

信用评级公告

联合〔2021〕5951号

联合资信评估股份有限公司通过对厦门钨业股份有限公司主体及其拟发行的厦门钨业股份有限公司 2021 年度第一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 2021 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月九日



厦门钨业股份有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

本期中期票据信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行额度: 6 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 用于兑付公司本部到期债券

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,2020年公司稀土业务盈利水平明显提升。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到目前公司所处行业景气度波动较大,债务规模有所增长,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。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障程度很高。

考虑到在钨钼制品行业具有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;随着稀土行业有所回暖,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。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿还债务的能力很强,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、工业和信息化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. 2020年公司盈利水平明显回升。随着钨钼制品市场的持续回暖、电池材料产品销售持续向好以及稀土产品价格上涨,公司盈利指标同比大幅提升。
4. 本期中期票据保障程度很高。2020年,公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障程度分别为 22.53 倍和 3.81 倍。

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
有色金属企业信用评级方法	V3.0.201907
有色金属企业主体信用评级模型(打分表)	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:2021 年 7 月 9 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
盈利能力	1					
现金流量	3					
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

关注

1. **公司所处行业景气度波动较大。**钨、钼和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，经营业绩与市场景气度高度相关。
2. **公司存在较大短期偿付压力。**公司债务规模持续上升，2020 年底短期债务占比 81.14%，存在较大短期偿付压力。
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较大，投资活动现金净流出规模仍然较高，债务规模较快增长，公司仍有一定筹资压力。

分析师：张 炯 王文燕

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	18.48	16.67	11.68	16.67
资产总额（亿元）	225.05	234.71	251.04	279.93
所有者权益（亿元）	91.62	97.76	99.26	103.77
短期债务（亿元）	82.84	82.88	92.72	99.86
长期债务（亿元）	19.40	24.42	21.55	28.36
全部债务（亿元）	102.24	107.30	114.27	128.22
营业收入（亿元）	195.57	173.96	189.64	62.97
利润总额（亿元）	9.87	5.54	10.76	5.20
EBITDA（亿元）	18.89	16.90	22.88	--
经营性净现金流（亿元）	3.71	19.05	16.44	-1.43
营业利润率（%）	16.21	14.72	17.37	17.28
净资产收益率（%）	8.75	5.73	9.63	--
资产负债率（%）	59.29	58.35	60.46	62.93
全部债务资本化比率（%）	52.74	52.33	53.51	55.27
流动比率（%）	109.26	99.56	91.13	98.62
经营现金流动负债比（%）	3.39	17.55	13.06	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.20	0.13	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	7.74	4.17	6.19	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.41	6.35	4.99	--

公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	130.30	134.03	142.60	154.53
所有者权益（亿元）	58.03	60.13	62.19	61.78
全部债务（亿元）	58.66	43.97	39.01	59.95
营业收入（亿元）	37.68	23.92	22.97	10.46
利润总额（亿元）	2.70	3.80	3.26	-0.39
资产负债率（%）	55.46	55.13	56.39	60.02
全部债务资本化比率（%）	50.27	42.24	38.55	49.25
流动比率（%）	102.88	103.46	85.86	87.51
经营现金流动负债比（%）	3.72	4.40	4.56	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 合并报表已将其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；3. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息
 资料来源：公司财务报告

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2021/6/7	张炯 王文燕	有色金属企业信用评级方法 V3.0.201907 有色金属企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	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：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

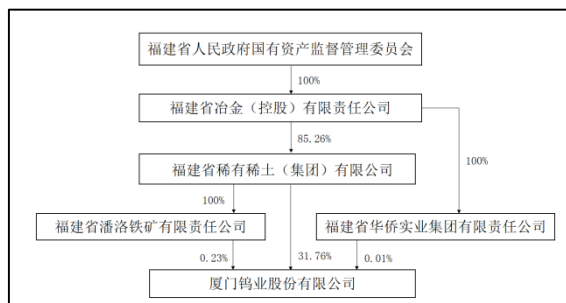
一、主体概况

厦门钨业股份有限公司(以下简称“公司”或“厦门钨业”)是于 1997 年 12 月 22 日经福建省人民政府闽政体股〔1997〕48 号文批准,由福建省冶金工业总公司(现更名为: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,其他资产留存公司继续经营。

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。2018 年 12 月,公司回购注销离职人员所持有的部分股票。2019 年 6 月,公司终止实施 2017 年限制性股票激励计划,并回购注销已授予但尚未解除限售的剩余限制性股票。本次回购注销后,公司注册资本 141330.63 万元减少为 140604.62 万元。

截至 2021 年 3 月底,公司实收资本为 141851.62 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”)直接持有公司 31.76%股权,为公司控股股东。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,福建省国资委为公司实际控制人。

图 1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源:公司提供

公司主要从事钨的冶炼、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。

公司本部内设工程技术中心、运营管理中心、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 2020 年底,公司合并资产总额 251.04 亿元,所有者权益 99.26 亿元(含少数股东权益 23.12 亿元);2020 年,公司实现营业收入 189.64 亿元,利润总额 10.76 亿元。

截至 2021 年 3 月底,公司合并资产总额 279.93 亿元,所有者权益 103.77 亿元(含少数股东权益 24.54 亿元);2021 年 1—3 月,公司实现营业收入 62.97 亿元,利润总额 5.20 亿元。

公司注册地址:福建省厦门市海沧区柯井社;法定代表人:黄长庚。

二、本期中期票据概况

公司已于 2020 年 7 月注册额度为 15 亿元的中期票据,本期拟发行 2021 年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行额度为 6 亿元,发行期限为 3 年,按年付息,到期一次性还本。

本期中期票据募集资金用于兑付公司本部到期债券。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表1 2016-2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP(万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP增速(%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速(%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速(%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速(%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速(%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速(%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI增幅(%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI增幅(%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80

城镇失业率(%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速(%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速(%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1.GDP总额按现价计算；2.出口增速、进口增速均以人民币计价统计；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；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

投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020年，社会消费品零售总额39.20万亿元，同比下降3.90%，为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面，2020年固定资产投资完成额51.89万亿元，同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业稳回升，服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长16.90%），主要受疫情影响下线上教学、

办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，

同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要

提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

四、行业分析

1. 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 $3410\pm 20^{\circ}\text{C}$ ，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。钨耐腐蚀性好，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、高比重和高硬度的物理特性，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、电子工业和化学工业等重要领域。

价格走势

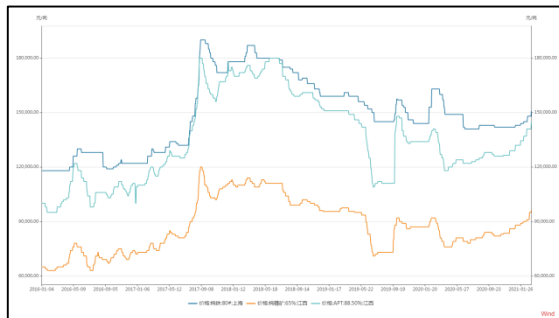
近年来钨、钼等主要产品价格波动大，2018年下半年以来，钨价从高位下滑，后期波动回升，产品价格2021年一季度处于相对高位。

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，钨价整体小幅震荡，价格处于相对高位。截至2021年3月底，钨铁（钨含量80%，上海）价格为16.30万元/吨、钨精矿（三氧化钨含量65%，江西）价格为9.00万元/吨、APT（仲钨酸铵88.50%，江西）价格13.90万元/吨。

图2 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发布的《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、钨和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、钨和钼价格调节基金。各省、自治区、直辖市全面清理规范本地区出台的涉及稀土、钨和钼的收费基金项目，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，进一步加强稀土矿和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和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、延续和变更登记，延续项目还应说明已有指标执行情况，探查许可证和采矿许可证为其他矿种的探矿权和采矿权，发现稀土矿和钨矿资源储量并经评审报案，符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

¹ 昆明泛亚有色金属交易所股份有限公司等四家单位非法集资案后涉案的2.83万吨APT库存

及氧化铈、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）。

《资源税法》已由中华人民共和国第十三届全国人民代表大会常务委员会第十二次会议于2019年8月26日通过，自2020年9月1日起正式施行。其中，钼矿资源税由11%下调至8%，钨矿资源税保持6.5%。同时，为保护和合理开发优势矿产资源，按照保护性开采特定矿种管理相关规定，中国2020年继续对稀土矿和钨矿实行开采总量控制。2020年钨矿开采总量指标105000吨，其中主采78150吨，综合利用26850吨，均与2019年一致。

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，但短期内钨钼产品价格或将保持震荡趋势。

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。

未来，钨金属行业将会继续受到政策大力扶持，在福建厦门已建设硬质合金材料基地，硬质合金产业得到快速发展。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有所增长。但短期内考虑到全球宏观经济增速放缓，叠加新冠肺炎疫情等影响，钨钼产品供需关系会较为紧张，导致产品价格将持续震荡态势。

2. 稀土行业

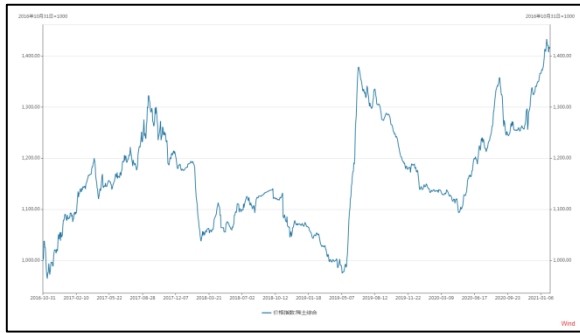
稀土行业方面，2019年，轻稀土供给增长，中重稀土供给相对短缺，价格同比有所上涨。2020年一季度，受疫情影响稀土产品价格处于低位，但随着下游需求的快速恢复，2020年5月以来稀土产品价格波动上涨，并于2021年一季度达历史高位。

产量和进出口量方面，2019年中国稀土开采指标132000吨。其中轻稀土指标112850吨，较2018年增加12000吨；中重稀土指标19150吨，与2018年相同。2019年，中国从国外进口轻稀土原料大幅增加。据海关总署资料，2019年中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。2020年中国稀土产量达14万吨，较2019年增加了0.8万吨，同比增长6.1%，中国稀土产量在世界范围内保持了优势地位。

需求方面，风电、变频空调和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）数据，2019年中国直驱式风力发电机新增装机量为870万Kwh，同比增长18%；2019年中国变频空调产量约为6800万台，同比增长约8%；2019年中国电梯产量约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。2020年以来，全国风力发电机新增装机达历史新高，新增装机71.67GW。2020年1—11月，全国空调产量为18929.2万台，同比下降8.8%。2020年中国电梯产销量为80万台，降幅约为30%。稀土下游需求涨跌不一。

价格方面，受供求关系改善影响，2019年稀土产品价格同比大幅上涨至近年来高位后回落。2020年一季度，稀土产品价格受疫情影响处于低位，随着下游需求的快速恢复，2020年5月以来稀土产品价格波动上涨，并于2021年一季度达历史高位。截至2021年2月，中国稀土综合价格指数为1416点，较2020年年初增幅约20%。短期内稀土行业处于景气期。

图3 稀土产品价格走势



资料来源：Wind

政策方面，2021年1月，工信部公开征求对《稀土管理条例（征求意见稿）》的意见，该条例规定为了保护自然资源和生态环境，国家可以采取必要措施限制或者停止稀土开采、稀土冶炼分离。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司实收资本为141851.62万元，福建稀土集团直接持有公司31.76%股权，为公司控股股东。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，福建省国资委为公司实际控制人。截至2021年4月底，公司控股股东所持公司股权无质押。

2. 企业规模和竞争力

公司是全球重要钨产品制造商，具有从矿山采选、冶炼和加工的完整产业链，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、稀土业务和电池材料等板块。其中，公司钨生产现已形成了矿山开采—冶炼—中级产品加工—深加工的完整产业链；电池新材料领域已经形成了原料冶炼到下

游生产加工的相对完整的产业格局。

公司拥有宁化行洛坑钨矿和江西都昌阳储山钨钼矿，截至2020年底，钨钼可采储量分别为24.10万吨和7.37万吨²，钨原矿品位分别为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，钨储量为25.52万吨，钨原矿品位0.126%。截至2020年底，公司拥有钨钼矿储量56.99万吨，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为突出的竞争优势。截至2020年底，公司拥有年产30000吨仲钨酸铵（APT）和氧化钨、15000吨钨粉及碳化钨粉、6800吨硬质合金、2000吨粗钨丝、200亿米细钨丝、1000吨粗钼丝和30亿米细钼丝等钨钼产品的生产能力；公司刀具和数控刀片的生产规模分别为1100万件/年和4700万片/年。其中，APT、钨丝材、硬质合金和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年底，公司已持有连城文坊、连城黄坊、上杭加庄³和长汀中坊⁴本稀土采矿证，持有长汀杨梅坑稀土矿所在公司40%股权，合计储量1818.45吨，公司主要通过回收龙岩当地土建施工后尾矿补充资源量，无需采矿证即可分离。2020年公司拥有稀土矿开采指标3440吨，占福建全省开采指标的98.29%。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/年发光材料的生产能力，形成了“矿产资源

² 其中钨5.14万吨、钼2.23万吨（不含334）

³ 公司自有的连城文坊、连城黄坊、上杭加庄及参股的长汀杨梅坑稀土矿均有证无矿，无开采价值，已完成矿山恢复治理工作。

⁴ 此矿所有人为福建稀土集团长汀分公司，公司受托管理此矿，资源量有限，计划于2021年进行矿山开采工作。

—冶炼分离—稀土合金—磁性材料”的稀土产业链。

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。截至 2020 年底，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 60000 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。

截至2020年底，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4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，黄长庚先生任公司副总裁；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，吴高潮先生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 2020 年底，公司共有员工 13819 人。从学历来看，研究生及以上学历者占 4.40%，本科学历者占 21.35%，大专及以下学历者占 74.25%；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 71.16%、4.04%、11.56%、1.66%和 11.58%。

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。

公司聚焦钨钼、稀土和新能源材料三大产业的应用技术开发和共性基础理论研究，设立了国家级企业技术中心，由国家钨材料工程技术中心、高端储能材料国家地方联合工程研究中心、福建省稀土材料及应用工程研究中心和博士后科研工作站四大研发平台组成。

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。

2020 年，公司获得了中国合格评定国家认可委员会的认可，以及 CNAS 实验室认证；公司子公司厦钨新能源的电池材料产品荣获上海有色金属行业协会颁发的年度产品创新奖；子公司福建省长汀金龙稀土有限公司（以下简称“长汀金龙”）的烧结钕铁硼产品获得第二十二届中国国际高新技术成果交易会优秀产品奖等。

2020 年，公司承担了国家重点研发计划、国家科技重大专项和国家绿色制造项目等国家各级重大科研项目 28 项（其中完成验收 7 项），组织实施了企业级重点研发项目 76 项（其中完

成验收 53 项），开发出一系列重大科研成果，获得了福建省科技进步二等奖、厦门市科技进步一等奖、中国有色工业科技一等奖和福建省专利一等奖等省部级科技奖励 17 项。截至 2020 年底，公司累计获得授权专利 712 项（其中发明专利 316 项）。

5. 过往债务履约情况

公司过往履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（组织机构代码为 155013367），截至 2021 年 5 月 8 日，公司无不良及关注类信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

6. 股东支持

政府与股东对公司的支持力度大。

公司是国务院、工业和信息化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。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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为完善。

公司按照《公司法》《证券法》和中国证券监督管理委员会（以下简称：“中国证监会”）有关法规的要求，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。

公司董事会设有审计委员会，强化董事会决策功能，确保董事会对经理层的有效监督。公司董事会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。此外，为适应公司战略发展需要，提高重大投资决策的效益和决策的质量，公司董事会特设立战略发展委员会，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

公司建立了一整套管理制度和良好的管理机制，管理水平较高。

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、财务状况分析和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、预算管理办公室和审计部。

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、投资风险和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”的适合公司特点的企业集团管理模式。

七、重大事项

公司下属子公司厦钨新能源拟分拆上市，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屬子公司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材料有限公司（以下简称“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“厦钨新能源材料股份有限公司”。

2020年12月30日，公司公告本次分拆上市申请通过上海证券交易所上市委审议。

2021年6月30日，公司公告本次分拆上市申请获中国证监会注册。

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2020年底，厦钨新能源合并总资产62.22亿元、股东权益18.05亿元；2020年实现合并营业收入79.90亿元、归属于母公司的净利润2.51亿元。

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。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务中钨钼等有色金属制品和电池材料占比较高，电池材料和稀土收入增长较快。2018—2020年，公司钨钼产品和电池材料业务毛利率均波动上升，利润贡献大。

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。受电池材料和稀土业务收入增长推动，2020年公司主营业务收入规模同比增长7.78%。

从公司主营业务收入构成看，近年来公司钨钼等有色金属制品业务和电池材料业务收入占比高，而稀土业务收入贡献小幅增长。分板

块来看，2019 年，公司主营业务收入规模同比下降 9.71%，主要系钨钼等有色金属制品收入下降所致。2020 年公司钨钼等有色金属制品收入同比基本持平。稀土板块收入同比增长 21.43% 至 29.91 亿元，主要系国内稀土产品价格增长所致。受益于新能源汽车等需求大幅提升，电池材料价格下半年明显回升，全年业务收入同比增长 14.42% 至 81.96 亿元。整体看，公司钨钼等有色金属业务收入占比逐年下降，电池材料收入逐年上升，公司房地产业务收入规模小。

从毛利率来看，2019 年公司主营业务毛利率下滑，其中，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。2020 年公司主营业务毛利率有所回升。其中，公司钨钼制品毛利率同比增长 4.91 个百分点至 29.75%，主要系原料成本下降所致，在各版块业务中利润贡献较大。公司稀土板块毛利率同比基本持平。同期在市场需求加大、三元材料和锂盐产品价格回暖的情况下，公司电池材料业务毛利率同比增长 2.30 个百分点。公司近年来房地产业务主要为销售少量尾盘，毛利率波动大。

表 2 公司主营业务收入状况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	94.27	49.78	26.29	73.53	43.00	24.84	71.35	38.72	29.75	22.35	36.18	29.85
稀土	22.33	11.79	0.82	24.63	14.41	11.50	29.91	16.23	11.69	9.56	15.47	15.61
电池材料	71.62	37.82	10.13	71.63	41.89	8.12	81.96	44.47	10.42	29.62	47.94	9.36
房地产及配套管理	1.15	0.61	2.55	1.19	0.70	12.51	1.07	0.58	8.13	0.25	0.41	-0.72
合计	189.37	100.00	17.03	170.99	100.00	15.83	184.29	100.00	18.10	61.78	100.00	17.70

资料来源：公司提供

2021 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 61.78 亿元，相当于 2020 年全年的 33.43%，同比大幅增长 178.35%，主要系公司钨钼业务、电池材料业务和稀土业务收入均同比大幅增加所致；同期，公司主营业务毛利率较上年基本持平，为 17.70%。2021 年 1—3 月，公司钨钼和电池材料毛利率较上年变化小；同期受益于稀土产品行业景气度明显回暖，公司稀土业务毛利率较上年增长 3.92 个百分点至 15.61%。

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，2020 年，该板块售价总体小幅下滑，产销量有所增长。

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 年底，公司拥有年产 30000 吨仲钨酸铵（APT）和氧化钨、

15000 吨钨粉及碳化钨粉、6800 吨硬质合金、2000 吨粗钨丝、200 亿米细钨丝、1000 吨粗钼丝和 30 亿米细钼丝等钨钼产品的生产能力；公司刀具和数控刀片的生产规模分别为 1100 万件/年和 4700 万片/年。

从原材料供应来看，截至 2020 年底，公司拥有宁化行洛坑钨矿和江西都昌阳储山钨钼矿，截至 2020 年底，钨钼可采储量分别为 24.10 万吨和 7.37 万吨，钨原矿品位分别为 0.21% 和 0.16%；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 25.52 万吨。截至 2020 年底，公司拥有钨钼矿可采储量 56.99 万吨。

表 3 截至 2020 年底公司钨钼矿山基本情况（单位：万吨、%）

矿山名称	主要品种	可采储量	原矿品位	资源剩余可开采年限
宁化行洛坑钨矿	主要为黑钨、白钨	24.10	0.21	至 2085 年
都昌阳储山钨钼矿	白钨、钼	钨： 5.1437	钨： 0.159	至 2035 年

		钨： 2.2316	钨： 0.035	
洛阳豫鹭回收钨尾矿中的白钨矿	白钨	25.52	0.126	--
合计	--	56.99	--	--

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。海沧分公司自主研发的废钨回收技术使公司的废钨处理能力提升，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上升趋势，2020 年增长至 57.78%。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、江西和河南等地采购，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 4 公司近年钨精矿采购情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
自给量（吨）	12023	12010	12100	2465
单位自给成本（元/吨）	52106	53000	54800	55600
采购量（吨）	21800	21100	20940	5847
采购均价（元/吨）	112000	87600	79800	86000
自给率（%）	55.15	56.92	57.78	42.16

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

近年来，公司强化库存管理应对钨钼材料价格的波动影响，积极推进国际先进制造、降本增效等一系列管理措施，较好地巩固了钨初级产品的龙头地位。市场占有率方面，公司是世界上大型钨钼丝生产企业之一，生产的钨丝和钼丝在国内市场占有率高。

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。受益于下半年基建和汽车等终端景气度回升拉动市场需求，2020 年公司主要钨钼产品（除仲钨酸铵外）产销量同比均有所增长，产品价格涨跌不一，但幅度变动均不大。

表 5 公司钨钼业务主要产品产销量

产品	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
仲钨酸铵	销量（吨）	9323	8146	6289
	产量（吨）	24783	23173	19335
钨粉	销量（吨）	9374	8515	9529
	产量（吨）	9526	8451	10126
硬质合金	销量（吨）	5423	4492	4759
	产量（吨）	5688	4175	4759
刀具	销量（万件）	7251	3629	3945
	产量（万件）	7667	3035	3906
粗钨丝	销量（吨）	372	315	315
	产量（吨）	369	294	321
细钨丝	销量（亿米）	60	55	58
	产量（亿米）	60	53	58
细钼丝	销量（亿米）	17	16	18
	产量（亿米）	17	14	18
粗钼丝	销量（吨）	323	276	338
	产量（吨）	323	271	323

注：1.销售量为合并抵销后的销量数量（扣除公司内部的销售量）；
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

表 6 公司钨钼业务主要产品销售均价

产品	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
钨精矿（万元/吨）	15.80	13.10	12.34	13.44
仲钨酸铵（万元/吨）	16.50	13.50	13.18	13.95
钨粉（万元/吨）	27.00	22.00	21.37	21.76
硬质合金（万元/吨）	41.20	39.00	40.06	37.56
细钨丝（万元/亿米）	336.00	315.00	298.09	270.78
粗钨丝（万元/吨）	53.00	51.00	46.95	43.13
细钼丝（万元/亿米）	1020.00	1010.00	1179.71	1151.58
粗钼丝（万元/吨）	34.20	35.50	37.70	31.72

资料来源：公司提供

2021 年 1—3 月，公司钨钼产品价格变化小，但产销量增幅明显。

3. 稀土板块

公司稀土业务资源保障能力较强，产业链较为完善。近年来，公司稀土产品中稀土氧化物售价走高，经营情况整体改善。

公司是国务院和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，资源保障能力较强，稀土产业链日趋完整。截至 2020 年底，公司已持有连城文坊、连城黄坊、上杭加庄⁵和长汀中坊⁶4 本稀土采矿证，持有长汀杨梅坑稀土矿所在公司 40% 股权。2020 年公司拥有稀土矿开采指标 3440 吨，占福建全省开采指标的 98.29%，资源保障能力较强。

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% 股权。在龙岩市人民政府的支持下，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，公司稀土的自给率预计将有所提高。

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

等公司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及电机。

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/年发光材料的生产能力，形成了“矿产资源—冶炼分离—稀土合金—磁性材料”的稀土产业链。

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抬抬市场，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。2020 年，受下游需求增加和稀土原料价格上涨等因素的推动，公司稀土氧化物、磁性材料等产品的产销量同比稳中有升，其中稀土氧化物的价格增幅为 19.46%。在国内市场需求增长，同时海外订单减少的情况下，2020 年公司发光材料产销量同比基本持平。

表 7 公司稀土业务主要产品产销及售价情况

产品		2018年	2019年	2020年	2021年 1—3月
稀土氧化物	销量（吨）	2631	3741	3783	852
	产量（吨）	3288	3758	4121	1037
	售价（万元/吨）	20.62	22.81	27.25	35.08
发光材料	销量（吨）	670	591	591	193
	产量（吨）	583	604	612	201
	售价（万元/吨）	20.59	22.69	22.70	27.86
磁性材料	销量（吨）	3003	4020	4371	963
	产量（吨）	2952	4185	4378	1040
	售价（万元/吨）	27.68	30.04	30.19	36.67

资料来源：公司提供

⁵ 公司自有的连城文坊、连城黄坊、上杭加庄及参股的长汀杨梅坑稀土矿均有证无矿，无开采价值，已完成矿山恢复治理工作。

⁶ 此矿所有人为福建稀土集团长汀分公司，公司受托管理此矿，

资源量有限，计划于 2021 年进行矿山开采工作。

2021 年 1—3 月，在行业景气度明显上行的环境下，公司稀土氧化物、发光材料和磁性材料产品销售价格均实现大幅增长，产销量变化不大。

4. 电池材料板块

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，2018—2020 年主要产品售价逐年下降，但 2021 年一季度均有所提升。

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 60000 吨/年，贮氢合金粉和锂电池材料产能均居全国前列，具有一定规模优势。

公司贮氢材料生产技术和产品质量日趋完善，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，以车载电池客户为主。2020 年，在下半年新能源汽车市场升温的情况下，公司贮氢合金粉产销量均增幅较大，售价基本持平。

表 8 公司电池材料业务主要产品产销及售价情况

产品		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
贮氢合金	销量（吨）	2614	2407	3026	800
	产量（吨）	2688	2384	3021	950
	售价（万元/吨）	9.80	8.50	8.36	9.48
锂离子材料	销量（吨）	25034	39661	49350	16211
	产量（吨）	25185	40565	49863	16173
	售价（万元/吨）	32.50	19.90	18.24	20.18

资料来源：公司提供

锂电池材料方面，公司已具备三元材料、钴酸锂等锂离子系列电池材料 60000 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；同时公司在建产能持续释放，促使公司锂电池材料业务规模保持增长。2020 年，公司宁德年产 20000 吨车用动力锂离子正极材料生产线项目建成投产，且国内下游需求较高，推动电池材料产销量增幅超过 20%。

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。2018—2020 年，公司锂电池材料销售均价逐年下行。

2021 年 1—3 月，公司电池材料业务规模较大，产品价格有所提升。未来随着国内锂电池行业在建产能的释放，同时考虑到原材料价格的剧烈波动侵蚀利润，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

2020 年，公司房地产业务规模仍有限，对整体收入和利润影响小。公司目前未售项目集中于漳州地区，去化较慢。未来公司拟转让房地产业务。

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、储备项目的土地获取成本较低，项目具有较好的成本优势。厦门滕王阁目前拥有 8 个全资子公司及 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”

项目和成都“鹭岛国际社区”项目，总建筑面积 38.26 万平方米。

目前，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 2021 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，已成为厦门当地的楼盘，给公司带来较好的利润。截至 2021 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 2021 年 3 月底，项目累计已投资 33.70 亿元，项目累计确认收入共计 22.24 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。公司已于 2019 年发布公告拟转让厦门滕王阁股权，若转让完成，公司将不再从事与房地产开发经营相关业务。

6. 经营效率

2020 年，公司经营效率有所提高，整体水平尚可。公司在同业对比中经营效率有一定差距。

2018—2020 年，公司销售债权周转次数逐年上升，存货周转次数波动上升，总资产周转次数波动下降，2020 年分别为 7.70 次、3.08 次和 0.78 次，同比分别提高 1.09 次、0.46 次和 0.02 次。

2020 年，公司较同业存货周转次数和总资产周转次数均有一定差距，应收账款周转次数低主要系同业有色企业贸易规模较大所致。

表 9 公司经营效率同业对比情况

指标名称	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	华友钴业股份有限公司	云南锡业股份有限公司	厦门钨业股份有限公司
存货周转次数(次)	4.99	4.79	9.70	3.08
总资产周转次数(次)	0.94	0.84	1.23	0.78
应收账款周转次数(次)	102.12	21.10	77.10	7.76

注：为便于比较，数据均为 Wind 口径
资料来源：公开资料及公司提供

7. 在建项目

公司在建项目规划规模较大，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，公司在电池材料和钨钼业务板块的产能规模和技术水平将有所提升，盈利能力有望增强。

截至 2021 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和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 2021 年 3 月底，公司主要在建工程已投资 34.60 亿元，未来仍需投资 30.15 亿元。公司未来投资支出规模较大，存在一定对外融资需求。

表 10 截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至2021年3月底已投资	投资计划		
			2021年4—12月	2022年	2023年及以后
三明新能源6000T锂离子电池材料项目	26145.58	21635.28	1500.00	1000.00	1000.00
九江年产5000吨超细钨粉末项目	22432.24	17641.55	3500.00	1200.00	0.00
海沧能源新材料产业化孵化基地项目	15000.00	11635.30	1650.00	1000.00	300.00

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	152455.83	105787.30	19660.00	10000.00	10000.00
新能源车用动力锂离子材料产业化项目（一期）	184793.40	41775.93	47240.00	30000.00	20000.00
厦钨电机集美电机产业园一期	27290.00	18453.59	7600.00	800.00	400.00
鑫鹭钨制品深加工项目	18000.00	15155.04	2800.00	0.00	0.00
百斯图高端数控刀具生产基地建设项目	55000.00	47579.00	6600.00	720.00	0.00
宁化行洛坑梅子甲尾矿库工程	34348.00	17904.00	5600.00	8300.00	1000.00
厦门金鹭硬质合金工业园（一期）	86008.00	43420.84	12880.00	20000.00	9700.00
成都鼎泰钼新材料项目	26000.00	5020.44	8500.00	6300.00	6100.00
合计	647473.05	346008.28	117530.00	79320.00	48500.00

注：2021年3月底已投资数据与后期投资计划合计数可能与预计总投资有尾差

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。

厦钨新能源车用动力锂离子材料产业化项目（一期）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，项目一期规划年产能 20000 吨。

8. 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，通过发展硬质合金和钨钼制品业务，形成能源新材料和稀土产业链和增加产销量，不断技术创新提高新产品销售收入和利润贡献比例，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，加大对钨和稀土矿山的投入，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，以技术创新引领发展。

九、财务分析

公司提供的2018—2020年财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留的审计意见。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

截至2018年底，公司纳入合并范围的一级子公司共31家；截至2019年底，公司纳入合并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。2020年，公司较上年底新设子公司1家，截至2020年底，公司纳入合并范围的一级子公司共36家。截至2021年3月底，公司纳入合并范围的一级子公司未发生变化。整体看，公司新增的子公司主要为新设子公司，合并范围变化对公司财务数据影响不大，可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额251.04亿元，所有者权益99.26亿元（含少数股东权益23.12亿元）；2020年，公司实现营业收入189.64亿元，利润总额10.76亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额279.93亿元，所有者权益103.77亿元（含少数股东权益24.54亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入62.97亿元，利润总额5.20亿元。

1. 资产质量

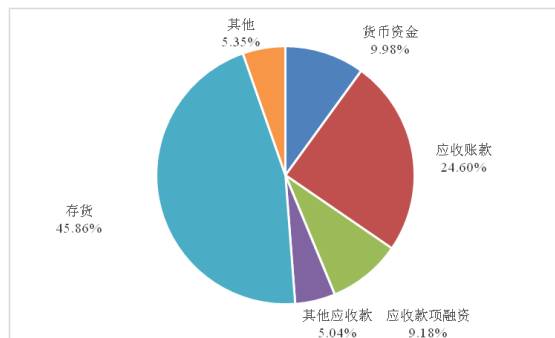
公司资产总额保持增长，流动资产中存货和应收账款占比较高，整体周转效率一般。钨钼等产品价格波动较大，公司存货具有一定跌价风险。非流动资产中固定资产和长期股权投资占比较高。整体上看，公司资产质量尚可。

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长5.62%。截至2020年底，公司合并资产总额251.04亿元，较2019年底增长6.96%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占45.70%，非流动资产占54.30%。公司资产结构相对均衡，资产结构较2019年底变化不大。

流动资产

2018—2020年末，公司流动资产规模波动下降，年均复合下降2.16%。截至2020年底，公司流动资产114.73亿元，较2019年底增长6.16%，主要系应收账款、存货余额增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占9.98%）、应收账款（占24.60%）、应收款项融资（占9.18%）、存货（占45.86%）及其他应收款（占5.04%）构成。

图4 截至公司2020年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2018—2020年末，公司货币资金波动下降，年均复合下降4.01%。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2020年底，公司货币资金11.46亿元，较2019年底下降30.84%，主要系本期公司偿还到期债务所致。截至2020年底，公

司受限货币资金规模为0.20亿元，占比低，主要为保证金。

2018—2020年末，公司应收账款波动增长，年均复合增长4.58%。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。截至2020年底，公司应收账款账面价值为28.22亿元，较2019年底增长36.33%，主要系子公司销售增加，未到回款期货款增加所致。应收账款账龄以1年以内为主，累计计提坏账2.33亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为11.79亿元，占比为38.59%。总体上看，公司应收账款账期短，集中度较高。

截至2020年底，公司应收款项融资10.53亿元，较2019年底下降27.22%，主要系子公司收取的银行承兑汇票减少所致。

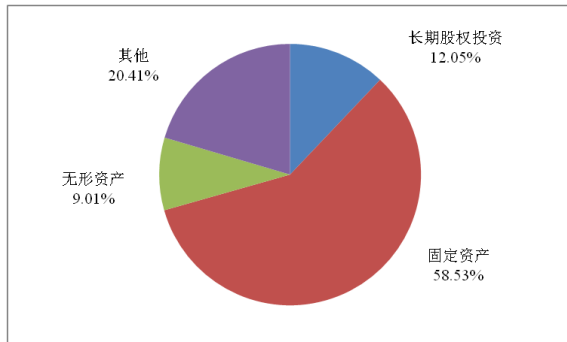
2018—2020年末，公司存货波动下降，年均复合下降8.62%。截至2019年底，存货账面价值48.12亿元，较上年底下降23.63%，主要系加强存货管理，控制原材料采购，压降库存所致。截至2020年底，公司存货52.61亿元，较2019年底增长9.33%，主要系稀土和电池材料等产品价格增长所致。2020年底公司共计提存货跌价准备1.09亿元，计提比例为2.04%。存货以库存商品（占38.81%）和开发成本（占25.94%）为主。由于钨钼和稀土市场具有一定周期性，公司存货具有一定跌价风险。

2018—2020年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长25.58%。截至2020年底，公司其他应收款5.78亿元，较2019年底增长52.14%，主要系往来款增长所致。

非流动资产

2018—2020年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长13.82%。截至2020年底，公司非流动资产136.31亿元，较2019年底增长7.64%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占12.05%）、固定资产（占58.53%）和无形资产（占9.01%）构成。

图5 截至公司2020年底非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2018—2020年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长29.44%。截至2020年底，公司长期股权投资16.43亿元，较2019年底增长39.02%，主要系公司投资成立厦钨鸿鑫（厦门）投资合伙企业（有限合伙）等联营企业所致。

2018—2020年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长14.90%，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转固所致。截至2020年底，公司固定资产79.79亿元，较2019年底增长11.88%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占42.26%）和机器设备（占53.35%）构成，累计计提折旧50.02亿元，计提减值准备0.70亿元，固定资产平均成新率为61.13%，成新率一般。

2018—2020年末，公司无形资产波动增长，年均复合增长18.28%。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。截至2020年底，公司无形资产12.28亿元，较2019年底下降3.21%。公司无形资产主要包括土地使用权及采矿权，累计摊销4.80亿元。

截至2020年底，公司合计2.48亿元的资产受限，受限资产占总资产的0.99%，受限资产占比低。

表 11 2020 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	0.20	保证金
存货	1.66	抵押贷款
投资性房地产	0.62	抵押贷款
合计	2.48	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司合并资产总额279.93亿元，较2020年底增长11.51%，主要系货币资金、存货等流动资产增长所致。其中，流动资产占50.44%，非流动资产占49.56%。截至2021年3月底，公司货币资金余额16.57亿元，较2020年底增长44.66%，主要系公司长短期借款增加所致。

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。

2018—2020年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长4.09%。截至2020年底，公司所有者权益99.26亿元，较2019年底增长1.54%，较2019年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为76.71%，少数股东权益占比为23.29%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占14.16%、29.98%和27.74%。所有者权益稳定性较好。

截至2021年3月底，公司所有者权益103.77亿元，较2020年底增长4.54%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为76.35%，少数股东权益占比为23.65%。

负债

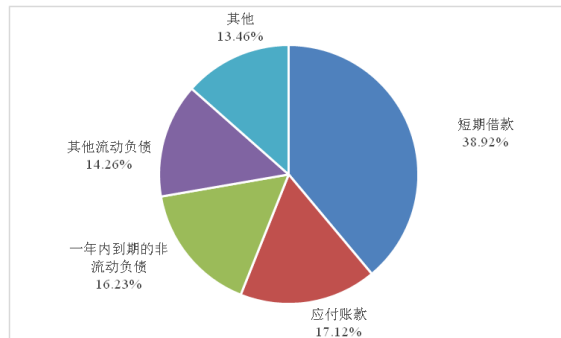
2018—2020 年末，公司债务规模持续增长，整体债务负担一般；公司债务以短期债务为主，债务结构有待进一步优化，公司存在较大短期债务偿还压力。

2018—2020年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长6.65%。截至2020年底，公司负债总额151.77亿元，较2019年底增长10.82%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占82.95%，非流动负债占17.05%。公司负债以流动负债为主。

2018—2020年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长7.13%。截至2020年底，公司流动负债125.90亿元，较2019年底增长15.98%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占38.92%）、应付账款（占17.12%）、一年内到期的非流动负债（占

16.23%) 和其他流动负债 (占14.26%) 构成。

图6 截至公司2020年底流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2018—2020 年末，公司短期借款波动下降，年均复合下降 8.62%。截至 2020 年底，公司短期借款 49.00 亿元，较 2019 年底下降 20.77%，主要系公司调整债务期限结构、增加长期借款所致。公司短期借款主要为信用借款（占 95.29%）。

2018—2020 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 17.32%。截至 2020 年底，公司应付账款 21.55 亿元，较 2019 年底增长 31.91%，主要系子公司未到结算期原材料采购款增加所致。公司应付账款主要为原材料采购货款（占 86.15%）。其中，账龄超过 1 年的重要应付账款为 0.36 亿元，占比很低，综合账龄短。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 28.35%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 20.44 亿元，较 2019 年底大幅增加 19.53 亿元，主要系公司一年内到期的长期银行借款和中期票据增加所致。截至 2020 年底，公司一年内到期的应付债券为 2018 年发行的合计本金金额为 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”。

2018—2020 年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 8145.60%。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 2020 年底，公司其他流动负债 17.96 亿元，较 2019 年底增长 16.47%，主要系公司发行超短期融资券规模增长所致。

2018—2020 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 4.41%。截至 2020 年底，公司非流动负债 25.88 亿元，较 2019 年底下降 8.88%。公司非流动负债主要由长期借款（占 80.02%）和递延收益（占 12.49%）构成。

2018—2020 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 231.89%。截至 2020 年底，公司长期借款 20.71 亿元，较 2019 年底大幅增长 237.18%，主要系公司调整债务期限结构，增加长期借款所致。公司长期借款主要由信用借款（占 70.14%）和保证借款（占 30.37%）⁷构成。

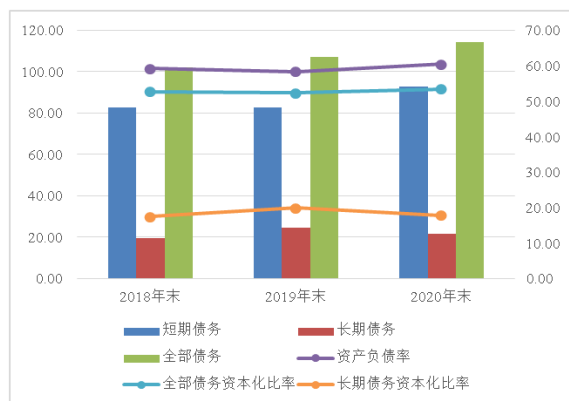
2018—2020 年末，公司递延收益持续增长，年均复合增长 14.46%。截至 2020 年底，公司递延收益 3.23 亿元，较 2019 年底增长 12.74%，主要为政府补助。

有息债务方面，有息债务方面，2018—2020 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 5.72%。截至 2020 年底，公司全部债务 114.27 亿元，较 2019 年底增长 6.49%，主要系短期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占 81.14%，长期债务占 18.86%，以短期债务为主，其中，短期债务 92.72 亿元，较 2019 年底增长 11.87%，主要系一年内到期的债券余额增长所致；长期债务 21.55 亿元，较 2019 年底下降 11.76%。

从债务指标来看，2018—2020 年，公司资产负债率分别为 59.29%、58.35%和 60.46%，三年加权平均值为 59.59%，波动增长；全部债务资本化比率分别为 52.74%、52.33%和 53.51%，三年加权平均值为 53.00%，波动增长；长期债务资本化比率分别为 17.47%、19.99%和 17.84%，三年加权平均值为 18.41%，波动增长。公司债务负担一般，2020 年底较上年底变化很小。

⁷ 合计数为减去一年内到期的长期借款余额，故合计比例超过 100%

图7 公司债务负担情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报告

截至2020年底, 公司全部债务中还款期在1年以内的债务金额很大, 以银行借款和一年内到期的应付债券为主, 存在较大短期偿债压力。

表 12 截至 2020 年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	92.72
1~2 年	3.39
2~3 年	10.87
3 年以上	7.29
合计	114.27

资料来源: 公司提供

截至 2021 年 3 月底, 公司全部债务 128.22 亿元, 较 2020 年底增长 12.21%, 主要系借款增加所致。债务结构方面, 短期债务占 77.89%, 以短期债务为主, 从债务指标来看, 截至 2021 年 3 月底, 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 62.93%、55.27%和 21.46%, 较 2020 年底分别提高 2.47 个百分点、1.76 个百分点和 3.62 个百分点。

3. 盈利能力

近年来公司营业收入波动下降。受益于电池材料和稀土业务收入增长, 2020 年公司营收规模同比有所增长。公司管理费用及研发费用占比较高, 费用控制能力尚可。近年来公司业务景气度有所波动。2020 年, 随着钨钼制品市场的回暖、电池材料产品销售持续向好以及稀

土产品价格上涨, 公司盈利指标同比大幅提升。

2018—2020 年, 公司营业收入波动下降, 年均复合下降 1.53%。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。2020 年, 公司实现营业收入 189.64 亿元, 同比增长 9.02%, 主要系电池材料和稀土业务收入增长所致。营业成本波动下降, 年均复合下降 2.38%。2020 年营业成本 154.88 亿元, 同比增长 6.21%; 营业利润率为 17.37%, 同比提高 2.65 个百分点, 同比变化不大。

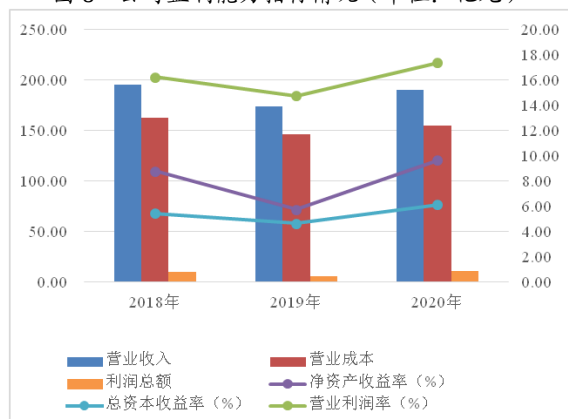
从期间费用看, 2018—2020 年, 公司费用总额波动增长, 年均复合增长 0.39%。2020 年, 公司费用总额为 23.08 亿元, 同比下降 0.18%, 同比变化不大。从构成看, 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 12.12%、31.25%、37.29%和 19.33%, 以管理费用和研发费用为主。其中, 销售费用为 2.80 亿元, 同比下降 21.60%, 主要系本期受疫情影响, 销售费用减少, 且属于合同履约成本的运杂费调整至营业成本导致同比大幅下降所致; 管理费用为 7.21 亿元, 同比增长 9.25%, 主要系本期薪酬、折旧和摊销费用增加所致; 研发费用为 8.61 亿元, 同比增长 3.00%; 财务费用为 4.46 亿元, 同比下降 2.86%。期间费用率分别为 11.71%、13.29%和 12.17%, 公司费用控制能力尚可。

非经常性损益方面, 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。2020 年, 公司实现投资收益 0.71 亿元, 同比下降 57.82%, 主要系本期合营企业盈利减少, 按权益法确认投资收益同比减少所致, 投资收益占营业利润比重为 6.33%; 其他收益 1.94 亿元, 同比下降 32.26%, 主要系政府补助减少所致, 其他收益占营业利润比重为 17.27%。2020 年公司投资收益和其他收益等对利润贡献不大。

受上述因素影响,2018—2020年,公司利润总额分别为9.87亿元、5.54亿元、10.76亿元,波动增长,年均复合增长4.38%。2020年,公司利润总额同比大幅增长94.29%,主要系钨钼制品和电池材料业务利润增长所致,公司盈利水平同比明显提升。

盈利指标方面,2018—2020年,公司总资产收益率分别为5.40%、4.61%和6.09%,三年加权平均值分别为5.51%,波动增长;净资产收益率分别为8.75%、5.73%和9.63%,三年加权平均值为8.29%,波动增长。公司盈利水平较好。

图8 公司盈利能力指标情况(单位:亿元)



资料来源:公司财务报告

2021年1—3月,公司实现营业收入62.97亿元,同比大幅增长78.11%;公司实现利润总额5.20亿元,同比大幅增长197.12%,主要系公司钨钼业务、电池材料业务和稀土业务利润均同比大幅增加所致,同时存在上年同期受疫情影响效益较差的因素。

4. 现金流

近年来公司经营活动现金净流入量波动下降,但保持较大规模净流入,投资活动现金净流出规模2020年有所下降,但仍然较高。考虑到未来在建工程的持续投入,公司仍存一定筹资压力。

从经营活动来看,从经营活动来看,2018—2020年,公司经营活动现金流入分别为153.90亿元、132.82亿元和135.16亿元,波动

下降,年均复合下降6.29%;同期,公司经营活动现金流出分别为150.19亿元、113.78亿元和118.72亿元,波动下降,年均复合下降11.09%。2018—2020年,公司经营活动现金净额分别为3.71亿元、19.05亿元和16.44亿元,波动增长,年均复合增长110.39%。2020年,公司经营活动现金净流入同比下降13.68%,主要系电池材料板块收入占比提升,但销售结算以银行承兑汇票为主所致。2018—2020年,公司现金收入比分别为74.98%、72.26%和67.93%,持续下降,考虑电池材料业务板块票据结算比例较高,公司实际收入实现质量较好。

从投资活动来看,从投资活动来看,2018—2020年,公司投资活动现金流入分别为1.05亿元、0.61亿元和0.99亿元,波动下降,年均复合下降3.04%;同期,公司投资活动现金流出分别为15.10亿元、21.40亿元和13.94亿元,波动下降,年均复合下降3.92%。2018—2020年,公司投资活动现金净额分别为-14.05亿元、-20.79亿元和-12.96亿元,波动下降,年均复合下降3.98%。2020年,公司投资活动现金净流出同比下降37.69%,净流出规模有所下降,主要系公司电池材料板块扩产投资规模减小所致,但仍然处于较高水平。

2018—2020年,公司筹资活动前现金流量净额分别为-10.34亿元、-1.75亿元和3.48亿元,2020年,公司筹资活动前现金流量净额同比大幅增加,筹资需求减小。

从筹资活动来看,从筹资活动来看,2018—2020年,公司筹资活动现金流入分别为90.46亿元、109.18亿元和97.36亿元,波动增长,年均复合增长3.74%;同期,公司筹资活动现金流出分别为77.28亿元、103.33亿元和105.87亿元,持续增长,年均复合增长17.04%。2018—2020年,公司筹资活动现金净额分别为13.18亿元、5.85亿元和-8.51亿元,持续下降。2020年,公司筹资活动现金流由上年的净流入转为净流出,主要系本期偿还票据融资和收购少数股东股权支出增加所致。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入量	153.90	132.82	135.16	39.14
经营活动现金流出量	150.19	113.78	118.72	40.56
经营活动现金流量净额	3.71	19.05	16.44	-1.43
投资活动现金流入量	1.05	0.61	0.99	0.47
投资活动现金流出量	15.10	21.40	13.94	2.27
投资活动现金流量净额	-14.05	-20.79	-12.96	-1.80
筹资活动现金流入量	90.46	109.18	97.36	33.73
筹资活动现金流出量	77.28	103.33	105.87	25.29
筹资活动现金流量净额	13.18	5.85	-8.51	8.44
筹资活动前现金流	-10.34	-1.75	3.48	-3.23

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021 年 1—3 月，公司经营现金净流出 1.43 亿元，较上年同期的净流入 1.81 亿元转为净流出，主要系本期营收增长的情况下，原材料等采购营运资金占用增加所致。2021 年 1—3 月，公司现金收入比为 60.28%，同比下降 10.47 个百分点。同期，公司实现投资活动现金净流出 1.80 亿元，同比下降 33.51%，主要系公司主要在建工程投资减少所致。从筹资活动来看，2021 年 1—3 月，公司实现筹资活动现金净流入 8.44 亿元，为上年同期的 9.40 倍，主要系采购成本增长导致融资增加所致。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力较弱，考虑到公司在国家资源战略中具备一定地位，可获得较强的外部支持，公司实际偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，从短期偿债能力指标看，2018—2020 年底，公司流动比率分别为 109.26%、99.56%和 91.13%，三年加权平均值为 97.28%，持续下降；速动比率分别为 51.82%、55.23%和 49.34%，三年加权平均值为 51.60%，波动下降。2018—2020 年，公司经营现金流动负债比率分别为 3.39%、17.55%和

13.06%，三年加权平均值为 12.47%，波动增长。截至 2021 年 3 月底，公司现金短期债务比为 0.17 倍，较 2020 年底有所上升，公司资产的流动性相对较弱。总体上看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 18.89 亿元、16.90 亿元和 22.88 亿元，波动增长。2018—2020 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 7.74 倍、4.17 倍和 6.19 倍，波动下降，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA 分别为 5.41 倍、6.35 倍和 4.99 倍，波动下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。2020 年，公司长期偿债指标有所增强，公司长期偿债能力尚可。

截至 2020 年底，公司在银行授信总额为 240.40 亿元，尚未使用额度为 161.98 亿元，公司间接融资渠道畅通；另外公司为 A 股上市公司（600549.SH），具备直接融资渠道。综合看，公司融资渠道畅通。

截至 2020 年底，公司无对外担保。

截至 2020 年底，公司重大未决诉讼包括：

（1）成都市金牛片区旧城改造项目（现案名“中铁鹭岛艺术城”）的诉讼是厦门钨业控股子公司厦门滕王阁与中铁二局集团有限公司（以下简称“中铁二局”）、厦门龙邦有限公司（以下简称“厦门龙邦公司”）以成都同基置业有限公司（以下简称“同基置业”）为平台合作开发的项目。鉴于中铁二局在迟延履行将已评估作为注册资本的合作地块权属变更登记至同基置业名下等义务的情形下，却于 2017 年 11 月 25 日向厦门滕王阁送达《关于解除金牛片区旧城改造项目合作的函》，通知厦门滕王阁即日起解除厦门滕王阁、中铁二局与厦门龙邦公司三方的合作合同。厦门滕王阁被迫提起股东出资纠纷诉讼，要求法院判令中铁二局履行出资义务、承担违约责任，并确认中铁二局发出的解除通知无效。四川省高级人民法院二审开庭审理阶段法院受理此案后，中铁二局提起反诉，要求确认解除通知有效，判令厦门滕王阁承担逾期出资的违约责任。四川省高级人民法

院已审理并做出一审判决如下：中铁二局在本本判决生效 90 日内将案涉地块的国有土地使用权权属变更登记到同基置业名下，中铁二局应向同基置业承担迟延履行出资义务违约责任，中铁二局于 2017 年 11 月 25 日向厦门滕王阁送达的《关于解除金牛片区旧城改造项目合作的函》无效。中铁二局不服一审判决，已提起上诉，上诉至最高人民法院。本案二审于 2020 年 7 月 24 日、2020 年 11 月 20 日开庭，目前等待法院判决。（2）关于江西巨通实业有限公司（以下简称“江西巨通公司”，公司控股子公司）2013 年 9 月 5 日作出的变更江西巨通公司章程的股东会决议以及依该决议形成的公司章程，修水县巨通投资控股有限公司（以下简称“修水巨通”）、刘典平和武宁天力实业有限公司以公司决议纠纷为由提起了诉讼，要求武宁县法院判决该股东会决议无效，并确定依该决议形成的公司章程不成立，并要求撤销依据 2013 年 9 月 5 日股东会决议及章程进行的相关工商登记。2020 年 12 月 9 日，江西巨通公司收到判决书，一审判决江西巨通胜诉。江西巨通公司于 2020 年 12 月 29 日收到修水巨通、刘典平和武宁天力的上诉状，本案在九江市中级人民法院二审中。（3）公司控股股东福建稀土集团诉被告修水巨通及第三人江西巨通一案，福建省高院一审判决确认福建稀土集团、修水巨通、江西巨通于 2013 年 9 月 5 日签订的《股权转让协议》为有效合同，确认福建稀土集团享有江西巨通 48% 股权（江西巨通增资扩股后股比降至 32.36%）。一审判决后，修水巨通上诉至最高院，请求撤销福建省高院作出的一审判决，改判驳回福建稀土集团的诉讼请求。最高人民法院已作出二审判决，判决驳回修水巨通的上诉，维持原判。该判决为终审判决。本案二审判决作出后，修水巨通向最高民事检察监督审查阶段院申请再审，请求撤销本案一审判决和二审判决。最高人民法院作出驳回修水巨通的再审申请的裁定。2021 年 3 月福建稀土集团收到最高人民检察院送达的受理刘典平提出抗诉申请的通知。 （4）刘典平、

武宁天力实业有限公司向武宁县法院提起民事诉讼，将公司收购 32.36% 股权所在公司-江西巨通实业有限公司列为被告，并将福建稀土集团和厦门三虹公司列为第三人。刘典平和武宁天力的诉讼请求为：“确认 2014 年 11 月 28 日江西巨通实业有限公司股东会决议不成立”。该股东会决议系为关于江西巨通 2014 年 12 月 26 日增资扩股及相关事项的股东会决议。案件一审武宁县人民法院判决江西巨通 2014 年 11 月 28 日股东会决议不成立。江西巨通提起上诉。案件二审九江市中级人民法院驳回上诉，维持原判。2021 年 1 月江西巨通向江西省高级人民法院申请再审。

6. 同业对比

公司在同业中业务规模和债务负担一般。

2020 年，公司资产规模、营收规模和债务负担在行业内均处于一般水平。

表 14 公司同业对比情况

指标名称	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	华友钴业股份有限公司	云南锡业股份有限公司	厦门钨业股份有限公司
资产总额（亿元）	1224.41	269.45	374.59	251.04
营业收入（亿元）	1129.81	209.93	447.95	189.64
净利润（亿元）	24.79	11.65	8.59	9.56
资产负债率（%）	61.34	53.79	60.80	60.46
ROE（%）	5.84	13.18	5.45	8.19

注：为便于比较，数据均为 Wind 口径
资料来源：公开资料及公司提供

7. 母公司财务分析

母公司债务负担较轻，盈利能力弱，经营性净现金流入同比增长。

截至 2020 年底，母公司资产总额 142.60 亿元，较 2019 年底增长 6.39%。其中，流动资产 65.52 亿元（占比 45.94%），非流动资产 77.08 亿元（占比 54.06%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 9.12%）和其他应收款（占 70.32%）构成。非流动资产主要由长期股权投资（占 94.14%）构成。截至 2020 年底，母公司负债总额 80.41 亿元，较 2019 年底增长 8.81%。

其中，流动负债 76.31 亿元（占 94.90%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 20.07%）、其他应付款等构成，非流动负债主要由长期借款（占 97.65%）构成。2020 年底母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.39% 和 38.55%，债务负担较轻。

2020 年，母公司营业收入为 22.97 亿元，利润总额为 3.26 亿元。同期，母公司投资收益为 5.01 亿元。2020 年公司营业利润率为 7.86%，盈利能力弱。

现金流方面，2020 年，公司母公司经营活动现金流净额为 3.48 亿元，同比增长 39.82%；投资活动现金流净额-1.39 亿元，筹资活动现金流净额-7.86 亿元，2020 年内公司筹资压力小。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 154.53 亿元，所有者权益为 61.78 亿元，负债总额 92.75 亿元；母公司资产负债率 60.02%；全部债务 59.95 亿元，全部债务资本化比率 49.25%。2021 年 1—3 月，母公司营业收入 10.46 亿元，利润总额-0.39 亿元，投资收益 0.10 亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务影响不大，经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。公司 2021 年有一定债券集中兑付压力。

1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行金额为 6 亿元，占公司 2021 年 3 月底全部债务的 4.68%，占长期债务的 21.16%，本期中期票据的发行对公司现有债务影响不大。

截至 2021 年 3 月底，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 62.93%、55.27% 和 21.46%，本期中期票据发行后，上述三项指标将分别上升至 63.71%、56.40% 和 24.87%，变化很小。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 153.90 亿元、132.82 亿元和 135.16 亿元，分别为本期中期票据本金的 25.65 倍、22.14 倍和 22.53 倍；公司经营活动现金流量净额分别为 3.71 亿元、19.05 亿元和 16.44 亿元，分别为本期中期票据本金的 0.62 倍、3.17 倍和 2.74 倍；公司 EBITDA 分别为 18.89 亿元、16.90 亿元和 22.88 亿元，分别为本期中期票据本金的 3.15 倍、2.82 倍和 3.81 倍。

表 15 截至 2021 年 6 月 20 日公司存续债券概况

（单位：亿元）

债项简称	债券余额	发行日	到期兑付日
18 厦钨 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
21 厦钨 SCP001	6.00	2021/4/1	2021/10/23
合计	18.00	--	--

资料来源：Wind

截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产 16.67 亿元，为存续债券到期偿债金额的 0.93 倍，对存续债券保障能力尚可。2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 135.16 亿元、16.44 亿元和 22.88 亿元，为存续债券到期偿债金额的 7.51 倍、0.91 倍和 1.27 倍。公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力很强，现金类资产和经营活动现金流净额对存续债券保障能力尚可，EBITDA 对存续债券保障能力较强。

十一、结论

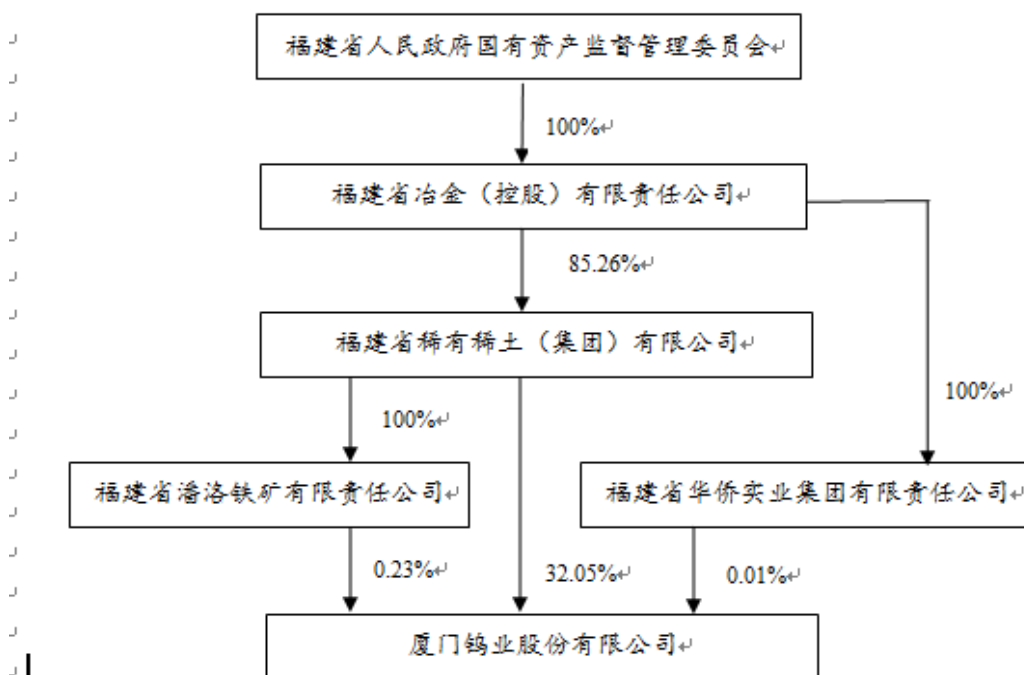
公司作为世界大型钨冶炼企业，具备丰富的钨资源储量，得到了控股股东福建稀土集团在资源获取方面较大的支持，2020 年公司稀土业务盈利水平明显提升。同时，联合资信也关注到目前公司所处行业景气度波动较大，债务规模有所增长，短期偿付压力较大及规划投资规模大等因素给公司经营及信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障程度很高。

考虑到在钨钼制品行业具备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；随着稀土行业有所回暖、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。

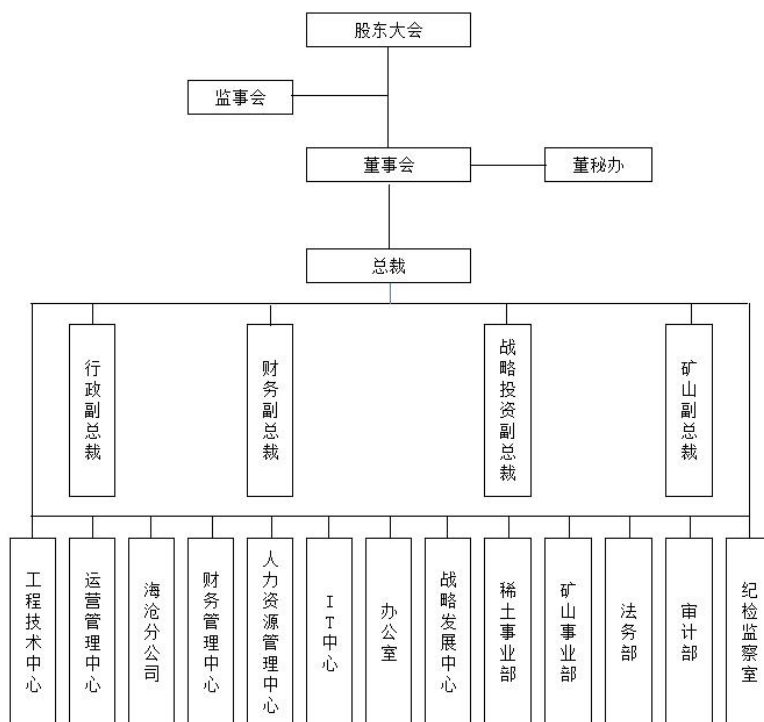
基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿还债务的能力很强，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司一级子公司情况

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	70.00
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股份有限公司	厦门市	工业生产	61.29
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	成都联虹钨业有限公司	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	100.00
29	厦门势拓智动科技有限公司	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
36	厦门势拓御能科技有限公司	厦门市	工业生产	100.00

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	18.48	16.67	11.68	16.67
资产总额（亿元）	225.05	234.71	251.04	279.93
所有者权益（亿元）	91.62	97.76	99.26	103.77
短期债务（亿元）	82.84	82.88	92.72	99.86
长期债务（亿元）	19.40	24.42	21.55	28.36
全部债务（亿元）	102.24	107.30	114.27	128.22
营业收入（亿元）	195.57	173.96	189.64	62.97
利润总额（亿元）	9.87	5.54	10.76	5.20
EBITDA（亿元）	18.89	16.90	22.88	--
经营性净现金流（亿元）	3.71	19.05	16.44	-1.43
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.59	6.61	7.70	--
存货周转次数（次）	2.83	2.62	3.08	--
总资产周转次数（次）	0.95	0.76	0.78	--
现金收入比（%）	74.98	72.26	67.93	60.28
营业利润率（%）	16.21	14.72	17.37	17.28
总资本收益率（%）	5.40	4.61	6.09	--
净资产收益率（%）	8.75	5.73	9.63	--
长期债务资本化比率（%）	17.47	19.99	17.84	21.46
全部债务资本化比率（%）	52.74	52.33	53.51	55.27
资产负债率（%）	59.29	58.35	60.46	62.93
流动比率（%）	109.26	99.56	91.13	98.62
速动比率（%）	51.82	55.23	49.34	52.31
经营现金流动负债比（%）	3.39	17.55	13.06	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.20	0.13	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	7.74	4.17	6.19	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.41	6.35	4.99	--

注：1.公司 2021 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

资料来源：公司财务报告

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.60	11.75	5.98	9.58
资产总额（亿元）	130.30	134.03	142.60	154.53
所有者权益（亿元）	58.03	60.13	62.19	61.78
短期债务（亿元）	41.46	26.72	35.01	48.94
长期债务（亿元）	17.20	17.25	4.00	11.01
全部债务（亿元）	58.66	43.97	39.01	59.95
营业收入（亿元）	37.68	23.92	22.97	10.46
利润总额（亿元）	2.70	3.80	3.26	-0.39
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	2.04	2.49	3.48	1.93
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.64	7.42	8.19	--
存货周转次数（次）	10.48	8.82	13.65	--
总资产周转次数（次）	0.30	0.18	0.17	--
现金收入比（%）	92.85	89.74	101.11	82.09
营业利润率（%）	7.09	7.29	7.86	5.64
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	4.64	6.75	5.23	--
长期债务资本化比率（%）	22.86	22.29	6.05	15.13
全部债务资本化比率（%）	50.27	42.24	38.55	49.25
资产负债率（%）	55.46	55.13	56.39	60.02
流动比率（%）	102.88	103.46	85.86	87.51
速动比率（%）	96.78	100.52	84.00	84.86
经营现金流动负债比（%）	3.72	4.40	4.56	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.44	0.17	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：母公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：公司财务报告

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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

联合资信评估股份有限公司关于 厦门钨业股份有限公司 2021 年度第一期中期票据 的跟踪评级安排

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

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

厦门钨业股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对厦门钨业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，厦门钨业股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注厦门钨业股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现厦门钨业股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对厦门钨业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

