

信用等级公告

联合[2011] 054 号

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

厦门钨业股份有限公司
主体长期信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年一月十九日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与厦门钨业股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与厦门钨业股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因厦门钨业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由厦门钨业股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、厦门钨业股份有限公司主体长期信用等级自 2011 年 1 月 19 日至 2012 年 1 月 18 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一一年一月十九日



厦门钨业股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA

评级展望：稳定

评级时间：2011 年 1 月 19 日

财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额(亿元)	85.61	88.32	107.06	112.63
所有者权益(亿元)	31.69	34.06	40.18	40.63
长期债务(亿元)	18.70	9.02	3.94	0.86
全部债务(亿元)	27.03	24.52	20.05	17.00
营业收入(亿元)	46.25	49.47	63.38	39.05
利润总额(亿元)	3.79	4.05	7.24	5.90
EBITDA(亿元)	5.53	6.15	9.14	--
营业利润率(%)	13.99	16.07	18.15	22.00
净资产收益率(%)	9.54	9.87	11.59	--
资产负债率(%)	62.98	61.43	62.47	63.93
全部债务资本化比率(%)	46.03	41.86	33.29	29.50
流动比率(%)	222.60	161.30	119.77	117.05
全部债务/EBITDA(倍)	4.89	3.99	2.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.48	7.20	13.95	--

注：公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》，2010 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

王 健 刘新宇

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对厦门钨业股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为世界最大的钨冶炼企业，具备生产能力突出、资源储备较为充足、产业链完整和技术水平高等显著优势；近年公司收入和利润规模持续增长，盈利能力逐步提高。此外，联合资信也关注到公司钨钼制品业务周期性较强、房地产业务板块收入不稳定等因素给公司带来的不利影响。

考虑到公司在钨钼制品行业较高的原料自给率及完整的产业链，公司钨钼制品业务有优于同行的成本控制及价格传导转嫁能力；随着公司能源新材料业务的逐步扩大，公司产业链分散风险的作用将得以显现。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 钨钼和稀土资源为国家战略性资源，中国经济快速发展，对钨钼产品需求持续增加，钨钼产业长期发展前景较好。
2. 公司钨钼产业具有从矿山、冶炼、粗加工和精细加工的完整的产业链，整体抗风险能力较强。
3. 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。
4. 公司正在整合福建稀土资源，能源新材料业务发展有保障。

关注

1. 2008 年以来钨钼金属原料价格大幅波动，公司原料采购风险和成本控制压力加大。
2. 2009 年受钨钼产品需求和价格下降影响，公司钨钼等有色金属产品收入大幅下降。

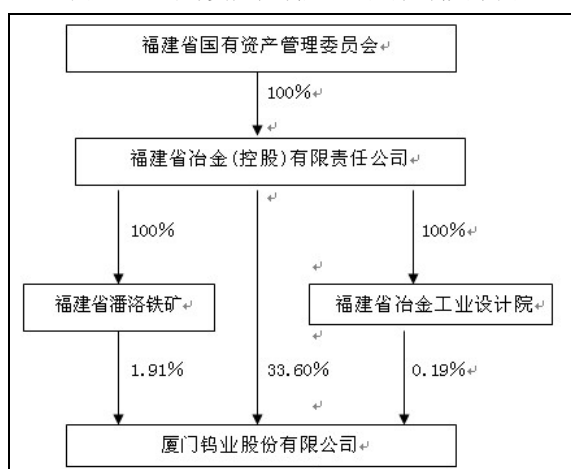
3. 受国家房地产政策影响，公司房地产销售及租赁业务收入未来存在一定的不确定性。

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“三虹公司”），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。

2002年11月7日公司在上海证券交易所上市，发行后公司股本总额12000万元。自成立之日起，公司历经数次股权转让，截至2009年底，公司股本总额为68198.00万元，第一大股东为国有独资公司福建省冶金（控股）有限责任公司（以下简称“福建冶金”），占公司33.60%，并通过2家全资子公司持有公司2.10%的股份，合计控制公司35.70%的股份；福建冶金是福建省国资委占福建冶金100%的股份，公司实际控制人为福建省国资委。

图1 公司与实际控制人之间的控制关系图



资料来源：公司提供

公司现主要从事钨钼等有色金属和稀土冶

炼、加工和销售，兼营房地产开发与经营；公司主要产品品种有：仲钨酸铵、氧化钨、钨粉、碳化钨粉和硬质合金、钨钼丝系列电光源材料等。

公司本部设财务管理中心、企业管理中心、IT中心、办公室、战略发展中心和检察审计部等职能部门。

截至2009年底，公司（合并）资产总额为107.06亿元，所有者权益合计为40.08亿元（其中少数股东权益17.07亿元）；2009年公司实现营业收入63.38亿元，利润总额7.24亿元。

截至2010年9月底，公司（合并）资产总额为112.63亿元，所有者权益（其中少数股东权益15.39亿元）合计为40.63亿元。2010年1~9月，公司实现营业收入39.05亿元，利润总额5.90亿元。

公司注册地址：厦门市海沧区柯井社；公司法定代表人：刘同高。

二、行业分析

目前公司已形成以钨为主业，钼和能源新材料为两翼，房地产业务为补充的多元化发展格局。

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，因其具有高熔点、高比重、高硬度的物理特性，而被广泛应用于机械制造、国防军工、航空航天、矿山工具、石油矿井、工业刀具等重要领域。

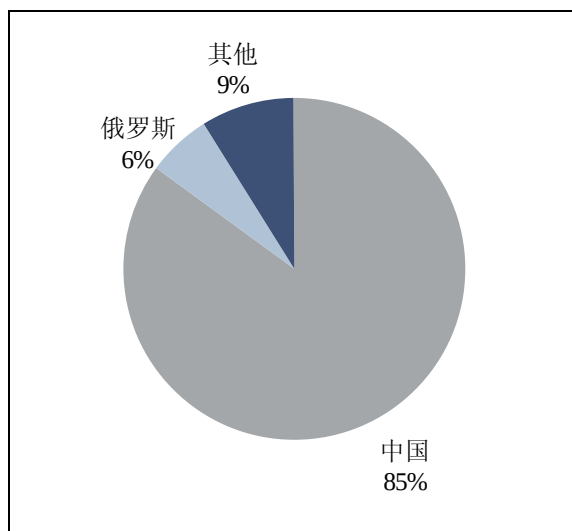
资源分布

根据美国地质测量局的统计数据，目前世界钨储量约为 290 万吨，主要分布在中国、加拿大、俄罗斯、美国、韩国等国家和地区。

中国是世界上钨资源最丰富的国家，目前已探明的储量达到 180 万吨，约占世界总储量的 62%。

目前世界钨供给量 85% 由中国提供，其次为俄罗斯 6%。中国的供给直接影响着整个世界钨品供给情况，而中国的钨消费占世界的 30%，其余的均用于出口。

图 2 世界钨供给情况



资料来源：安泰科

中国钨资源中约 70% 为白钨，约 30% 为黑钨，主要分布在湖南、江西、河南、广东、福建等省份，其中湖南、江西两省的钨储量最多，两者合计约占到全国总储量的 60%。尽管中国的钨资源最为丰富，但世界钨消耗量中每年近 80% 以上都来自中国，经过数年的开采，中国的钨资源储量所占比重呈现出下降的趋势。同时，中国一直以来以开采黑钨为主，目前黑钨资源已经面临枯竭的危险。

钨产业链

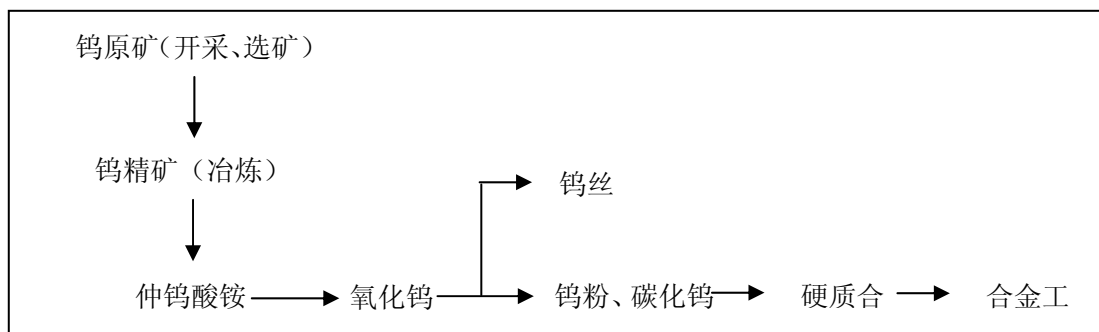
钨产业链自上而下分为上游的钨精矿，中游的仲钨酸铵（APT），氧化钨，钨粉和碳化钨粉，下游为钨材，钨钢，钨化工和硬质合金等。上游钨精矿的毛利率可以达到 40%，而中间冶炼产品 APT，钨粉和碳化钨粉的毛利率在 15%-30% 之间，下游产品硬质合金的毛利率为 40% 左右。从产业链结构上看，钨产品的利润呈现两端高，中间低的现象。由于上游钨精矿资源有限，所以钨产业链的发展方向是下游高附加值的硬质合金。

近二十年来，中国钨产品的生产能力保持高速发展态势，至“十五”末期，中国仲钨酸铵、钨粉、硬质合金等主要钨产品的年生产能力分别达到 13.10 万吨、5.36 万吨和 2.84 万吨，分别为 2000 年生产能力的 1.54 倍、1.85 倍和 3.16 倍。“十五”期间，中国主要钨产品的实际产量也基本上保持了增长态势。

在钨的消费结构中，硬质合金约占 50%，钨铁约占 30%，钨材约占 13%。利用硬质合金生产的合金工具种类繁多，产品多达 5000 多种。硬质合金从应用上主要可以分为切削刀具和矿用工具两方面，比例分别占到了硬质合金应用的 33% 和 25%。切削刀具中，硬质合金主要作为刀具材料，如车刀、铣刀、刨刀、钻头、镗刀等，用于切削铸铁、有色金属、塑料、化纤、石墨、玻璃、石材和普通钢材以及难加工的材料等，切削加工主要依托机床来实现。矿用工具方面，硬质合金主要作为凿岩工具、采掘工具、钻探工具，在矿产、石油开采、基础设施建设等方面发挥重要作用。

在世界经济趋于繁荣的环境下，汽车、航空航天、机械、采矿、石油、钢铁等行业均得到了迅速发展，对钨类产品的需求也在大量增加。中国、西欧、美国和日本是钨产品最大的消费国或地区，四个国家或地区的合计消费量约占到世界钨消费总量的 90%。

图3 钨工业产业链

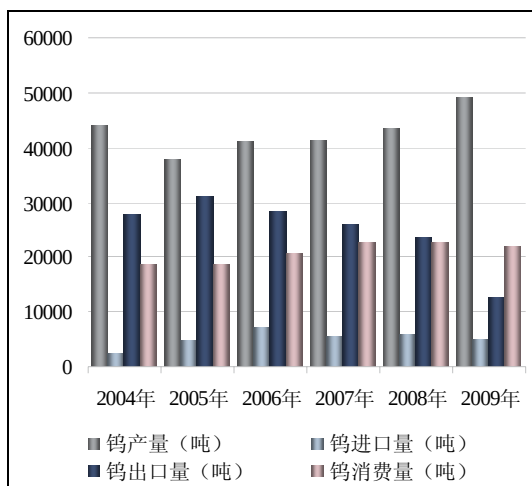


资料来源：联合资信整理

钨精矿和钨产品

据中国有色金属工业协会统计，2009年，中国钨精矿产量为9.9万吨（折合量65%纯度的WO₃），同比增长17.35%；其中湖南生产钨精矿2.31万吨，同比下降16.25%；江西生产钨精矿4.66万吨，同比增长18.68%。2009年江西钨精矿产量占全国总产量的47.1%，湖南占全国总产量的23.3%，江西和湖南占全国钨精矿产量的70.4%。广东、广西、河南和福建的产量增加较快，因此江西和湖南占全国钨精矿产量比重也在下降。

图4 中国钨产量和消费量以及进出口量



资料来源：中国钨业协会

为了有效保障钨矿的有序开采、保护日渐减少的钨资源，国家实行钨精矿生产配额制，限定每年的生产量，力求从源头上控制开采总量。而在加强钨行业准入和产品出口管理，依法开展清理整顿、规范生产经营秩序的同时，

国家还进一步实施矿产资源整合，鼓励大企业的兼并收购以改变部分矿山过度开采、资源利用水平较低、企业无序竞争的局面。根据中国钨业协会数据，2009年，中国钨产量为4.9万吨，同比增长12.64%；但是钨出口量则下降为1.26万吨，降幅达47.15%。

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

总体看，随着资源的整合，钨资源量掌握在少数几家企业中，大大提高议价能力，有望助推钨价格上涨。再有，国家对钨采取出口配额限制以及总量控制政策，中国钨产品出口呈下降趋势。

钨产品价格走势

目前，中国是全球钨储量、生产量和出口量最大的国家。在世界钨消耗量逐渐增长的情况下，APT（仲钨酸铵，一般称APT，英文名称Ammonium Paratungstate）价格也在逐步走高，特别是2003年~2007年，APT价格大幅增长后一直在高位运行，最高时APT价格在

300 美元/吨。2008 年下半年-2009 年上半年，在全球经济危机的大背景下，APT 价格受到下游工业行业需求萎缩大幅下跌，2009 年 8 月时达到 200 美元/吨；之后，在国际经济回暖的作用下，APT 价格回升，2010 年 8 月回升到 240 美元/吨。在全球钨需求量继续增长，APT 供应量基本稳定的情况下，预计钨类产品的价格在未来仍会保持回升状态。

图 5 2003 年~2010 年 8 月 APT 价格走势



数据来源：联合资信整理

行业政策

钨是重要的战略资源，中国从 20 世纪 80 年代开始对钨矿开采秩序进行治理整顿，于 1991 年将钨列为国家实行保护性开采的特定矿种，2002 年起对钨生产实行总量控制。

随着经济的发展，世界对钨需求量的增加，导致中国钨矿的乱采滥挖现象、低水平冶炼能力重复建设现象再次盛行，中间原料和低技术含量产品出口量大幅增长，严重影响了中国钨行业的健康发展。为规范钨行业的生产经营秩序，中国自 2005 年开始了钨行业的新一轮政策调控。2005 年 5 月，钨及其制品的出口退税率从 13% 下调至 8%；2005 年 7 月，国务院转发发改委、国土资源部、商务部等七部委《关于加强钨锡铋行业管理的意见》，再次要求加强行业准入和产品出口管理；2006 年 1 月，APT、钨粉末产品出口退税率从 8% 下调到 5%、2006 年 9 月 15 日起又被取消；2006 年 11 月，钨精矿加工贸易被禁止；2006 年 12 月，商务部发布

《钨行业准入条件》；2007 年 1 月，国家对 APT、钨粉末产品开征 5% 的出口关税，蓝色氧化钨出口退税率由 5% 下降到 0，混合料的出口退税率由 13% 下降到 0，钨丝的出口退税率由 13% 下降到 5%，部分合金深加工产品的出口退税率由 13% 下降到 5%；2007 年，商务部将钨品的出口配额再次下调至 1.54 万吨；国务院关税税则委员会决定，自 2007 年 6 月起，对钨、钼和稀土金属等国内稀缺的金属原矿的产品实施 15% 的出口暂定关税。根据国务院关税税则委员会《关于 2008 年关税实施方案的通知》（税委会[2007]25 号），2008 年 1 月 1 日起，开征和提高钨品出口暂定关税到 5%~20%；商务部继续对钨品出口实施配额管理，并逐年减少出口配额，2008 年钨品出口配额 1.49 万吨（折合金属量），比上年下降 3.25%。国家政策的调控目的是为了保护中国稀有的钨矿资源，以保障中国钨行业的长期可持续发展。

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》，规定钨品相当于仲钨酸铵（以下简称 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、江西钨业集团有限公司、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。中国政府积极促成钨品产业资源整合和产业链向下游发展。

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，未来钨产品价格有望随国民经济复苏回归至合理水平，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。

2. 房地产行业

2009 年全国完成房地产开发投资 36232 亿元，同比增长 16.1%，其中住宅投资 25619 亿元，同比增长 14.2%。从房地产主要指标看，房地产市场呈现快速复苏态势，表明房地产市场理性回归后，刚性需求有所释放，超过同期的开发投资规模增速。

表 1 2009 年主要房地产开发指标

指标	绝对数（万平方米）	同比（%）
房屋施工面积	319650	12.8
其中：住宅	250804	12.5
房屋新开工面积	115385	12.5
其中：住宅	92463	10.5
房屋竣工面积	70219	5.5
其中：住宅	57694	6.2
商品房销售面积	93713	42.1
其中：住宅	85294	43.9

资料来源：国家统计局公报

进入 2009 年以来，房价出现快速上涨态势，根据国土部下属中国土地勘测规划院全国城市地价监测组发布的《2009 年全国主要城市地价状况分析报告》，2009 年全国住宅平均价格为 4474 元/平方米，涨幅达 25.1%，为 2001 年以来最高。

随着住房价格的快速上涨，国家对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009 年 12 月，国务院常务会议研究完善了促进消费的若干政策措施，会议决定：个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年，即自 2010 年 1 月 1 日起，取得产权未满 5 年的房源，在交易时全额征收 5.5% 的营业税。

2009 年 12 月，财政部等五部门联合下发了关于进一步加强土地出让收支管理的通知，通知要求市县国土资源管理部门与土地受让人在土地出让合同中依法约定的分期缴纳全部土地出让价款的期限原则上不得超过 1 年，经当地土地出让协调决策机构集体认定，特殊项目

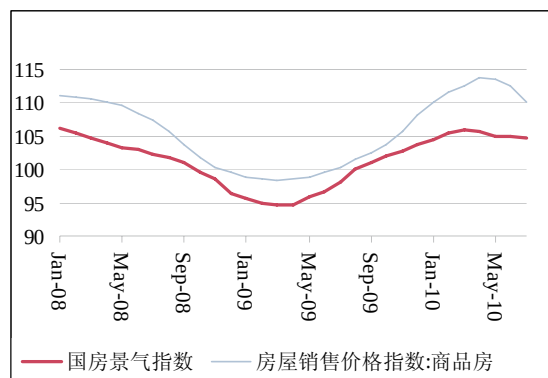
可以约定在两年内全部缴清，首期缴纳比例不得低于全部土地出让款的 50%，土地租赁合同约定的当期应缴土地价款（租金）应当一次缴清，不得分期缴纳。

2010 年 3 月，中国国土资源部和人民银行等部门相继出台了，包括确保保障性住房、棚户改造和自住性中小套型商品房建设用地不低于住房建设用地供应总量的 70%，以及金融机构不得向囤地炒地捂盘房地产企业放贷等政策，以抑制房价的快速上涨。

2010 年 4 月，为抑制房地产价格的快速上涨，国家出台了更为严厉的房地产政策，其中主要包括：①对贷款购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付比例不得低于 30%；②对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍；③商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买三套及以上住房贷款；对不能提供一年以上的当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。

2010 年 9 月中国住建部发布房地产调控政策，各商业银行暂停发放第三套及以上住房贷款；对非本地居民暂停发放购房贷款，对贷款购买商品房，首付款比例调整到 30% 及以上；对贷款购买第三套住房的家庭，严格执行首付比例不低于 50%，贷款利率不低于基准利率 1.1 倍的规定。

图 6 2008 年以来房屋价格指数



资料来源：WIND 资讯

在国家出台一系列的政策影响下，国房景气指数和房屋销售价格指数增幅减缓，2010年5月以后呈现回落态势，未来房地产价格将存在一定的不确定性。

总体看，由于2009年部分地区房地产价格呈现快速上涨趋势，国家和地方政府出台了一系列的抑制房价措施，从2010年5月开始国房景气指数和房屋销售价格指数有所回落，未来房地产业将面临一定的不确定性。

三、基础素质分析

1. 生产规模

公司现拥有2个钨矿山（分别在河南洛阳、福建宁化）、2个钨冶炼公司（分别在厦门海沧和厦门出口加工区）、1个硬质合金公司（位于厦门）、4个钨钼丝材公司（分别在厦门、成都、赣州和上海）、1个稀土冶炼公司（位于福建长汀）、1个稀土贸易公司（位于福建龙岩）、1个国际贸易公司和1个房地产开发公司，共12家控股子公司、1家分公司，持股比例均在51%以上；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。

目前，公司钨冶炼产品（仲钨酸铵+氧化钨）的年生产能力达17000吨，居世界第一；钨原料方面：公司具备7500吨钨粉、5000吨碳化钨粉、4000吨混合料生产能力，是国内最大的钨粉、碳化钨粉生产商和出口商；钨丝材方面：公司年生产能力为2000吨粗钨丝、200亿米细钨丝，钨丝销量占全国约70%市场；钼产品方面：公司年生产能力为钼酸铵3000吨、钼坯1500吨、粗钼丝1000吨、细钼丝20亿米；稀土产品方面：目前已具备稀土金属2500吨、贮氢合金粉5000吨、锂离子电池材料1000吨产能；硬质合金年生产能力为2000吨，在全国排第三名。

公司是国家级重点高新技术企业、福建省首批发展循环经济示范企业、福建省最具竞争力的上市公司和全国“十佳最具成长性上市公司”。

公司控股的厦门滕王阁房地产开发公司是厦门市十大房地产开发公司，在成都、重庆、长沙和泸州等都设有分公司，公司通过协议价格取得储备项目，拥有较好的成本优势，目前土地储备50万平方米。

总体看，公司是全球第一大钨产品制造商，具有从矿山、冶炼、粗加工和精细加工的完整产业链，同时新能源板块和房地产销售及租赁板块的良好发展，有效地分散了公司钨钼单一行业发展的风险，公司整体抗风险能力强。

2. 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。

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”和“虹鹭”牌钨丝和钨合金产品获得国家重点新产品和福建省名牌产品称号。公司下属金鹭公司双螺旋孔挤压棒材开发实现系列化，并成功地开发了直径 $\Phi 6\text{cm}$ - $\Phi 20\text{cm}$ 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；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；豫鹭公司在低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；豫鹭公司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开创了国内外先河。

公司已先后完成超重粗钨丝的产业化项目、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 Φ 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、高性能纳米级及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。

公司为加大技术储备，开发新技术、新工艺、新产品并进行成果转化，合理调整产品结构，同时致力于吸收和培养高层次工程技术人员，提高公司在国内和国际竞争优势，公司于 2006 年初启动了厦门钨材料工程技术中心工程项目，项目占地面积 45000 平方米，将主要用于承担钨行业的国家重点和重大科研项目、对行业急需解决的技术问题开展有效的攻关。厦门钨材料工程技术中心工程项目承担新产品孵化器的功能，企业的工程技术研发能力和水平、科技成果转化率和转化速度能力较强；与此同时，公司能更好的承担军品等高保密性产品的研发和生产；可持续发展所需的技术和人才储备也将得到可靠保障。

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实力。

3. 人员素质

公司现任董事长刘同高先生，58 岁，大专学历，享受国务院政府特殊津贴专家，高级工

程师，历任厦门钨品厂车间主任、厂长，本公司董事、总裁等职，兼任厦门三虹钨钼股份有限公司董事长、中国钨业协会主席团主席、福建省冶金专业评委委员，曾获“中国有色工业金属工业总公司劳动模范”“全国劳动模范”等称号。

公司现任总裁庄志刚先生，49 岁，本科学历，高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家，历任厦门钨品厂技术员，东南铝业有限公司车间副主任、工程师，厦门三虹钨钼股份有限公司董事、副总经理，厦门虹鹭钨钼工业有限公司总经理兼总工程师，本公司钨钼材事业部总经理；现兼任中国照明协会常务理事，中国钨协钨钼材分会会长，福建省冶金专业高评委委员；曾获福建省科技进步一等奖、厦门市科技进步一等奖、厦门市十大产业科技功臣等荣誉。

截至 2009 年底，公司共有在职员工 6908 人。从学历来看，博士以上学历者 15 人，硕士学历者 104 人，本科学历 757 人，大专学历者 650 人，中专及以下学历者 5382 人；从岗位构成来看，生产人员占 65.21%，销售人员占 2.69%，技术人员占 8.25%，财务人员占 1.46%，行政人员占 4.92%，其他人员占 17.47%。

总体来看，公司高管人员大多具有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。

四、治理结构与公司管理

1. 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。独立董事与监事会一起使公司同时接受内部和外部的监督。公司总裁受董事会的委托负责日常的经营管理并接受董事会和监事会的监督；公司采取事业部制，各个事业部分别受一名副总裁管理。目前公司已经形成了董事会、监事会和经理层依法行权、相互制衡、高效运行的格局。

公司特设立董事会审计委员会，强化董事会决策功能，确保董事会对经理层的有效监督。该委员会成员经董事会选举产生，由三名董事组成，其中独立董事两名，委员中至少有一名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。

公司特设立薪酬考核委员会，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. 公司管理

公司生产经营政策的决定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。公司本部尊重下属控股子公司的法人地位，赋予分公司模拟法人地位，以股权关系为纽带，通过事业部制度实现对下

属控股子公司、分公司的监督管理。下属公司在坚持符合整体发展战略和整体利益最大化原则的前提下，在具体经营活动、机构设置与用工、员工薪酬制度、权限内的投融资计划等方面自主管理；下属公司生产管理（包括生产、工艺、设备、安全、质量等管理）、物资采购及产品销售管理、财务及资金成本管理、人事劳资管理以及产品和技术开发等活动，由下属公司总经理总负责。财务管理方面，公司通过实施财务预决算管理制度进行总体规划和加强成本费用的控制。担保管理方面，公司为控股子公司以外的企业提供担保必须事先经股东大会批准，为参股公司提供担保，必须取得其互保函或资产的反担保函，为非关联方提供担保，必须与之建立等额的互保关系，担保合同及相关文件应当由董事长签署。

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

五、经营分析

1. 经营现状

从收入来看，公司主营业务收入构成主要划分为钨钼等有色金属制品、能源新材料、房地产销售及物业管理等三大板块。

2007~2009 年，公司营业收入持续增长，年复合增长率为 17.06%，2009 年为 63.38 亿元，其中主营业务收入 62.95 亿元；公司利润规模持续增长，年复合增长率为 38.26%，2009 年公司实现利润总额为 7.24 亿元。

从公司主营业务构成看，公司以钨钼等有色金属制品收入为主，2009 年受公司房地产销售及物业管理集中结算影响，公司房地产销售及物业管理板块收入规模快速增长，占比超过钨钼等有色金属制品板块，但房地产销售及物业管理的收入的快速增长不能改变公司以钨钼等有色金属制品和能源新材料为主营业务的现实。

从毛利率来看，近年来公司主要板块的毛利率有所波动，2009 年公司钨钼等有色金属制品、能源新材料、房地产销售及物业管理等三大板块的毛利率分别 21.91%、5.01%和 35.01%，受原料自给率增加及房价较高影响，公司主营业务毛利率为 28.41%，较 2008 年有所上升。公司盈利能力有所增强。

2010 年 1~9 月，受钨钼等有色金属制品、能源材料业务市场需求回升及销售价格上涨影

响，公司实现收入 39.05 亿元，同比增长 112.22%；同期公司利润总额大幅增长为 5.90 亿元，同比增长 708.22%。

总体看，2009 年虽然公司钨钼制品收入规模大幅下降，但房地产销售及物业管理板块收入的快速增长，有效带动了公司收入规模和盈利能力的增长；2010 年以来受益于钨钼有色金属和新能源材料市场需求回升及销售价格上涨影响，公司盈利能力大幅回升。

表 2 公司 2007 年~2010 年 9 月主营业务收入情况

业务板块	2007 年			2008 年			2009 年			2010 年 1~9 月		
	收入 (亿元)	比例 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	比例 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	比例 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	比例 (%)	毛利率 (%)
钨钼等有色金属制品	34.45	76.20	14.28	33.49	68.06	15.90	19.97	31.72	21.91	27.81	72.89	26.65
能源新材料	5.69	12.58	4.47	6.46	13.13	8.27	5.13	8.15	5.01	7.98	20.92	11.03
房地产销售及物业管理	5.07	11.22	38.53	9.25	18.81	42.29	37.85	60.13	35.01	2.36	6.19	36.01
合计	45.21	100.00	15.76	49.20	100.00%	19.86	62.95	100.00	28.41	38.15	100.00	23.96

资料来源：公司年报

2. 钨钼产业

从产能来看，公司钨冶炼产品（仲钨酸铵+氧化钨）的年生产能力达 17000 吨，居世界第一；公司硬质合金年生产能力为 2000 吨，在全国排第三名。

从原材料供应来看，公司拥有 2 个钨矿山（分别在河南洛阳、福建宁化），矿石基础储量为 80 万吨，可以向公司每年提供 4000 吨左右钨精矿。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，也有效提高了公司的钨自给率，2007~2009 年公司钨精矿的自给率分别为 14.54%、26.30%和 27.59%，钨原料的自给率提高显著增强了公司钨产业链的抗风险能

力。2010 年 1~9 月，受下游需求逐步复苏影响，钨精矿采购价格有所回升，公司外采均价为 65510 元/吨，同时公司的钨精矿自给率亦有所提升，达到 36%；公司钨原料不足部分通过国际市场采购，价格以金属通报价格为基准进行加点，与主要供货商签订有长期协议，采购量能得到充足保障，受全球金融危机影响，公司外购钨精矿的价格有所下降，但目前的原料自给率使公司仍存在一定原料价格波动风险。

表 3 近年公司钨精矿采购情况

指标名称	2007 年	2008 年	2009 年
自给量(吨)	3158	5516	5660
单位自给成本(元/吨)	31190	42545	32127
采购量(吨)	18556	15461	14858
采购均价(元/吨)	92547	82506	60950
自给率(%)	14.54	26.30	27.59

资料来源：公司提供

从产销量来看，2009 年受全球金融危机影响，公司钨钼主要产品产销量有所下降，其中折合仲钨酸铵产销量分别为 14165 吨和 12898 吨，分别同比下降 10.07%和 18.72%；硬质合金产销量分别为 888 吨和 922 吨，分别同比下降 14.53%和 8.53%。从粗细钨丝的产销量看，虽然受金融危机的负面影响，但公司凭借粗细钨丝的市场支配地位，产销量维持了 08 年的水平。

表 4 公司主要产品产销量

项 目		2007 年	2008 年	2009 年
折合仲钨酸铵（吨）	产量	15385	15752	14165
	销量	16093	15868	12898
硬质合金（吨）	产量	772	1039	888
	销量	740	1008	922
细钨丝（亿米）	产量	206	110	106
	销量	203	101	107
粗钨丝（吨）	产量	111	712	703
	销量	107	723	699

资料来源：公司提供

2007~2009 年，受金融危机影响，钨钼产品下游需求及价格下降，导致公司钨钼等有色金属产品收入大幅下降，2009 年分别为 19.97 亿元，同比下降 40.37%。2010 年 1~9 月，受益于钨产品下游需求复苏，公司钨产业实现收入 27.81 亿元，毛利率为 26.56%，较 2009 年的 21.91%有所提高。

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、粗加工以及精细加工的完整的产业链，矿石自给程度大幅度提高，并且不断调整钨钼的产品结构，公司具有较强的抗风险能力。

3. 房地产销售及租赁业务

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、长沙和泸州都设有分公司。公司在各地开发的项目、储备项目因土地都以协议地价取得，

项目具有较好的成本优势。目前厦门滕王阁在各地的项目主要包括“成都鹭岛国际社区”、“厦门海峡国际社区”、“重庆假日·滨江花园”等。

从公司房地产板块销售及租赁业务的经营数据看，受 2009 年商品房销售价格快速上涨影响，公司 2009 年销售面积和销售额大幅增长，未来随着公司逐步竣工交付，公司房地产销售及租赁板块收入有保障。

表 5 2007-2009 年公司房地产开发情况

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
开发投资（亿元）	7.54	8.38	14.07
房屋施工面积（万平方米）	29.64	30.09	5.39
房屋竣工面积（万平方米）	34.52	12.76	29.47
房屋销售面积（万平方米）	10.56	13.21	37.19
实际销售额（亿元）	5.69	13.11	49.35
净利润（亿元）	0.43	1.31	3.40

资料来源：公司提供

从目前公司的储备情况看，截至 2010 年 9 月底，公司拥有土地储备 50 万平方米，都是公司在 2008 年以前取得，土地溢价高，目前所有土地款都已交付。

表 6 截至 2010 年 9 月底公司土地储备情况

土地储备	获得时间	面积	获得价格	目前价格
漳州项目	2005	43.33 万 m ²	5.5 亿元	19.5 亿元
都江堰项目	2008	6.67 万 m ²	1.1 亿元	1.5 亿元
合计		50 万 m ²	6.6 亿元	21 亿元

资料来源：公司提供

目前公司主要在开发的项目包括成都鹭岛国际社区项目、厦门海峡国际社区和漳州项目等，其中成都鹭岛国际社区正在进行第 4 期开发、厦门海峡国际社区第 2、3 期开发、漳州项目正在第 1 期项目。未来两年房地产计划投资分别为 15.94 亿元和 18.00 亿元，投资规模较大，将对公司产生一定的融资压力。

表 7 公司房地产投资情况（单位：亿元）

项目名称	项目状况	截至 2010 年底已投资	2011 年计划投资	2012 年计划投资
重庆假日滨江花园	总投资 2.41 亿元	2.41	0	0
成都鹭岛国际社区	总投资 26.7 亿元，共 4 期，正在进行 4 期开发	23.89	2.61	0.20
厦门海峡国际社区	总投资 55.4 亿元，共 5 期，正在进行 2、3 期开发	26.67	8.10	10.00
漳州项目	总投资 5.69 亿元，正在规划中	5.69	4.13	6.90
都江堰项目	总投资 2.9 亿元	1.29	1.10	0.90
合计		59.95	15.94	18.00

资料来源：公司提供

2007~2009 年公司房地产及租赁业务持续增长，分别为 5.07 亿元、9.25 亿元和 37.85 亿元；2010 年 1~9 月，受公司新房推出减慢影响，公司房地产板块收入大幅回落。

4. 能源新材料

公司于 2003 年进入能源新材料市场，目前已具备 4000 吨稀土分离、1000 吨稀土金属、2000 吨高纯稀土氧化物的高标准生产线。稀土是公司新能源材料贮氢合金的上游产品，同时也用于 LED 荧光粉、节能灯发光材料的制作，产品用途广泛。公司 2006 年底通过收购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。2009 年 8 月，公司成立了龙岩稀土开发有限公司，开发福建龙岩地区稀土资源，龙岩地区已探明稀土储备（以稀土氧化物计）8.4 万吨，远景储备超过 100 万吨，占福建省探明储备的 70% 以上。充足的稀土资源保障了贮氢合金粉原料供应安全，能够有效降低供应成本。

2008 年公司 2500 吨的稀土分离生产线已投产，目前生产、经营基础工作正在完善之中，2010 年 7 月份，年产 1000 吨三基色荧光粉生产线中的第一期 300 吨已完成了厂房建设和设备安装，开始进入生产调试阶段。稀土产业将成为公司未来长期利润增长点。

公司贮氢材料得到了深圳比亚迪电源公司、广州伟力电源公司等镍氢电池生产厂家的

认可，产品销售良好，目前年产 5000 吨的产能正在扩建中，成为国内规模较大的贮氢合金粉生产企业之一。

表 8 公司贮氢合金粉产销量情况

	2007 年	2008 年	2009 年
产量（吨）	2102	2233	2317
销量（吨）	1858	2299	2357

资料来源：公司提供

2007~2009 年公司贮氢合金粉产销量维持稳定，受产品价格下降影响，公司能源新材料板块收入有所下降，近三年分别为 5.69 亿元、6.46 亿元和 5.13 亿元；2010 年 1~9 月伴随公司贮氢合金粉产能的扩张，公司新能源材料收入有所增长，达到 7.98 亿元。

5. 经营效率

2007~2009 年，公司销售债权周转次数分别为 7.21 次、7.27 次和 9.38 次，三年平均值为 8.31 次，销售债权周转效率逐步提高。同期受收入规模上升影响，公司存货周转次数和总资产周转次数有所提高，2009 年分别为 0.97 和 0.65 次，公司存货周转效率较差主要是由于公司存货中开发成本和开发产品规模较大所致。

总体看，受房地产业务影响，公司存货周转效率指标一般，考虑到地产及有色金属业务的分类计算，公司实际经营效率较好。

6. 未来发展

未来公司仍将坚持以钨为主业，钼和能源新材料为两翼，房地产业务为补充的战略。钨钼金属现有较为充足的原料自给率有助于公司控制原材料成本，考虑到次贷危机所造成的影响已渐趋明朗，钨钼下游产业库存已基本消化完毕，未来对钨钼金属产品需求将逐渐恢复；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，公司现有项目土地成本较低，盈利能力较强，并积

极寻找备用开发土地，以实现未来地产业务的稳定延续。整体看，未来公司发展前景良好。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2007~2009年财务报表已经福建华兴会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2007年公司开始执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》，公司2010年1~9月报表未经审计。

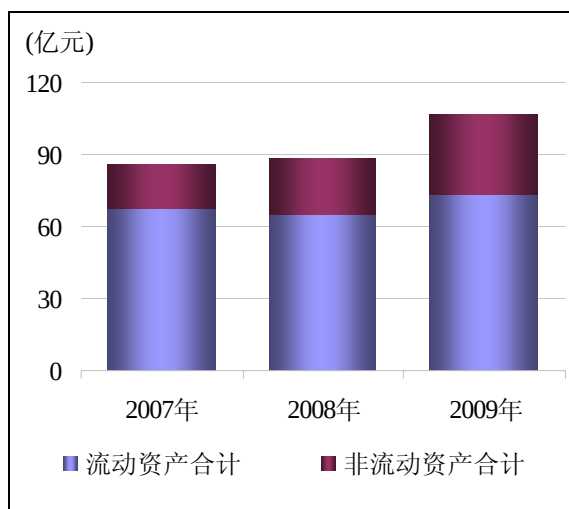
本报告财务分析以2007~2009年财务数据为主，2010年半年报作为补充。

截至2009年底，公司（合并）资产总额为107.06亿元，所有者权益合计为40.18亿元（其中少数股东权益17.07亿元）；2009年公司实现营业收入63.38亿元，利润总额7.24亿元。

截至2010年9月底，公司（合并）资产总额为112.63亿元，所有者权益合计（其中少数股东权益15.39亿元）为40.63亿元。2010年1~9月，公司实现营业收入39.05亿元，利润总额5.90亿元。

2. 资产质量

图7 2007~2009年公司资产构成情况



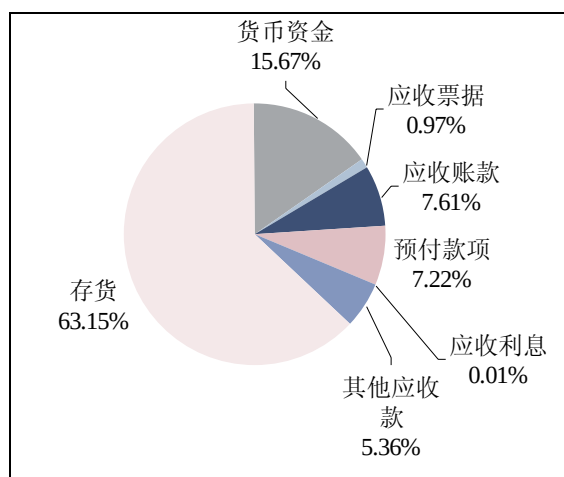
资料来源：公司提供

2007~2009年，公司资产总额持续增长，年复合增长率为11.83%，截至2009年底为

107.06亿元，其中流动资产占68.75%，非流动资产占31.25%，公司资产以流动资产为主。

2007~2009年，公司流动资产有所增长，年复合增长率为4.61%，截至2009年底为73.60亿元，其中存货和货币资金占比较高。

图8 截至2009年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

2007~2009年底，公司货币资金波动中有所增长，年复合增长率为2.88%，截至2009年底为11.53亿元，较2008年增长325.46亿元，主要是公司房地产预收房款所致，公司货币资金占流动资产的比例为15.67%，公司货币资金充足率一般。

2007~2009年底，公司应收账款净额有所波动，截至2009年底为5.60亿元。截至2009年底，公司应收账款余额为5.96亿元，其中单项金额重大的应收账款占68.17%，单项金额不重大但按信用风险特征组合后风险较为重大的占0.75%，其他应收账款占31.08%；从其他应收账款的账龄构成看，1年以内占30.04%，其他占1.04%，公司提取坏账准备0.36亿元。

2007~2009年，公司预付账款快速增长，年复合增长率为31.85%，截至2009年底预付账款余额为5.32亿元，主要是预付的材料款，从账龄构成看，1年以内占86.20%，1-2年占13.33%，其他占0.47%。

2007~2009年，公司其他应收款净额快速增长，年复合增长率为97.11%，截至2009年底

其他应收款余额为4.78亿元，其中单项金额重大的其他应收款占92.52%，其他占7.49%，其中公司应收建明（厦门）房地产开发有限公司其他应收款4.05亿元，主要是公司与建明（厦门）房地产开发有限公司合作开发“厦门海峡国际社区项目”，公司享有该项目67.285%的权益，根据合作协议，合作双方在保证项目资金需要的前提下共同使用项目暂时闲置资金，建明（厦门）房地产开发公司使用4.05亿项目闲置资金所致，公司提取坏账准备0.83亿元，公司其他应收款净额为3.95亿元。

2007~2009年底，公司存货维持稳定，截至2009年底年存货余额为46.91亿元，其中房地产开发成本和开发产品分别占63.59%和6.52%，原材料、库存商品和在产品分别占10.15%、12.36%和7.38%。联合资信也关注到公司开发成本和开发产品占比较高，但考虑到公司商品房采用预收账款的方式进行销售，截至2009年底公司预收账款为27.57亿元，对开发成本和开发产品总值的覆盖程度为83.83%，减值风险较低。公司累计计提存货减值准备为0.43亿元，存货净值为46.48亿元。

2007~2009年，公司非流动资产快速增长，年复合增长率为35.04%，截至2009年底为33.46亿元，主要是固定资产增长所致。其中占比较高的为固定资产(60.31%)和无形资产(6.72%)。

2007~2009年公司持有至到期投资持续增长，年复合增长率为200.00%，截至2009年底为1.80亿元，主要是公司购买的银行理财产品。

2007~2009年，公司固定资产净额快速增长，年复合增长率为41.07%，截至2009年底固定资产余额为27.07亿元，较2008年增加5.17亿元主要是公司工程技术中心项目、年产5000吨贮氢项目及海峡国际社区会所、成都鹭岛三期会所等项目投资转入固定资产所致。从固定资产构成情况看，房屋及建筑物和机器设备占41.63%和54.08%，其他占4.29%，截至2009年底，公司累计计提减值准备0.03亿元，计提折旧6.85亿元，固定资产净额为20.18亿元，公司

固定资产成新率为74.55%。

2007~2009年，公司在建工程持续下降，年复合增长率为-38.18%，截至2009年底，公司在建工程为1.64亿元，其中主要是对海沧公司贮氢扩建项目、海沧公司钴酸锂、海沧公司回收项目的投资。

2007~2009年，公司无形资产净值快速增长，年复合增长率为10.27%，截至2009年底无形资产原值为2.42亿元，其中土地使用权占93.05%，主要是公司厂区建设厂房土地使用权增所致，公司累计摊销0.34亿元，无形资产净值为2.25亿元。

截至2010年9月底，公司资产总额为112.63亿元，较2009年底增长5.20%，其中流动资产占72.58%，非流动资产占27.42%，资产结构保持稳定。

公司资产以流动资产为主，流动资产中存货和货币资金占比较高，非流动资产以固定资产和无形资产为主，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2007~2009年，公司所有者权益持续增长，年复合增长率为12.47%，主要是由于实收资本和未分配利润增长所致。截至2009年底，公司实收资本为6.82亿元，较2007年底增长29.90%，主要是公司增发所致。从公司所有者权益构成看，实收资本、资本公积、未分配利润、少数股东权益和其他科目分别占17.02%、19.04%、18.96%、42.59%和2.39%，总体看，公司所有者权益稳定性一般。

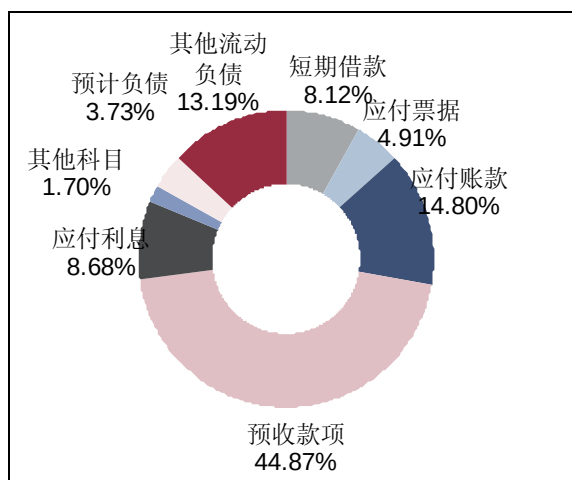
截至2010年9月底，公司所有者权益为40.62亿元，较2009年底保持稳定。

2007~2009年，公司负债总额持续增长，年复合增长率为11.79%，截至2009年底为66.88亿元，其中流动负债占91.88%，非流动资产占8.12%，公司负债以流动负债为主。

2007~2009年，公司流动负债快速增长，年复合增长率为42.61%，截至2009年底为61.45亿元，其中占比较高的依次为预收款项、应付

账款、其他流动负债和应付利息。

图9 2009年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2007~2009年，公司短期借款波动中有所下降，年复合增长率为-9.75%，截至2009年底为4.99亿元，其中保证借款占47.29%，信用借款占52.71%；2007~2009年，公司应付账款持续增长，年复合增长率为69.29%，截至2009年底为9.09亿元，主要是下属房地产公司应付的工程款；2007~2009年，预收账款持续增长，年复合增长率为38.42%，截至2009年底为27.57亿元，主要是下属房地产公司收取预收款增长所致；2007~2009年，公司其他流动负债快速增长，截至2009年底为8.10亿元，主要是公司2009年发行两期短期融资券所致。

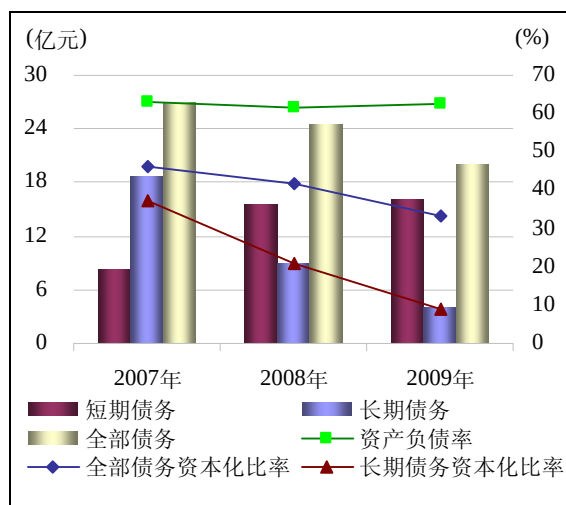
2007~2009年，公司非流动负债有所下降，年复合增长率为-52.15%，截至2009年底为5.43亿元，其中长期借款占72.56%。2007~2009年公司长期借款有所下降，年复合增长率为-54.10%，截至2009年底为3.94亿元。

2007~2009年，公司有息债务总额有所下降，年复合增长率为-13.87%，截至2009年底为20.05亿元，其中短期债务占80.35%，长期债务占19.65%，截至2010年9月底，公司有息债务总额为17.00亿元，其中短期债务占94.94%，长期债务占5.06%，公司债务以短期债务为主。

2007~2009年，公司资产负债率维持稳定，

截至2009年底为62.47%；受有息债务规模下降和所有者权益增长等因素影响，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率有所下降，截至2009年底分别为8.93%和33.29%。截至2010年9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63.93%、29.50%和2.07%。总体看，公司债务负担适宜。

图10 2006~2009年公司债务构成情况



资料来源：公司年报

4. 盈利能力

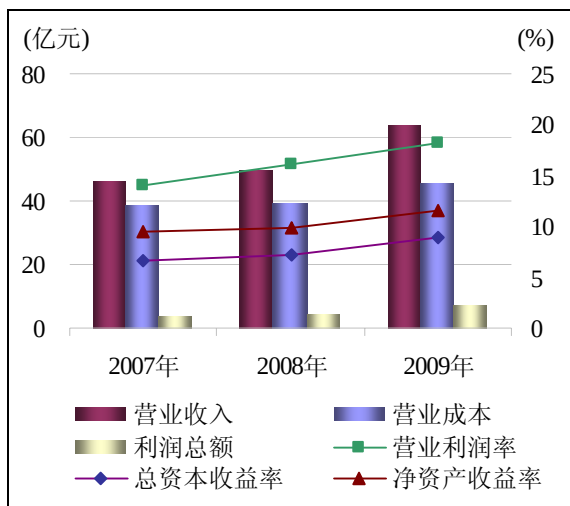
2007~2009年，受房地产销售及租赁业务收入规模持续增长影响，公司营业收入持续增长，年复合增长率为17.06%，2009年为63.38亿元，受此影响，公司营业成本有所增长，年复合增长率为7.77%，低于营业收入的增长速度，2009年为45.32亿元；同时受公司房地产销售及租赁业务收入增长大幅增长影响，公司营业税金及附加大幅增长为6.56亿元；近三年公司营业利润率持续提高，2009年为18.15%。

从期间费用看，受经营规模扩大影响，公司销售费用和管理费用有所增长，2009年分别为1.08亿元和2.02亿元；受有息债务负担下降影响，公司财务费用有所下降，2009年为0.67亿元。受有所金属价格大幅下跌影响，公司资产减值损失增长为0.87亿元；近三年公司营业利润持续增长，年复合增长率为42.19%，2009

年为 6.85 亿元。

2007~2009 年，公司利润总额和净利润持续增长，年复合增长率分别为 38.26% 和 24.12%，2009 年分别为 7.24 亿元和 4.66 亿元；近三年公司总资产收益率和净资产收益率有所提高，2009 年分别为 8.82% 和 11.59%。整体看，公司盈利能力较强。

图 11 2007~2009 年公司盈利情况



资料来源：公司年报

2010 年 1~9 月，受钨钼等有色金属制品、新能源材料业务市场需求回升及销售价格上涨影响，公司实现营业收入 39.05 亿元，同比增长 112.22%，营业利润率为 22.00%，较 2009 年有所提高；公司实现利润总额和净利润分别为 5.90 亿元和 4.68 亿元，同比大幅增长。

综合分析，在房地产销售及租赁业务收入大幅增长的带动下，2009 年公司收入规模有所增长，2010 年以来钨钼等有色金属价格有所回升，未来公司的盈利能力将有所提升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2007~2009 年，受预收款项快速上升影响，公司流动比率和速动比率有所下降，2009 年分别为 119.77% 和 44.13%，截至 2010 年 9 月底，两项指标分别为 117.05% 和 44.96%。流动比率和速动比率差距较大主要是由于存货占比较高所致；2007~

2009 年公司经营活动现金流流动负债比有所上升，2009 年为 32.86%，考虑到公司流动负债中占比较高的预收款项为商品房销售的预收款，房屋结算后可结转为收入，不会给公司带来短期偿付压力，总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2007~2009 年，受利润总额持续增长影响，公司 EBITDA 亦持续增长，分别为 5.57 亿元、6.15 亿元和 9.14 亿元；2007~2009 年，受公司有息债务规模持续下降影响，公司 EBITDA 利息倍数大幅提高为 13.95 倍，全部债务/EBITDA 下降为 2.19 倍，EBITDA 对全部债务保障能力增强。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2010 年 9 月底，公司对外担保 0.15 亿元，担保比率为 0.37%，被担保企业经营正常，公司或有负债风险低。

公司与商业银行建立了良好的合作关系，截至 2010 年 9 月底，公司共获得银行授信 68.39 亿元，未使用额度 50.54 亿元，公司间接融资渠道通畅；同时公司本身是 A 股上市公司，公司直接融资渠道通畅；总体看，公司直接、间接融资渠道通畅。

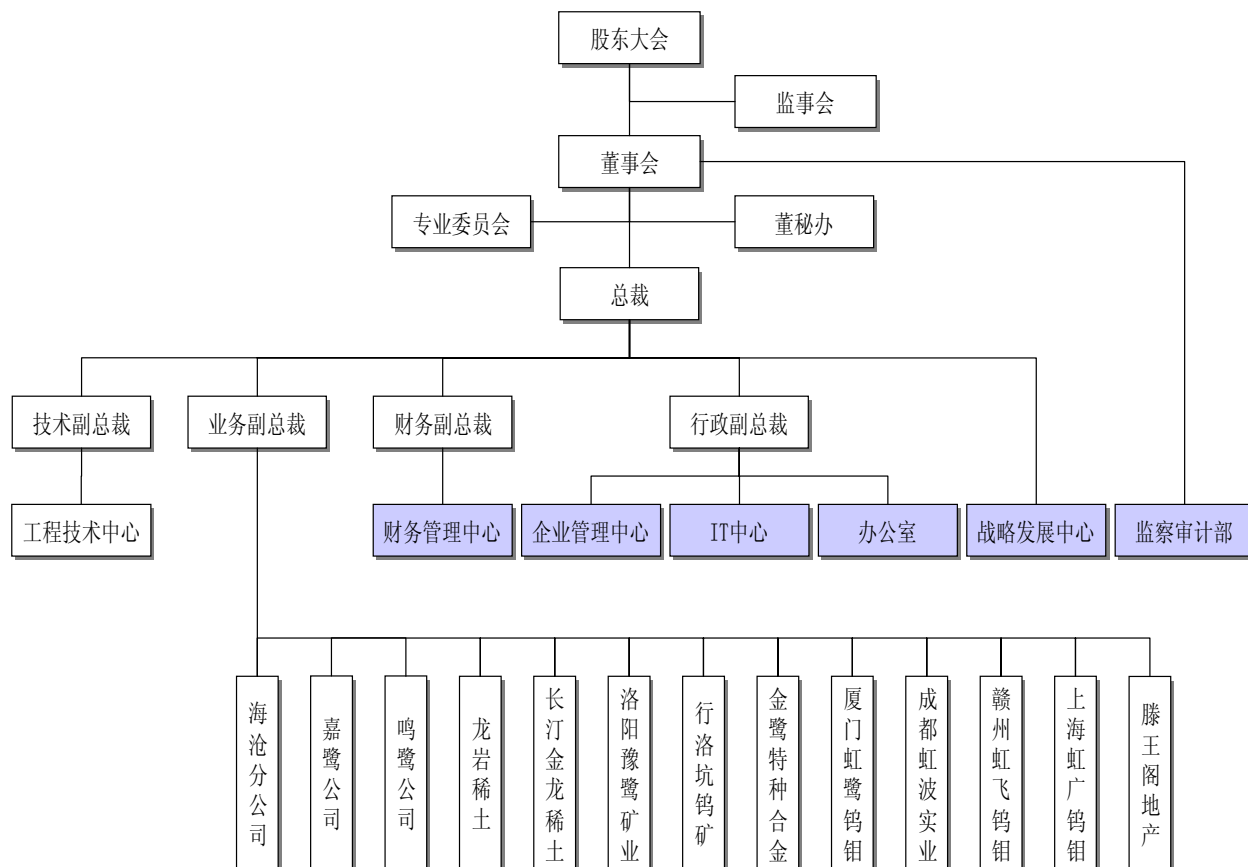
七、综合评价

公司是全球第一大钨产品制造商，具有从矿山、冶炼、粗加工和精细加工的完整钨产业链，同时新能源板块和房地产销售及租赁板块的良好发展，有效地分散了公司钨钼单一行业发展的风险，公司整体发展趋势良好。

公司资产结构合理，资产流动性一般，债务负担适宜，整体偿债能力良好；近年来公司收入规模持续增长，但钨钼等产品下游疲软的需求削弱了公司的该板块盈利能力，能源新材料及地产板块的快速发展弥补了钨钼业务的缺口。随着中国不断加强对钨、稀土等稀有资源的开发治理及公司深加工产品的快速发展，公司盈利逐步向好，继续保持良好的抗风险能力。

综合考虑，公司主体长期信用风险较低。

附件 1 公司组织结构图



附表 2-1 2007~2010 年 9 月资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动资产：					
货币资金	108961.56	27119.34	115337.11	2.88	84144.72
交易性金融资产					0.00
应收票据	11157.24	12600.23	7122.51	-20.10	14295.35
应收账款	52988.75	59409.26	56025.37	2.83	99729.81
预付款项	30575.85	40119.16	53151.41	31.85	60669.37
应收利息			87.97		0.00
应收股利	40.00	40.00		-100.00	0.00
其他应收款	10161.07	36145.39	39479.86	97.11	55170.79
存货	458702.11	471454.88	464769.06	0.66	503456.83
一年内到期的非流动资产					0.00
其他流动资产					0.00
流动资产合计	672586.58	646888.26	735973.30	4.61	817466.88
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	2000.00	1500.00	18000.00	200.00	0.00
长期应收款	0.00	0.00	325.55		325.55
长期股权投资	2572.27	2378.61	3587.26	18.09	6940.75
投资性房地产	9723.67	14418.08	16190.86	29.04	15465.95
固定资产	101427.91	150189.73	201848.82	41.07	203367.77
在建工程	43034.67	28932.60	16445.43	-38.18	23733.15
工程物资	1290.83	4576.50	3116.82	55.39	5115.40
固定资产清理					0.00
生产性生物资产					0.00
油气资产					0.00
无形资产	18540.84	23393.15	22543.39	10.27	22371.26
开发支出					0.00
商誉	1574.32	1574.32	1574.32	0.00	1893.84
合并价差					0.00
长期待摊费用	56.41	3267.48	6711.98	990.83	6458.66
递延所得税资产	3252.05	6111.73	19341.10	143.87	12044.47
其他非流动资产			24904.90		11118.31
非流动资产合计	183472.98	236342.21	334590.45	35.04	308835.10
资产总计	856059.56	883230.47	1070563.75	11.83	1126301.98

附表 2-2 2007~2010 年 6 月资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动负债：					
短期借款	61260.58	79107.89	49898.90	-9.75	87596.47
交易性金融负债					0.00
应付票据	2420.00	24900.00	30167.59	253.07	38806.39
应付账款	31725.89	30146.53	90924.48	69.29	59976.70
预收账款	143925.95	198635.72	275747.89	38.42	389640.40
应付职工薪酬	9207.54	9427.52	10260.54	-100.00	8051.40
应交税费	1758.20	-2723.89	53364.95	141.57	34899.37
应付利息	86.90	55.89	50.33	2378.12	0.00
应付股利	102.91	449.28	150.26	-30.06	4298.41
其他应付款	32057.75	10059.50	22896.03	-93.15	40138.18
一年内到期的非流动负债	19600.00	51000.00		-100.00	35000.00
其他流动负债			81048.60		
流动负债合计	302145.73	401058.45	614509.58	42.61	698407.32
非流动负债：					
长期借款	187000.00	90200.00	39400.00	-54.10	8600.00
应付债券					0.00
长期应付款					0.00
专项应付款	44610.05	42651.35	5961.46	-63.44	4190.45
预计负债			169.96		176.79
递延所得税负债	170.99	186.69	69.46	-36.26	63.79
其他非流动负债	1220.85	8500.85	8683.64	166.70	8575.07
非流动负债合计	237042.29	141538.89	54284.52	-52.15	21606.10
负债合计	539188.02	542597.34	668794.10	11.37	720013.42
所有者权益：					
实收资本（或股本）	52460.00	68198.00	68198.00	14.02	68198.00
资本公积	70049.97	54311.97	76259.71	4.34	76028.33
专项储备			959.89		1374.70
盈余公积	6666.67	7767.48	9628.87	20.18	9628.87
未分配利润	50651.04	67187.88	76034.81	22.52	97214.73
外币报表折算差额					-30.05
归属于母公司所有者权益合计	179827.68	197465.33	231081.28	13.36	252414.59
少数股东权益	137043.87	143167.80	170688.37	11.60	153873.97
所有者权益合计	316871.55	340633.13	401769.65	12.60	406288.56
负债和所有者权益总计	856059.56	883230.47	1070563.75	11.83	1126301.98

附表 3 2007~2010 年 1~9 月利润及利润分配表
 (单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
一、营业收入	462509.00	494712.95	633812.20	17.06	390501.87
减: 营业成本	390233.35	395776.97	453209.55	7.77	297329.60
营业税金及附加	7551.33	19443.19	65588.26	194.71	7250.31
销售费用	7540.23	10702.27	10825.27	19.82	6927.99
管理费用	13236.23	17738.59	20155.97	23.40	18358.63
财务费用	8978.65	5540.13	6702.66	-13.60	4962.76
资产减值损失	1159.39	6545.13	8666.22	173.40	-1473.69
加: 公允价值变动收益					0.00
投资收益	58.49	36.74	-184.90		465.36
其中: 对联营/合营企业投资收					
益					
汇兑收益					
二、营业利润	33868.30	39003.40	68479.38	42.19	57611.64
加: 营业外收入	4197.74	2504.66	5869.90	18.25	1786.48
减: 营业外支出	170.89	992.26	1914.69	234.73	389.20
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	37895.15	40515.80	72434.59	38.26	59008.93
减: 所得税费用	7659.64	6903.78	25852.72	83.72	12252.13
四、净利润	30235.51	33612.01	46581.87	24.12	46756.80
其中: 归属于母公司所有者的净利	20043.68	20260.65	21281.75	3.04	31409.62
润					
少数股东损益	10191.83	13351.36	25300.12	57.56	15347.18

附表 4-1 2007~2010 年 1~9 月现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	564253.84	570076.65	714827.13	12.55	492804.22
收到的税费返还	6027.75	1936.77	1789.97	-45.51	1086.14
收到其他与经营活动有关的现金	7073.52	5027.65	9005.95	12.84	14683.32
经营活动现金流入小计	577355.11	577041.07	725623.05	12.11	508573.68
购买商品、接受劳务支付的现金	491416.63	392075.51	412349.00	-8.40	326483.65
支付给职工以及为职工支付的现金	24527.91	29370.12	33654.46	17.14	31711.47
支付的各项税费	23875.15	55355.25	61590.75	60.61	48718.77
支付其他与经营活动有关的现金	9980.51	15973.67	16084.32	26.95	21858.81
经营活动现金流出小计	549800.20	492774.56	523678.53	-2.40	428772.69
经营活动产生的现金流量净额	27554.91	84266.52	201944.52	170.72	79800.98
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	500.00	1500.00		18000.00
取得投资收益收到的现金	113.66	225.92	160.28	18.75	169.02
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	20791.09	3717.98	1548.73	-72.71	585.12
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	900.00				
收到其他与投资活动有关的现金					38.43
投资活动现金流入小计	21804.75	4443.90	3209.01	-61.64	18792.57
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	51791.83	49846.20	32987.08	-20.19	34566.47
投资支付的现金	25197.76		19568.00	-11.88	3000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	897.94				
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	77887.52	49846.20	52555.08	-17.86	37566.47
投资活动产生的现金流量净额	-56082.77	-45402.30	-49346.07	-6.20	-18773.90
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	63909.67	83112.77	539.00	-90.82	20.00
取得借款收到的现金	303578.47	49800.00	355845.38	8.27	186204.35
发行债券收到的现金			79680.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	82611.72	128302.80	202268.00	56.47	132508.00
筹资活动现金流入小计	450099.86	261215.57	638332.38	19.09	318732.35
偿还债务支付的现金	238047.91	181882.55	485620.73	42.83	223618.94
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	31479.32	23086.69	27591.40	-6.38	25941.17
支付其他与筹资活动有关的现金	72323.88	177824.77	189431.98	61.84	160598.97
筹资活动现金流出小计	341851.11	382794.01	702644.11	43.37	410159.08
筹资活动产生的现金流量净额	108248.76	-121578.44	-64311.73		-91426.73
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	1419.92	872.00	-68.94		-792.75
五、现金及现金等价物净增加额	81140.82	-81842.22	88217.77	4.27	-31192.39
加: 期初现金及现金等价物余额	27820.74	108961.56	27119.34	-1.27	115337.11
六、期末现金及现金等价物余额	108961.56	27119.34	115337.11	2.88	84144.72

附表 4-2 2007~2009 年现金流量表补充资料
 (单位: 人民币万元)

补充资料	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	30235.51	33612.01	46581.87	24.12
加: 资产减值准备	1159.39	6545.13	8666.22	173.40
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8242.64	11394.60	15129.93	35.48
无形资产摊销	555.14	648.11	698.58	12.18
长期待摊费用摊销	62.94	381.98	-3444.50	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-72.98	-1289.78	1738.91	
固定资产报废损失	48.61	53.87	86.83	33.66
公允价值变动损失				
财务费用	8978.65	5540.13	6549.09	-14.59
投资损失	-58.49	-36.74	184.90	
递延所得税资产减少	-423.69	-2859.68	-13113.58	456.33
递延所得税负债增加	109.55	15.71	-117.23	
待摊费用减少			7786.51	
预提费用增加			-48721.37	
存货的减少	-62398.13	-16879.82	179411.43	
经营性应收项目的减少	4330.22	-18809.21	506.91	-65.79
经营性应付项目的增加	36785.57	65950.20		-100.00
其他				
经营活动产生的现金流量净额	27554.91	84266.52	201944.52	170.72
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	108961.56	27119.34	115337.11	2.88
减: 现金的期初余额	27820.74	108961.56	27119.34	-1.27
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	81140.82	-81842.22	88217.77	4.27

附件 5 主要财务计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	7.21	7.27	9.38	--
存货周转次数(次)	0.85	0.85	0.97	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.57	0.65	--
盈利能力				
营业利润率 (%)	13.99	16.07	18.15	22.00
总资本收益率(%)	6.68	7.19	8.82	--
净资产收益率(%)	9.54	9.87	11.59	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	37.11	20.94	8.93	2.07
全部债务资本化比率(%)	46.03	41.86	33.29	29.50
资产负债率(%)	62.98	61.43	62.47	63.93
偿债能力				
流动比率(%)	222.60	161.30	119.77	117.05
速动比率(%)	70.79	43.74	44.13	44.96
经营现金流动负债比(%)	9.12	21.01	32.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.21	7.20	13.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.85	3.99	2.19	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.11	0.16	0.76	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.18	4.55	23.30	--

注：公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》，2010 年 1~9 月财务数据未经审计。

附件 6 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 厦门钨业股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在厦门钨业股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。厦门钨业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现厦门钨业股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如厦门钨业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至厦门钨业股份有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如厦门钨业股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送厦门钨业股份有限公司、主管部门、交易机构等。

