信用等级公告

联合〔2020〕1459 号

联合资信评估有限公司通过对厦门钨业股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门钨业股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“18 厦钨 MTN001”“18 厦钨 MTN002”“18 厦钨 MTN003”“18 厦钨 MTN004”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月四日

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
http://www.lhratings.com

厦门钨业股份有限公司跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
厦门钨业股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
18 厦钨 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
18 厦钨 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
18 厦钨 MTN003	AA+	稳定	AA+	稳定
18 厦钨 MTN004	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 厦钨 MTN001	5 亿元	5 亿元	2021/4/9
18 厦钨 MTN002	6 亿元	6 亿元	2021/8/2
18 厦钨 MTN003	3 亿元	3 亿元	2021/11/13
18 厦钨 MTN004	3 亿元	3 亿元	2021/11/20

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

本次评级使用的评级方法、模型：

联合资信评估有限公司有色金属企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司有色金属企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级时间：2020 年 6 月 4 日

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

厦门钨业股份有限公司（以下简称“公司”） 作为世界大型钨冶炼企业，具备丰富的钨资源储量，得到了控股股东福建省稀有稀土（集团）有限公司（以下简称“福建稀土集团”）在资源获取方面较大的支持力度。跟踪期内，公司资产规模保持增长，稀土业务盈利水平明显改善。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到目前钨钼等产品价格波动较大，电池材料行业竞争激烈；公司盈利水平下降，债务规模持续上升，短期偿付压力较大及规划投资规模大等因素给公司经营及信用水平带来的不利影响。

考虑到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能力，钨钼产品未来有望保持较高的毛利率；随着公司进一步向钨钼制品产业链下游延伸、稀土行业有所回暖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。

综合评估，联合资信评估有限公司确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，并维持“18 厦钨 MTN001”“18 厦钨 MTN002”“18 厦钨 MTN003”“18 厦钨 MTN004”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司主营业务产业链完善，技术水平较高。**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；公司技术处于行业领先水平，拥有国家级技术研发中心，研发能力强。
2. **公司资源保障优势较为明显。**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，是福建省稀土资源唯一整合平台企业；公司控股股东福建稀土集团在资源获取方面给予了公司较高程度的保障。
3. **跟踪期内，公司稀土业务板块盈利水平大幅提升。**公司稀土加工业务生产技术逐步提升，经营情况明显改善。
4. **存续债券保障能力较强。**公司经营活动现金流入量和EBITDA对存续债券保障能力较强。

关注

1. **公司所处行业景气度近年来波动较大。**钨、钼、稀土等主要产品价格波动大，电池材料行业产能快速释放，公司原材料及多数产成品议价能力较低，2019年以来钨钼等产品售价及产销量的下滑对公司盈利产生一定不利影响。
2. **公司存在一定短期偿付压力。**公司债务规模持续上升，2019年底短期债务占比77.22%，存在一定短期偿付压力。
3. **随着投资规模增加，公司有一定筹资压力。**公司在建项目规划投资规模大，投资活动现金净流出规模快速增长，公司仍有一定筹资压力。

分析师：李小建　张　垌
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 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	17.96	18.48	16.67	16.69
资产总额（亿元）	188.51	225.05	234.71	237.24
所有者权益（亿元）	87.48	91.62	97.76	99.01
短期债务（亿元）	56.55	82.84	82.79	79.50
长期债务（亿元）	15.43	19.40	24.42	31.96
全部债务（亿元）	71.97	102.24	107.21	111.47
营业收入（亿元）	141.88	195.57	173.96	35.36
利润总额（亿元）	11.91	9.87	5.54	1.75
EBITDA（亿元）	20.02	18.89	16.90	--
经营性净现金流（亿元）	-9.30	3.71	19.05	1.81
营业利润率（%）	20.55	16.21	14.72	17.79
净资产收益率（%）	10.59	8.75	5.73	--
资产负债率（%）	53.59	59.29	58.35	58.27
全部债务资本化比率（%）	45.14	52.74	52.31	52.96
流动比率（%）	118.80	109.26	99.56	106.81
经营现金流动负债比（%）	-11.34	3.39	17.55	--
现金类资产/短期债务（%）	31.76	22.31	20.13	20.99
全部债务/EBITDA（倍）	3.60	5.41	6.34	--
EBITDA 利息倍数（倍）	9.16	7.27	4.17	--
公司本部（母公司）口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	119.63	130.30	134.03	133.17
所有者权益（亿元）	56.97	58.03	60.13	60.14
全部债务（亿元）	42.54	61.13	58.16	71.33
营业收入（亿元）	44.83	37.68	23.92	4.55
利润总额（亿元）	3.46	2.70	3.80	0.90
资产负债率（%）	52.38	55.46	55.13	54.16
全部债务资本化比率（%）	42.75	51.30	49.17	54.26
流动比率（%）	99.47	102.88	103.46	111.30
经营现金流动负债比（%）	-3.22	3.72	4.40	--

注：1.公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.已将其他应付款和其他流动负债中的有息债务部分计入短期债务中，将长期应付款中的有息债务部分计入长期债务中

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 厦钨 MTN001，18 厦钨 MTN002，18 厦钨 MTN003，18 厦钨 MTN004	AA+	AA+	稳定	2019/7/12	李小建 张垌	有色金属行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
18 厦钨 MTN004	AA+	AA+	稳定	2018/11/5	潘云峰 李博恒 李小建	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文
18 厦钨 MTN003	AA+	AA+	稳定	2018/11/5	潘云峰 李博恒 李小建	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文
18 厦钨 MTN002	AA+	AA+	稳定	2018/7/19	潘云峰 李博恒 李小建	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文
18 厦钨 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/3/5	潘云峰 杨栋	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文
--	--	AA+	稳定	2015/6/26	刘新泉 杜蜀萍	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文
--	--	AA	稳定	2011/1/19	王健 刘新宇	--	阅读全文
--	--	AA-	稳定	2008/5/16	沈磊 吕晗	--	阅读全文

注：主体评级项目或非存续债券跟踪评级项目未标记债项名称

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于厦门钨业股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

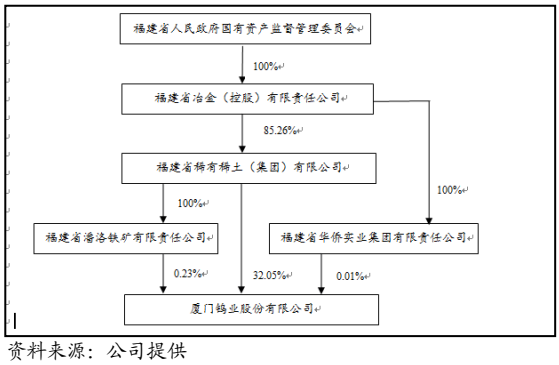
二、企业基本情况

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，发起设立的股份有限公司。2000 年 4 月，公司以 1999 年 12 月 31 日为基准日，依照产品系列，分立为厦门钨业（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”），将钨钼丝生产企业及相关资产分立组建新的厦门三虹。

2017 年 7 月和 2018 年 1 月，公司分别完成两次限制性股票激励计划，公司注册资本增加至 108715.87 万元。2018 年 4 月，公司资本公积金转增股本 32614.76 万元。截至目前，上述资金均已被审验确认。

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 141330.63 万元，福建省稀有稀土（集团）有限公司（以下简称“福建稀土集团”）持有公司 32.05%股权，福建省冶金（控股）有限责任公司（以下简称“福建冶金”）持有福建稀土集团 85.26%股权，福建省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“福建省国资委”）持有福建冶金 100.00%股权，为公司实际控制人。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司现主要从事钨的冶炼、加工、钨合金、钨深加工产品、稀有稀土金属深加工产品和新能源电池材料的生产和销售、房地产开发与经营等业务。

公司内部设置工程技术中心、运营管理中心、海沧分公司、财务管理中心、人力资源管理中心、IT 中心、办公室、战略发展中心、稀土事业部、矿山事业部、法务部、审计部等职能部门及海沧分公司。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 234.71 亿元，所有者权益合计 97.76 亿元（含少数股东权益 24.01 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 173.96 亿元，利润总额 5.54 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 237.24 亿元，所有者权益合计 99.01 亿元（含少数股东权益 24.52 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 35.36 亿元，利润总额 1.75 亿元。

公司注册地址：福建省厦门市海沧区柯井社；公司法定代表人：黄长庚。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

经联合资信评级的公司存续中期票据为“18 厦钨 MTN001”“18 厦钨 MTN002”“18 厦钨 MTN003”和“18 厦钨 MTN004”，发行额度合计 17 亿元。截至目前，募集资金均已按

规定用途使用完毕，跟踪期内付息正常。

表 1 公司存续长期债券概况

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 厦钨 MTN001	5 亿元	5 亿元	2018/4/9	2021/4/9
18 厦钨 MTN002	6 亿元	6 亿元	2018/8/2	2021/8/2
18 厦钨 MTN003	3 亿元	3 亿元	2018/11/13	2021/11/13
18 厦钨 MTN004	3 亿元	3 亿元	2018/11/20	2021/11/20

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个

百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三

档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用

降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业分析

1. 行业概况

有色金属是指黑色金属（铁、铬、锰）以外的 64 种金属及其合金的总称，国际市场通常把有色金属分为基本金属（铜、铝、铅、锌、镍、锡）、贵金属（金、银和铂族金属）和小金属（基本金属和贵金属之外的其他金属）。中国通常把铜、铝、铅、锌、镍、锡、锑、镁、钛、汞称为十种常用有色金属，并以此十种有色金属为范围统计有色金属行业指标。有色金属是国民经济发展的基础材料，下游产业主要包括航空、航天、汽车、机械制造、电力、通讯、建筑、家电等行业。

有色金属矿产属于不可再生资源，在世界各国的国民经济发展中都具有十分重要的地位，属于我国产业政策扶持的战略性行业之一。根据自然资源部 2019 年 10 月发布的《矿产资源报告（2019）》，截至 2018 年底，中国铜矿、铅矿、锌矿、铝土矿和镍矿探明资源储量分别为 1.14 亿吨、0.92 亿吨、1.86 亿吨、51.70 亿吨和 0.12 亿吨，分别较 2017 年增加 7.9%、2.8%、1.4%、1.6%和 6.2%。从资源丰富程度来看，中国是世界上为数不多的、矿产资源种类较齐全的、矿产自给程度较高的国家之一。具体来看，中国锡矿、钼矿、锑矿、钨矿、菱镁矿最为丰富，铜矿、铅锌矿较为丰富，铝土矿处于中等水平，镍矿较为贫乏。

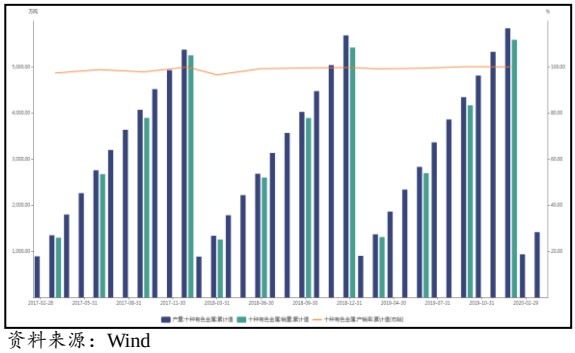
中国是有色金属生产和消费大国，有色金属行业具有规模及产值巨大、产业链长等优势，但同时存在中低端加工领域产能过剩、高端材料生产及绿色冶炼水平不高等劣势。

2. 行业运行情况

近年来，中国有色金属行业运行整体平稳，但受中美贸易战、市场有效需求不足等因素影响整体价格较为疲弱。

产销量方面，近年来中国十种有色金属产销量均较为平稳，产销率处于高位。2019 年，中国十种有色金属产量为 5841.60 万吨，销量为 5592.61 万吨。

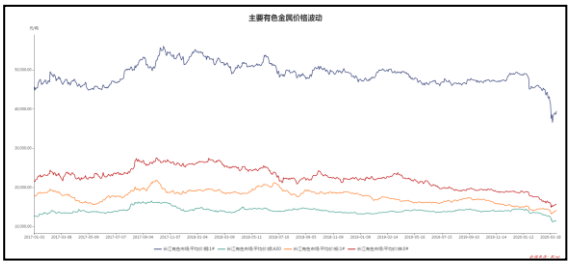
图 2　中国十种有色金属产销量（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

价格方面，近年来主要有色金属价格较为疲弱，2019 年，随着市场对于中美贸易战的担忧，铜等价格进一步有所下降。2020 年，受新冠疫情影响需求下滑，主要有色金属价格持续承压。

图 3　主要有色金属价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind

3. 钨金属

钨属于稀有金属，是国民经济和现代国防领域重要的战略性金属资源。

钨金属呈银白色，其熔点高达 3410±20℃，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℃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。钨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。

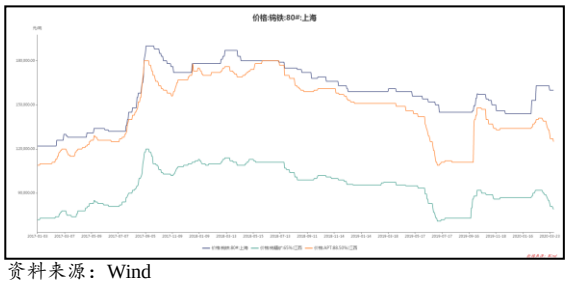
价格走势

近年来钨、钼等主要产品价格波动大，2018年下半年至2020年3月底，钨价持续波动下滑。

2016年之前，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。2016年开始，钨精矿价格有所回暖，进入2017年，受益于国家增加对钨钼等有色金属的收储规模及行业景气度回升，钨精矿及钨产品价格波动反弹。

受中美贸易摩擦导致海外客户提前购买钨原料等因素影响，2018年上半年钨市场价格总体维持上涨趋势，随着海外客户补库存结束，下半年钨价逐步下跌。截至2018年底，钨铁（钨含量80%，上海）价格为15.90万元/吨、钨精矿（三氧化钨含量65%，江西）价格为9.55万元/吨、APT（仲钨酸铵88.50%，江西）价格13.65万元/吨。而进入2019年，钨钼等有色金属行业整体仍然较弱，钨价持续在较低水平。2019年下半年，“泛亚库存[1]”拍卖成功后钨价格短期回升，但之后又弱势回落。截至2019年底，钨铁（钨含量80%，上海）价格为14.40万元/吨、钨精矿（三氧化钨含量65%，江西）价格为8.70万元/吨、APT（仲钨酸铵88.50%，江西）价格13.40万元/吨。2020年以来，钨价整体短暂上升后下降。截至2020年3月底，钨铁（钨含量80%，上海）价格为16.00万元/吨、钨精矿（三氧化钨含量65%，江西）价格为7.90万元/吨、APT（仲钨酸铵88.50%，江西）价格12.50万元/吨。

图 4　钨精矿及钨产品价格走势



资料来源：Wind

行业政策

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

[1] 昆明泛亚有色金属交易所股份有限公司等四家单位

突出。

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。

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改委于 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一律取消。

2018 年 1 月，商务部、海关总署发布《2018 年出口许可证管理货物目录》，根据目录内相关规定，稀土将继续实行出口许可证管理。

2018 年 12 月，自然资源部发布《关于进一步规范稀土矿钨矿矿业权审批管理的通知》，为保护和合理开发优势矿产资源，进一步加强稀土矿、钨矿的勘察开采审批管理，除中央或省级财政资金勘查项目、国家确定的大型稀土企业集团勘查项目、符合国家产业政策、环境保护要求和开采总量控制要求的大型稀土企业集团稀土开采项目外，继续暂停受理新设稀土矿勘查开采登记申请。同月，自然资源部发布《自然资源部关于进一步规范稀土矿钨矿矿业权审批管理的通知》，自然资源部进一步规范和加强稀土矿、钨矿勘查开采审批管理，申请新设钨矿采矿权，符合国家产业政策和开采总量控制要求，新设钨矿采矿权必须依法进行环境影响评价，符合生态环境保护要求，申办钨矿采矿权新立、延续、变更登记，延续项目还应说明已有指标执行情况，探查许可证、采矿许可证为其他矿种的探矿权、采矿权，发现稀土矿、钨矿资源储量并经评审报案，复合办理变更登记或增列矿种条件的，可依法申请办理矿业权变更。

2019 年 8 月，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，对钨产品明确了鼓励类和限制类项目，其中限制类项目主要为：新建、扩建钨金属储量小于 1 万吨、年开采规模小于 30 万吨矿石量的钨矿开采项目（现有钨矿山的深部和边部资源开采扩建项目除外）；新建、扩建钨、钼、锡、锑冶炼项目以及氧化锑、铅锡焊料生产项目（符合国家节能环保等法律法规要求的项目除外）。

2019 年 9 月，《中华人民共和国资源税法》开始实施，其中，钨矿资源税保持 6.5%的税率。

未来发展

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。

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内有望上升。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。

4. 稀土行业

稀土业务方面，2019 年，轻稀土供给增长，中重稀土供给相对短缺，价格同比有所上涨。

产量和进出口量方面，2019 年我国稀土开采指标 132000 吨，其中轻稀土指标 112850 吨，

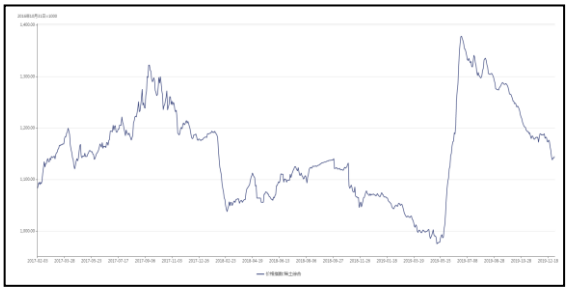
非法集资案后涉案的 2.83 万吨 APT 库存

较 2018 年增加 12000 吨，中重稀土指标 19150 吨，与 2018 年相同；2019 年，我国从国外进口轻稀土原料大幅增加，据海关总署资料，2019 年我国累计进口稀土精矿 4.66 万吨，同比增长 61.7%；而受中缅反复封开关影响，中重稀土进口原料大幅下滑，2019 年混合碳酸稀土累计进口量为 1.56 万吨，较 2018 年同期累计下降 48.5%；同时由于打黑力度加强和环保政策趋严，中重稀土产量同比减少。

需求方面，风电、变频空调、节能电梯等行业增长，拉动稀土永磁材料增长。根据上海有色网（SMM）提供数据，2019 年我国直驱式风力发电机新增装机量为 870 万 Kwh，同比增长 18%；2019 年我国变频空调产量约为 6800 万台，同比增长约 8%；2019 年我国电梯产量约 117 万台，同比增长 63%。稀土在发光材料、催化材料、储氢材料、抛光材料等领域需求没有明显增长。

价格方面，受供求关系改善影响，2019 年稀土产品价格同比有所上涨。

图 5　稀土产品价格走势



资料来源：Wind

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年 3 月底，公司股本共计 140604.62万元，福建稀土集团持有公司32.05%股权，福建冶金持有福建稀土集团85.26%股权，福建省国资委持有福建冶金100.00%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

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，同时公司开拓稀土业务板块和电池材料板块，分散了公司钨钼单一业务的风险，公司整体抗风险能力很强。

从业务结构来看，公司主营业务主要划分为钨钼等有色金属制品、稀土业务、电池材料等板块。其中，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。

公司拥有宁化行洛坑钨矿属黑白混合钨矿和江西都昌阳储山钨钼矿，截至 2020 年 3 月底，钨钼可采储量分别为 29.50 万吨和 7.68 万吨，原矿品位分别为 0.21%和 0.16%，可采储年限分别预计至 2085 年和 2035 年；洛阳豫鹭矿业有限责任公司（以下简称“豫鹭矿业”）是公司与洛阳栾川钼业集团股份有限公司（以下简称“洛钼集团”）合资建立的控股子公司（公司股权占比为 60.00%），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 51.00 万吨金属量，钨原矿品位 0.145%，可采储年限预计至 2060 年。截至 2020 年 3 月底，公司拥有钨钼矿剩余可采储量 70.54 万吨，储量规模排名全国前列。

钨钼板块方面，公司是目前世界大型钨冶炼产品加工企业及钨粉生产基地之一，拥有完整产业链，在钨冶炼、钨粉末和硬质合金深加工领域拥有较强的竞争优势。截至 2020 年 3 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、6000 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；公司整体刀具和数控刀片的生产规模分别达到 1100 万件/年和 4700 万片/年。其中，APT、钨丝材、硬质合金、整体刀具产能均处

于全国前列，整体规模优势明显。

稀土业务方面，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。截至 2020 年 3 月底，公司已持有连城文坊、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%权益，接受委托管理长汀中坊稀土采矿证，采矿指标共计 3440 吨，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、6000 吨/年钕铁硼磁性材料和 1100 吨/年荧光粉的生产能力，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镍氢电池负极材料（贮氢合金粉）和锂电池正极材料两部分，其中镍氢电池负极材料（贮氢合金粉）由下属海沧分公司运营，锂电池正极材料由厦门厦钨新能源材料有限公司（以下简称“厦钨新能源”）运营；截至 2020 年 3 月底，公司分别拥有镍氢电池负极材料（贮氢合金粉）和锂电池正极材料生产能力 5000 吨/年和 40000 吨/年，贮氢合金粉和锂电池材料产能均居全国前列，具有一定的规模优势。

3. 人员素质

公司高管人员具有丰富的管理经验，在经营管理上有利于公司发展；员工素质能满足公司日常经营管理及发展需要。

目前，公司董事9名，其中董事长1名，副董事长1名，独立董事3名；总裁1名，副总裁5名，董事会秘书1名。

公司董事长黄长庚先生，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。2005 年 2 月至 2012 年 4 月，任公司副总裁；2012 年 4 月至 2014 年 12 月，任公司常务副总裁；2014 年 12 月至 2015 年 5 月，任公司总裁；2015 年 1 月至 2015 年 4 月，任公司第六届董事会董事；2015 年 4 月至今，任公司董事长，兼任厦门三虹董事长。

公司总裁吴高潮先生，博士学历，高级工程师。2003 年 4 月至 2011 年 4 月，任厦门金鹭特种合金有限公司（以下简称“厦门金鹭”）总经理；2006 年 4 月至 2014 年 12 月，任公司副总裁；2014 年 12 月至 2015 年 4 月，任公司常务副总裁；2015 年 4 月至今，任公司董事兼总裁。

截至 2019 年底，公司共有员工 13644 人。从学历来看，研究生及以上学历者占 4.03%，本科学历者占 21.26%，大专及以下学历者占 74.71%；按岗位构成看，生产人员、销售人员、技术人员、财务人员、行政人员分别占 71.94%、4.24%、11.87%、1.70%、10.25%。

4. 技术水平

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。

公司研发机构分为 2 个技术中心：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；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，并开发了直径Φ6cm~Φ20cm 各种系列的双螺旋孔棒材，产品质量和尺寸精度达到先进水平；公司下属海沧分公司开发了新型的离子交换湿法冶金新工艺，并在钨钼冶金上应用；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一定突破，解决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 0.07%的条件下，尾矿品位小于0.02%，指标达世界先进水平；豫鹭矿业实现射流选矿回收低品位白钨技术改造，使得射流选矿技术首次在钨选矿工业上实现应用，且入选矿石品位和所达到的回收率水平都处国内前列。

2019 年，公司子公司厦门金鹭“一种四幅拳形刃分层钻削专用刀片”、厦钨新能源“锂离子二次电池多元复合征集材料及其制备方法”获第二十一届中国专利优秀奖；金龙稀土“PET 用低钍、低铀、低氯根氧化镨制备技术”获中国 2019 年稀土科技进步奖一等奖；厦门钨业“低重稀土烧结钕铁硼永磁材料制备技术及产业化应用”获 2019 年度厦门市科技进步一等奖，全资子公司厦钨新能源“高能量密度钴酸锂生产工艺的研发及应用”获 2019 年度厦门市科技进步二等奖；厦门虹鹭“数码影院用短弧氙灯电极的开发及产业化”获 2019 年度厦门市科技进步三等奖。

2019 年公司技术中心共组织实施公司 26 项重大专项研究计划，其中 7 项计划验收，新立项 7 项；公司及下属公司在 2019 年共申请专利 268 件，2019 年获得授权专利为 105 件。

5. 过往债务履约情况

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为 G1037010100374830N），截至 2020 年 4 月 29 日，公司未结清信贷无不良及关注类信贷信息。

6. 股东支持

政府与股东对公司的支持力度较大。

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。

福建稀土集团承诺，为避免同业竞争问题，在福建稀土集团控制的涉及钨矿业务的其他企业相关钨矿建成投产之前，福建稀土集团将以直接出售或资产注入等方式向厦门钨业转让。转让过渡期间，福建稀土集团及其下属企业将按市场公允价格将钨矿全部销售给厦门钨业。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程度的保障。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 2020 年 3 月底的 65.19%。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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构及管理体制方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务中钨钼等有色金属制品占比较高，其盈利能力小幅下滑，伴随着钨钼行业供求趋于平稳，钨钼产品价格已趋于底部，未来或将保持平稳或小幅震荡趋势；2019 年稀土业务板块盈利水平大幅提升；同期，公司电池材料业务规模较为稳定。

从业务结构来看，公司主营业务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。

2019 年，主要受钨钼等有色金属制品收入下降影响，公司主营业务收入规模同比下降 9.71%。

分板块来看，受汽车、3C 行业等终端市场需求下滑影响，2019 年，钨矿产品价格整体下滑，公司钨钼等有色金属制品收入同比下降 22.00%。稀土行业板块和电池材料业务收入同比变化不大。公司房地产业务受房地产行业政策影响及公司房地产项目大幅减少影响，收入规模仍然很小。

从公司主营业务收入构成看，钨钼等有色

金属制品业务占比高，电池材料业务受益于产能扩张、市场份额提升，收入占比逐年增长，而稀土业务收入贡献较为稳定，房地产业务呈收缩趋势。

表 3　公司主营业务收入状况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 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业务	68.87	50.79	29.92	94.27	49.78	26.29	73.53	43.00	24.84	14.05	40.57	31.29
稀土业务	20.38	15.03	7.02	22.33	11.79	0.82	24.63	14.41	11.50	5.59	16.13	6.89
电池材料业务	40.81	30.10	13.90	71.62	37.82	10.13	71.63	41.89	8.12	14.78	42.67	10.26
房地产及配套管理业务	5.54	4.08	44.84	1.15	0.61	2.55	1.19	0.70	12.51	0.22	0.63	-7.97
合计	**135.60**	**100.00**	**30.18**	**189.37**	**100.00**	**17.03**	**170.99**	**100.00**	**15.83**	**34.64**	**100.00**	**18.13**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2019 年公司主营业务毛利率进一步下滑，其中，公司钨钼制品毛利率小幅下降，主要系钨冶炼产品、钨粉末产品、硬质合金合金等产品市场萎缩及价格下滑所致，但仍相对较高；公司执行“低库存快周转”经营策略，优化库存结构，开展降本增效措施，同时稀土行业 2019 年价格同比明显回升，稀土板块毛利率 2019 年大幅提升；同期受电池材料行业供应增加，上半年钴产品价格下降影响，公司电池材料业务毛利率降幅较大；公司近年来房地产业务主要为销售尾盘少量产品，毛利率波动大。

2020 年 1—3 月，公司共实现主营业务收入 34.64 亿元，相当于 2019 年的 20.26%，收入同比变化小；同期，公司主营业务毛利率较上年上升至 18.13%。2020 年 1—3 月，公司钨钼业务毛利率回升至 31.29%，主要系钨钼价格相对稳定，生产成本下降所致。同期电池材料业务收入占比和毛利率变化较小。房地产业务板块收入规模很小。受稀土产品行业景气度下行影响，公司稀土业务毛利率有所下降，为 6.89%。

2．钨钼产业

公司钨钼产业以钨为主，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，该板块 2019 年以来产销量有所下滑。公司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。

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，截至 2020 年 3 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、6000 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；公司整体刀具和数控刀片的生产规模分别达到 1100 万件/年和 4700 万片/年。

从原材料供应来看，截至 2020 年 3 月底，公司拥有宁化行洛坑钨矿、都昌阳储山钨钼矿的矿产采矿权，剩余钨钼可采储量为 32.05 万吨；公司子公司豫鹭矿业所回收的钨钼伴生矿剩余可采储量为 38.49 万吨。截至 2020 年 3 月底，公司拥有钨钼矿剩余可采储量 70.54 万吨。

表 4　公司钨钼矿山基本情况

矿山名称	钨钼可采储量	剩余钨钼可采储量	原矿品位	可采储年限
宁化行洛坑钨矿	29.50	24.42	0.21	至 2085 年
都昌阳储山钨钼矿	7.68	7.63	0.16	至 2035 年
合计	**37.18**	**32.05**	--	-

注：都昌阳储山钨钼矿未包含 334 储量数据
资料来源：公司提供

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。海沧分公司自主研究的废钨回收技术使公司的废钨处理能力达到年产钨 4000 吨，同时受益于都昌阳储山钨钼矿产能的逐步释放，公司钨精矿自给率呈逐年改善趋势，2019 年和 2020 年 3 月底上述指标分别增长至 56.92%和 65.19%。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 5　公司近年钨精矿采购情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
自给量（吨）	11385	12023	12010	2661
单位自给成本（元/吨）	44340	52106	53000	54000
采购量（吨）	21495	21800	21100	4082
采购均价（元/吨）	85500	112000	87600	85900
自给率（%）	52.97	55.15	56.92	65.19

注：自给量不含对外销售量；采购量包含自给量和外部采购量
资料来源：公司提供

受市场需求不足影响，2019 年公司仲钨酸铵产品产销量均同比小幅下滑，同期受市场需求和下游企业产品储备库存影响，仲钨酸铵售价有所下滑。跟踪期内，公司下属钨冶炼企业通过市场细分，开发催化剂市场、研制高纯仲钨酸铵等措施，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，公司仲钨酸铵产品盈利空间变化较小。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，下属钨钼丝材企业粗钼丝产品的总销量亦下降较快。市场占有率方面，公司是世界上大型钨钼丝生产企业之一，生产的钨丝在国内市场占有率为 70%，生产的钼丝在国内市场占有率为 65%。

公司钨钼业务深加工产品包括钨粉、硬质合金和刀具。目前公司钨钼深加工产品主要由子公司厦门金鹭公司生产，硬质合金和刀具产品生产所需原材料部分由公司内部供给，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，是厦门金鹭的主要利润来源，受市场疲弱影响，公司 2019 年上述钨钼深加工产品产销量均同比下降。整体看，2019 年公司钨钼板块业务产品量价均降。

表 6　公司钨钼业务主要产品产销量

主要产品		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
仲钨酸铵	销量（吨）	11871	9323	8146	1330
	产量（吨）	16793	24783	23173	4429
钨粉	销量（吨）	8315	9374	8515	1733
	产量（吨）	8813	9526	8451	1826
硬质合金	销量（吨）	4363	5423	4492	1030
	产量（吨）	4599	5688	4175	981
刀具	销量（万件）	5708	7251	3629	756
	产量（万件）	6172	7667	3035	702
粗钨丝	销量（吨）	409	372	315	69
	产量（吨）	411	369	294	75
细钨丝	销量（亿米）	68	60	55	12
	产量（亿米）	69	60	53	12
细钼丝	销量（亿米）	17	17	16	3
	产量（亿米）	16	17	14	3
粗钼丝	销量（吨）	360	323	276	65
	产量（吨）	347	323	271	62

注：1. 销售量为合并抵销后的销量数量（扣除厦门钨业内部的销售量）；2. 2018 年公司调整产品结构，处置了 PCB 生产线，2019 年刀具产销量统计口径已剔除 PCB 刀具
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，钨钼行业景气度 2019 年整体疲软，公司钨钼板块主要产品全年销售均价与上年全年均价相比均有不同程度下滑，只有粗钼丝产品价格

略有上升。

表 7　公司钨钼业务主要产品销售均价

产品	2017年	2018年	2019 年	2020 年 1—3 月
钨精矿（万元/吨）	12.00	15.80	13.10	13.20
仲钨酸铵（万元/吨）	13.00	16.50	13.50	13.80
钨粉（万元/吨）	20.40	27.00	22.00	22.20
硬质合金（万元/吨）	41.00	41.20	39.00	41.00
细钨丝（万元/亿米）	311.00	336.00	315.00	327.00
粗钨丝（万元/吨）	43.20	53.00	51.00	49.00
细钼丝（万元/亿米）	856.00	1020.00	1010.00	1100.00
粗钼丝（万元/吨）	27.30	34.20	35.50	35.40

资料来源：公司提供

2020 年 1—3 月，钨钼市场价格相对稳定，叠加春节假期和新冠肺炎疫情影响，公司仲钨酸铵、钨粉、硬质合金和刀具等产品产销量偏低，但价格变化很小。

3．稀土业务

跟踪期内，随着国家继续加强对稀土市场的管理控制，同时受缅甸矿进口封关和开关、中美贸易战等因素叠加影响，公司稀土加工业务生产技术逐步提升，经营情况明显改善。

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 2020 年 3 月底，公司已持有连城文坊、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%权益，接受委托管理长汀中坊稀土采矿证，采矿指标共计 3440 吨，资源保障能力较强。

公司为了较好地整合、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”）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、6000 吨/年钕铁硼磁性材料和 1100 吨/年荧光粉的生产能力，公司“矿产资源-冶炼分离-稀土合金-磁性材料”的稀土产业链较为完善。

生产经营方面，近年来由于国内稀土行业散乱差的局面得到一定改观，行业集中度有所上升，总量控制的政策得到加强，同时缅甸稀土进口矿政策变动、中美贸易战等因素短期拉抬市场，稀土产品价格震荡上行。2019 年，长汀金龙通过外采部分稀土氧化物产品，提升了稀土氧化物产销量以满足客户需求。同时，公司钕铁硼磁性材料产销量快速增长，主要系长汀金龙提高磁材的成品率，拓展风电、家电和电机等产品应用领域，取得较好效果。由于市场竞争激烈，公司进入行业时间较短，市场扩张难度较大，荧光材料产销量变化较小。

表 8 公司稀土业务主要产品产销及售价情况

产品		2017年	2018年	2019 年	2020 年 1—3 月
稀土氧化物	销量（吨）	2919	2631	3741	856
	产量（吨）	2649	3288	3758	825
	售价（万	26.58	20.62	22.81	31.52

	元/吨）				
荧光材料	产量（吨）	692	670	591	153
	销量（吨）	615	583	604	155
	售价（万元/吨）	21.25	20.59	22.69	24.25
磁性材料	销量（吨）	2455	3003	4020	784
	产量（吨）	2439	2952	4185	889
	售价（万元/吨）	25.97	27.68	30.04	32.80

资料来源：公司提供

2020 年 1—3 月，公司稀土氧化物、荧光材料和磁性材料产品销售价格均保持增长趋势，但受行业景气度下行及新冠肺炎疫情等因素影响，产销量相对较低。

4. 电池材料业务

跟踪期内，公司电池材料业务有一定规模优势，锂电池材料生产规模快速扩张，但主要产品售价 2019 年有所下滑。

公司电池材料业务包含镍氢电池负极材料（贮氢合金粉）和锂电池正极材料两部分，其中镍氢电池负极材料（贮氢合金粉）由下属海沧分公司运营，锂电池正极材料由厦钨新能源运营；截至 2020 年 3 月底，公司分别拥有镍氢电池负极材料（贮氢合金粉）和锂电池正极材料生产能力 5000 吨/年和 40000 吨/年，贮氢合金粉和锂电池材料产能均居全国前列，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，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，成为目前国内规模领先的贮氢合金粉生产企业。但由于近年来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，近几年公司产品销售情况一般，以车载电池客户为主，2019 年，公司贮氢合金粉产销量均有所下降。受制于下游市场规模较小，未来公司贮氢合金粉销量上升空间较小。

表 9 公司电池材料业务主要产品产销及售价情况

产品		2017年	2018年	2019 年	2020 年 1—3 月
贮氢合金	销量（吨）	2588	2614	2407	415
	产量（吨）	2599	2688	2384	398
	售价（万元/吨）	10.30	9.80	8.50	8.50
锂离子材料	销量（吨）	17265	25034	39798	8269
	产量（吨）	19153	25185	40565	8194
	售价（万元/吨）	29.00	32.50	19.90	20.40

资料来源：公司提供

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 40000 吨/年的生产能力。近年来，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，公司锂电池材料产销量快速增长。目前国内锂电池行业产能扩张迅速，产能远大于需求，但由于电池材料主要为定制品，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；同时公司在建产能的持续释放，有望促使公司锂电池材料业务规模保持增长。

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低，公司贮氢合金粉的产能利用率始终较低，2019 年公司贮氢合金销售均价同比有所下滑。2019 年，由于锂、钴原料价格大幅波动，同时行业需求增速不及产能扩张增速，公司锂电池材料销售均价有所下行。

2020 年 1—3 月，公司电池材料业务规模较大，产品价格变化很小。其中，贮氢合金产销量受市场应用空间缩小影响同比下滑，锂电池材料业务规模保持扩张趋势。未来随着国内锂电池行业在建产能的释放，预计公司该业务

毛利率将保持低位运行。

5．房地产销售及物业管理业务

跟踪期内，公司房地产业务目前规模有限，对整体收入和利润影响小。厦门海峡国际社区去化情况良好，目前未售项目集中于漳州地区，去化较慢，影响收入和利润规模。

房地产业务原是公司重要利润来源，公司控股 60%的厦门滕王阁房地产开发公司（以下简称“厦门滕王阁”）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 1 个项目部。厦门滕王阁房地产开发公司先后开发厦门“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 38.26 万平方米。

表 10　房地产业务资金平衡情况（单位：亿元）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
对外投资额	1.40	0.00	0.00	0.00
房地产预收款	3.08	0.02	0.04	0.00
销售收入	3.87	1.69	1.78	0.34

资料来源：公司提供

表 11　截至 2020 年 3 月底公司房地产在建项目情况（单位：亿元）

项目	计划投资总额	总建筑面积（万平米）	截至2020年3月底已投资金额	预计投资			截至2020年3月底销售回款	截至2020年3月底确认收入金额	截至2020年3月底销售面积（万平米）
				2020年4—12月	2021年	2022年			
厦门海峡国际社区	55.40	79.28	47.81	--	--	--	112.19	112.19	62.15
漳州海峡国际湾区	44.50	106.41	32.06	4.53	3.00	3.00	22.57	22.21	22.03
东山海峡度假城	9.00	22.82	0.67	0.50	0.50	0.00	0.00	0.00	--
合计	**108.90**	**208.51**	**80.54**	**5.03**	**3.50**	**3.00**	**134.76**	**134.40**	**84.18**

资料来源：公司提供

公司主要房地产项目包括厦门海峡国际社区和漳州海峡国际湾区。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 79.28 万平方米，预计总投资 55.40 亿元，截至 2020 年 3 月底，已投入 47.81 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完，当前正在进行第五期商业项目的优化提升工程，但受市场影响暂缓施工。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 2020 年 3 月底，项目累计确认收入共计 112.19 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，预计总投资 44.50 亿元，分五期滚动开发。截至 2020 年 3 月底，项目累计已投资 32.06 亿元，项目累计确认收入共计 22.21 亿元。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。

6．经营效率

跟踪期内，公司经营效率略有下降，整体水平尚可。

2017—2019 年，公司存货周转次数波动上升，同期总资产周转次数波动下降，2019 年分别为 2.62 次和 0.76 次，同比分别下降 0.21 次和 0.19 次；近三年销售债权周转次数有所上升，2019 年升至 6.61 次，同比基本持平。

7. 同业对比

公司在同业对比中主营有色金属产品毛利率较高，产能和经营效率差距不大。

2019 年，公司主营业务毛利率与同业相比处于较高水平，主要受产品的供需周期影响；公司较同业产能、存货周转次数和总资产周转次数均差距较小。

表 12 公司同业对比情况

指标名称	宝鸡钛业股份有限公司	华友钴业股份有限公司	厦门钨业股份有限公司
主营有色金属业务毛利率(%)	24.74	11.23	24.84
主营有色金属冶炼产品产能（吨/年）	10000	39000	25000
存货周转次数（次）	1.83	3.45	2.62
总资产周转次数（次）	0.48	0.89	0.76

资料来源：公开资料及公司提供

8. 在建项目

公司在建项目规划规模大，未来可能会存在一定的资本支出压力。随着在建项目的陆续建成及投产，公司在电池材料业务板块的产能规模、技术水平将有所提升，盈利能力有望增强。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建项目包括宁德厦钨新能源 20000 吨车用锂离子三元正极材料产业化项目、厦钨新能源车用动力锂离子材料产业化项目（一期）等项目，在建项目资金来源主要为自筹及银行贷款。截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程已投资 19.47 亿元，未来仍需投资 29.60 亿元，不考虑公司房地产板块还有部分在建项目，包括厦门海峡国际社区、漳州海峡国际湾区和东山度假城项目，未来投资支出规模较大，存在一定对外融资需求。

表 13 截至 2020 年 3 月底公司主要在建及拟建项目（单位：万元）

项目名称	预计总投资	资金到位情况	截至2020年3月底已投资	投资计划		
				2020年4—12月	2021年	2022年
金龙稀土6000吨特种金属及合金项目	9739.00	5789.00	5789.00	619.67	1816.30	1000.00
金龙3000吨钕铁硼磁石暨后处理扩产项目	22266.00	12263.12	12263.12	5539.93	330.00	300.00
三明新能源6000T锂离子电池材料项目	26145.00	20174.00	23722.48	1800.00	600.00	--
九江年产5000吨超细钨粉末项目	22432.24	12899.38	12899.38	8332.86	1200.00	--
海沧能源新材料产业化孵化基地项目	15000.00	10636.50	10636.50	1000.00	1500.00	1500.00
宁德厦钨新能源20000吨车用锂离子三元正极材料产业化项目	165000.00	86598.90	93711.92	13300.00	3000.00	3000.00
新能源车用动力锂离子材料产业化项目（一期）	184793.00	20380.64	20380.64	30000.00	30000.00	30000.00
厦钨电机集美电机产业园一期	27290.00	14500.00	9147.95	13397.05	4745.00	--
鑫鹭钨制品深加工项目	18000.00	5000.00	6107.86	11892.14	--	--
合计	**490665.24**	**188241.54**	**194658.84**	**85881.65**	**43191.30**	**35800.00**

资料来源：公司提供

宁德厦钨新能源 20000 吨车用锂离子三元正极材料产业化项目由全资子公司厦钨新能源与福建闽东电力股份有限公司（以下简称“闽东电力”）在宁德市东侨工业集中区合资成立

宁德厦钨新能源材料有限公司（以下简称“宁德厦钨新能源”）运营，主要是继续完善公司电池产业链板块，扩大高镍三元材料产能，为今后公司的电池材料业务发展打下较好的基础。项目达产后，预计年平均销售收入 25.00 亿元。

厦钨新能源车用动力锂离子材料产业化项目（一期）项目亦为公司布局电池材料业务的在建项目，产品市场需求量大，原材料供应稳定，技术工艺路线明确，产品的应用有望在数年内持续增长。项目一期规划 20000 吨产能，建成投产后预计年平均销售收入 25.00 亿元，可达到较好的社会及经济效益。

9. 未来发展

公司战略规划基于核心业务，发展方向较为明确。

公司从事于钨钼、能源新材料和稀土三大核心业务，遵循“稳中求进，做大市场，获长远利”的企业方针，以“技术创新、管理创新、机制创新”为动力，通过硬质合金和钨钼制品业务的发展，能源新材料和稀土产业链的形成和产销量的增长，新产品销售收入和利润贡献比例的提高和技术创新，以及制度建设和企业文化建设等措施来实现企业发展。公司目标建设成为“技术创新的平台、人才聚集的平台、产业发展的平台”。

公司将集中发展钨、钼、稀土三条产业链和电池材料行业的业务，重点发展硬质合金和稀土磁性材料业务，不断发展电池材料和钨钼板及零部件制品业务，加大对钨、稀土矿山的投入，以提高资源保障度；加大对研发的投入，利用集团内外的人力资源、技术资源，加强集团内外技术协作，以技术创新推动发展。

九、重大事项

公司下属子公司厦钨新能源拟分拆上市，分拆上市有利于公司拓宽融资渠道、提升竞争能力。

2020 年 3 月 13 日和 5 月 6 日，公司分别发布《厦门钨业股份有限公司关于分拆所属子公司厦门厦钨新能源材料有限公司至科创板上市的预案》和《关于分拆子公司上市的进展公告》。公司称，拟在其控股子公司厦钨新能源整体变更为股份有限公司后，将其分拆至上海证券交易所科创板上市（以下简称“本次分拆上市”）。公司同意厦钨新能源以 2020 年 3 月 31 日为基准日改制设立为股份有限公司，改制后名称为“厦门厦钨新能源材料股份有限公司”，以截至 2020 年 3 月 31 日经审计的净资产 1562883185.31 元中的 188679200 元折为厦门厦钨新能源材料股份有限公司股本 188679200 股（每股面值 1 元），余额 1374203985.31 元计入资本公积。本次分拆上市完成后，公司仍将维持对厦钨新能源的控股权。

厦钨新能源为公司下属从事锂离子电池正极材料的研发、生产和销售的控股子公司，截至 2018 年底，厦钨新能源合并总资产 54.95 亿元、归属于母公司的所有者权益 7.50 亿元；2018 年实现合并营业收入 70.28 亿元、归属于母公司的净利润 0.80 亿元。

本次分拆上市不会影响公司对厦钨新能源的控股地位。本次分拆上市完成后，厦钨新能源仍将纳入公司合并报表范围，随着资本的进一步充实，厦钨新能源的发展与创新将有所提速，进而提升公司的盈利水平和稳健性。此外，厦钨新能源分拆上市有助于公司拓宽融资渠道，提高公司整体融资效率，降低整体资产负债率，增强公司的综合实力。

公司拟转让下属经营房地产业务的子公司厦门滕王阁全部股权，目前本次转让股权交易工作尚无最新进展。

公司于 2019 年 10 月 19 日公告，为集中资源，重点发展钨钼、新能源材料和稀土三大业务，经公司总裁班子研究，拟通过挂牌转让的方式转让持有的厦门滕王阁 60%股权；转让完成后，公司将不再持有厦门滕王阁股权，将不再从事与房地产开发经营相关业务。

公司已聘请资产评估机构对厦门滕王阁整体价值进行资产评估，具体股权转让方案待资产评估完成后将提交公司董事会及股东大会审议。鉴于本次拟转让股权交易工作尚处于资产评估、征集意向购买方等前期阶段，交易最终能否达成存在不确定性，暂无法预估对公司业绩等的影响。后续公司将根据交易的具体进展情况，及时履行相应的决策和审批程序，并依法履行信息披露义务。截至本报告出具日，本次转让股权交易工作尚无最新进展，考虑到公司房地产业务近年来规模有限，对公司经营状况影响较小。

十、财务分析

公司提供的 2017－2019 年财务报告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 2020 年一季度财务数据未经审计。

截至 2017 年底，公司纳入合并集团范围的一级子公司共 28 家；截至 2018 年底，公司纳入合并集团范围的一级子公司共 31 家；截至 2019 年底，公司纳入合并集团范围的一级子公司共 35 家，较上年底收购子公司 1 家，新设子公司 3 家。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并集团范围的一级子公司未发生变化。整体看，公司收购的子公司业务规模小，其它主要为新设或注销子公司，合并范围变化对公司财务数据影响不大，可比性较强。

根据财政部《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量（修订）》《企业会计准则第 23 号—金融资产转移（修订）》《企业会计准则第 24 号—套期会计（修订）》及《企业会计准则第 37 号—金融工具列报（修订）》（以下统称“新金融工具准则”），公司对可供出售金融资产、应收票据等科目按照新金融工具准则进行了重分类。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 234.71 亿元，所有者权益合计 97.76 亿元（含少数股东权益 24.01 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 173.96 亿元，利润总额 5.54 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 237.24 亿元，所有者权益合计 99.01 亿元（含少数股东权益 24.52 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 35.36 亿元，利润总额 1.75 亿元。

1．资产质量

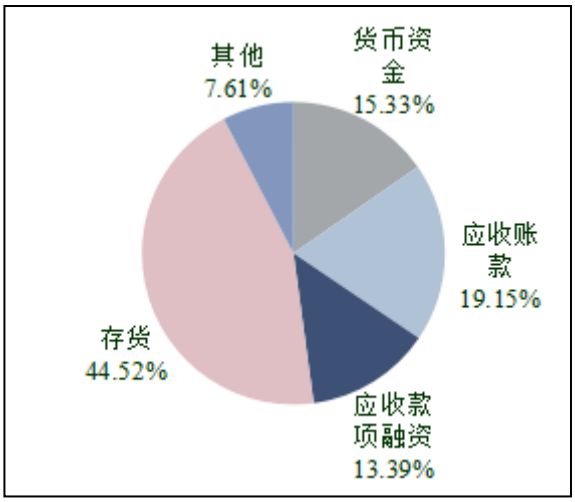
近年公司资产总额不断增长，流动资产中存货和应收账款占比较高，整体周转效率一般，且近年来随着钨钼等产品价格波动较大，公司存货具有一定跌价风险。非流动资产中固定资产和在建工程占比较高。整体上看，公司资产质量尚可。

近年来，公司资产总额不断增长。截至 2019 年底，公司资产总额 234.71 亿元，较上年底增长 4.29%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 46.05%，非流动资产占 53.95%。公司资产结构相对均衡，非流动资产较上年底占比上升。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 108.08 亿元，较上年底下降 9.82%，主要系存货下降所致。公司流动资产主要由货币资金（占 15.33%）、应收账款（占 19.25%）、应收款项融资（占 13.39%）、存货（占 44.52%）构成。

图6　公司2019年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2019年底，公司货币资金16.56亿元，较上年底增长33.25%，主要系公司加强营运资金管理，压降库存，年底回款大幅增加所致。截至2019年底，公司受限货币资金规模为0.19亿元，占比较低，主要为保证金。

截至2019年底，应收账款账面价值20.70亿元，较上年底下降19.78%，主要系公司收入规模下降同时加强销售回款，应收账款余额相应减少所致。同期，公司合计计提坏账准备1.77亿元，计提比例为7.90%。截至2019年底，从账龄看，1年以内的部分占95.26%，应收账款以短期内为主。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28.60%，较上年底下降9.72个百分点。总体上看，公司应收账款账期短，集中度有所下降。

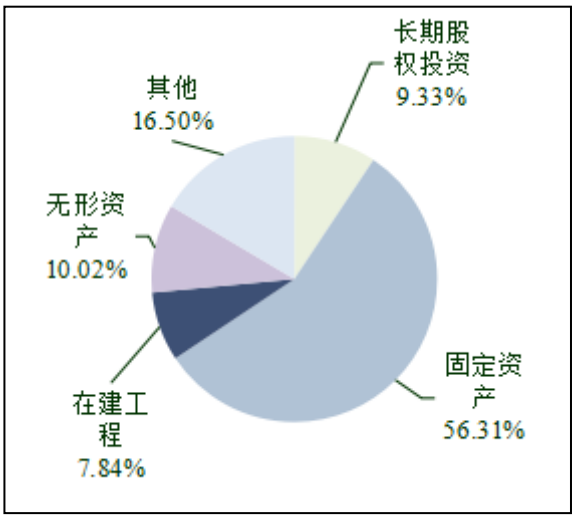
按照新金融工具准则，公司2019年将部分应收票据重分类为应收款项融资。截至2019年底，公司应收款项融资账面价值为14.47亿元，考虑未重分类的少量应收票据，较上年底应收票据账面价值大幅增长140.85%，主要系公司电池材料业务收取的银行承兑票据较多所致。

截至2019年底，存货账面价值48.12亿元，较上年底下降23.63%，主要系加强存货管理，控制原材料采购，压降库存所致。2019年底公司共计提存货跌价准备1.25亿元，计提比例为2.53%。存货以库存商品（占41.82%）和开发成本（占25.59%）为主。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。

非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产126.64亿元，较上年底增长20.36%，主要系固定资产和债权投资增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占9.33%）、固定资产（占56.31%）、在建工程（占7.84%）、无形资产（占10.02%）构成。

图7　公司2019年底非流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2019年底，公司长期股权投资11.82亿元，较上年底增长20.52%，增长主要系公司投资成都同基置业有限公司股权确认的收益增加及合并西安合升动力科技有限公司所致。

截至2019年底，公司固定资产账面价值71.31亿元，较上年底增长17.99%，主要系宁德新能源20000吨锂电正极材料项目等在建工程项目2019年转固所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占32.89%）和机器设备（占60.33%）构成，公司累计计提折旧43.48亿元，计提减值准备0.87亿元，公司固定资产平均成新率为61.70%，成新率一般。

截至2019年底，公司在建工程9.93亿元，较上年底下降10.46%，主要系公司部分在建项目转固所致。公司目前主要在建工程规模有所下降，在建工程主要为新能源电池材料等项目，预计未来投资压力有所减小。

截至2019年底，公司无形资产12.68亿元，较上年底增长44.54%，主要系子公司厦门金鹭等购置工业用地所致。公司无形资产主要包括土地使用权及采矿权，截至2019年年底，公司未办妥产权证书的土地使用权账面价值合计为4.31亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额237.24亿元，较上年底增长4.29%，其中，流动资产占46.04%，非流动资产占53.96%。公司资产

结构相对均衡，资产结构较上年底变化很小。

截至2020年3月底，公司合计2.49亿元的资产受限，受限资产占总资产的1.05%，受限资产占比低。

2．负债及所有者权益

所有者权益

公司所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 97.76 亿元，较上年底增长 6.69%，主要系少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 75.44%，少数股东权益占比为 24.56%。截至 2019 年底，公司归属于母公司所有者权益 73.74 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 19.07%、41.97%、5.88%和 31.36%。所有者权益稳定性较好。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 99.01 亿元，较上年底增长 1.28%，其中，归属于母公司所有者权益占比为 75.23%，少数股东权益占比为 24.77%，结构较上年底变化很小。

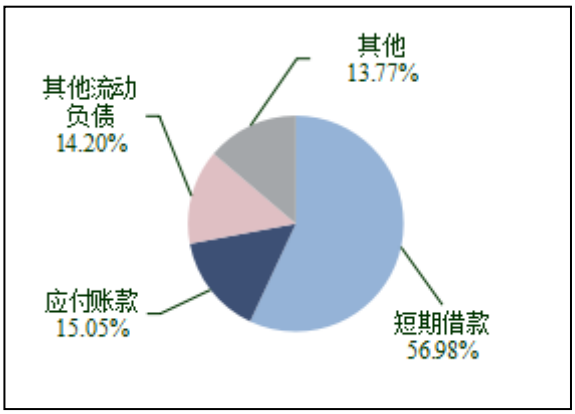
负债

跟踪期内，公司债务规模有所增长，整体债务负担一般；公司债务以短期债务为主，债务结构有待进一步优化，公司存在一定短期债务压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 136.96 亿元，较上年底增长 2.64%。其中，流动负债占 79.26%，非流动负债占 20.74%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2019 年底，公司流动负债 108.55 亿元，较上年底下降 1.03%，变化很小。公司流动负债主要由短期借款（占 56.98%）、应付账款（占 15.05%）和其他流动负债（占 14.20%）构成。

图8　公司2019年底流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至2019年底，公司短期借款61.85亿元，较上年底增长 5.40%，主要系公司投资增加，融资需求增加所致。公司短期借款主要由信用借款（占比 72.58%）和保证借款（占比 27.42%）构成。

截至 2019 年底，公司应付账款为 16.34 亿元，较上年底增长 4.34%，主要由货款（占 72.57%）、设备款或在建工程款（占 16.90%）和房地产工程款（占 9.81%）构成。其中，账龄超过 1 年的重要应付账款为 0.56 亿元，占 3.43%，综合账龄较短。

截至2019年底，其他流动负债15.42亿元，较上年底的 26.41 万元大幅增长，主要为公司 2019 年发行超短期融资券（14.09 亿元）和新增已背书未终止确认银行承兑汇票所致（1.33 亿元）。

截至 2019 年底，公司非流动负债 28.40 亿元，较上年底增长 19.64%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 21.62%）、应付债券（占 60.73%）、递延收益（占 10.09%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 6.14 亿元，较上年底大幅增长 226.69%，主要系子公司抵押借款和保证借款增加所致。公司长期借款主要由抵押借款（占 49.44%）和保证借款（占 41.88%）构成。

截至2019年底，公司应付债券17.25亿元，较上年底变化很小。截至 2019 年底，公司应付

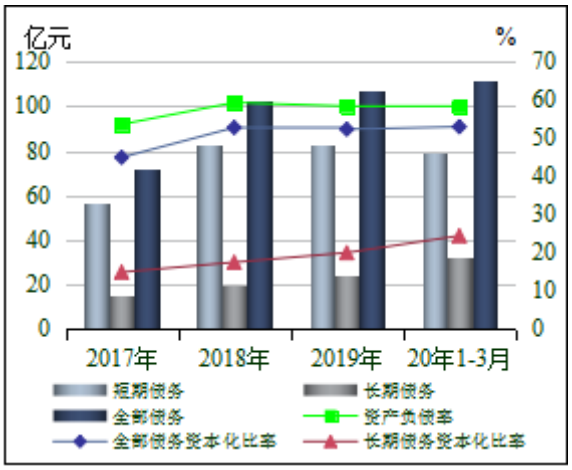
债券主要为2018年发行的合计金额为17亿元的四期中期票据，分别为“18厦钨MTN001”“18厦钨MTN002”“18厦钨MTN003”和“18厦钨MTN004”。

截至2019年底，公司递延收益2.87亿元，较上年底增长16.21%，主要为政府补助。

有息债务方面，近年来公司有息债务快速增长。截至2019年底，公司的全部债务为107.21亿元，较上年底增长4.87%，其中短期债务占比77.22%，长期债务占比22.78%，公司债务以短期债务为主，存在一定的短期支付压力。

从债务指标看，截至2019年底，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58.35%、52.31%和19.99%，分别较上年底下降0.94个百分点、下降0.43个百分点和增长2.51个百分点，公司债务负担一般，较上年变化很小。

图9 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

截至2020年3月底，公司负债合计138.23亿元，较2019年底变化很小。截至2020年3月底，公司全部债务上升至111.47亿元，较2019年底增长3.97%，其中短期债务占比71.32%，长期债务占比28.68%，短期债务占比有所下降。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58.27%、52.96%和24.40%，分别较2019年底下降0.08个百分点、下降0.65个百分点和增长4.41个百分点。

截至2020年3月底，公司全部债务中还款期在1年以内的债务金额占比较大，以银行借款和超短期融资券为主，存在一定短期内偿债压力。

表14 2020年3月底公司未来债务还款期限统计（单位：亿元）

还款期限	债务金额
1年以内	76.52
1~2年	18.81
2~3年	5.20
3年以上	10.02
合计	**110.55**

资料来源：公司提供

3．盈利能力

受钨钼制品和新能源材料产品价格的下滑影响，跟踪期内公司营收规模有所下降。公司管理费用及研发费用占比较高，费用控制能力尚可。其他收益对利润贡献大，随着2019年以来钨钼等产品销售价格的下滑，公司盈利指标有所弱化但整体尚可。

2019年公司实现营业收入173.96亿元，同比下降11.05%，主要系钨钼产品和新能源材料产品价格下跌所致。2017－2019年，公司营业成本波动中有所增长，年均复合增长14.70%。近三年公司营业利润率连续下降，2019年为14.72%，较上年下降1.49个百分点。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为23.12亿元，较上年变化很小。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为15.44%、28.55%、36.14%和19.87%，管理费用及研发费用占比较高。其中，销售费用为3.57亿元，较上年增长2.54%；管理费用为6.60亿元，较上年增长1.58%；研发费用为8.36亿元，较上年下降6.85%；财务费用为4.59亿元，较上年增长16.35%，主要系有息债务规模扩大，利息支出与汇兑损失增加所致。2019年，公司期间费用率为13.29%，较上年提高1.58个百分点，公司费用控制能力

尚可。

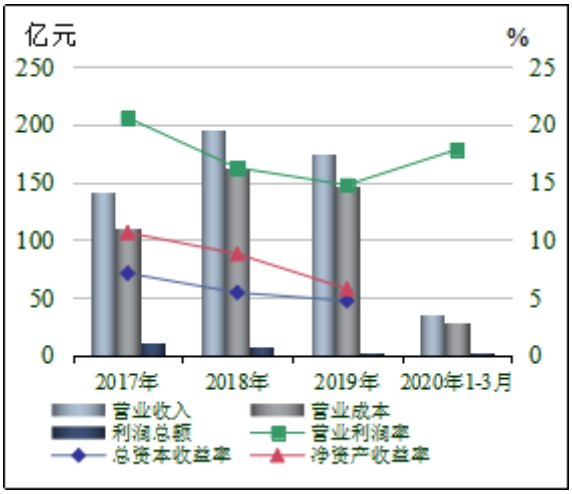
2019 年，公司资产减值损失为 1.69 亿元，其中，由于 2019 年钨钼等产品价格进一步下跌，公司存货计提的跌价损失准备为 1.20 亿元，，对公司整体利润水平有一定影响。

2019 年，公司实现投资收益 1.69 亿元，较上年大幅增长 433.13%，主要系公司合营企业盈利增长，按权益法确认的投资收益大幅增加所致。2019 年，公司实现其他收益 2.87 亿元，较上年增长 11.96%，主要系政府补助增加所致；其他收益占营业利润比重为 32.83%，对利润贡献大，可持续性一般。2019 年，公司实现营业外收入 0.15 亿元。

受上述因素影响，2019 年公司利润总额 5.54 亿元，较上年下降 43.93%，主要系钨钼产品和钴酸锂产品利润下降所致，公司盈利水平明显下滑。

从盈利指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.40%和 8.75%，同比均有所下滑。公司盈利水平尚可。

图10　公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 35.36 亿元，较上年同期下降 7.29%；实现营业利润 2.06 亿元，较上年同期大幅增长 425.01%，主要系钨钼业务产品价格较高、电池材料业务原料钴价格保持较低水平所致。从期间费用看，2020 年 1－3 月，公司期间费用总额为 4.21 亿元，期间费用率为 11.91%。同期，公司其他收益为 0.44 亿元，在利润中占比较高；实现利润总额 1.75 亿元，为 2019 年全年的 31.62%；公司营业利润率升至 17.79%。

4．现金流

公司 2019 年经营性现金净流入规模较大，但投资活动现金净流出规模仍然保持快速增长，公司仍有一定筹资压力。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入为 132.82 亿元，同比下降 13.70%。2019 年，公司经营活动现金流出为 113.78 亿元，同比下降 24.24%。2019 年，公司经营活动现金净额为 19.05 亿元，同比大幅增长 412.81%，净流入规模较大。2019 年，公司现金收入比为 72.26%，收入实现质量较差。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入为 0.61 亿元，同比下降 42.24%。2019 年，公司投资活动现金流出为 21.40 亿元，同比增长 41.69%。2019 年，公司投资活动现金净额为-20.79 亿元，净流出规模快速增长，同比增长 47.96%，主要系公司电池材料板块扩产投资规模较大所致。

2019 年，公司筹资活动前现金流量为-1.75 亿元，公司经营收现能力相对较弱，投资消耗现金规模较大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 109.18 亿元，同比增长 20.69%。2019 年，公司筹资活动现金流出为 103.33 亿元，同比增长 33.71%。2019 年，公司筹资活动现金净额大幅下降，为 5.85 亿元，同比下降 55.60%，但公司仍有一定筹资压力。

从经营活动来看，2020 年 1－3 月，公司实现经营活动现金净流入 1.81 亿元，较上年同期的净流出 1.32 亿元明显增加，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降所致。2020 年 1－3 月，公司现金收入比为 70.75%，收入实现质量仍较差。同期，从投资活动来看，2020 年 1－3 月，公司实现投资活动现金净流出 2.70 亿元，较上年同期的净流出 5.60 亿元明显减少，

主要系公司目前主要在建工程投资高峰已过，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比减少所致。从筹资活动来看，2020年1—3月，公司实现筹资活动现金净流入0.90亿元，较上年同期大幅下降92.81%，主要系融资需求减小、取得借款收到的现金减少所致。

5．偿债能力

公司存在一定短期支付压力，同时考虑到公司在国家资源战略中具备一定地位，会受到较强的外部支持，目前公司整体偿债能力较强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，流动比率和速动比率分别为99.56%和55.23%，分别同比下降9.70个百分点和增长3.41个百分点。同期，公司经营现金流动负债比为17.55%。截至2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别上升至106.81%和59.27%，公司现金类资产/短期债务比为20.99%，较上年底有所上升，公司资产的流动性相对较弱。总体上看，公司仍存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为16.90亿元；EBITDA利息倍数为4.17倍，同比下降3.10倍；全部债务/EBITDA为6.34倍，同比增长0.93倍。2019年，公司长期偿债指标有所弱化，但考虑到公司在国家资源战略中具备一定地位，会获得股东福建稀土集团较强的外部支持，整体偿债能力较强。

截至2020年3月底，公司在银行授信总额度为226.60亿元，尚未使用额度为151.53亿元，公司间接融资渠道畅通；另外公司为A股上市公司（SH.600549），公司具备直接融资渠道。综合看，公司融资渠道畅通。

截至2020年3月底，公司无对外担保。

6. 抗风险能力

公司作为全球领先的钨产品制造商，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；同时公司新能源板块近年迅速发展，已逐步成为公司新的盈利增长点，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很强。

7. 同业对比

公司在同业中业务规模较高，债务负担一般。

2019年，公司资产规模和营收规模在行业内均处于较高水平，债务负担一般；公司较同业EBITDA利息倍数差距较小。

表15 公司同业对比情况

指标名称	宝鸡钛业股份有限公司	华友钴业股份有限公司	厦门钨业股份有限公司
资产总额（亿元）	72.76	232.67	234.71
营业收入（亿元）	34.10	188.53	173.96
经营性净现金流（亿元）	3.76	26.00	19.05
全部债务资本化比率（%）	41.38	52.22	52.31
EBITDA利息倍数（倍）	5.26	3.05	4.17

资料来源：公开资料及公司提供

8. 母公司财务分析

母公司债务负担一般，盈利能力弱，经营性净现金流入同比增长。

截至2019年底，母公司资产总额合计134.03亿元，其中流动资产58.50亿元。母公司流动资产主要包括货币资金和其他应收款等，非流动资产主要为长期股权投资等。截至2019年底，母公司所有者权益和负债总额分别为60.13亿元和73.90亿元，较上年均变化小。截至2019年底，母公司资产负债率为55.13%，变化很小，母公司债务负担一般。截至2020年3月底，母公司资产总额133.17亿元，负债总额72.13亿元，资产负债率为54.16%，较上年底变化很小。

2019年，母公司实现营业收入23.92亿元，利润总额3.80亿元，其中投资净收益为6.55亿元，母公司利润规模小。2019年公司营业利润率为7.29%，盈利能力弱。2020年1—3月，母公司实现营业收入4.55亿元，利润总额0.90

亿元，其中投资净收益为 1.38 亿元，营业利润率为 7.91%。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流净额为 2.49 亿元，净流入规模同比增长。投资活动产生的现金流净额为 2.16 亿元，净流入同比大幅增长。筹资活动产生的现金流净额为 0.14 亿元，同比大幅下降。2020 年 1—3 月，母公司经营活动产生的现金流净额为 1.39 亿元，投资活动产生的现金流净额为-0.10 亿元，筹资活动产生的现金流净额为-4.68 亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

公司 2021 年有一定债券集中到期压力，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续债券债券保障能力较强。

公司存续期内共有“18 厦钨 MTN001”“18 厦钨 MTN002”“18 厦钨 MTN003”和“18 厦钨 MTN004”四期中期票据和“19 厦钨 SCP003”“20 厦钨 SCP001”两期超短期融资券，发行额度合计 29.00 亿元。其中，“19 厦钨 SCP003”（6.00 亿元）于 2020 年到期，“18 厦钨 MTN001”“18 厦钨 MTN002”“18 厦钨 MTN003”和“18 厦钨 MTN004”“20 厦钨 SCP001”（合计 23.00 亿元）于 2021 年到期，2021 年公司集中兑付债券金额较大。

表15　截至2020年4月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

债项简称	债券余额	发行日	到期兑付日
18 厦钨 MTN001	5.00	2018/4/3	2021/4/9
18 厦钨 MTN002	6.00	2018/7/31	2021/8/2
18 厦钨 MTN003	3.00	2018/11/9	2021/11/13
18 厦钨 MTN004	3.00	2018/11/16	2021/11/20
19 厦钨 SCP003	6.00	2019/9/18	2020/6/16
20 厦钨 SCP001	6.00	2020/4/10	2021/1/9
合计	**29.00**	--	--

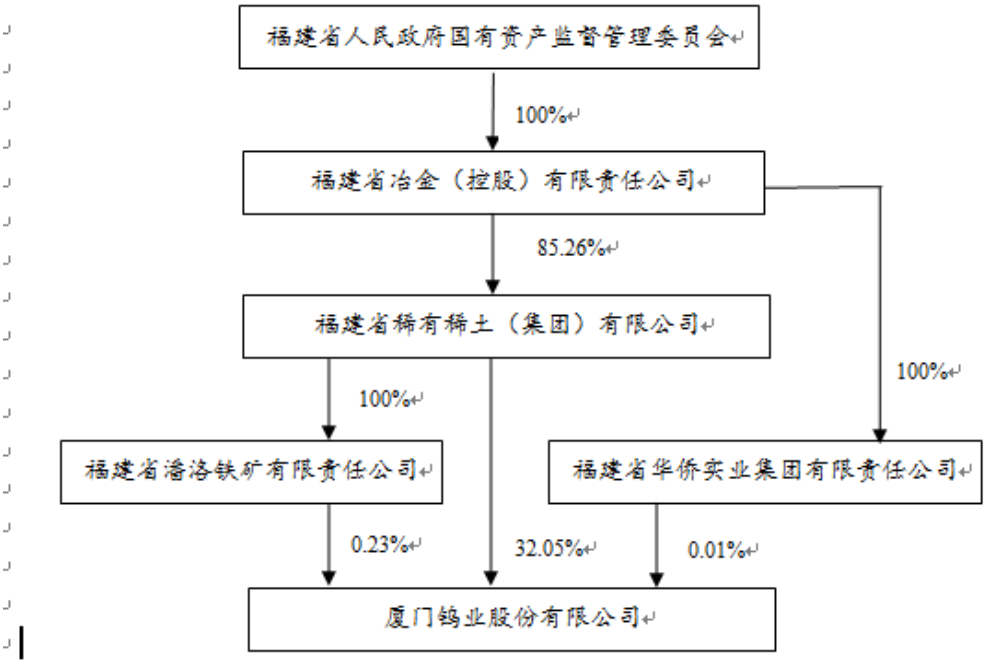
资料来源：Wind

考虑截至2020年4月底公司发行的所有存续债券，2019 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 分别为 2021 年内到期债券本金的 5.77 倍、0.83 倍和 0.73 倍，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对 2021 年到期债券保障能力较强。

十二、结论

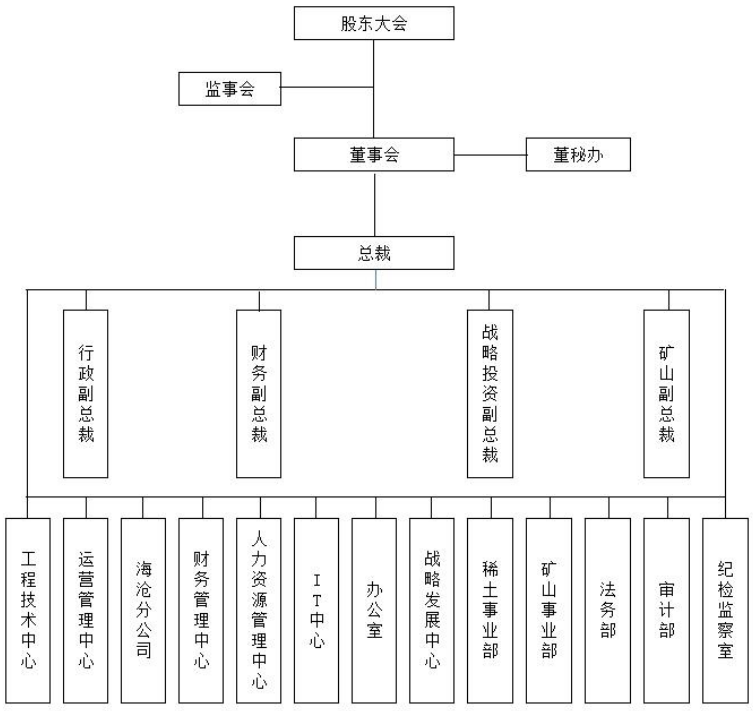
综合评估，联合资信评估有限公司确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，并维持“18 厦钨MTN001”“18厦钨MTN002”“18厦钨MTN003”“18厦钨MTN004”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	公司名称	注册地	业务性质	直接持股比例（%）
1	厦门金鹭特种合金有限公司	厦门市	工业生产	60.00
2	洛阳豫鹭矿业有限责任公司	洛阳市	钨矿生产	60.00
3	厦门嘉鹭金属工业有限公司	厦门市	工业生产	90.00
4	宁化行洛坑钨矿有限公司	宁化县	钨矿生产	98.95
5	龙岩市稀土开发有限公司	龙岩市	矿产品投资	51.00
6	麻栗坡海隅钨业有限公司	麻栗坡县	工业生产	100.00
7	九江金鹭硬质合金有限公司	九江市	工业生产	70.00
8	佳鹭（香港）有限公司	香港	国际贸易	100.00
9	三明市稀土开发有限公司	三明市	稀土项目投资	51.00
10	厦门虹鹭钨钼工业有限公司	厦门市	工业生产	65.00
11	江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司	都昌县	钨矿生产	100.00
12	成都虹波实业股份有限公司	成都市	工业生产	95.03
13	赣州虹飞钨钼材料有限公司	赣州市	工业生产	70.93
14	厦门滕王阁房地产开发有限公司	厦门市	房地产开发	60.00
15	福建省长汀金龙稀土有限公司	长汀县	稀土矿加工	100.00
16	洛阳金鹭硬质合金工具有限公司	洛阳市	工业生产	100.00
17	厦门欧斯拓科技有限公司	厦门市	工业生产	100.00
18	屏南县稀土开发有限公司	屏南县	稀土矿加工	51.00
19	厦门厦钨新能源材料有限公司	厦门市	工业生产	58.82
20	厦门创云精智机械设备股份有限公司	厦门市	工业生产	70.00
21	成都联虹钼业有限公司	成都市	工业生产	70.00
22	厦门厦钨投资有限公司	厦门市	投资	100.00
23	厦门鸣鹤管理咨询股份有限公司	厦门市	管理咨询	70.00
24	厦门谦鹭信息技术股份有限公司	厦门市	信息技术	70.00
25	福建贝思科电子材料股份有限公司	长汀县	工业生产	70.00
26	赣州市豪鹏科技有限公司	赣州市	工业生产	47.00
27	百斯图工具制造有限公司	天津市	工业生产	100.00
28	廊坊市百斯图工具制造有限公司	廊坊市	工业生产	80.00
29	厦门茂捷发智能电机有限公司	厦门市	工业生产	100.00
30	厦钨电机工业有限公司	厦门市	工业生产	100.00
31	福建鑫鹭钨业有限公司	龙岩市	工业生产	51.00
32	西安合升动力科技有限公司	西安市	工业生产	100.00
33	厦门厦钨智能装备科技有限公司	厦门市	工业生产	100.00
34	湖南厦钨金属科技有限公司	长沙市	工业生产	51.00
35	厦门势拓伺服科技股份有限公司	厦门市	工业生产	70.00

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.96	18.48	16.67	16.69
资产总额（亿元）	188.51	225.05	234.71	237.24
所有者权益（亿元）	87.48	91.62	97.76	99.01
短期债务（亿元）	56.55	82.83	82.79	79.50
长期债务（亿元）	15.43	19.40	24.42	31.96
全部债务（亿元）	71.97	102.24	107.21	111.47
营业收入（亿元）	141.88	195.57	173.96	35.36
利润总额（亿元）	11.91	9.87	5.54	1.75
EBITDA（亿元）	20.02	18.89	16.90	--
经营性净现金流（亿元）	-9.30	3.71	19.05	1.81
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.48	6.59	6.61	--
存货周转次数（次）	2.53	2.83	2.62	--
总资产周转次数（次）	0.83	0.95	0.76	--
现金收入比（%）	63.45	74.98	72.26	70.75
营业利润率（%）	20.55	16.21	14.72	17.79
总资本收益率（%）	7.39	5.40	4.62	--
净资产收益率（%）	10.59	8.75	5.73	--
长期债务资本化比率（%）	14.99	17.47	19.99	24.40
全部债务资本化比率（%）	45.14	52.74	52.31	52.96
资产负债率（%）	53.59	59.29	58.35	58.27
流动比率（%）	118.80	109.26	99.56	106.81
速动比率（%）	55.57	51.82	55.23	59.27
经营现金流动负债比（%）	-11.34	3.39	17.55	--
EBITDA 利息倍数（倍）	9.16	7.27	4.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.60	5.41	6.34	--

注：1.公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.已将其他应付款和其他流动负债中的有息债务部分计入短期债务中，将长期应付款中的有息债务部分计入长期债务中

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.02	7.60	11.75	8.35
资产总额（亿元）	119.63	130.30	134.03	133.17
所有者权益（亿元）	56.97	58.03	60.13	61.04
短期债务（亿元）	30.30	43.93	40.91	35.58
长期债务（亿元）	12.24	17.20	17.25	35.75
全部债务（亿元）	42.54	61.13	58.16	71.33
营业收入（亿元）	44.83	37.68	23.92	4.55
利润总额（亿元）	3.46	2.70	3.80	0.90
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-1.62	2.04	2.49	1.39
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.81	8.64	7.42	--
存货周转次数（次）	10.97	10.48	8.82	--
总资产周转次数（次）	0.39	0.30	0.18	--
现金收入比（%）	71.49	92.85	89.74	112.35
营业利润率（%）	7.30	7.09	7.29	7.91
总资本收益率（%）	5.77	3.92	5.49	--
净资产收益率（%）	5.73	4.64	6.75	--
长期债务资本化比率（%）	17.68	22.86	22.29	37.28
全部债务资本化比率（%）	42.75	51.30	49.17	54.26
资产负债率（%）	52.38	55.46	55.13	54.16
流动比率（%）	99.47	102.88	103.46	111.30
速动比率（%）	92.86	96.78	100.52	108.15
经营现金流动负债比（%）	-3.22	3.72	4.40	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：母公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 4　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+费用化利息支出）/（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-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+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

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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 5-2 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。

附件 5-3 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