

信用等级公告

联合[2018] 2915 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长期信用状况及拟发行的厦门钨业股份有限公司 2018 年第四期中期票据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 年第四期中期票据信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年十一月五日

评级业务专用章

1101030046109

厦门钨业股份有限公司

2018年度第四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: 3 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: 偿还有息债务

评级时间: 2018 年 11 月 5 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	8.37	15.10	17.96	16.99
资产总额(亿元)	159.87	155.00	188.51	229.11
所有者权益合计(亿元)	82.35	81.17	87.48	90.78
短期债务(亿元)	42.65	33.93	56.55	90.80
长期债务(亿元)	15.71	19.74	15.43	13.41
全部债务(亿元)	58.36	53.67	71.97	104.21
营业收入(亿元)	77.55	85.28	141.88	141.40
利润总额 (亿元)	-5.38	4.25	11.91	9.01
EBITDA(亿元)	2.96	12.10	20.48	--
经营性净现金流(亿元)	-12.63	12.06	-9.30	-8.00
营业利润率(%)	13.05	17.53	20.55	16.82
净资产收益率(%)	-7.01	3.68	10.68	--
资产负债率(%)	48.49	47.63	53.59	60.38
全部债务资本化比率(%)	41.48	39.80	45.14	53.44
流动比率(%)	130.41	143.98	118.80	106.63
全部债务/EBITDA(倍)	19.69	4.44	3.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.95	5.50	7.74	--
经营现金流动负债比(%)	-21.54	23.78	-11.34	--

注: 1. 2018 年前三季度财务数据未经审计; 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 李博恒 李小建

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

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方面较大的支持力度。公司在硬质合金和钨钼深加工产品得到进一步延伸发展; 同期受益于钨钼产品价格大幅回暖, 公司盈利有所改善。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到目前公司稀土产品价格呈波动震荡趋势、新能源材料行业竞争激烈、房地产业务由于开发项目减少盈利能力下滑, 同时随着营销规模扩大, 流动资金需求增加, 公司债务负担持续上升及经营性现金流净额波动较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业的成本控制及价格传导能力, 伴随着钨钼行业逐渐复苏, 钨钼产品价格未来有望继续保持回暖趋势, 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。

公司经营性和现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力强, 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. 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，同时受益于公司电池材料板块盈利水平的提升，公司整体盈利情况较好。
4. 公司经营性现金流入量和EBITDA对本期中期票据覆盖能力强。

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. 公司债务负担持续上升，短期债务占比较高，存在一定短期偿付压力。
3. 公司经营收现能力较弱，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年度第四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”），将钨钼丝生产企业及相关部分资产分立出组建新的厦门三虹钨钼股份有限公司。

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，本次限制性股票激励计划完成后，公司注册资本增加至108715.87万元，截至目前，上述资金均已被审验确认。

截至2018年9月底，公司股本共计141330.63万元，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，福建省国资委持有福建冶金100%股权，为公司实际控制人。

公司现主要从事钨、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。

公司内部设置财务管理中心、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2017年底，公司共有一级控股子公司28家。

截至2017年底，公司（合并）资产总额188.51亿元，所有者权益合计87.48亿元（含少数股东权益18.51亿元）；2017年，公司实现营业收入141.88亿元，利润总额11.91亿元。

截至2018年9月底，公司（合并）资产总额229.11亿元，所有者权益合计90.78亿元（含少数股东权益19.02亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入141.40亿元，利润总额9.01亿元。

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

公司已分别于2018年4月9日和2018年8月2日发行2018年度第一期中期票据和2018年度第二期中期票据，公司2018年已拟发行2018年度第三期中期票据，本次公司拟发行2018年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为3亿元，期限3年。

本期中期票据所募集资金计划用于偿还有息债务；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

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中

性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1-6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1-6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增

长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1-6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1-6 月，我国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等

因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

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 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，厦门全年地区生产总值（GDP）4351.18 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.6%。其中，第一产业增加值 23.23 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 1815.92 亿元，增长 7.2%；第三产业增加值 2512.03 亿元，增长 7.9%。三次产业结构为 0.5：41.7：57.8。按常住人口计算的人均地区生产总值 109740 元，增长 5.5%，折合 16253 美元。

全年实现规模以上工业增加值 1437.16 亿元，增长 8.1%，占全市地区生产总值的 33.0%。

至年末，全市规模以上工业企业 1726 家，实现规模以上工业总产值 5914.97 亿元。其中产值超亿元的企业 678 家，实现工业产值 5432.25 亿元，占全市规模以上工业总产值的 91.8%。

规模以上工业中，重工业实现增加值 947.13 亿元，比上年增长 9.7%；轻工业实现增加值 490.03 亿元，增长 5.2%，重工业与轻工业之比为 1.93：1。

2017 年，厦门市基础设施投资 909.80 亿元，增长 14.8%，其中交通运输业投资 536.68 亿元，增长 7.3%。工业投资 428.62 亿元，增长 7.8%，其中制造业投资 370.52 亿元，增长 4.5%。社会事业投资 92.64 亿元，增长 10.6%。

房地产开发投资 879.86 亿元，增长 14.9%，占固定资产投资（不含农户）的 36.9%。全市商品房施工面积 4287.70 万平方米，下降 0.6%；商品房新开工面积 605.41 万平方米，增长 10.4%。

2017 年，厦门市全社会固定资产投资（不含农户）2381.46 亿元，比上年增长 10.3%。分产业看，第一产业投资下降 13.1%，第二产业投资增长 9.6%，第三产业投资增长 10.4%，三次产业投资比例为 0.1：17.8：82.1。

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“专注于钨钼、能源新材料和稀土三大核心业务”，公司业务发展情况与钨、稀土、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。

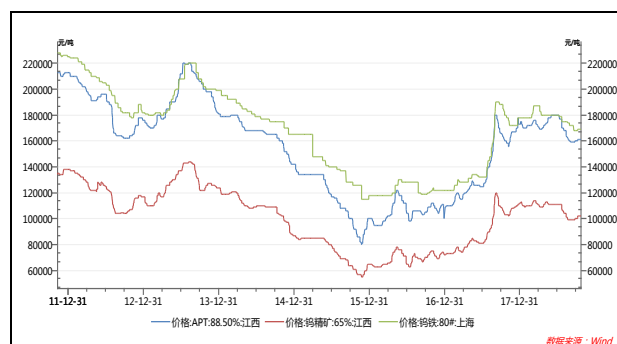
钨属于稀有金属，是国民经济和现代国防领域不可替代和不可再生的战略性金属资源，因钨具有高熔点、高比重、高硬度的物理特性，用其制造的硬质合金具有超高硬度和优异的耐磨性，用于制造各种切削工具、刀具、钻具和耐磨零部件，被誉为“工业的牙齿”，被广泛应用于航天、原子能、船舶、汽车工业、电气工业、电子工业、化学工业等重要领域。

价格走势

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，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进一步波动反弹。截至2017年12月27日，钨铁（钨含量80%，上海）价格为17.8万元/吨、钨精矿（三氧化钨含量65%，江西）价格为11.2万元/吨、APT（仲钨酸铵88.50%，江西）价格17.3万元/吨。而进入2018年，钨钼等有色金属行业整体表现平稳，钨价保持稳定。截至2018年6月1日，钨铁（钨含量80%，上海）价格为18.0万元/吨、钨精矿（三氧化钨含量65%，江西）价格为11.1万元/吨、APT（仲钨酸铵88.50%，江西）价格17.8万元/吨，而进入2018年下半年，钨价有所疲软，截至2018年10月24日，钨铁（钨含量80%，上海）价格为16.9万元/吨、钨精矿（三氧化钨含量65%，江西）价格为10.2万元/吨、APT（仲钨酸铵88.50%，江西）价格16.1万元/吨

图1 钨精矿及钨产品价格走势



资料来源：wind 数据

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。

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等 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%。

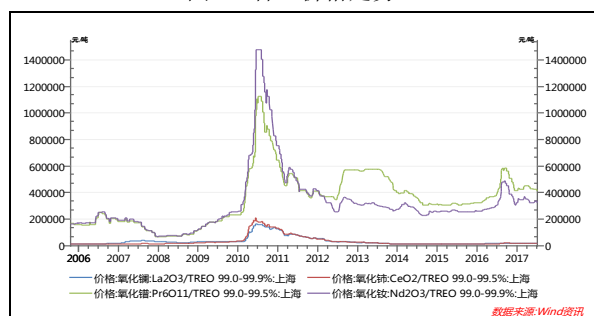
从需求看，受全球金融危机影响，2009 年全球稀土消费量 9 万余吨。随着全球经济的复苏，在风电、电动汽车和节能减排等领域的消费拉动下，稀土消费量将逐年增长。就全球范围而言，中、日、美三国已成为全球稀土消费

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，

从供给看，中国是世界储量最大的稀土国家，截至 2017 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，2017 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 2 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，但周期内波动幅度大。2017 年，稀土价格走势相对稳定，截至 2018 年 10 月 23 日，氧化铈、氧化镨、氧化钕和氧化镧价格分别是 14000 元/吨、405000 元/吨、315500 元/吨和 14250 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 17900 吨，岩矿型（轻）稀土矿指标 87100 吨。全国钨精矿（三氧化钨含量 65%）开采总量控制指标为 91300 吨，其中主采指标 73200 吨，综合利用指标 18100 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，支持大型企业集团、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

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。

五、基础素质

1. 产权状况

截至 2018 年 9 月底，公司股本共计 141330.63 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，福建省国资委持有福建冶金 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 2018 年 9 月底，公司拥有钨矿剩余可采金属储量 76.62 万吨，储量规模仅次于中国五矿集团公司，排名全国第二。

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 2018 年 9 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 900 万件/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。截至 2017 年底，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/年稀土特种金属、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 3000 吨/年钕铁硼磁性材料生产线在建，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加强。

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 2018 年 9 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 30000 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、荧光粉和钨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。

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 2017 年的 52.97%。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。

总体上看，政府与股东对公司的支持力度大。

4. 人员素质

公司现任董事长黄长庚，现年 52 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、矿产资源开发利用一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，50 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 2017 年底，公司本部及主要子公司共有在职员工 12758 人。从学历来看，研究生及以上学历者占 2.83%，本科学历者占 16.78%，大专及以下学历者占 80.39%；按岗位构成看，生产人员、销售人员、技术人员、财务人员和行政人员分别占 56.25%、3.68%、9.45%、1.72%、

28.88%。

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 钨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；为提高管理效率，公司分业务采取事业部制。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。

公司设有董事会审计委员会，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，委员中至少有一名为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。

公司设有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，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。

2015~2017 年，公司实现主营业务收入分别为 76.55 亿元、82.87 亿元和 135.60 亿元，2016 年公司收入同比增长 8.26%，主要是电池材料板块收入大幅增加所致；2017 年，受益于钨钼等有色金属制品价格大幅回暖及电池材料板块规模持续增大，公司收入规模同比增长

63.63%。

分板块来看，2017 年，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 49.95%；稀土行业有所复苏，同时叠加公司主动调整销售策略，积极满足客户需求，导致该板块收入同比增长 134.85%；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，收入规模继续大幅萎缩，同比下降 28.51%；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 99.02%。

近几年，公司主营业务收入持续增长，其构成中钨钼等有色金属制品业务实现稳步增长，电池材料业务发展速度较快，而房地产业务和稀土业务变化较大。

表 1 公司主营业务收入状况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 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	44.38	57.98	22.58	45.93	55.43	25.32	68.87	50.79	29.92	69.80	50.90	26.75
稀土行业	7.48	9.77	-19.79	8.68	10.47	10.02	20.38	15.03	7.02	16.22	11.83	-0.87
电池材料行业	10.85	14.17	5.71	20.51	24.75	9.22	40.81	30.10	13.90	50.27	36.66	11.43
房地产及配套管理	13.84	18.08	25.22	7.75	9.35	25.55	5.54	4.08	44.84	0.84	0.61	3.36
合计	76.55	100.00	16.53	82.87	100.00	19.76	135.60	100.00	30.18	137.13	100.00	17.72

资料来源：2015 年~2018 年一季度财务报告及公司提供

从公司主营业务收入构成看，公司钨钼等有色金属制品收入占比较高，2017 年公司钨钼业务收入占主营业务收入 50.79%；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，2017 年电池材料业务收入占比提升至 30.10%；另外受 2015~2017 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。

从毛利率来看，2017 年公司主营业务毛利率增长至 30.18%，其中公司钨钼制品毛利率增长至 29.92%，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；稀土行业受供求关系宽松影响，稀土板块毛利率 2017 年下降至 7.02%；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 13.90%；公司 2017 年房地产业务毛利率增长至 44.84%，增长主要系公司销售所持高净物业，毛利率较高。

2018 年 1~9 月，公司共实现主营业务收入 137.13 亿元，较上年同期大幅增长，收入增长主要来自钨钼制品业务和电池材料业务；同期，受益于公司钨钼制品业务毛利率大幅提升，公司主营业务毛利率上升至 17.72%。2018 年 1~9 月，公司钨钼制品业务收入为 69.80 亿元，占公司主营

业务收入 50.90%，收入占比略有上升；公司钨钼业务毛利率上升至 26.75%，主要系 2018 年上半年钨钼行业行情较好拉动 2018 年前三季度毛利率提升。而电池材料业务下降至 11.43%，下降主要系上年度库存的低价钴耗尽，原材料价格上升所致。2018 年三季度，公司电池材料业务共实现收入 50.27 亿元，大幅增长主要系公司电池材料板块进入满产期，规模效应进一步放大，房地产业务板块 2018 年一季度收入为 0.84 亿元，毛利率下降至 3.36%，大幅下降主要系 2018 年三季度，公司该板块收入大多为尾盘及地产服务类收入，毛利率低；稀土业务方面，2018 年 1~9 月实现收入 16.22 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-0.87%。

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，伴随着钨钼行业逐渐复苏，钨钼产品价格未来有望继续保持回暖趋势，公司钨钼业务盈利能力有望增强；稀土业务板块盈利能力有所下滑；同期，公司电池材料业务快速发展，已成为公司新的收入增长点；2015 年开始，公司房地产业务收入规模持续下滑。

2. 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、3500 吨合金棒材、900 万件硬质合金整体刀具、3800 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、洛阳豫鹭矿业有限责任公司及江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司三家钨矿企

业，总储量 93.33 万吨（剩余可采金属储量 76.62 万吨）。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为 37.10%，2016 年提升至 52.15%；2017 年上述指标进一步增长至 52.97%。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 2 公司近年钨精矿采购情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
自给量（吨）	7610	7772	11385
单位自给成本（元/吨）	48320	47110	51500
采购量（吨）	20510	14904	21495
采购均价（元/吨）	70840	63870	85500
自给率（%）	37.10	52.15	52.97

资料来源：公司提供

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。

表 3 公司主要产品销售均价

产品	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
钨精矿（万元/吨）	6.73	8.50	12.00	16.00
仲钨酸铵（万元/吨）	10.94	10.60	13.00	17.00
钨粉（万元/吨）	22.36	18.00	20.40	27.00
硬质合金（万元/吨）	41.00	41.10	41.00	44.00
细钨丝（万元/亿米）	262.76	274.10	311.00	330.00
粗钨丝（万元/吨）	48.37	41.20	43.20	51.00
细钼丝（万元/亿米）	594.87	801.00	856.00	1001.00
粗钼丝（万元/吨）	30.96	28.10	27.30	34.00

钨钼合金（万元/吨）	10.38	9.00	10.30	10.30
锂离子材料（万元/吨）	14.10	16.40	29.00	35.00

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，钨钼行业整体景气度大幅回暖，公司钨钼板块主要产品（除了硬质合金产品和粗钨丝）2017 年全年均价与 2016 年全年均价相比有不同程度增长。其中增幅最大的为锂离子材料和仲钨酸铵产品，增长幅度分别为 81.25%和 22.64%；只有硬质合金产品价格有所微调。

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，仲钨酸铵售价大幅回暖；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 产品盈利空间保持稳定。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，下属钨钼丝材企业虽积极推进非照明丝材及制品的开发，但钨丝产品的总销量仍有所下滑；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%，生产的钨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；受益于钨钼行业有所复苏及公司完整的产业结构，盈利能力大幅改善。

表 4 公司主要产品产销量

主要产品		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
仲钨酸铵（APT）	销量（吨）	19940	21421	26750	19587
	产量（吨）	17583	21032	24635	17434

钨粉	销量（吨）	5937	6487	8315	7709
	产量（吨）	6261	6495	8813	7931
硬质合金	销量（吨）	2473	2893	4363	5088
	产量（吨）	2583	3031	4599	4793
刀具	销量（万件）	3855	4316	5708	5280
	产量（万件）	3643	4535	6172	5922
粗钨丝	销量（吨）	489	438	409	294
	产量（吨）	507	436	411	299
细钨丝	销量（亿米）	78	81	68	45
	产量（亿米）	81	82	69	46
细钨丝	销量（亿米）	14	13	17	13
	产量（亿米）	13	13	16	12
粗钨丝	销量（吨）	367	390	360	412
	产量（吨）	375	393	502	415
稀土氧化物	销量（吨）	2232	1644	2919	2726
	产量（吨）	1634	1364	2649	2816
发光材料	销量（吨）	575	660	692	509
	产量（吨）	567	683	615	437
磁性材料	销量（吨）	1305	1627	2455	2234
	产量（吨）	1316	1541	2439	2236
钨钼合金	销量（吨）	2292	2313	2599	2057
	产量（吨）	2442	2044	2599	2032
锂电正极材料	销量（吨）	7243	13435	17265	16111
	产量（吨）	7836	14568	19153	17841

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 2017 年上述产品产量分别为 8813 吨、4599 吨和 6172 万件，同比分别增长 35.69%、51.73%和 36.10%。目前公司钨钼深加工产品主要由厦门金鹭公司生产，2017 年厦门金鹭实现销售收入 29.19 亿元，净利润 4.06 亿元，同比分别增长 41.01%和 43.46%。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，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，导致订单有所增加及公司仲钨酸铵产能进一步释放，2017 年仲钨酸铵产销量分别是 24635 吨和 26750 吨，2018 年 1~9 月，公司仲钨酸铵产销量分别为 19587 吨和 17434 吨，

分别占 2017 年产销量的 73.22%和 70.77%；同期钨粉的产量和销量分别是 7709 吨和 7931 吨，分别占 2017 年产销量的 92.71%和 89.99%。公司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，其毛利率基本稳定在 15%~30%，是厦门金鹭的主要利润来源，2018 年 1~9 月，公司硬质合金的产量和销量分别为 5088 万吨和 4793 万吨，硬质合金产品产销量有所增长；公司刀具产品投入市场时间较短，产能尚未充分发挥，而在品牌效应、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。2018 年 1~9 月，公司刀具共销售 5280 万件，相比 2017 年同期有所增加。此外，公司九江金鹭项目于 2014 年投产、洛阳金鹭于 2015 年投产，上述项目未来仍需 3~5 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。

3. 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 2018 年 9 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/年稀土特种金属、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 3000 吨/年钕铁硼磁性材料生产线在建，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加强。

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；2017 年公司钕铁硼磁性材料和荧光材料产量分别为 1541 吨和 2439 吨，同比分别增长 17.10%和 58.27%，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。但由于市场竞争激烈，公司为新进入企业，市场扩张难度较大，钕铁硼磁性材料和荧光材料产能利用率水平较低，2017 年分别为 81%和

56%；同时还由于公司生产技术仍处于改善阶段，生产成本相对较高，受此影响，2017 年公司稀土板块收入规模增长 134.79 个百分点，但毛利率水平有所下降。2017 年公司稀土实现毛利润 1.43 亿元，同期毛利率下降至 7.02%。

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。

4. 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运营。截至 2018 年 9 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 30000 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。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，主要以车载电池客户为主，2015~2017 年，销售量分别为 2292 吨、2313 吨和 2599 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 30000 吨的生产能力。2015~2017 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 7836 吨快速上升至 17265 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；2017 年公司电池材料业务毛利率回升至 13.90%，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。

2018 年 1~9 月，公司电池材料业务规模进一步增长，毛利率进一步有所下降至 11.43%。

5. 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、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 5 房地产业务资金平衡情况（单位：亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
对外投资额	7.12	6.34	1.40	0.32
房地产预收款	2.13	7.09	3.08	0.02
销售收入	13.84	7.75	5.54	0.84

资料来源：公司提供

表 6 截至 2018 年 9 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2018年9 月底已投资 金额	预计投资			截至2018年3 月底销售回 款	截至2018年3 月底确认金 额	截至2018年9月 底销售面积 （万平米）	销售均价 （元/平米）	2018年10-12 月预计销售 回款
			2018年 剩余	2019年	2020年					
厦门海峡国际社区	554000	478000	100	13000	15000	1121900	1121900	62.15	18051.48	--
漳州海峡国际湾区	445000	292700	19000	50000	50000	225741	221708	21.90	10307.00	2000
东山海峡度假城	90000	6200	200	4000	3000	--	--	--	--	--
合计	1089000	776900	19300	67000	68000	1347641	1343608	84.05	--	2000

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 2017 年房地产预收款有所下降，公司对外筹资压力或有所加大。

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 2018 年 9 月底，已投入 47.80 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开发。海峡国际社区销售情况良好，已成为厦门当地的楼盘，给公司带来较好的利润。截至 2018 年 9 月底，项目累计确认收入共计 112.19 亿元，毛利率 45.94%，共贡献毛利润约 51.54 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 2018 年 9 月底，项目累计已投资 29.27 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 2018 年 9 月底，漳州海峡国际湾区项目可售面积 10.11 万平方米，在建面积 13.07 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。

6. 未来发展

截至 2018 年 9 月底，公司主要在建项目为宁德厦钨新能源 20000 吨车用锂离子三元正极材料产业化项目、海沧 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。截至 2018 年 9 月底，公司主要在建工程已投资 11.40 亿元，未来仍需投资 19.71 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 7 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2018年9月底已投资	投资计划			开工~投产时间
				2018年10~12月	2019年	2020年	
金龙3000吨钕铁硼磁石暨后处理扩产项目	3000	22266	5182	3000	5000	5000	2018~2019
金龙稀土6000吨特种金属及合金	6000	9739	5309	1000	1700	1500	2014~2018
金龙稀土钕铁硼元器件配套年产2500吨表面处理	2500	7961	6289	200	1500	--	2014~2018
海沧能源新材料产业化孵化基地项目	--	15000	6538	1000	2000	--	2015~2018
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	20000	165000	12379	30000	50000	10000	2015~2019
厦钨新能源10000吨车用锂离子三元正极材料产业化项目	10000	65000	47011	10000	6000	1000	2016~2018
三明新能源6000T锂离子电池材料项目	6000	26145	31272	1500	9000	--	2018~2019
合计	--	311111	113980	46700	75200	17500	--

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门厦钨新能源材料有限公司（以下简称“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”），该公司注册资本 13 亿元，其中，厦钨新能源出资 70%，闽东电力出资 30%。本项目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，为今后几年的锂电发展打下良好的基础。本项目建成投产后年平均销售收入 286896.96 万元，年平均利税 31197.09 万元，年平均税后利润 20313.65 万元。全部投资回收期 6 年（税后），财务内部收益率 10.39%。

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 30 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，以实现未来房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

公司提供的 2015~2017 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 2018 年三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；截至 2017 年底，公司纳入合并集团范围的子公司共 28 家，孙公司共 32 家，特殊目的主体 1 家，较 2016 年底增加 8 家，减少 1 家，上述变动除了成都联虹钼业有限公司和赣州市豪鹏科技有限公司属公司收购所致，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 2017 年底，公司（合并）资产总额 188.51 亿元，所有者权益合计 87.48 亿元（含少数股东权益 18.51 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 141.88 亿元，利润总额 11.91 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产总额 229.11 亿元，所有者权益合计 90.78 亿元（含

少数股东权益 19.02 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 141.40 亿元，利润总额 9.01 亿元。

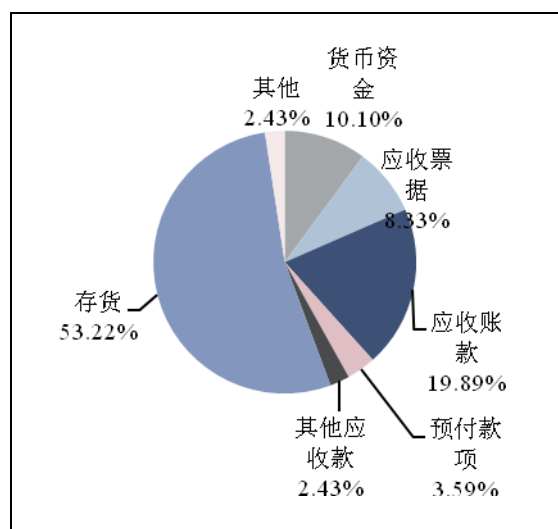
1. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额波动增长，年复合变动率为 8.59%。截至 2017 年底，公司资产总额合计 188.51 亿元，同比增长 21.62%。其中，流动资产占比 51.68%，非流动资产占比 48.32%。2017 年，公司流动资产占比逐步提高，目前，公司资产以流动资产为主，资产结构有所改变。

流动资产

2015~2017 年，受存货和应收账款大幅增长影响，公司流动资产规模大幅增长，年复合增长 12.87%。截至 2017 年底，公司流动资产为 97.42 亿元，主要由货币资金（占比 10.10%）、应收账款（占比 19.89%）、应收票据（占比 8.33%）其他应收款（占比 2.43%）、存货（占比 53.22%）和预付账款（占比 3.59%）构成。

图3 公司2017年底流动资产构成



资料来源：财务报告

近三年，公司货币资金波动增长，年均复合增长51.18%。截至2017年底，为9.84亿元，同比下降5.44%。公司货币资金以银行存款为主，截至2017年底，公司受限货币资金规模为0.43亿元，主要为保证金。

2015~2017年，公司应收账款保持快速增长。截至2017年底，公司应收账款的账面价值为19.38亿元，同比增长66.50%，增长主要系公司营业收入大幅增长，应收账款相应增加。同期，公司合计计提坏账准备1.66亿元，计提比例为7.91%。截至2017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97.85%，1年以上的占2.15%。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30.23%。总体上看，公司应收账款账期较短，集中度一般。

2015~2017年，公司其他应收款波动中有所下降。截至2017年底，公司其他应收账款余额为3.04亿元，共计提坏账准备0.67亿元，同期，公司其他应收账款账面价值2.37亿元，同比增长3.51%。

2015~2017年，公司存货规模波动中有所增长，年均复合变动率为14.49%；截至2017年底，公司的存货账面余额为52.90亿元，2017年公司共计提存货跌价准备1.05亿元。截至2017年底，公司存货账面价值51.85亿元，同比增长45.27%，主要系公司生产规模增加，库存商品相应增长所致。存货中主要以库存商品（占比46.85%）和开发成本（占比19.81%）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。

2015~2017年，公司其他流动资产快速下降。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。截至2017年底，公司其他流动资产为2.37亿元，同比下降61.94%，下降主要系公司持有的理财产品减少所致。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产规模波动上升，年均复合增长率为4.51%，截至2017年底，

为91.08亿元，同比增长11.11%。公司非流动资产主要由长期股权投资（占比10.25%）、无形资产（占比8.49%）、固定资产（占比60.54%）和在建工程（占比6.66%）构成。

2015~2017年，公司长期股权投资波动中有所增长，年复合变化率为20.37%。截至2017年底，公司长期股权投资为9.34亿元，同比增长52.98%，增长主要系公司投资福建巨虹稀有金属公司所致。

2015~2017年，公司固定资产规模不断增长，年均复合增长1.15%。截至2017年底，公司的固定资产净额为55.14亿元，同比增长0.42%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占46.54%）和机器设备（占49.75%）构成，公司累计计提折旧33.91亿元，计提减值准备0.89亿元，公司固定资产平均成新率为65.04%。

2015~2017年，公司在建工程规模波动上升，截至2017年底为6.06亿元，同比增长137.02%，主要系公司增加新能源材料、钨深加工以及稀土深加工等业务投资所致。公司目前主要在建工程累计完成度较高，预计未来投资压力大的可能性较小。

2015~2017年，公司无形资产保持相对稳定，年均复合变化率0.41%。截至2017年底，公司无形资产合计7.73亿元，同比增长6.50%。公司无形资产主要包括土地使用权及采矿权。截至2017年底，公司未办妥产权证书的土地使用权账面价值合计为0.91亿元。

截至2018年9月底，公司资产总额为229.11亿元，较2017年底增长21.54%，主要是由于货币资金、预收账款、应收账款、存货和在建工程的增长。截至2018年9月底，公司货币资金为12.92亿元，同比增长31.25%；同期，公司预付账款为9.80亿元，同比增长180.66%，主要系公司生产规模增加，预付原材料款增加所致；截至2018年9月底，公司应收账款规模较2017年底增长28.77%至24.95亿元，主要系营收规模增加所致；同期，存货规模大幅增至69.89亿元，较2017年底增长34.79%，增长主

要系公司及下属子公司营销规模扩大，期末库存的原材料和库存商品增加。截至 2018 年 9 月底，公司在建工程合计 11.11 亿元，2017 年底增长 83.36%，增长主要系公司增加钨深加工生产线以及电池材料生产线的投资。从结构看，公司流动资产占比 56.18%，非流动资产占比 43.82%，流动资产比重继续增加。

总体看，近年公司资产总额稳步上升，且公司资产结构转变为以流动资产为主，同时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，公司资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益合计年均复合增长3.07%。截至2015年底，公司所有者权益合计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2017年底，公司所有者权益合计87.48亿元，同比增长7.76%，其中归属于母公司权益合计为68.96亿元，其中股本占15.76%，资本公积占48.56%，未分配利润占29.73%。

截至2018年9月底，公司实收资本合计14.13亿元，较2017年增长30.06%，增加主要系公司资本公积转增股本所致。截至2018年9月底，公司所有者权益合计90.78亿元，较2017年底增长3.77%，主要来自未分配利润的增长，其中归属于母公司权益合计71.76亿元，资本结构较2017年底变化不大。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2015~2017年，公司负债规模波动上升，

年均变化14.16%。截至2017年底，公司负债总额101.03亿元，其中，流动负债占比81.17%，非流动负债占比18.83%，公司负债以流动负债为主。

2015~2017年，公司流动负债波动增长，年均复合增长18.25%。截至2017年底，为82.01亿元，主要由短期借款（占比59.35%）、应付票据（占比4.10%）、应付账款（占比17.35%）和其他应付款（占比5.78%）构成。

2015~2017年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长111.60%。截至2017年底，公司短期借款为48.67亿元，同比增长655.80%，增长主要系公司营业规模增长以及投资增加，融资需求增加，同时部分长期借款和超短期融资券到期偿还，流动资金贷款相应增加所致。公司短期借款主要由信用借款（占比88.31%）和保证借款（占比11.69%）构成。

2015~2017年，公司应付票据波动下降，年均复合下降45.26%；截至2017年底，公司应付票据为3.37亿元，同比下降76.69%。

2015~2017年，公司应付账款快速增长，年均复合增长24.86%。截至2017年底，公司应付账款为14.23亿元，同比增长46.90%，主要由货款（占70.06%）、设备款或在建工程款（占11.74%）和房地产工程款（占17.08%）构成。

2015~2017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，主要系长期借款即将到期所致；截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债合计4.51亿元，同比下降43.20%，下降主要系公司及子公司本期偿还一年内到期的长期借款所致。

2015~2017年，公司非流动负债波动增长，年均增幅0.38%。截至2017年底，为19.02亿元，同比下降17.67%，主要由长期借款（占比14.93%）、应付债券（占比64.33%）和长期应付

款（占比7.35%）构成。

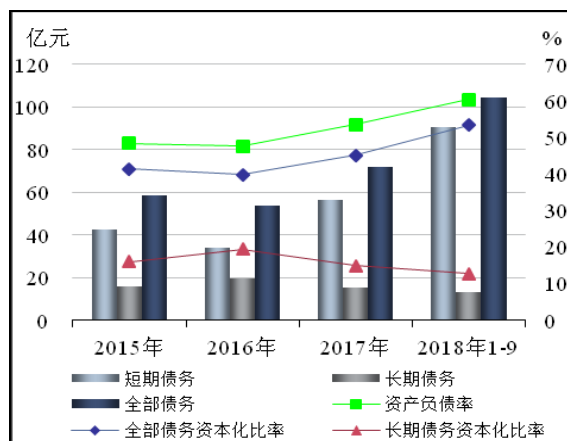
2015~2017年，公司长期借款快速下降，年均复合下降51.93%。截至2015年底，公司长期借款12.29亿元，同比增长455.80%，其中，信用借款7.70亿元，抵押借款4.60亿元。抵押借款包含中海峡国际社区项目部以海峡国际社区后期项目的土地为抵押借款1.10亿元和漳州滕王阁房地产开发有限公司以开发土地和开发产品抵押借款3.50亿元（公司为3.50亿元借款提供担保）。截至2016年底，公司长期借款为4.13亿元。同比下降66.40%，下降主要是一年内到期的长期借款转入一年内到期的非流动负债。截至2017年底，公司长期借款为2.84亿元，同比下降31.23%，下降主要系公司一年内到期的长期借款，转入一年内到期的非流动负债。

2015~2017年，公司应付债券波动增长，年均复合增长101.26%，截至2017年底，公司应付债券为12.24亿元，同比下降19.67%。截至2017年底，公司应付债券主要为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，2015~2017年，公司有息债务波动增长，年均复合增长27.54%。截至2017年底，公司的全部债务为71.97亿元，同比增长34.10%，其中短期债务占比78.57%，长期债务占比21.43%，公司短期债务占比进一步提高，存在一定的短期支付压力。

从债务指标看，近三年，公司资产负债率波动上升，全部债务资本化比率呈持续上升趋势，而长期债务资本化比率则呈现波动下降的趋势。上述指标近三年平均值分别为50.78%、41.50%和16.57%；截至2017年底，上述指标分别为53.59%、45.14%和14.99%。公司债务负担有所加重，但仍处于较低水平。

图4 公司债务负担情况



资料来源：财务报表

截至2018年9月底，公司负债合计138.33亿元，较2017年底增长36.92%，主要由于公司短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债大幅增长所致。

截至2018年9月底，公司短期借款合计65.96亿元，较2017年增长35.51%，增长主要系公司及下属子公司营业规模增长，流动资金需求增加，相应短期借款增加所致；同期，公司应付票据和应付账款分别为9.48亿元和18.07亿元，较2017年底分别增长181.71%和27.00%，增长主要系公司及下属子公司营业规模增长所致。截至2018年9月，公司一年内到期的非流动负债大幅增至12.28亿元，同比增长172.26%，主要系公司一年内到期的应付债券12亿元转入一年内到期的非流动负债所致。

受此影响，截至2018年9月底，公司全部债务上升至104.21亿元，较2017年底增长44.79%，其中短期债务占比87.13%，长期债务占比12.87%，短期债务占比继续上升。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60.38%、53.44%和12.87%，公司资产负债率、全部债务资本化比率均较2017年底有所上涨。

总体看，近年来公司债务规模波动增长，同期，公司整体债务负担持续上升，目前公司整体债务负担有所加重；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。

3. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入快速增长，年均复合增长35.26%。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%；2017年公司营业收入为141.88亿元，同比增长66.37%。2015~2017年，公司营业成本年均复合增长31.00%，增幅小于近年来营业收入的增幅；导致公司营业利润率持续上升，三年分别为13.05%、17.53%和20.55%。

期间费用看，2015~2017年，公司期间费用分别为11.46亿元、11.52亿元和18.14亿元，分别占当期营业收入的14.77%、13.51%和12.78%。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持续下降趋势，公司成本控制能力尚可。

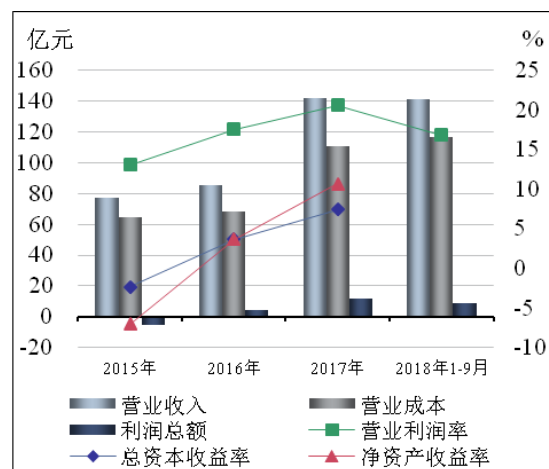
受益于行业景气度有所回升，钨钼等产品总体价格有所反弹，公司存货跌价损失下降较快，2017年仅为0.41亿元，对公司整体营业利润水平影响较小。

2015~2017年，公司营业外收入呈波动下降趋势，年均变动率为-52.23%。公司营业外收入主要为政府补助，近三年分别为0.56亿元、0.98亿元和0.14亿元。

受上述因素影响，2015~2017年，公司利润总额分别为-5.38亿元、4.25亿元和11.91亿元。

从盈利指标看，2015~2017年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈现持续上升趋势，三年加权平均值分别为4.28%和5.04%；2017年上述两指标分别为7.39%和10.68%。

图5 公司盈利能力指标情况



资料来源：财务报告，联合资信整理

2018年1~9月，公司实现营业收入141.40亿元，为2017年全年的99.66%；同期，公司实现利润总额9.01亿元，公司营业利润率下降至16.82%。

总体看，受益于2016年~2017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，公司收入规模大幅增长，公司整体盈利能力持续提升。

4. 现金流

从经营活动来看，2015~2017年，公司经营活动现金流入量快速增长。其中销售商品、提供劳务收到的现金受公司产品价格回暖而快速上升，三年分别为60.91亿元、70.61亿元和90.03亿元；同期，公司现金收入比也呈波动下降趋势，2017年仅为63.45%。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；2017年由

于公司电池板块规模持续上升，原材料采购量大幅上涨，公司购买商品、接受劳务支出大幅增长至77.63亿元。故2015~2017年公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，三年分别为-12.63亿元、12.06亿元和-9.30亿元。

从投资活动来看，2015~2017年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金波动中有所增长，近三年分别为5.88亿元、3.28亿元和7.50亿元。同期，公司投资支付的现金快速下降，2017年为52.10亿元，同期公司收回投资收到的现金53.45亿元，主要是当期在金融机构的理财申赎增加。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流净流出规模有所增大，三年分别-5.47亿元、-2.93亿元和-6.33亿元，公司对外投资压力尚可。

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。2015~2017年，公司筹资活动现金流量净额分别为11.73亿元、-9.32亿元和15.26亿元。

2018年1~9月，公司经营活动产生的现金流入为106.83亿元，受电磁材料板块收现能力增加影响，公司同期现金收入比回升至71.65%。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-8.00亿元；同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-9.34亿元；筹资活动产生的现金流量净额为20.69亿元。

总体看，2016~2017年，受益于公司收入规模增长，经营活动现金流入量快速增长，但公司收现能力仍较弱，经营性现金流波动大，筹资压力有所增加。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率和速动比率小幅波动，三年平均

值分别为128.67%和62.46%；截至2017年底，上述指标分别为118.80%和55.57%。同期，公司经营现金流负债比波动较大，分别为-21.54%、23.78%和-11.34%。截至2018年9月底，公司流动比率和速动比率分别下降至106.63%和48.73%。由于公司流动资产以存货为主，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，2015~2017年，公司EBITDA快速增长，三年分别为2.96亿元、12.10亿元和20.48亿元。2015~2017年，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA三年加权平均值分别为5.65倍和7.43倍；2017年上述指标分别为7.74倍和3.51倍。总体看，2016~2017年，受益于公司整体盈利能力的提升，长期偿债指标有所反弹，长期偿债能力有所增强。

截至2018年9月底，公司在银行授信总额度为155.90亿元，尚未使用额度为77.63亿元，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2018年9月底，公司无对外担保。

6. 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（G1035020500027660Q），截至2018年10月22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。

7. 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；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。

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

公司已分别于2018年4月9日和2018年8月2日发行2018年度第一期中期票据和2018年度第二期中期票据，公司2018年已拟发行2018年度第三期中期票据，本次公司拟发行2018年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为3亿元，期限3年。

本期中期票据发行额度为3亿元，分别占2018年9月底公司长期债务和全部债务的22.37%和2.88%，对公司现有债务结构有一定影响。

截至2018年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为60.38%和53.44%，以2018年9月底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后（同时考虑拟发行的厦门钨业股份有限公司第三期中期票据），上述指标将分别上升至61.39%和54.83%，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

2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为63.19亿元、72.89亿元和94.93亿元，分别为本期中期票据发行额度的21.06倍、24.30倍和31.64倍；同期，公司经营活动现金净流量分别为-12.63亿元、12.06亿元和-9.30亿元，由于2015年和2017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4.02倍。2016年，公司经营活动现金净流量对本期中期票据保障能力较好。

2015~2017年，公司EBITDA分别为2.96亿元、12.10亿元和20.48亿元，分别为本期中期票据发行额度的0.98倍、4.03倍和6.82倍。

考虑到公司已发行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，5

亿元2018年第一期中期票据，6亿元2018年第二期中期票据，3亿元2018年第三期中期票据（拟发行），本期中期票据发行后，公司合计发行中期票据29亿元，以单年度最高偿付额计算，公司将于2021年偿还17亿元中期票据。2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为17亿元中期票据的3.72倍、4.29倍和5.58倍；同期，公司经营活动现金净流量分别为17亿元中期票据的-0.74倍、0.71倍和-0.55倍。2015~2017年，公司EBITDA分别为17亿元中期票据的0.17倍、0.71倍和1.20倍。

综合以上分析，联合资信认为，公司经营性现金流入量和EBITDA对于本期中期票据的偿还能力强。

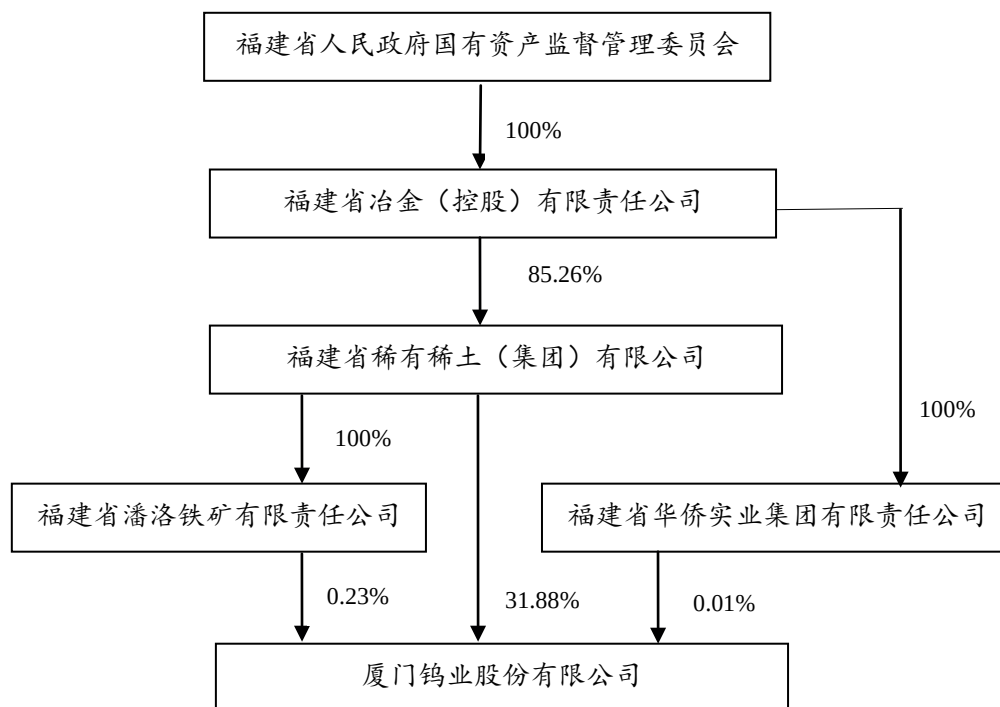
十、结论

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。

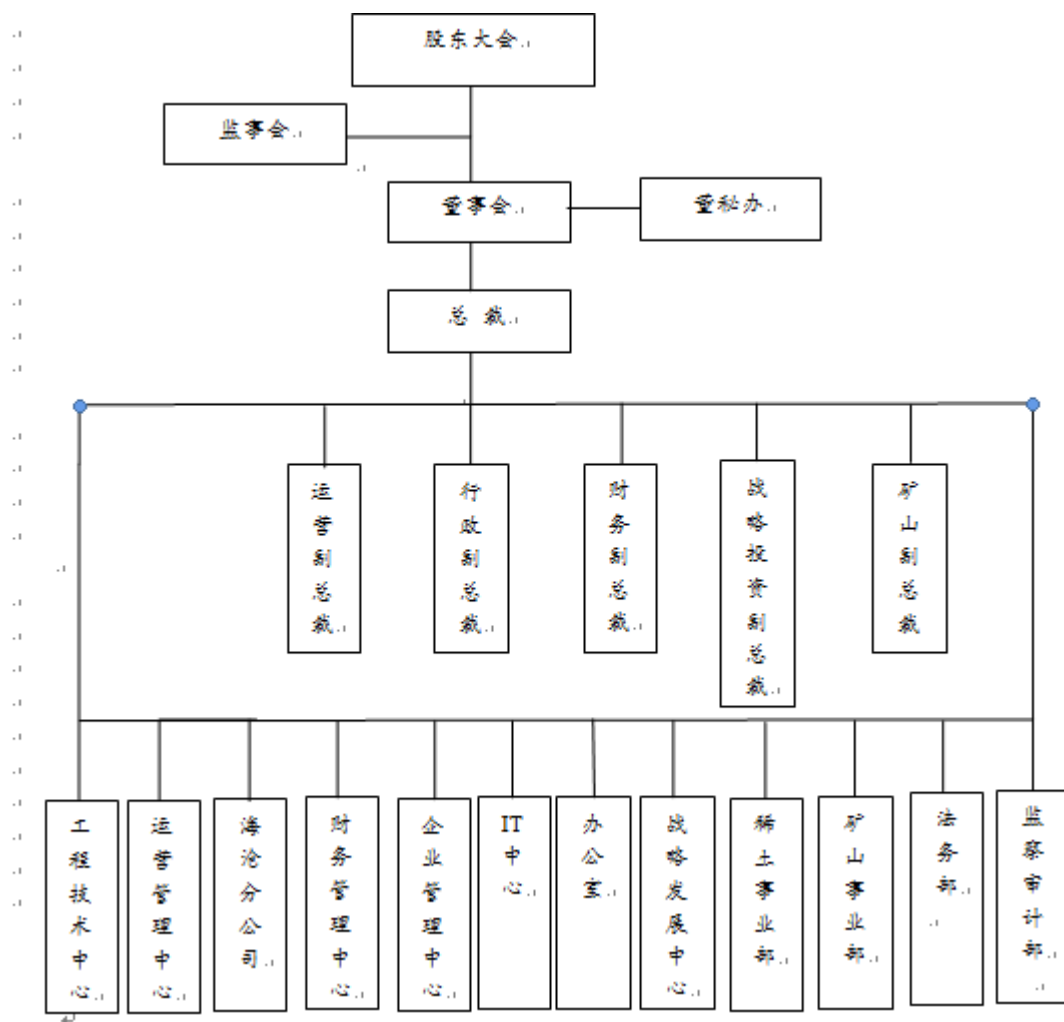
公司财务杠杆良好，盈利水平有所上升，直接、间接融资渠道畅通，公司经营性现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.37	15.10	17.96	16.99
资产总额(亿元)	159.87	155.00	188.51	229.11
所有者权益(亿元)	82.35	81.17	87.48	90.78
短期债务(亿元)	42.65	33.93	56.55	90.80
长期债务(亿元)	15.71	19.74	15.43	13.41
全部债务(亿元)	58.36	53.67	71.97	104.21
营业收入(亿元)	77.55	85.28	141.88	141.40
利润总额(亿元)	-5.38	4.25	11.91	9.01
EBITDA(亿元)	2.96	12.10	20.48	--
经营性净现金流(亿元)	-12.63	12.06	-9.30	-8.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.26	5.53	6.48	--
存货周转次数(次)	1.47	1.81	2.53	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.54	0.83	--
现金收入比(%)	78.54	82.79	63.45	71.65
营业利润率(%)	13.05	17.53	20.55	16.82
总资本收益率(%)	-2.34	3.69	7.39	--
净资产收益率(%)	-7.01	3.68	10.68	--
长期债务资本化比率(%)	16.03	19.56	14.99	12.87
全部债务资本化比率(%)	41.48	39.80	45.14	53.44
资产负债率(%)	48.49	47.63	53.59	60.38
流动比率(%)	130.41	143.98	118.80	106.63
速动比率(%)	62.95	73.60	55.57	48.73
经营现金流动负债比(%)	-21.54	23.78	-11.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.95	5.50	7.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.69	4.44	3.51	--

注：1. 2018 年前三季度财务数据未经审计；

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 年度第四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。