历史新高。自2012年以来，全球经济低迷，市场需求清淡，个别厂家停产减产，市场整体供过于求，价格持续走低。2013年，钨精矿市场供应增长，而国内外市场需求低迷，钨产品出口减少、国内销售增加，国内钨精矿

及钨产品价格全年走势冲高回落,前2个季度小幅震荡,7、8月涨幅最高,9、10月快速回落到接近年初水平;2014年度受经济持续下行压力增加、下游需求缩减的影响,钨精矿价格继续呈现下跌趋势;2015年三季度末,钨精矿及钨产品价格持续呈下行态势;2016年开始,钨精矿价格有所回暖,而进入2017年,钨精矿及钨产品价格进一步波动反弹。截至2017年6月27日,钨铁(钨含量80%,上海)价格为13.2万元/吨、钨精矿(三氧化钨含量65%,江西)价格为8.1万元/吨、APT(仲钨酸铵88.50%,江西)价格12.5万元/吨。

图2 钨精矿及钨产品价格走势



资料来源:wind 资讯

行业政策

钨是重要的战略资源,中国从20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,导致中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,严重影响了中国钨行业的健康发展。为规范钨行业的生产经营秩序,自2004年1月1日起,国家取消钨精矿及钨废料13%的出口退税政策。2005年1月1日起,取消钨铁出口退税政策。2005年5月1日起,氧化钨、仲钨酸铵、未锻轧钨、碳化钨、钨制品的出口退税率由13%下调为8%,2006年1月1日起下调至5%,2006年9月15日起

取消。2006年11月22日起,国家将APT等9类钨品列为加工贸易禁止类商品;2007年1月1日起,国家将初级钨产品的暂定关税税率提高5%~15%,并将钨铁和硬质合金混合料纳入出口许可证管理。2007年7月1日起,硬质合金混合料出口退税取消,硬质合金和高比重合金等钨材仍保留出口退税,税率5%。2008年11月1日起,硬质合金刀片和凿岩用硬质合金出口退税率由5%提高到11%;2008年12月1日再提高到14%;2009年6月1日再次提高到15%。此外,钨出口配额已由1998年的3.7万吨(折合金属量)一直下降到2010年的1.70万吨。

2009年底,国务院商务部公布《2010年钨品出口供货企业资格标准》,规定钨品相当于APT生产能力3000吨以上,三年年均出口供货量500吨以上,钨精矿到APT的主工艺流程回收率大于90%,APT到钨粉回收率大于97%;在同等条件下,采选冶综合类企业、产品链条长、深加工产品比例高的企业优先考虑。厦门钨业股份有限公司、福建金鑫钨业股份有限公司、潮州翔鹭钨业有限公司、赣州市赣南钨业有限公司、南昌硬质合金有限责任公司、崇义章源钨业股份有限公司、江西稀有稀土金属钨业集团有限公司、自贡硬质合金有限责任公司8家公司获得钨品出口权。另外,国土资源部国土资发(2011)29号文明确指出2012年6月底前原则上不再受理新的钨矿勘查、开采登记申请。

2013年9月,工业和信息化部公告了第一批符合《钨锡铋行业准入条件》的企业名单,包括厦门钨业股份有限公司、崇义章源钨业股份有限公司等16家企业符合行业准入条件。

2015年2月,工业和信息化部发布《2015年原材料工业转型发展工作要点》,在钨的生产、流通管理及行业政策规范方面提出,严格钨生产总量控制计划管理,抓紧出台钨、钼资源税改革方案;将加快出台《稀有金属管理条例》,同步制定实施细则;调整规范稀有金属、

萤石等生产计划下达方式，探索下达仲钨酸铵冶炼生产指标。

根据国务院关税税则委员会《国务院关税税则委员会关于调整部分产品出口关税的通知》，从2015年5月1日起，中国将取消钢铁颗粒粉末、稀土、钨、钼等产品的出口关税。

根据财政部和国家发展改革委于2015年4月30日发布的《关于清理涉及稀土、钨、钼收费基金有关问题的通知》，自2015年5月1日起，在全国范围统一将稀土、钨、钼矿产资源补偿费率降为零，停止征收稀土、钨、钼价格调节基金。各省、自治区、直辖市要全面清理规范本地区出台的涉及稀土、钨、钼的收费基金项目，凡违反行政事业性收费和政府性基金审批管理规定，越权出台的收费基金项目要一律取消。

总之，为保护中国稀有的钨矿资源，促进中国钨产业持续健康发展，中国政府推出了一系列调控政策，同时，政府还积极促成钨品产业资源整合和产业链向下游发展。随着钨矿资源的逐步集中，中国在全球钨产业中的话语权将更加突出。

未来发展

鉴于钨金属重要的战略地位和世界范围内供应缺口的长期存在，以及中国对战略性矿产资源开采保护的加强，未来钨产品价格在中长期有望继续上升。此外中国钨资源储量和供给量占世界主导地位，钨金属产品在国际市场上有较大的影响力，钨金属制造业的长期发展前景较好。

随着硬质合金被列入新材料产业“十三五”规划，钨金属行业将会继续受到政策大力扶持，在福建厦门也将建设硬质合金材料基地，硬质合金产业将得到快速发展。受高端装备制造、汽车以及军工装备升级等拉动，硬质合金中长期需求将快速增长。硬质合金产业的发展将带动钨需求的增长，中长期钨的供需会较为紧张。

2. 稀土行业与能源新材料行业

稀土是能源新材料贮氢合金粉和锂离子材料的上游产品，同时也用于LED荧光粉、节能灯发光材料、磁性材料的制作，产品用途广泛。

稀土行业概况

稀土具有优异的光、电、磁、超导、催化等物理性能，能与其他材料组成性能各异、品种繁多的新型材料，因此有“工业味精”的美誉，被广泛应用于电子、石油化工、冶金、机械、能源、轻工、能源保护、农业等领域。目前，中、日、美三国已成为全球稀土消费的主要驱动力，占世界稀土消费量的85%，其中，高科技领域的应用分别占美国和日本稀土消费量的72%和90%。

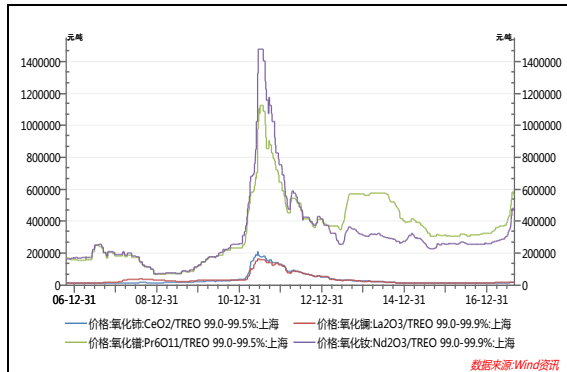
从需求看，受全球金融危机影响，2009年全球稀土消费量9万余吨。随着全球经济的复苏，在风电、电动汽车和节能减排等领域的消费拉动下，稀土消费量将逐年增长。就全球范围而言，中、日、美三国已成为全球稀土消费的主要驱动力，到目前为止，三国稀土消费占全球消费的比例已由2002年的53%大幅上升到85%。中国是稀土消费增长最快的国家，从2004年到2012年，稀土消费量维持在10.7%以上的增速，尤其是新材料领域的消费每年维持在16.4%以上的增速。

从供给看，中国是世界储量最大的稀土国家，截至2016年，中国稀土储量达到5500万吨，占到全球稀土储量的40%，中国稀土矿产量达到9.5万吨，占到全球产量的86.4%。中国的稀土资源分布大体可分为南北两类。北方产出以轻稀土为主，南方产出以重稀土为主。轻稀土矿以包头白云鄂博、四川冕宁、山东微山的氟碳铈矿为主。重稀土矿以江西、广东、福建、广西、云南地区的稀土离子型矿为主。受长期无序开采影响，南方离子稀土矿遭受较大破坏，工业储量急剧下降，是目前受到保护的稀土资源。从进出口看，2015年，中国出口稀土冶炼分离产品2.76万吨（实物量），同比增长23%，出口金额为3.73亿美元，占中国稀土产品出口金额的21.5%。其中，稀土氧化物的

出口量居首，为 1.67 万吨，出口总额为 2.4 亿美元；其次为稀土盐类，出口量为 7087 吨，稀土金属及合金的出口量居第三位，为 3779.5 吨。

(2) 价格走势

图 3 稀土价格走势



资料来源：Wind 资讯

从稀土价格走势来看，2009 年中国通过行业整顿、稀土出口配额等措施逐步收紧行业供给，与此同时新经济对稀土的需求大幅上升，在供需两端的共同作用下，2010 年稀土价格开始逐步上涨。进入 2011 年，在政府继续收紧稀土供给的预期下，生产商惜售、贸易商囤货，导致稀土价格大幅上涨，其中氧化铈、氧化镧、氧化钕、氧化镨价格从年初到 6 月底分别上涨 407%、348%、192%、167%。2011 年下半年，专用发票即将出台的传闻使得无票稀土产品遭到抛售，稀土下游需求受到价格高企和经济放缓的双重影响而表现疲软，导致稀土价格承受较大压力出现大幅下挫，下跌幅度均达到 50% 左右。2012 年，由于市场恶性炒作等因素，稀土价格在经历 2011 年前三季度的暴涨后紧接着暴跌，2012 年稀土价格持续下跌；2013 年以来，国家加大稀土行业的整治、整合力度，集中打击非法开采、走私活动，稀土价格一度强势反弹，但受下游需求不振，产能过剩的影响，2014~2015 稀土行业总体持续低迷，价格持续在低位徘徊，2016 年，随着国家增强对稀土行业的治理，稀土价格有所回暖。步入 2017 年，稀土价格持续保持高位，截至 2017 年 8 月 21 日，氧化铈、氧化镨、氧化钕和氧化镧价格分别是 14000 元/吨、580000 元/吨、480000

元/吨和 15300 元/吨。

2016 年度中国稀土矿(稀土氧化物 REO)开采总量控制指标为 10.5 万吨，与去年指标持平。其中离子型(以中重稀土为主)稀土矿指标 1.79 万吨，岩矿型(轻)稀土矿指标 8.71 万吨；2014 年开始，受打击稀土违法违规行为专项行动以及稀土价格持续下调等市场因素影响，计划外稀土矿产品数量及冶炼分离产品数量均有缩减，稀土市场秩序进一步规范。

稀土行业发展趋势

从需求看，稀土消费量仍将增长，而包括稀土永磁体、贮氢合金材料、发光荧光材料、净化催化剂等在内的新材料领域是稀土最大和增长最快的消费领域。因风电、电动汽车和节能减排等领域的消费拉动，以及国家发改委发布中国淘汰白炽灯路线图征求意见稿推动稀土在白炽灯替代品节能灯制造中的应用，预计未来稀土在钕铁硼、镍氢动力电池和荧光稀土灯三个领域的消费会大幅增长。从供给看，2010 年，稀土行业因下游需求增长以及中国国家宏观调控限制出口，国外相继有诸多矿山进入开采或恢复开采日程；但是从矿山开采到产品投放市场需要一个过程，新开工矿山短期内很难发挥作用，无法撼动中国稀土主导的世界稀土格局。因此，在未来 2~3 年内，稀土供应不会有爆发性增长。

能源新材料行业的发展趋势

能源新材料贮氢合金粉和锂离子材料是稀土的下游产品，随着经济快速发展带动能源材料需求的增长，以及手机、笔记本电脑、数码相机、摄像机、汽车等产品对新型、高效、环保能源材料的强劲需求，中国锂电池、太阳能电池、燃料电池将迎来快速发展期。中国电池新材料市场主要以锂电池材料和太阳能电池材料为主。由于中国燃料电池离大规模应用尚需一段时日，且中国厂商在技术和生产工艺上与国际水平存在差距，目前中国燃料电池材料几乎全部依赖进口。中国已形成锂电池相对完整

的产业链，在锂电池材料的配套方面占有一定的优势。

政策

2011年5月19日，国务院公布了《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》，而后中华人民共和国环境保护部发布《稀土工业污染物排放标准》，自2011年10月1日起实施，这是“十二五”期间环境保护部发布的第一个污染物排放国家标准，进一步提高稀土产业准入门槛。新能源材料行业发展前景可期。2012年3月3日《科技日报》授权发布《电动汽车科技发展“十二五”专项规划》，“十二五”期间，“纯电驱动”将成为中国新能源汽车技术的发展方向，其中，电池、电机、电控等一系列技术有望获得重点发展。《电动汽车科技发展“十二五”专项规划》提出，要以动力电池模块为核心，实现我国以能量型锂离子动力电池为重点的车用动力电池大规模产业化突破。2012年4月，中国稀土行业协会成立（成员包括中国绝大多数稀土企业），将对稀土行业的重点问题施加影响，如出口价格、出口配额等，并在妥善解决国际贸易争端方面发挥重要作用。在2012年5月，国家税务总局发布公告，将从6月1日起对稀土企业开具发票纳入增值税防伪税控系统汉字防伪项目管理。2012年8月6日下午，工业和信息化部公布了《稀土行业准入条件》，对稀土矿山、冶炼分离和金属加工三类企业，在规模上设置了准入门槛。新规从2012年7月26日起正式实施。《稀土行业准入条件》及其管理办法主要在生产规模、工艺装备等方面设置稀土准入门槛，这也是中国第一次从生产规模方面设置稀土准入门槛。2012年8月8日上午，中国第一家稀土产品交易平台在包头挂牌，运用这一平台可积极整合稀土流通领域的各类资源，符合中国稀土产业发展政策，对进一步扩大公司在行业内的影响力，规避稀土产品价格剧烈波动带来的负面影响，具有重要意义；另一方面，福建省以厦门钨业为核心组建福建稀有稀土

（集团）公司，形成大企业引领稀土产业发展格局。

2014年2月，工信部原材料司发布《2013年稀土行业经济运行情况》及2014年工作部署，要求规范稀土资源综合利用管理，将稀土综合利用项目（废料回收、压覆矿抢救性回收等）纳入生产总量控制计划管理，重点配置给新组建的6家大型稀土企业集团。报告要求今年重点巩固和扩大业已形成的中国五矿、中国铝业、包钢稀土、赣州稀土、广东稀土、厦门钨业6大稀土企业为基础的兼并重组格局，整合国内稀土矿山和冶炼分离企业，在此过程中关闭一批非法企业，转产一批企业，重组一批企业，大幅度减少稀土冶炼分离企业数量，化解过剩产能。促进兼并重组，尽快形成大型稀土企业集团主导稀土行业发展的格局。此外，还将利用战略性新兴产业、国家重大科技专项、稀土产业调整升级等政策，支持大企业集团、科研院所开发稀土新材料，发展高端应用产业，推动稀土产业优化升级。研究制定《稀有金属管理条例》，依法规范企业生产经营活动。

根据国务院于2014年10月发布的《政府核准的投资项目目录（2014年本）》，稀土冶炼分离项目由国务院行业管理部门核准，稀土深加工项目由省级政府核准。

根据国务院关税税则委员会《国务院关税税则委员会关于调整部分产品出口关税的通知》，从2015年5月1日起，中国将取消钢铁颗粒粉末、稀土、钨、钼等产品的出口关税。

根据财政部和国家发展改革委于2015年4月30日发布的《关于清理涉及稀土、钨、钼收费基金有关问题的通知》，自2015年5月1日起，在全国范围统一将稀土、钨、钼矿产资源补偿费率降为零，停止征收稀土、钨、钼价格调节基金。各省、自治区、直辖市要全面清理规范本地区出台的涉及稀土、钨、钼的收费基金项目，凡违反行政事业性收费和政府性基金审批管理规定，越权出台的收费基金项目要一律取消。

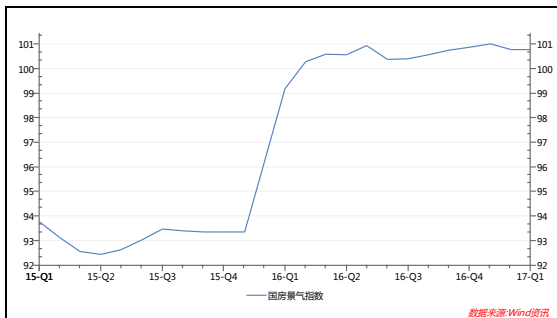
总体看，随着中国对上游稀土资源的管控不断加强，以及对下游新能源材料的政策倾斜，新能源材料行业有望得到良性持续发展。

3. 房地产行业

近年地产行业概况

2015年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016年9月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图4 2015年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2016年百城住宅价格累计上涨18.71%，较2015年全年扩大14.56个百分点，创

近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。

分类来看，与2015年全年相比，2016年一线城市商品房销售面积与2015年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市1-11月房价累计涨幅达22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市1-11月房价累计涨幅13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市2016年1~11月房价累计增长10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市2016年各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%，其中国内贷款

占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）为21.0万亿元，同比增长21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。进入2017年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

政策环境

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至11月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购1套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低30%，有房二套贷款首付比例不低于

70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间800公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成2016年137公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有18个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从

政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能继续小幅下降，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

五、基础素质

1. 产权状况

截至目前，公司股本共计108715.87万元，其中福建稀土集团持有公司31.88%股权，福建

冶金持有福建稀土集团85.26%股权，福建省国资委拥有福建冶金100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司钨生产现已形成了矿山开采—冶炼—中级产品加工—钨深加工产品的完整产业链。能源新材料领域已经形成原料冶炼到下游生产加工的相对完整产业格局。同时公司以房地产开发为辅，形成公司新的增长点。

公司拥有宁化行洛坑钨矿属黑白混合钨矿，可采储量为29.5万吨金属量，钨原矿品位0.228%，可采储年限预计至2085年，在全国已探明的钨矿中排名第三；洛阳豫鹭矿业有限责任公司是公司洛钼集团合资建立的控股子公司（公司股权占比为60%），用于回收洛钼集团选钼尾矿中的白钨矿，以解决原材料供应问题。豫鹭矿业所回收的钨钼伴生矿，已探明的钨储量为51万吨金属量，钨原矿品位0.145%，可采储年限预计至2060年。公司2013年完成对江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司（以下简称“都昌金鼎”）60%股权的收购，都昌金鼎拥有阳储山钨钼矿，公司资源储量进一步提升。截至2017年6月底，上述钨矿剩余可采金属储量79.81万吨，储量规模仅次于中国五矿集团公司，排名全国第二，但矿山资源入账价值仅为4.55亿元。

钨钼板块方面，公司是中国位居前列的钨钼产品制造商和出口商。截至2017年6月底，公司拥有年产25000吨仲钨酸铵（APT）和氧化钨、15000吨钨粉及碳化钨粉、5500吨硬质合金、2000吨粗钨丝、200亿米细钨丝、1000吨粗钼丝、30亿米细钼丝等钨钼产品生产能力；公司整体刀具、数控刀片和PCB刀具的生产规模分别达到700万支/年、3000万片/年和3800万支/年。其中，APT、钨丝材产能位居全国首位，硬质合金、整体刀具产能亦处于全国前列，整体规模优势明显；目前，公司仍有大量在建产能有待释放，规模优势有望保持。

能源新材料方面，公司是福建省内稀土整合主体，资源保障能力较强，稀土产业链日趋完整。公司是国务院、工信部确定的全国六大稀土企业集团组建单位之一，是福建省稀土资源整合平台企业；截至 2017 年 6 月底，公司已 100%整合连城文坊、连城黄坊、上杭加庄三本稀土采矿证，持有长汀杨梅坑稀土采矿证 40%股权，采矿指标 1940 吨，占福建全省开采指标的 98.50%，资源保障能力较强。稀土冶炼及加工方面，公司拥有 5000 吨/年的稀土冶炼分离能力、3000 吨/年钕铁硼磁性材料和 1100 吨/年荧光粉的生产能力。目前公司仍有 6000 吨/年稀土特种金属生产线在建，项目完工后公司“矿产资源-冶炼分离-稀土合金-磁性材料”的稀土产业链将得到进一步完善。

公司电池材料业务包含贮氢合金粉和锂电池材料两部分，主要由下属海沧分公司及厦钨新能源运营；截至 2017 年 6 月底，公司分别拥有贮氢合金粉和锂电池材料生产能力 5000 吨/年和 17000 吨/年，其中贮氢合金粉产能居全国首位，锂电池材料产能亦处于全国前列，具有一定的规模优势。

公司在稀土和电池材料领域同样拥有较大的业务规模优势；公司是国内电池材料、稀土永磁材料、荧光粉和钼丝材料的重要供应商；公司贮氢合金粉产品的市场占有率连续三年居国内前列，锂电池正极材料、荧光粉和稀土永磁材料在国内占有重要的市场份额。

房地产方面，房地产业务是公司近年来重要利润来源之一。公司控股 60%的厦门滕王阁房地产开发公司是厦门市十大房地产公司之一，在成都、重庆、长沙和漳州都设有分公司。公司在各地开发的项目、储备项目因土地都以较低地价取得，项目具有较好的成本优势。目前拥有成都滕王阁、漳州滕王阁、都江堰滕王阁、厦门滕王阁物业、成都滕王阁物业、都江堰滕王阁物业、成都原石滩酒店管理、漳州原石滩酒店管理 8 个全资子公司，东山滕王阁、厦门滕王阁设计装饰、厦门原石滩酒店管理 3

个控股子公司，以及海峡国际社区项目等 1 个项目部。先后开发厦门“富山花园”项目、泸州“市府花园”项目、重庆“假日滨江花园”项目、成都“鹭岛国际社区”项目，总建筑面积 116.35 万平方米。

总体看，公司是全球重要钨产品制造商，具有从矿山采选、冶炼、粗加工和精细加工的完整产业链；同时公司积极开拓新能源材料板块，并适度发展房地产板块，以上两个板块有效地分散了公司钨钼单一业务的风险，公司整体抗风险能力较强。

3. 政府及股东支持

公司是国务院、工信部确定的全国六大稀土企业集团组建单位之一，是福建省稀土资源整合平台企业。根据 2014 年 8 月工业和信息化部办公厅《关于厦门钨业稀土集团实施方案备案的复函》（工信厅原[2014]143 号），厦门钨业整合福建省现有（中国五矿除外）的稀土开采、冶炼分离及综合利用企业；福建省经济和信息化委员会应加强对组建方案的协调指导，落实福建省相关部门和市、县人民政府的监管责任，淘汰落后产能，加强资源保护，严格执行稀土管理相关法规和制度，坚决打击稀土非法开采、生产和流通行为，为集团组建创造良好的市场和政策环境。公司以稀土事业部为基础，厦门钨业稀土集团作为模拟法人，按厦门钨业事业部的体制机制进行管理，并于 2014 年 8 月完成了该稀土集团的组建。

福建稀土集团 2014 年 3 月 20 日承诺，在其控制的涉及钨矿业务的其他企业相关钨矿建成投产之前向公司转让，且若自承诺日起满 5 年时，福建稀土集团控制的其他企业中仍包含相关钨矿资产，将把相关企业的股权托管给公司，直至相关钨矿资产向公司转让。从上述承诺来看，控股股东在资源获取和精矿采购方面给予了公司较高度度的保障。受益于都昌阳储山钨钼矿产能的逐步释放，公司钨精矿自给率由 2013 年的 25.34%增至 2016 年的 52.15%。未

来，中国仍将严格控制钨矿增量，且生产总量存在收紧趋势，公司资源优势有望保持。

2014 年经中国证监会（证监许可[2014]1031 号）核准，公司以 19.98 元/股向福建省稀有稀土（集团）有限公司、前海开源基金管理有限公司、福建省投资开发集团有限责任公司等 9 家机构定向增发 15000 万 A 股，公司股本变更为 8.32 亿元，股本溢价 28.25 亿元（计入资本公积）；此次定向增发由致同会计师事务所进行验资并出具验资报告（同验字（2014）第 351ZA0235 号）。公司此次向特定对象非公开发行股票募集资金用于补充流动资金，用以增加公司在钨钼材料、硬质合金、稀土和电池材料等精深加工业务领域以及上游原材料资源领域的流动资金投入。

本次非公开定向增发完成后，福建稀土集团及其全资子公司福建潘洛铁矿将合计持有公司 28908.99 万股、占公司总股本的 32.28% 股份，本次发行未导致公司控股股东发生变化，并为公司进一步进行产业升级并扩大业务规模提供流动资金保障。本次发行后，公司权益大幅增长，资本实力得以增强，资本结构得到优化，债务负担显著下降；相关业务扩大生产后将有助于提升公司的盈利能力，进而能够提升公司的偿债能力。截至 2017 年 6 月底，上述募集资金已基本使用完毕。

总体上看，政府与股东对公司的支持力度大，公司股东对公司的非公开定向增发使得公司权益大幅增长，优化了资本结构，债务负担显著下降。

4. 人员素质

公司现任董事长黄长庚，现年 51 岁，硕士研究生学历，高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家。历任厦门钨品厂铜办公室负责人、厦门钨品厂钨车间主任、支部书记、厦门钨品厂副厂长、厦门钨业海沧分公司副总经理、厦门钨业副总裁兼厦门钨业海沧分公司总经理、厦门钨业副总裁、厦门钨业常务副总裁、厦门

钨业总裁等。曾获中国有色金属工业总公司优秀青年工作者、第八届福建青年科技奖、矿产资源开发利用—稀土矿专业技术带头人、全国有色金属行业劳动模范、福建省劳动模范荣誉称号。

公司现任总裁吴高潮，49 岁，博士学历，高级工程师。历任厦门金鹭特种合金有限公司机电部经理、厦门金鹭特种合金有限公司经营部经理、厦门金鹭特种合金有限公司副总经理、厦门金鹭特种合金有限公司总经理、厦门钨业副总裁、厦门钨业常务副总裁等。

截至 2016 年底，公司本部及主要子公司共有在职员工 11407 人。从学历来看，研究生及以上学历者占 2.70%，本科学历者占 16.32%，大专学历者占 12.05%，中专及以下学历者占 68.93%；按岗位构成看，技术人员、财务人员、销售人员、行政人员、储运后勤等其他人员、生产人员分别占 11.13%、1.56%、3.65%、7.21%、18.25%、58.20%。

总体来看，公司高管人员大多具有多年行业内技术人员从业经历，管理经验丰富；公司职工专业构成合理，符合行业特征。未来随着公司生产规模的扩大和产品结构调整，公司对高级技术型人才的需求增加，为满足生产经营的需要，公司正积极储备和培养高级技术型人才，壮大工程师、高级工程师队伍，以备后续发展需要。

5. 技术水平

公司研发机构分为 2 个技术中心：①国家钨材料工程中心，包括钨矿冶研究室、硬质合金研究室、切削刀具研究室、钨钼丝研究室、分析测试中心和博士后流动站；②企业技术中心，包括稀土材料研究室和能源新材料研究室；其中国家钨材料工程中心在 2006 年被授予国家级企业技术中心，目前为业内唯一的一个国家级企业技术中心。

公司注重研发投入，钨丝、钨合金等核心产品性能优良，技术水平国内领先，部分产品

和技术已具备国际竞争力。

公司多款“金鹭”牌钨合金和“虹鹭”牌钨丝产品获得国家重点新产品和福建省名牌产品称号。公司下属公司厦门金鹭的双螺旋孔挤压棒材开发实现系列化，并成功地开发了直径 $\Phi 6\text{cm}\sim\Phi 20\text{cm}$ 各种系列的双螺旋孔棒材，产品质量和尺寸精度达到国际先进水平；公司下属海沧分公司成功开发了新型的离子交换湿法冶金新工艺，并成功地在钨钼冶金上应用；海沧分公司混合动力汽车电池上用贮氢合金粉通过用户论证；公司下属公司豫鹭矿业在品位共生矿选矿技术上取得重要突破，攻克了含钨低于千分之一的贫矿无法利用的难题，选矿富集比达 500 多倍，在入选品位仅有 0.07% 的条件下，尾矿品位小于 0.02%，指标达世界先进水平；豫鹭矿业射流选矿回收低品位白钨技术改造取得成功，使得射流选矿技术首次在钨选矿工业上实现应用，且入选矿石品位之低和所达到的回收率水平都处国内前列。2014 年，厦门金鹭超硬刀具实现工程化转化，建成 30 万片/年产金属陶瓷生产线、10 万件/年产超硬刀具生产线；厦门虹鹭开发蓝宝石市场的系列钨钼热场制品，并快速推向市场；磁材研究所开发 SHX 系列牌号专利产品，并部分实现产业化。

公司已先后完成超重精钨丝的产业化项目、单根重 3~5kg 细钨丝、亚微细碳化钨粉及钨粉、亚微细超细晶硬质合金挤压型材项目、无焊接单根重 25kg 直径 5.5mm 钼轧盘园条等国家级科技课题 17 项；2500 吨钨粉碳化钨粉生产线技术改造、高性能硬质合金生产线技术改造国家重点技术改造工程 2 项；氢氧化钠体系远红外热压分解高杂白钨矿制取高纯仲钨酸铵、钨二次资源回收利用研究等省、市级科技攻关课题 21 项，开发企业级新产品、新技术研发项目共计 190 项。

公司还拥有仲钨酸铵自还原制备蓝色氧化钨的方法及装置、高性能纳米级超细钨粉的制备方法两项发明专利；拥有用于钨粉还原的均流型双层舟皿等三项实用专利产品；此外，还

有 1 项技术正申请国际发明专利、11 项技术或装置正在申请国家专利。

总体看，公司定位于钨产品深加工制造商，重视研发工作，并不断加强对技术中心的投入，钨产品技术水平国内领先，未来公司有望继续保持行业领先的技术研发能力。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是上海证券交易所的上市公司。公司按照《公司法》、《证券法》和中国证监会有关法规的要求，逐步建立了现代企业制度，完善了法人治理结构。公司设有股东大会、董事会和监事会。股东大会是公司最高权力机构，董事会是生产经营的决策机构。董事会由内部董事和独立董事构成，目前董事会 9 名成员中有 3 名独立董事。公司同时接受独立董事与监事会内部与外部的监督。公司总裁受董事会的委托负责日常的经营管理并接受董事会和监事会的监督；公司采取事业部制，各个事业部分别由一名副总裁管理。目前公司已经形成了董事会、监事会和经理层依法行权、相互制衡、高效运行的格局。

公司特设立董事会审计委员会，强化董事会决策功能，确保董事会对经理层的有效监督。该委员会成员经董事会选举产生，由三名董事组成，其中独立董事两名，委员中至少有一名会计专业的独立董事，主要负责公司内、外部审计的沟通、监督和核查工作。

公司特设立提名与薪酬考核委员会，建立健全公司董事（非独立董事）及高级管理人员的考核和薪酬管理制度，完善公司治理结构。该委员会主要负责制定公司董事和高级管理人员的考核标准并进行考核；负责制定、审查公司董事及高管人员薪酬政策与方案，对董事会负责。

为适应公司战略发展需要，增强公司核心竞争力，确定公司发展规划，健全投资决策程

序，提高重大投资决策的效益和决策的质量，公司特设立董事会战略发展委员会，由董事长、二分之一以上独立董事或者全体董事的三分之一提名，并由董事会选举产生，负责对公司长期发展战略和重大投资决策进行研究并提出建议。

2. 管理水平

公司经营决策以及公司发展规划的制定等事项由总裁组织拟订，报董事会审查决定，总裁组织实施董事会决议，主持公司的生产经营管理工作。

财务管理方面，公司建立了财务预算控制、资金统一管理、财务委派制度、财务状况分析、不定期财务检查等财务管理体系；公司成立了财务管理中心，统一调度使用下属公司暂时闲置的资金，以减少资金沉淀，提高资金使用效率。公司实行财务负责人委派制度，并定期轮换，强化对下属子公司业绩以及财务制度执行等方面的综合考核和监督。

预算管理方面，预算决策机构包括厦门钨业股东大会、董事会和预算管理委员会；预算编制执行机构为各分、子公司及技术中心、总部各职能部门；预算监控机构为厦门钨业预算管理委员会、预算管理办公室、监察审计部。

安全生产和环保管理方面，公司多年来一贯重视环保投资和技术创新，研发了特殊的工艺，使氨得以回收循环使用，其它有害元素得以有效控制。公司还引进进口燃油锅炉，降低了锅炉废气的排放。公司主要工序中均采用了隔音设备，大大降低了噪音污染的同时，改善了工人的劳动环境。

重大投资管理方面，在对重大投资项目的可行性、投资风险、投资回报等事宜进行专门研究和评估的基础上，严格履行对外投资审批程序，监事会、内部审计对重大投资项目的执行与进展情况进行监督检查。

重大融资管理方面，公司发行债券和再融资需由董事会拟定方案并决议通过之后，由董

事会向股东大会提出，经过股东大会决议通过后报经有关行政机构注册审批后进行发债或再融资。

担保管理方面，公司对对外担保行为进行严格控制，公司章程明确规定，未经股东大会批准，公司不得向所属控股子公司以外的他人提供担保，同时公司对列明的几类担保行为，须经股东大会审议通过。

子公司管理方面，公司依法建立了对下属公司的管理控制机制，通过制定《经营管理大纲》，规范公司对下属控股子公司、分公司的管理行为，确立了“发展规划统一、经营灵活放开，对外步调一致、监督严格规范、协调坚决有效”的管理原则，建立了良好的企业运行体系和运作机制，在按照市场经济规律、供求关系和价值规律经营的同时，逐步形成“自主、统一、监督、协调”的适合本公司特点的厦门钨业企业集团管理模式。

总体看，公司已建立了健全的法人治理结构，同时建立了一整套管理制度和良好的管理机制，管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营现状

从收入来看，公司主营业务收入构成主要划分为钨钼等有色金属制品、稀土业务、电池材料和房地产及配套管理等板块。

2014~2016年，公司实现主营业务收入分别为98.91亿元、76.55亿元和82.87亿元，其中2014年收入主要受房地产收入继续增长影响；2015年公司主营业务收入同比下降22.61%，主要系公司钨钼等有色金属制品、稀土产品行业低迷，收入大幅下降及房地产业务收入亦大幅萎缩所致；2016年公司收入有所增长，同比增长8.26%，主要是电池材料板块收入大幅增加所致，近几年，公司主营业务收入有所波动，其构成中钨钼等有色金属制品和稀土业务相对稳定，而房地产业务和电池材料业

务变化较大。

表 2 公司主营业务收入状况 (单位: 亿元、%)

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钨钼等有色金属制品	55.48	56.09	25.30	44.38	57.98	22.58	45.93	55.43	25.32	29.65	50.03	29.21
稀土行业	8.47	8.56	12.34	7.48	9.77	-19.79	8.68	10.47	10.02	7.48	12.62	8.70
电池材料行业	8.65	8.75	9.50	10.85	14.17	5.71	20.51	24.75	9.22	17.85	30.12	21.49
房地产及配套管理	26.31	26.60	59.44	13.84	18.08	25.22	7.75	9.35	25.55	4.29	7.24	50.60
合计	98.91	100.00	31.89	76.55	100.00	16.53	82.87	100.00	19.76	59.27	100.00	25.85

资料来源: 2014~2016 年审计报告及公司提供

从公司主营业务构成看, 近几年, 公司钨钼等有色金属制品收入占比较高, 且保持相对稳定, 2016 年公司钨钼业务收入占主营业务收入的 55.43%; 同期随着公司电池材料板块新增产能的释放, 电池材料业务收入大幅增加, 收入占比亦有所提升, 2016 年电池材料业务收入占比提升至 24.75%; 另外受 2014~2016 年房地产业务收入持续下降影响, 公司房地产收入占比持续下降; 同期稀土业务收入占比稳步提升。

从公司主营业务收入变化情况看, 2016 年公司主营业务收入同比增长 8.26%, 其中随着钨矿产品价格的回暖, 公司钨钼等有色金属制品收入同比增长 3.49%; 稀土行业有所复苏, 收入有所反弹, 同比增长 16.04%; 公司房地产业务受房地产行业景气度下行及公司房地产项目大幅减少影响, 收入规模继续大幅萎缩, 同比下降 44.00%; 同期受益于公司电池材料板块产能的释放, 公司电池材料业务收入同比增长 89.03%。

从毛利率来看, 2016 年公司主营业务毛利率增长至 19.76%, 其中公司钨钼制品毛利率增长至 25.32%, 增长主要受益于钨钼行业景气度复苏, 钨钼制品价格有所回暖; 同期, 稀土行业受益于国家打击违法违规稀土开采及国家稀土材料收储力度的增加, 稀土板块毛利率 2016 年大幅回升至 10.02%, 对公司整体的盈利能力有所增益; 同期受益于公司电池板块产能的释放, 规模效应的体现促进电池材料业务毛利率

增长至 9.22%, 同期, 公司 2016 年房地产业务毛利率增长至 25.55%。

2017 年 1~6 月, 公司共实现营业收入 61.81 亿元, 同比增长 76.62%, 其中主营业务收入为 59.27 亿元, 收入同比大幅增加主要来自钨钼制品业务和电池材料业务; 同期, 公司主营业务毛利率上升至 25.85%。2017 年 1~6 月, 公司钨钼制品业务收入为 29.65 亿元, 占公司主营业务收入 50.03%, 收入占比有所下降。同期, 受益于钨钼制品价格的稳步回升, 以及公司钨精矿自给率的上升, 公司生产成本有所下降, 公司钨钼业务毛利率增长至 29.21%; 同期, 公司电池材料业务规模大幅提升, 2017 年 1~6 月, 公司电池材料业务共实现收入 17.85 亿元, 毛利率大幅增长至 21.49%, 大幅增长主要系公司电池材料板块 2017 年进入满产期, 规模效应进一步放大, 同时电池材料价格上涨。房地产业务板块 2017 年 1~6 月收入为 4.29 亿元, 同期房地产业务板块毛利率上升至 50.60%, 收入规模与毛利率水平均同比大幅增长, 增长主要系公司销售持有店铺, 收入和毛利率均有不同程度的提高; 稀土业务方面, 2017 年实现收入 7.48 亿元, 而受稀土产品价格波动影响, 稀土业务毛利率有所下降, 为 8.70%。

总体看, 公司业务以钨钼等有色金属制品为主, 其盈利能力较好; 稀土业务板块盈利能力有所回暖; 同期, 随着公司电池材料业务的快速发展, 已成为公司新的收入增长点; 2015

年开始，公司房地产业务盈利能力大幅下滑，未来若钨钼产品和稀土价格继续回暖，有望进一步增强公司整体的盈利能力。

1. 钨钼产业

公司钨产业链完整，具备钨矿采选、中游冶炼和初级产品加工、下游深加工的一体化生产体系。从产能来看，公司钨冶炼产品具有年产仲钨酸铵（APT）+氧化钨 25000 吨的生产能力；公司硬质合金方面，厦门金鹭目前拥有 4000 吨混合料、3000 吨硬质合金、700 万支硬质合金整体刀具、3500 万支 PCB 微型刀具和 3000 万片切削用数控刀；九江金鹭目前拥有 800 吨硬质合金的产能；洛阳金鹭是公司于 2013 年以股权收购形式取得的全资子公司，于 2015 年逐步投产。

从原材料供应来看，公司拥有宁化行洛坑钨矿有限公司、江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司两家钨矿企业，以及洛阳豫鹭矿业有限责任公司可回收的洛阳栾川钼业的钨钼伴生矿，总储量 93.33 万吨（2016 年 12 月底剩余可采金属储量 80.35 万吨），自给量约 12000 吨/年。由于公司对钨原料需求量大，钨原料的自给率直接决定了产品利润率。近年来，公司通过建设洛阳豫鹭矿和加强废钨回收技术的研发大幅提高了钨原料的自给率。海沧分公司自主研发的废钨回收技术使公司的废钨处理能力将达到年产钨 4000 吨，同时受益于都昌阳储山钨钼矿产能的逐步释放以及公司钨精矿采购总量的下降（公司钨精矿采购量下降主要系公司 2016 年实施去库存政策，库存量大幅下降），公司钨精矿自给率呈逐年改善趋势，2015 年公司钨精矿的自给率提升至 37.10%，2016 年进一步提升至 52.15%；公司目前钨原料的自给率相对较好，有助于提高公司钨产业链的抗风险能力。

公司钨原料不足部分通过国际市场及云南、甘肃、江西、河南等地采购，公司与主要的钨精矿供应商均建立了长期的战略合作伙伴关系，该部分供应商将优先保障供应公司原材

料，以不高于市场价格结算，对公司原材料供应保障程度较高。

表 3 公司近年钨精矿采购情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
自给量（吨）	6240	7610	7772
单位自给成本（元/吨）	50200	48320	47110
采购量（吨）	21960	20510	14904
采购均价（元/吨）	102080	70840	63870
自给率（%）	28.41	37.10	52.15

资料来源：公司提供

注：自给量不含对外销售量。

表 4 公司主要产品销售均价

产品	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月
钨精矿（万元/吨）	10.40	6.73	8.50	11.12
仲钨酸铵（万元/吨）	14.00	10.94	10.60	12.76
钨粉（万元/吨）	24.00	22.36	18.00	18.90
硬质合金（万元/吨）	39.00	41.00	41.10	41.00
细钨丝（万元/亿米）	220.00	262.76	274.10	295.00
粗钨丝（万元/吨）	40.00	48.37	41.20	43.75
细钼丝（万元/亿米）	580.00	594.87	801.00	850.00
粗钼丝（万元/吨）	28.00	30.96	28.10	29.05
贮氢合金（万元/吨）	10.40	10.38	9.00	9.91
锂离子材料（万元/吨）	12.40	14.10	16.40	26.10

资料来源：公司提供

受到原料价格波动和市场需求变化的影响，公司钨钼板块主要产品 2016 年全年均价与 2015 年全年均价相比有不同程度波动。其中降幅最大的为钨粉产品，下降幅度约为 19.50%；涨价幅度最大的为细钼丝，增长幅度约为 34.65%。

近几年，公司仲钨酸铵产品保持了良好的产销情况，受益于公司仲钨酸铵产能的释放，公司仲钨酸铵产销量均同比有所增长，同期受市场需求和企业调整产品库存影响；仲钨酸铵售价有所波动，基本与市场波动一致；得益于公司的钨精矿资源保障以及公司下属矿山企业通过开展对标挖潜、技术协作，提高原矿利用率及回收率，公司生产成本有所下降，同时，下属钨冶炼企业通过市场细分，开发催化剂市场、研制高纯 APT 等措施，努力拓展市场空间，

通过加强管理，提高一次交验合格率、稳定金属回收率、降低生产成本，较好地巩固了钨初级产品的龙头地位，公司 APT 仍保持一定的盈利空间。同期，受 LED 等替代产品挤压下游市场的影响，公司钨丝销量逐年下滑，尤其是粗钨丝产品，同期受下游需求影响，其价格有所下降；与此同时，下属钨钼丝材企业积极推进非照明丝材及制品的开发，钼丝产品的总销量有所提升；市场占有率方面，公司是世界上最大的钨钼丝生产企业之一，生产的钨丝在国内市场占有率达 70%，高端市场占有率达 80%，生产的钼丝在国内市场占有率达 65%，高端市场占有率达 80%。整体看，公司传统钨产品的售价及销量受行业波动影响较大，但受益于公司完整的产业结构，盈利空间相对稳定。

表 5 公司主要产品产销量

主要产品		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月
仲钨酸铵 (APT)	销量(吨)	19979	19940	21421	13221
	产量(吨)	19660	17583	21032	12568
钨粉	销量(吨)	5585	5937	6487	3717
	产量(吨)	5540	6261	6495	3624
硬质合金	销量(吨)	2345	2473	2893	1745
	产量(吨)	2310	2583	3031	1832
刀具	销量(万件)	2420	3855	4316	2609
	产量(万件)	2310	3643	4535	2818
粗钨丝	销量(吨)	650	489	438	203
	产量(吨)	597	507	436	201
细钨丝	销量(亿米)	111	78	81	37
	产量(亿米)	100	81	82	38
细钼丝	销量(亿米)	15	14	13	8
	产量(亿米)	15	13	13	8
粗钼丝	销量(吨)	329	367	390	180
	产量(吨)	320	375	393	246
稀土氧化物	销量(吨)	1150	2232	1644	1173
	产量(吨)	1840	1634	1364	1330
发光材料	销量(吨)	538	575	660	349
	产量(吨)	550	567	683	396
磁性材料	销量(吨)	1018	1305	1627	1024
	产量(吨)	1070	1316	1541	1001
贮氢合金	销量(吨)	2629	2292	2313	1171
	产量(吨)	2450	2442	2044	1245

锂电正极材料	销量(吨)	4552	7243	13435	7536
	产量(吨)	4890	7836	14568	7721

资料来源：公司提供

注：公司仲钨酸铵近年持续销量大于产量是由于公司外购部分 APT 加工后再销售以及前期部分基础库存。

公司深加工产品包括钨粉、硬质合金和刀具，受益于公司钨钼深加工产能的进一步释放，公司 2016 年上述产品产量分别为 6495 吨、3031 吨和 4535 万件，同比分别增长 3.74%、17.34% 和 24.49%。目前公司钨钼深加工产品主要由厦门金鹭公司生产，2016 年厦门金鹭实现销售收入 20.70 亿元，净利润 2.83 亿元，同比分别增长 2.20% 和 108.15%；钨粉、硬质合金和刀具产品的收入占比分别为 36.91%、43.21% 和 18.38%，目前厦门金鹭正逐步拓宽刀具业务，增大刀具产销规模，增强刀具业务的盈利能力；随着国内外市场需求的复苏，2015 年钨粉的产量和销量分别 6261 吨和 5937 吨，同比分别增长 13.01% 和 6.30%，2016 年钨粉产销量分别是 6495 吨和 6487 吨，增长主要是九江金鹭的成功投产使钨粉产能得到释放，同时公司通过市场协调、合理分工进一步提高了市场影响力，导致订单有所增加，但受市场需求波动影响，钨粉价格有所下降；2017 年 1~6 月，公司钨粉的产量和销量分别是 3624 吨和 3717 吨，分别为 2016 年产销量的 55.80% 和 57.30%。凭借质量和技术优势，毛利率尚可；公司硬质合金和刀具产品生产所需原材料由公司内部供给，钨深加工业务的原料质量、成本控制和技术支持均处于中国硬质合金制品行业前列。公司硬质合金产品附加值较高，产品价格不完全根据原材料价格波动，其毛利率基本稳定在 25%~30%，是厦门金鹭的主要利润来源，2017 年 1~6 月，公司硬质合金的产量和销量分别为 1832 万吨和 1745 万吨，硬质合金产品产销量保持稳定；公司刀具产品投入市场时间较短，在品牌效应、销售价格等方面相对进口产品仍有一定差距，盈利能力相对较弱。2017 年 1~6 月，公司刀具共销售 2609 万件，相比 2016 年同期有所增加。

此外，公司新建九江金鹭项目于 2014 年投产、洛阳金鹭于 2015 年投产，上述项目未来仍需 2~3 年时间方可进入稳定运营阶段，预计短期内仍难以为公司贡献效益。

总体看，公司钨钼产业主要以钨为主，钨产业具有从矿山、冶炼、粗加工到精细加工的完整的产业链，公司该板块盈利能力较好，公司积极调整钨钼的产品结构，不断向下游延伸，有助于公司抗风险能力的提升。

2. 稀土板块

公司是国务院、工信部确定的全国六大稀土企业集团组建单位之一，是福建省稀土资源整合平台企业；截至 2017 年 6 月底，公司已 100% 整合连城文坊、连城黄坊、上杭加庄三本稀土采矿证，持有长汀杨梅坑稀土采矿证 40% 股权，采矿指标 1940 吨，占福建全省开采指标的 98.50%，资源保障能力较强。

公司于 2003 年进入能源新材料市场，为了较好地整合、开发稀土资源，公司与龙岩（长汀）稀土产业园建立了重要的战略合作关系，参股福建（龙岩）稀土工业园开发建设有限公司 30%。在龙岩政府的支持下，2009 年 9 月，公司和龙岩工贸发展集团有限公司共同成立龙岩市稀土开发有限公司（以下简称“龙岩稀土开发”），经营龙岩地区的稀土矿资源。公司 2006 年底通过收购福建省长汀金龙稀土有限公司（以下简称“长汀金龙稀土”）获得了稀土分离许可证，同时也为整合闽西 30 万吨乃至整个福建省的稀土资源提供了基础。

长汀金龙稀土现主要从事稀土分离、稀土精深加工以及稀土功能材料的研发与应用业务。长汀金龙稀土稀土分离所需的稀土主要从龙岩稀土开发、江西和广东等处采购，未来随着龙岩稀土开发对龙岩地区稀土资源的整合，稀土分离所需稀土的自给率预计将不断提高。

长汀金龙稀土年产 3000 吨钕铁硼磁性材料生产线于 2011 年在福建长汀开工建设，于 2012 年 6 月建成投产。同时，公司为稳定磁性

材料销量和提升磁性材料技术水平，于 2011 年 7 月与日本爱知电机株式会社、爱知电子株式会社等合资成立苏州爱知高斯电机有限公司（厦门钨业参股 25%），生产新能源汽车马达、电机。

目前公司拥有 5000 吨/年的稀土冶炼分离能力、3000 吨/年钕铁硼磁性材料和 1100 吨/年荧光粉的生产能力。目前公司仍有 6000 吨/年稀土特种金属生产线在建，公司“矿产资源-冶炼分离-稀土合金-磁性材料”的稀土产业链将得到进一步完善。

生产经营方面，近年来由于稀土行业需求有所下滑，稀土氧化物销量逐年下降，但长汀金龙稀土通过氧化镨产品的经营运作，创造了一定的经济效益；2016 年公司钕铁硼磁性材料和荧光材料产量分别为 1541 吨和 683 吨，同比分别增长 17.10% 和 20.46%，其中磁性材料快速增长的主要原因是由于长汀金龙稀土努力提高磁材的成品率，大力拓展风电、变频空调、电梯等产品应用领域，磁材销量有较大的增长；受此带动，2016 年公司稀土板块收入规模及毛利率水平同比分别增长 16.04 个和 29.81 个百分点。稀土业务收入和毛利率大幅增长的主要原因系 1) 国家增加了稀土的收储，稀土价格有所保障；2) 国家加大黑色产业链打击力度，稀土行业景气度提升，产品价格有所回升。2016 年，受益于稀土产品盈利水平有所反弹，公司稀土实现毛利润 0.26 亿元，同期毛利率上升至至 10.02%。

未来，随着国家继续加强对稀土市场的管理控制，公司产能利用率的逐步提升和生产技术的完善，公司稀土加工业务的经营情况有望持续好转。

3. 电池材料板块

公司电池材料业务包含贮氢合金粉和锂电池材料两部分，主要由下属海沧分公司及厦钨新能源运营。截至 2017 年 6 月底，公司分别拥有贮氢合金粉和锂电池材料生产能力 5000 吨/

年和 17000 吨/年，其中贮氢合金粉产能居全国首位，锂电池材料产能亦处于全国前列，具有一定的规模优势。

公司贮氢材料生产技术、产品质量日趋完善，迅速缩短了与日本、欧美的差距，得到了国内外镍氢电池生产厂家的认可，市场占有率逐步提高，年产能已由最初的 500 吨增加到目前的 5000 吨，成为目前国内规模较大的贮氢合金粉生产企业之一。近年来，由于国内电动汽车电池材料发展方向转向锂离子材料，公司贮氢合金粉下游市场受到大幅挤压，销售主要以车载电池客户为主，销量波动下滑；2014~2016 年，销售量分别为 2629 吨、2292 吨和 2313 吨。受制于下游市场规模较小，未来公司贮氢合金粉销量难以明显回升。

锂电池材料方面，公司已具备三元材料、钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂等锂离子系列电池材料 17000 吨的生产能力。2014~2016 年，伴随着国内锂电池行业（3C 和新能源汽车方面）的快速发展及公司新建产能的逐步投产，公司锂电池材料销量由 4552 吨快速上升至 13435 吨。考虑到：1）锂电池行业仍有望保持 10% 左右的需求增速；2）由于电池材料主要为定制产品，采用订单式销售，公司销售市场扩张速度较快，下游客户主要为长期合作的国内大型企业，存在较高的客户粘性；3）在建产能的持续释放；有望促使公司锂电池材料业务继续保持高速增长的态势。

电池材料销售定价方面，公司采用原材料价格+加工费的定价模式，利润空间相对固定。贮氢合金粉行业整体毛利率不足 10%，公司贮氢合金粉的产能利用率始终较低；2016 年公司

电池材料业务毛利率回升至 9.22%，电池材料业务毛利率增长原因主要系 1) 市场价格有所回升；2) 随着新建锂电池材料产能的逐步释放，规模效应正逐步体现，产品成本大幅下降。但相比同行业上市公司 20% 左右的毛利率水平，公司电池材料业务盈利能力仍偏弱。

2017 年 1~6 月，公司电池材料业务规模进一步增长，毛利率进一步快速上升至 21.49%。

4. 房地产销售及物业管理业务

房地产业务是公司近年来重要利润来源之一。公司控股 60% 的厦门滕王阁房地产开发公司是厦门市十大房地产公司之一，在成都、重庆、长沙和漳州都设有分公司。公司在各地开发的项目、储备项目都因土地以较低地价取得，具有较好的成本优势。目前拥有成都滕王阁、漳州滕王阁、都江堰滕王阁、厦门滕王阁物业、成都滕王阁物业、都江堰滕王阁物业、成都原石滩酒店管理、漳州原石滩酒店管理等 8 个全资子公司，东山滕王阁、厦门滕王阁设计装饰、厦门原石滩酒店管理等 3 个控股子公司，以及海峡国际社区项目等 1 个项目部。先后开发厦门“富山花园”项目、泸州“市府花园”项目、重庆“假日滨江花园”项目、成都“鹭岛国际社区”项目，总建筑面积 116.35 万平方米。

表 6 房地产业务资金平衡情况（单位：亿元）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月
对外投资额	8.95	7.12	6.34	1.65
房地产预收款	22.50	2.13	7.09	3.74
销售收入	26.31	13.84	7.75	4.29

资料来源：公司提供

表 7 截至 2017 年 6 月底公司房地产在建项目情况

（单位：万元）

项目	计划投资总额	截至2017年6月底已投资金额	预计投资			截至2017年6月底销售回款	截至2017年6月底确认金额	截至2017年6月底销售面积（万平方米）	销售均价（元/平方米）	2017年7-12月预计销售回款
			2017年剩余	2018年	2019年					
厦门海峡国际社区	554000	478500	1000	--	--	1121821	1121793	62.14	18053	--
漳州海峡国际湾区	445000	278500	10000	20000	50000	215700	215700	22.25	10571	4000

东山度假城	90000	5700	3300	10000	20000	--	--	--	--	--
合计	1089000	762700	14300	30000	70000	1337521	1337493	84.39	--	4000

资料来源：公司提供

近几年，公司房地产项目预收账款波动较大；公司资金链状况起伏较大，公司 2016 年房地产预收款有所回升，公司对外筹资压力或有所缓解。

公司主要房地产项目包括漳州海峡国际湾区和厦门海峡国际社区 1~5 期。“厦门海峡国际社区项目”位于会展中心旁，紧邻环岛路，风景优美，地理位置好。该项目总建筑面积为 73.40 万平方米，预计总投资 55.40 亿元，截至 2017 年 6 月底，已投入 47.85 亿元。项目规划分五期开发，其中一至四期住宅部分已全部售罄，当前正在进行第五期商业项目的开发。海峡国际社区销售情况良好，已成为厦门当地的品牌楼盘，给公司带来较好的利润。截至 2017 年 6 月底，项目确认收入共计 112.18 亿元，毛利率 45.88%，共贡献毛利润约 51.44 亿元。

“漳州海峡国际湾区”地处漳州经济开发区，总用地面积为 43.45 万平方米，规划建筑面积 106.41 万平方米，总投入 44.50 亿元，分五期滚动开发。截至 2017 年 6 月底，项目累计已投资 27.85 亿元。

“东山海峡度假城”是以游艇会所、独栋别墅、联排别墅为主体的大型度假社区项目，

规划建筑面积 2.39 万平方米，项目总投资 9.00 亿元，拟分三期开发，目前正在进行一期项目建设。一期项目包括一栋游艇会所及七栋联排别墅，总建筑面积 2.39 万平方米，总投资 1.77 亿元。

截至 2017 年 6 月底，漳州海峡国际湾区项目可售面积 5.61 万平方米，在建面积 26 万平方米；考虑到漳州房地产供给量增长较快、销售面积下滑，该项目未来销售情况有待观察。短期内，公司房地产销售将主要集中于漳州地区，由于漳州海峡国际湾区项目销售单价及盈利能力均弱于厦门岛内项目，预计公司房地产业务的收入和利润规模或保持较低水平。

5. 未来发展

截至 2017 年 6 月底，公司主要在建项目为厦钨新能源 10000 吨车用锂离子三元正极材料产业化项目、金龙稀土 6000 吨特种金属及合金项目、金龙稀土 2500 吨钕铁硼元器件项目。此外，公司房地产板块主要在建项目有厦门海峡国际社区、漳州海峡国际湾区和东山度假城项目，未来投资资本支出不大，基本可以通过公司自有资金覆盖。

表 8 公司主要在建及拟建项目（单位：万元）

项目名称	产能（吨/年）	总投资	截至2017年6月底已投资	投资计划			开工-投产时间
				2017年7-12月	2018年	2019年	
稀土储能材料产业化项目	1000	9670	9510	100	--	--	2014-2017
金龙稀土6000吨特种金属及合金	6000	9739	4083	700	3000	1000	2014-2019
金龙稀土钕铁硼元器件配套年产2500吨表面处理	2500	7961	5674	500	1000	500	2014-2019
海沧能源新材料产业化孵化基地项目	--	15000	5098	200	1000	1000	2015-2019
海沧车用锂离子三元正极材料产业化项目	10000	69000	5660	32000	17000	9000	2016-2019
海沧APT旧流程改造项目	10000	5000	3942	300	300	300	2015-2019

合计	--	116370	33967	33800	22300	11800
----	----	--------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

金龙稀土 6000 吨特种金属及合金项目是长汀金龙稀土已投产的 3000 吨钕铁硼磁性材料项目的配套工程，主要用于保障钕铁硼磁性材料项目的原料供应。项目规划占地 75 亩，建筑面积约 1.20 万平方米，新建包括 6000 吨稀土特种金属生产线、原辅料及成品综合周转仓库、变配电所、循环水泵房、机修车间、检化验室等设施。预计达产后，年销售收入可达 1 亿元以上。

金龙稀土 2500 吨钕铁硼元器件项目是长汀金龙稀土已投产的 3000 吨钕铁硼磁性材料项目的配套工程，主要用于钕铁硼磁性材料产品的后续深加工，在生产实践中意义重大。建设规划主要包括表面处理车间、废水处理车间、全自动表面处理生产线、检测化验等配套设备。预计达产后，年销售收入可达 8000 万元以上。

厦钨新能源 10000 吨车用锂离子三元正极材料产业化项目主要是建设 10000 吨车用锂离子三元正极材料产业化项目。项目规划占地 20 亩，建筑面积约 6.5 万平方米，新建主体厂房 2 栋、10000 吨车用锂离子三元正极材料生产线等设施。预计达产后，年销售收入可达 20 亿元以上。

总体看，未来公司仍将坚持以钨钼为主业，稀土行业和能源新材料为两翼，房地产业务为补充的战略。钨钼金属现有原料自给率水平有助于公司控制原材料成本，另外，公司在开拓上游资源储备的同时积极开展下游产品的延伸，随着中国消费对钨钼金属产品需求的增加以及国家对钨钼开发的限制，公司钨钼产品的销售前景将更加乐观；公司能源新材料拥有较为稀缺的离子型稀土资源，并通过加强技术研发，与下游企业合作等方式增强产品竞争力；房地产业务方面，公司会积极寻找备用开发土地，以实现未来地产业务的稳定延续。整体看，未来公司发展前景良好。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2014~2016 年财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司提供的 2017 年一季度财务数据未经审计。

截至 2015 年底，纳入公司合并范围子公司合计 22 家，孙公司 30 家，特殊目的主体 1 家，较 2014 年底增加 4 家；截至 2016 年底，公司纳入合并集团范围的子公司共 23 家，孙公司共 30 家，特殊目的主体 1 家，较 2015 年底增加三家，减少两家，上述变动五家子公司除上海虹广钨钼科技有限公司因公司出售股权导致所有权丧失之外，其他子公司变化原因主要为新设和注销。整体看，公司合并范围变化对公司财务数据影响不大。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 155.00 亿元，所有者权益 81.17 亿元（含少数股东权益 16.28 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 85.28 亿元，利润总额 4.25 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司（合并）资产总额 174.28 亿元，所有者权益 84.06 亿元（含少数股东权益 16.81 亿元）；2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 61.81 亿元，利润总额 7.62 亿元。

2. 资产质量

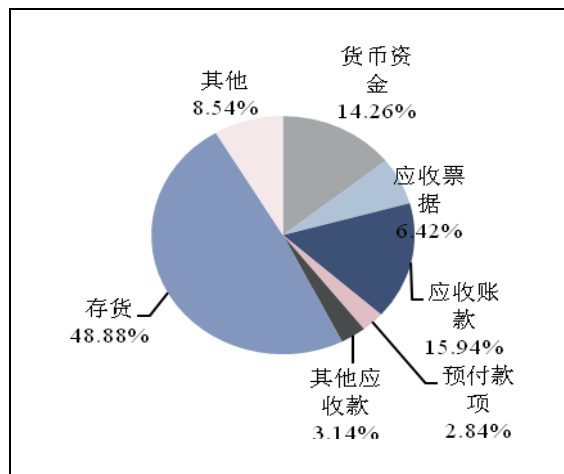
2014~2016 年，公司资产总额有所下降，年复合变动率为-5.40%。截至 2016 年底，公司资产总额合计 155.00 亿元，同比下降 3.05%。其中，流动资产占比 47.11%，非流动资产占比 52.89%。公司非流动资产占比逐步提高。

流动资产

2014~2016 年，受存货和其他流动资产减少影响，公司流动资产规模持续下降，年复合减少 11.51%。截至 2016 年底，公司流动资产为

73.02 亿元，主要由货币资金（占比 14.26%）、应收账款（占比 15.94%）、其他应收款（占比 3.14%）、存货（占比 48.88%）和预付账款（占比 2.84%）构成。

图5 公司2016年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年，公司货币资金波动下降，年均复合下降2.04%。截至2016年底，为10.41亿元，同比增长141.71%，主要系公司现金理财资金到期收回，以及期末持有外币增加所致。截至2016年底，公司不存在抵押、质押或冻结、存放在境外且资金汇回受到限制的款项，公司货币资金以银行存款为主。

2014~2016年，公司应收账款保持相对稳定。截至2016年底，公司应收账款的账面价值为11.64亿元，同比增长11.50%。同期，公司合计计提坏账准备1.30亿元，计提比例为10.05%。截至2016年底，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1年以内的部分占93.07%，1年以上的占6.93%。公司前五大欠款单位所欠金额合计占应收账款期末余额的21.86%。总体上看，公司应收账款账期较短，集中度较低。

2014~2016年，公司其他应收款波动中有所增长。截至2016年底，公司其他应收账款账面余额为2.90亿元，共计提坏账准备0.61亿元，同期，公司其他应收账款账面价值 2.29亿元，同比下降48.06%，主要由于关联方偿还上年拆借的往来款。建明（厦门）房地产公司是公司特

殊的主体厦门海峡国际社区项目的合作方，合作双方在保证项目资金需要的前提下共同使用项目暂时闲置资金（项目需要时应及时归还）。截至2016年底，建明地产使用项目资金余额1.40亿元。

2014~2016年，公司存货规模波动中持续下降，年均复合变动率为-14.00%；截至2016年底，公司的存货账面余额为37.08亿元，同比下降12.65%；2016年公司共计提存货跌价准备1.39亿元，其中钨和稀土产品因价格下跌计提0.89亿元坏账准备，钨和稀土产品计提损失较大。截至2016年底，公司存货账面价值35.69亿元，其中原材料占比5.30%，库存商品占比35.00%，在产品占比12.19%，开发产品占比9.22%，开发成本占比38.33%。公司存货在流动资产中占比大，其中与公司钨钼有色金属制品、稀土及能源新材料业务有关的存货（原材料、在产品及库存商品）占52.45%，公司房地产业务存货（开发产品及开发成本）账面价值在公司存货账面价值中占比为47.55%。滕王阁房产以其存货中5.45亿元土地使用权抵押借款，目前上述款项正分期偿还。由于钨钼、稀土市场具有一定周期性，公司存货具有一定跌价风险。

2014~2016年，公司其他流动资产快速下降，2014年底为15.46亿元，较2013年底相比增长68.73%，主要是公司预缴的税费以及留抵的进项税重分类至其他流动资产及对成都同基置业有限公司委托贷款增加所致。截至2015年底，公司其他流动资产为11.93亿元，同比减少22.84%，主要由于委托贷款的减少。同期公司理财产品增长至9.95亿元，占比提升至79.19%。截至2016年底，公司其他流动资产为6.23亿元，同比下降47.77%，下降主要系公司持有的理财产品减少所致。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产规模波动上升，截至2016年底，为81.97亿元，同比下降1.70%。公司非流动资产主要由长期股权投资

(占比7.45%)、无形资产(占比8.86%)、固定资产(占比66.98%)和在建工程(占比3.12%)构成。

2014~2016年,公司长期股权投资波动中有所增长,年复合变化率为7.21%。截至2016年底,公司长期股权投资为6.10亿元,同比下降5.29%,下降主要系权益法下的投资损失。

2014~2016年,公司固定资产规模不断增长,年均复合增长6.02%。截至2016年底,公司的固定资产净额为54.91亿元,同比增长1.89%,主要系在建工程中洛阳金鹭技改项目和厦门金鹭扩产及深加工项目等当年转入固定资产所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物(占46.06%)和机器设备(占50.05%)构成,公司累计计提折旧29.44亿元,计提减值准备0.43亿元,公司固定资产平均成新率为65.27%。

2014~2016年,公司在建工程规模快速下降,截至2016年底为2.56亿元,同比下降45.19%,主要系在建工程转入固定资产所致。公司目前主要在建工程累计完成度较高,预计未来投资压力将有所减小。

截至2017年6月底,公司资产总额为174.28亿元,较2016年底增长12.44%,主要来自应收账款、货币资金和存货的增长。其中应收账款同比增长主要系公司营业收入规模大幅增长所致;存货增长主要系公司2017年上半年稀土板块和电池材料板块补库存需求增长所致。从结构看,公司流动资产占比52.54%,非流动资产占比47.46%,非流动资产比重较2016年底下降5.43个百分点。

总体看,近年公司资产总额有所下降,但相对稳定,公司资产结构中流动资产与非流动资产占比相差不大,考虑到公司流动资产中存货占比较高,受房地产板块影响,公司存货周转效率一般,且近年来随着钨钼等产品价格波动较大,公司存货具有一定跌价风险。整体上看,公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016年,公司所有者权益合计年均复合下降5.51%。截至2014年底公司所有者权益合计为90.91亿元,较2013年底增长49.92%,主要是由于2014年经中国证监会(证监许可【2014】1031号)核准,公司以19.98元/股向福建省稀有稀土(集团)有限公司、前海开源基金管理有限公司、福建省投资开发集团有限责任公司等9家机构定向增发15000万股,公司股本变更为8.32亿元,股本溢价28.25亿元,计入资本公积。截至2015年底,公司所有者权益82.35亿元,同比减少9.42%,主要由于未分配利润的减少。2015年,公司资本公积转增股本,以总股本8.32亿股为基数,向全体股东每10股转增3股,共转增2.50亿股,资本公积金转增后,公司总股本为10.82亿股,注册资本增至10.82亿元。截至2016年底,公司所有者权益合计81.17亿元,同比下降1.42%。截至2016年底,公司归属于母公司权益合计为64.89亿元,其中股本占16.67%,资本公积占50.45%,未分配利润占25.89%。

截至2017年6月底,公司所有者权益合计84.06亿元,其中归属于母公司权益合计67.25亿元,结构较2016年底变化不大。总体看,公司所有者权益稳定性较好。

负债

2014~2016年,公司负债规模逐年下降,年均变化-5.27%。截至2016年底,公司负债总额73.82亿元,其中,流动负债占比68.71%,非流动负债占比31.29%,公司负债以流动负债为主。

2014~2016年,公司流动负债快速下降,年均复合下降15.32%。截至2016年底,为50.72亿元,主要由短期借款(占比12.70%)、应付票据(占比28.47%)、应付账款(占比19.10%)、一年内到期的非流动负债(占比15.65%)和其他流动负债(占比10.08%)构成。

2014~2016年,公司短期借款波动中有所下降,年均复合下降10.36%。截至2016年底,公司短期借款为6.44亿元,同比下降40.76%,下降主要系公司加大短期借款的偿还力度所致。

公司短期借款主要由信用借款（占比93.17%）构成。

2014~2016年，公司应付票据快速增长，年均复合增长196.41%；截至2016年底，公司应付票据为14.44亿元，同比增长28.56%。

2014~2016年，公司应付账款波动中有所下降，年均复合下降10.25%。截至2016年底，公司应付账款为9.69亿元，同比增长6.13%，主要由货款（占46.34%）、设备款或在建工程款（占12.18%）和房地产工程款（占40.97%）构成。

2014~2016年，公司一年内到期的非流动负债波动下降。受长期借款即将到期影响，截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债为20.89亿元，较2013年增长241.62%。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债同比下降69.33%至6.41亿元，主要由于公司偿还5亿元2012年度第一期中期票据以及15.70亿元长期借款；截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债同比增长23.95%至7.94亿元，主要系部分长期借款即将到期转入本科目所致。

2016年，公司分别发行2016年度第一期和第二期超短期融资券，额度分别为6亿元和5亿元，计入其他流动负债科目。截至2016年底，公司2016年度第一期超短期融资券已经偿还，存续期内仅有2016年度第二期超短期融资券。截至2016年底，公司其他流动负债合计为5.11亿元。

2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均增幅41.49%。截至2016年底，为23.10亿元，主要由长期借款（占比17.88%）、应付债券（占比65.93%）和长期应付款（占比6.35%）构成。

2014~2016年，公司长期借款波动增长，年均增幅36.65%。截至2015年底，公司长期借款12.29亿元，同比增长455.80%，其中，信用借款7.70亿元，抵押借款4.60亿元。抵押借款包含中海峡国际社区项目部以海峡国际社区后期项目的土地为抵押借款1.10亿元和漳州滕王阁房地产开发有限公司以开发土地和开发产品抵押借款3.50亿元（公司为3.50亿元借款提供担保）。截至2016年底，公司长期借款为

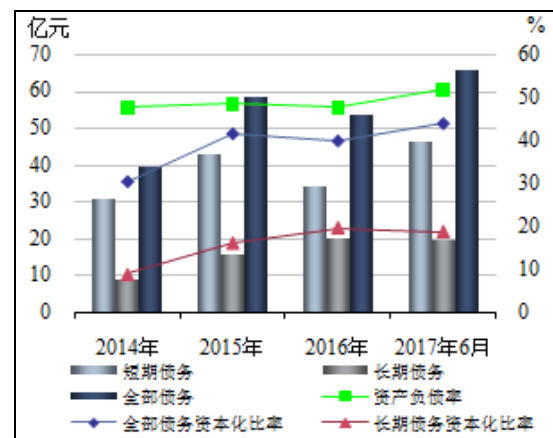
4.13亿元。同比下降66.40%，下降主要是一年内到期的长期借款转入一年内到期的非流动负债。

2014~2016年，公司应付债券波动增长，年均复合增长56.77%，截至2016年底，公司应付债券为15.23亿元，同比增长404.19%，增长主要系公司2016年发行两期中期票据所致。截至2016年，公司应付债券主要为2015年8月发行的3亿元2015年度第一期中期票据、2016年1月发行的6亿元2016年度第一期中期票据和2016年8月发行的6亿元2016年度第二期中期票据。

有息债务方面，2014~2016年，公司有息债务波动增长，年均复合增长16.74%。截至2016年底，公司的全部债务为53.67亿元，同比下降8.04%，其中短期债务占比63.22%，长期债务占比36.78%，公司短期债务占比高，存在一定的短期支付压力。

从债务指标看，近三年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈现波动上升趋势，而长期债务资本化比率则呈现持续上升的趋势。上述指标近三年平均值分别为47.86%、38.39%和16.36%；截至2016年底，上述指标分别为47.63%、39.80%和19.56%。公司债务负担较轻。

图6 公司债务负担情况



资料来源：公司财务数据

截至2017年6月底，公司负债合计90.21亿元，较2016年底增长22.21%，主要由于公司短

期借款和应付账款大幅增长所致。受此影响，截至2017年6月底，公司全部债务上升至65.72亿元，其中短期债务占比70.55%，长期债务占比29.45%，短期债务占比有所上升。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为51.76%、43.88%和18.71%，均较2016年底小幅上涨。

总体看，公司整体债务负担较轻，但以短期债务为主，债务结构有待进一步优化。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入波动中有所下降，年均复合下降8.30%。2014年，公司实现营业收入101.43亿元，较2013年增长2.71%。2015年，公司实现营业收入77.55亿元，同比下降23.54%，主要由于钨钼产品价格持续下滑；2016年公司营业收入为85.28亿元，同比增长9.98%。2014~2016年，公司营业成本年均复合下降0.73%，降幅小于近年来营业收入的降幅；导致公司营业利润率波动下降，三年分别为24.49%、13.05%和17.53%。

从期间费用看，2014~2016年，公司期间费用分别为12.21亿元、11.46亿元和11.52亿元，分别占当期营业收入的12.04%、14.77%和13.51%。公司管理费用在期间费用中占比较高，主要是职工薪酬和技术开发费增长所致。整体看，公司期间费用占营业收入比重呈现波动增长趋势，公司成本费用控制能力有待增强。

受益于行业景气度有所回升，钨钼等产品总体价格有所反弹，公司存货跌价损失下降较快，2016年仅为0.36亿元，对公司整体营业利润水平影响较小。

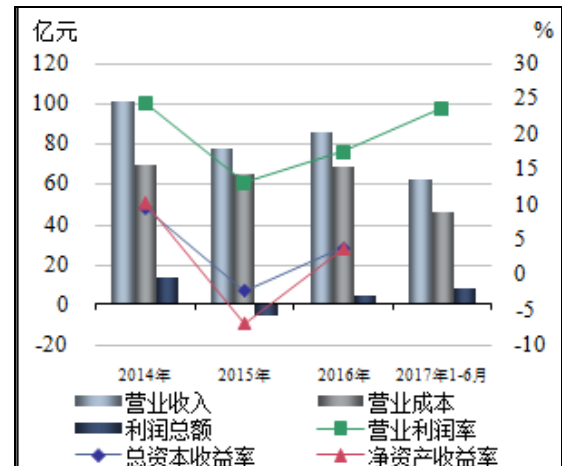
2014~2016年，公司营业外收入呈波动下降趋势，年均变动率为-17.86%。公司营业外收入主要为政府补助，近三年分别为1.41亿元、0.56亿元和0.98亿元。

受上述因素影响，2014~2016年，公司利润总额分别为13.31亿元、-5.38亿元和4.25亿元。

从盈利指标看，2014~2016年，公司总资

本收益率和净资产收益率均呈现下降趋势，三年加权平均值分别为3.02%和1.79%；2016年上述两指标分别为3.69%和3.68%。

图7 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务数据

2017年1~6月，公司实现营业收入61.81亿元，为2016年全年的72.48%；同期，公司实现利润总额7.62亿元，公司营业利润率回升至23.74%。

总体看，2014年，在房地产销售以及电池材料销售增长的带动下，公司收入规模有所增长；但2015年以来，钨钼等有色金属制品价格不断下跌，房地产业务下滑，导致公司主营业务收入减少，存货跌价损失增长，公司整体盈利水平有所下滑，受益于2016年钨钼等有色金属制品总体价格的回暖，以及公司制造业产品盈利能力的提升，公司2016年收入规模有所增长，并扭亏为盈。进入2017年，公司各板块业务继续呈现较好的趋势，整体盈利情况进一步好转。

5. 现金流

从经营活动来看，2014~2016年，公司经营活动现金流入量波动下降。其中销售商品、提供劳务收到的现金受公司产品价格下降影响而有所下降，三年分别为85.83亿元、60.91亿元和70.61亿元；同期，公司现金收入比也呈波动下降趋势，2016年为82.79%。公司收到其他与经营活动有关的现金主要是收到政府补助款、收

到租金及工程押金保证金和经营性往来款等。经营活动现金支出方面,近三年公司购买商品、接受劳务支付的现金波动幅度较大,其中2014年为58.30亿元,较2013年增长18.03%,主要是公司根据市场情况,适当调整库存比重以控制成本,当期采购较多钨精矿及稀土等原材料所致;2015年,由于主营产品价格下降以及部分产品产销量的减少,公司购买商品、接受劳务支付的现金减少至47.18亿元;2016年,公司购买商品、接受劳务支付的现金进一步下降至39.87亿元。近年来公司支付的各项税费规模较大,主要是缴纳的土地增值税和所得税。2014~2016年公司经营活动产生的现金流量净额变化较大,三年分别为-0.44亿元、-12.63亿元和12.06亿元。

从投资活动来看,2014~2016年,公司购建固定资产、无形资产等支付的现金快速下降,近三年分别为7.33亿元、5.88亿元和3.28亿元。同期,公司投资支付的现金波动增长,2016年为78.20亿元,同期公司收回投资收到的现金83.37亿元,主要是当期在金融机构的理财申赎增加。2014~2016年,公司投资活动产生的现金流净流出规模减小,三年分别10.09亿元、5.47亿元和-2.93亿元,公司对外投资压力有所减轻。

2014~2016年,公司筹资活动前现金流量净额分别为-0.53亿元、-18.10亿元和14.99亿元,2014~2015年,公司经营活动现金流量无法覆盖投资活动所需资金,公司对外筹资压力有所增加;但2016年,受益于公司经营性净现金流大幅增长,公司对外筹资压力有所缓解。

从筹资活动看,公司筹资活动现金流入主要包括通过银行借款及股权融资的方式获得资金,筹资活动现金支出主要为偿还借款本金和利息及向股东派息等。公司筹资活动现金流入量波动较大。2014~2016年,公司筹资活动现金流量净额分别为13.92亿元、11.73亿元和-9.32亿元。

2017年1~6月,公司经营活动产生的现金流入为40.51亿元,受电磁材料收入增长较快,其结算方式主要为汇票结算影响,公司同期现金收入比下降至62.62%。同期,受公司补库存需求增大影响,公司经营活动产生的现金流量净额为-7.77亿元;同期,公司投资活动产生的现金流量净额为1.90亿元,其中公司投资支付的现金30.87亿元和同期收回投资收到的现金35.33亿元主要为公司在金融机构办理的现金理财申赎业务;筹资活动产生的现金流量净额为7.98亿元。

总体看,2014~2015年,受房地产预售房款大幅下降和钨钼、稀土价格有所下跌影响,公司经营活动产生的现金净流出规模增大;同期,公司对外投资规模有所减少,但受经营活动现金净流出规模较大影响,公司筹资压力较大。进入2016年,受益于公司收入规模增长及收现能力的增强,公司经营性现金流有所好转,公司筹资压力有所缓解。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2014~2016年,公司流动比率和速动比率小幅波动,三年平均值分别为137.48%和68.41%;截至2016年底,上述指标分别为143.98%和73.60%。同期,公司经营现金流负债比波动较大,分别为-0.62%、-21.54%和23.78%。截至2017年6月底,公司流动比率和速动比率分别下降至135.57%和69.41%。由于公司流动资产以存货为主,且存货中房地产相关存货占比较高,因此公司资产的流动性相对较弱。总体上看,公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看,2014~2016年,公司EBITDA波动较大,三年分别为21.17亿元、2.96亿元和12.40亿元。2014~2016年,EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA三年加权平均值分别为4.37倍和8.44倍;2016年上述指标分别为5.64倍和4.33倍。总体看,2015年受公司钨钼业务和房地产业务盈利能力有所下降影响,公司

营业利润出现亏损，整体偿债能力有所下降，进入2016年，受益于公司整体盈利能力的提升，长期偿债能力有所增强。

截至2017年6月底，公司在银行授信总额度为123.60亿元，尚未使用额度为73.16亿元，公司间接融资渠道畅通；另外公司为A股上市公司（SH.600549），公司直接融资渠道畅通。综合看，公司融资渠道畅通。

截至2017年6月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版），截至2018年2月28日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为全球第一大钨产品制造商，钨产业拥有从矿山、冶炼、粗加工到精细加工完整产业链，技术水平先进，行业地位突出；公司新能源板块近年不断发展，未来有望成为公司新的增长点，同时房地产业务成为公司近年收入及利润的有力补充，一定程度分散了公司冶炼加工业务风险。综合考虑，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司于2018年拟注册总额度为8亿元的中期票据，并拟发行2018年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为5亿元，期限3年。

本期中期票据发行额度为5亿元，分别占2017年6月底公司长期债务和全部债务的25.84%和7.61%，对公司现有债务结构有一定影响。

截至2017年6月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为51.76%和43.88%，以

2017年6月底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至53.11%和45.69%，仍处于合理范围之内。考虑到上述两期中期票据募集资金将部分用于偿还银行借款，公司实际的负债指标可能低于上述预估值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司经营活动现金流入量分别为88.62亿元、63.19亿元和72.89亿元，分别为本期中期票据发行额度的17.72倍、12.64倍和14.58倍；同期，公司经营活动现金净流量分别为-0.44亿元、-12.63亿元和12.06亿元，由于2014~2015年，经营活动现金净流量为负，故对本期中期票据无保障能力，2016年经营活动现金净流量为本期中期票据的2.41倍。2016年，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

2014~2016年，公司EBITDA分别为21.17亿元、2.96亿元和12.40亿元，分别为本期中期票据发行额度的4.23倍、0.59倍和2.48倍。整体看，公司EBITDA对本期中期票据保障能力较强。

考虑到公司已发行3亿元2015年度第一期中期票据，6亿元2016年度第一期中期票据，6亿元2016年度第二期中期票据，本期中期票据发行后，公司合计发行中期票据20亿元，以单年度最高偿付额计算，公司将于2019年偿还12亿元中期票据。2014~2016年，公司经营活动现金流入量分别为12亿元中期票据的7.38倍、5.27倍和6.07倍；同期，公司经营活动现金净流量分别为12亿元中期票据的-0.04倍、-1.05倍和1.01倍。2014~2016年，公司EBITDA分别为12亿元中期票据的1.76倍、0.25倍和1.03倍，较为一般，公司经营活动现金流入量对公司中期票据保障能力强。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期中期票据的偿还能力较强，但对全部债务的偿还能力一般。

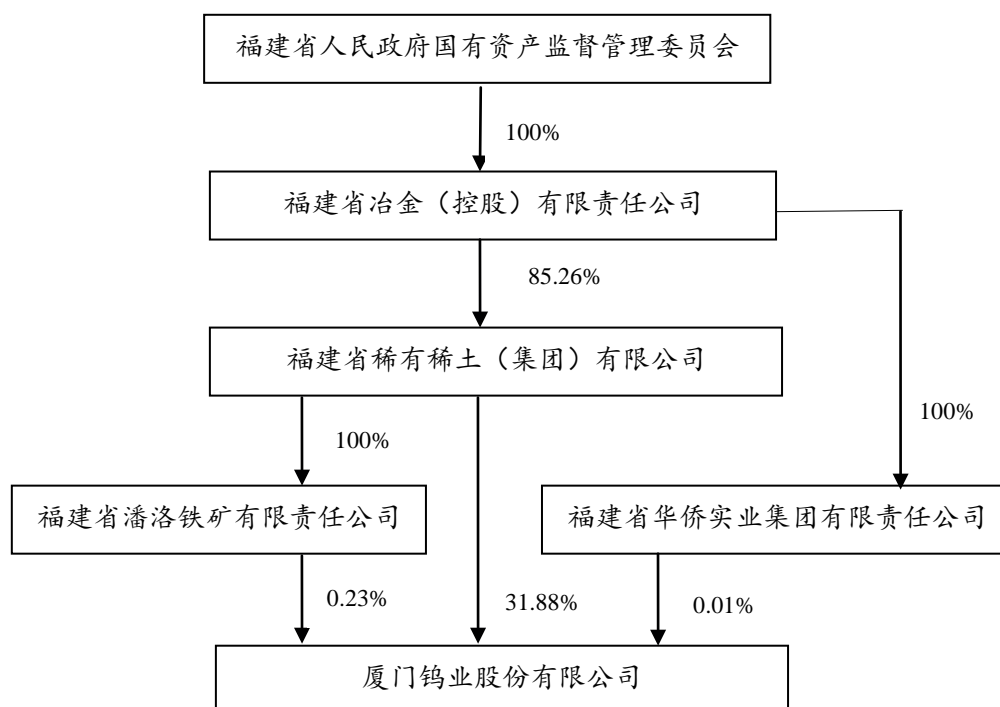
十、结论

公司是全球大型钨产品制造商，钨产业具有从矿山、冶炼、粗加工和精细加工的完整产业链，同时新能源板块和房地产销售板块的良好发展，有效地分散了公司钨钼单一业务风险，公司整体发展趋势良好。

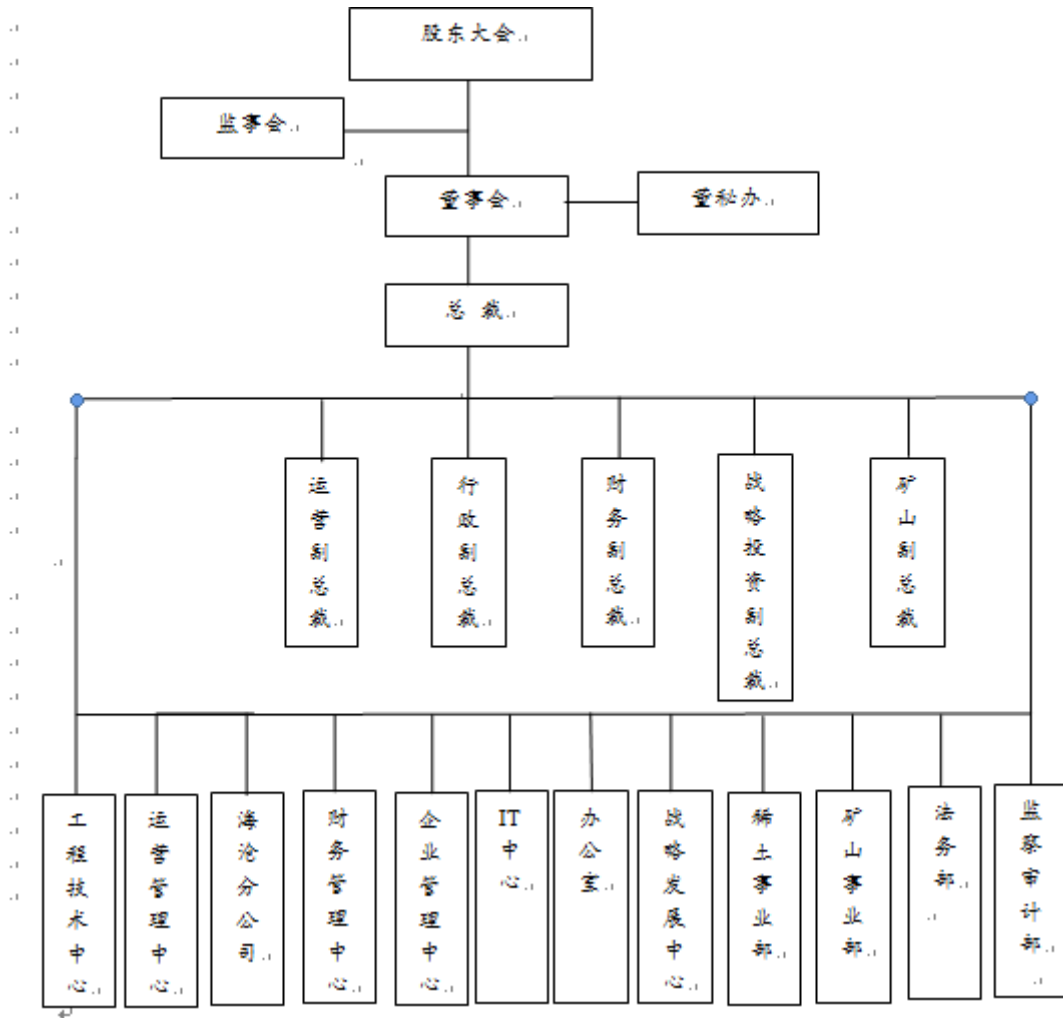
公司财务杠杆良好，盈利水平波动大，直接、间接融资渠道畅通，公司经营性现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

综合分析，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.64	8.37	15.10	19.98
资产总额(亿元)	173.18	159.87	155.00	174.28
所有者权益(亿元)	90.91	82.35	81.17	84.06
短期债务(亿元)	30.55	42.65	33.93	46.37
长期债务(亿元)	8.83	15.71	19.74	19.35
全部债务(亿元)	39.38	58.36	53.67	65.72
营业收入(亿元)	101.43	77.55	85.28	61.81
利润总额(亿元)	13.31	-5.38	4.25	7.62
EBITDA(亿元)	21.17	2.96	12.40	--
经营性净现金流(亿元)	-0.44	-12.63	12.06	-7.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.50	5.26	5.53	--
存货周转次数(次)	1.51	1.47	1.81	--
总资产周转次数(次)	0.62	0.47	0.54	--
现金收入比(%)	84.62	78.54	82.79	62.62
营业利润率(%)	24.49	13.05	17.53	23.74
总资本收益率(%)	9.40	-2.34	3.69	--
净资产收益率(%)	10.27	-7.01	3.68	--
长期债务资本化比率(%)	8.86	16.03	19.56	18.71
全部债务资本化比率(%)	30.22	41.48	39.80	43.88
资产负债率(%)	47.50	48.49	47.63	51.76
流动比率(%)	131.84	130.41	143.98	135.57
速动比率(%)	63.62	62.95	73.60	69.41
经营现金流流动负债比(%)	-0.62	-21.54	23.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.31	0.95	5.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.86	19.69	4.33	--

注：1. 2017 年半年报财务数据未经审计；2. 长期应付款计入长期债务；其他流动负债中的超短期融资券计入短期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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/营业收入×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
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%

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+一年内到期的非流动负债+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

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

注：联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 厦门钨业股份有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

厦门钨业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

厦门钨业股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对厦门钨业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，厦门钨业股份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厦门钨业股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现厦门钨业股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对厦门钨业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如厦门钨业股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对厦门钨业股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。联合资信将指派专人及时与厦门钨业股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。