

信用等级公告

联合[2015] 574 号

联合资信评估有限公司通过对厦门钨业股份有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

厦门钨业股份有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

厦门钨业股份有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年五月十九日



厦门钨业股份有限公司

2015年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 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: 补充运营资金, 偿还银行贷款

评级时间: 2015 年 5 月 19 日

财务数据

项目	2012年	2013年	2014年	15年 3月
资产总额(亿元)	128.36	154.50	173.18	164.86
所有者权益(亿元)	56.34	60.64	90.91	90.80
长期债务(亿元)	12.68	29.06	8.78	8.85
全部债务(亿元)	28.54	45.07	39.33	43.94
营业收入(亿元)	88.37	98.75	101.43	14.37
利润总额(亿元)	10.45	13.37	13.31	0.67
EBITDA(亿元)	15.73	19.88	20.72	--
经营性净现金流(亿元)	16.80	27.98	-0.44	-10.82
营业利润率(%)	22.63	23.83	24.49	18.23
净资产收益率(%)	15.63	15.65	10.27	--
资产负债率(%)	56.11	60.75	47.50	44.93
全部债务资本化比率(%)	33.62	42.64	30.20	32.61
流动比率(%)	134.27	132.67	131.84	135.95
全部债务/EBITDA(倍)	1.81	2.27	1.90	--
EBITDA利息倍数(倍)	7.15	9.37	7.14	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	5.24	6.63	6.91	--

注: 1. 2015 年一季度财务数据未经审计;

2. 长期应付款计入长期债务; 其他流动负债中的短期融资券
计入短期债务。

分析师

刘新泉 杜蜀萍

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)

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、显著的稀土行业地位、突出的规模优势和先进的技术水平等多方面的优势; 同时, 联合资信也关注到公司钨钼制品业务周期性较强、稀土原料价格大幅震荡、新能源材料行业竞争激烈等因素给公司经营及信用水平带来的不利影响。

考虑到公司在钨钼制品行业较高的原料自给率及完整的产业链, 公司钨钼制品业务有优于同行的成本控制及价格传导能力; 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, 公司抗风险能力有望进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司经营性现金流入量和 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, 是福建省稀土资源整合平台企业; 公司控股股东福建稀土集团在资源获取和精矿采购方面给予了公司较高度度的保障。
3. 2014 年, 公司成功完成非公开定向增发, 权益大幅增长, 优化了资本结构, 债务负

担显著下降。

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. 钨钼和稀土行业周期性较强，价格波动大。
2. 公司房地产开发占比较大，受国家房地产政策影响，公司房地产类业务收入在未来存在一定的不确定性。
3. 公司经营活动现金流净额波动较大。

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 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

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。

2002年11月7日公司在上海证券交易所上市（证券代码SH600549），发行后公司股本总额12000.00万元。自成立之日起，公司历经数次股权转让，公司股本总额为68198.00万元，第一大股东为国有独资公司福建省冶金（控股）有限责任公司（以下简称“福建冶金”），持股33.60%。

2012年12月19日，经国务院国有资产监督管理委员会批准（（国资产权[2012]912号），以及中国证券监督管理委员会审核无异议、同意豁免福建稀土集团的要约收购义务的批复（证监许可[2012]1546号），中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具《过户登记确认书》，确认福建冶金所持有的厦门钨业229176948股（占厦门钨业总股本33.60%）已过户至福建省稀有稀土（集团）有限公司（以下简称“福建稀土集团”，其为福建冶金控股子公司）。本次股权划转完成后，福建冶金不再直接持有公司股份，福建稀土集团（加上2012年12月4日通过上交所交易系统增持公司1194776股）直接持有公司230371724股，持股比例为33.78%，成为公司的控股股东。

2014年10月，公司以19.98元/股向福建省稀有稀土（集团）有限公司、前海开源基金管理有限公司、福建省投资开发集团有限责任公司等9家机构定向增发15000万A股，公司股本变更为83198万元。此次非公开发行后，福建稀土集团持有公司32.82%股权，仍为公司控股股东。福建省国资委拥有福建冶金100%股权，为公司实际控制人。公司2014年度股东大会审议通过2014年度利润分配方案，向全体股东每10股派发现金红利2元，每10股转增3股，资本公积转增后，公司注册资本增至108157.40万元¹。

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、钨钼材事业部等职能部门。截至2014年底，公司共有一级控股子公司19家。

截至2014年底，公司（合并）资产总额173.18亿元，所有者权益90.91亿元（含少数股东权益16.55亿元）；2014年公司实现营业收入101.43亿元，利润总额13.31亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额164.86亿元，所有者权益90.80亿元（含少数股东权益16.12亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入14.37亿元，利润总额0.67亿元。

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。

¹截至目前，工商变更尚在进行中。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2015 年注册总额度为 25 亿元的中期票据,本期中期票据拟发行额度为 3 亿元,期限 3 年(以下简称“本期中期票据”)。

本期中期票据所募集的资金计划用于补充营运资金及偿还部分银行贷款,其中 2 亿元将用于补充营运资金,1 亿元将用于偿还部分银行贷款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014 年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值 636463 亿元,按可比价格计算,比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为,在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万,调查失业率稳定在 5.1%左右,居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%,城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014 年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元,比上年名义增长 12.0%(扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005 亿元,比上年名义增长 15.7%(扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额

264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增加 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增加 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860 亿元,比上年增加 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元,比上年增加 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增加 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增加 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础建

设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

(一) 区域经济环境

2014年福建省实现地区生产总值24055.76亿元,比上年增长9.9%。其中,第一产业增加值2014.91亿元,增长4.4%;第二产业增加值12515.36亿元,增长11.7%;第三产业增加值9525.49亿元,增长8.3%。人均地区生产总值63472元,比上年增长9.1%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为8.4%,第二产业增加值比重为52.0%,第三产业增加值比重为39.6%。

2014年福建省全部工业增加值10426.71亿元,比上年增长11.8%。规模以上工业增加值增长11.9%。2014年全社会建筑业实现增加值2112.03亿元,比上年增长11.0%。全省具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业完成建筑业总产值6689.21亿元,增长22.5%;实现利润227.05亿元,增长22.5%;税金总额236.08亿元,增长22.5%。

2014年福建省全社会固定资产投资18449.48亿元,比上年增长18.8%。其中,固定资产投资(不含农户)18141.37亿元,增长19.0%;农户投资308.11亿元,增长9.4%。全年房地产开发投资4567.40亿元,比上年增长23.3%。其中,住宅投资2917.17亿元,增长21.4%;办公楼投资358.58亿元,增长32.7%;商业营业用房投资654.88亿元,增长33.3%。

2014年福建省公共财政总收入3828.02亿元,比上年增长11.6%,其中,地方公共财政收入2362.29亿元,增长11.5%;公共财政支出3300.70亿元,增长7.6%。

总的来看,2014年福建省经济财政继续保持平稳发展态势。

(二) 行业环境

目前公司战略定位为“以钨为主业,以钼系列产品和能源新材料为两翼,以房地产为一

个时期的利润增长点”,公司业务发展情况与钨、能源新材料、房地产等行业紧密相关。

1. 钨行业

钨金属

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

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

资源分布

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

2009年~2014年,中国钨产量占全球钨产量的比例持续保持在83%以上,中国的供给直接影响着整个世界钨品供给情况;而中国的钨消费占世界的30%,其余均用于出口。

中国钨资源中约70%为白钨,约30%为黑钨,主要分布在湖南、江西、河南、广东、福建等省份,其中湖南、江西两省的钨储量最多,两者合计约占到全国总储量的60%。尽管中国的钨资源最为丰富,但世界钨消耗量中每年近

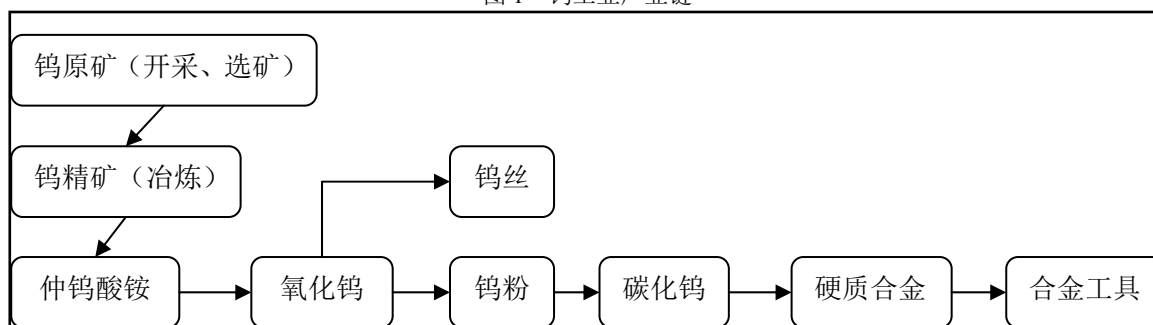
80%以上都来自中国，经过数年的开采，中国的钨资源储量所占比重已呈现出下降趋势。同时，中国一直以来以开采黑钨为主，目前黑钨资源品位大幅下降。

钨产业链

钨产业链自上而下分为上游的钨精矿，中游的仲钨酸铵（APT）、氧化钨、钨粉和碳化钨粉，下游为钨材、钨钢、钨化工和硬质合金

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

图 1 钨工业产业链



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

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

速较为平稳，年均增长率为 4.10%。根据 2011 年 4 月份在北京举行的 2011 年有色金属市场预测报告会的信息，2009 年中国的钨产量占全球总量 6.3 万吨的 81%，同年，钨被列入中国限制开采品种。2010 年中国钨消费急剧扩大，增幅达到 23%，而产量增幅只有 16%，导致国内 2010 年供应短缺。2011 年，钨市表现基本与宏观经济走势一致。2011 年上半年钨出口和国内消费均保持较大幅度增长，企业效益明显，但 2011 年下半年随着欧债危机加剧，世界经济增长放缓，钨消费和出口市场开始出现萎缩，特别在 2011 年 9 月份以后，钨市急转直下，出口和消费出现大幅下降。2012 年继续受累于欧债危机，三大传统钨品出口市场出口量全部下降，其中日本减少 20.51%、欧盟减少 44.6%、美国减少 20.39%。2013 年，中国钨产品市场受年初大型企业在市场持续大量收货影响，上半年需求较为强劲，下半年需求疲软，全年度整体趋于平稳；国际市场需求仍较为平淡。2014 年度，国内外市场对钨产品需求均无有力支撑因素，国际市场消耗库存情况明显，钨市场需求进一

步下滑。

钨精矿和钨产品

国家统计局的数据显示，2006~2011年，中国钨精矿产量（折合65%纯度的三氧化钨）逐年增长。2014年，中国钨精矿产量为13.79万吨，同比增长0.77%，增速大幅放缓。

表1 2006~2014年中国钨精矿产量

年份	钨精矿折含量（折WO ₃ 65%）		
	实际产量（吨）	同比增幅（%）	全国钨精矿开采总量控制指标（吨）
2006	77731.14	10.78	59060
2007	88222.99	0.72	59270
2008	86497.68	5.01	66850
2009	112880.04	24.11	68555
2010	127579.25	23.73	80000
2011	135685.15	4.60	87000
2012	131141.05	13.35	90000
2013	138042.89	8.26	89000
2014	137929.20	0.77	89000

资料来源：国家统计局、国土资源部

为了有效保障钨矿的有序开采、保护日渐减少的钨资源，国家实行钨精矿生产配额制，限定每年的生产量，力求从源头上控制开采总量。而在加强钨行业准入和产品出口管理，依法开展清理整顿、规范生产经营秩序的同时，国家还进一步实施矿产资源整合，鼓励大企业的兼并收购以改变部分矿山过度开采、资源利用水平较低、企业无序竞争的局面。在首轮集中整顿稀土行业后，行业集中度的提升将有望使得钨成为下一阶段国家重点整治的矿产资源。2014年6月，国土资源部下达了《2014年度稀土矿钨矿开采总量控制指标》的通知，对稀土矿、钨矿制定开采总量控制指标。根据文件，2014年钨精矿（折合三氧化钨65%）的计划产量上限为8.9万吨，与2013年的计划持平。

中国每年出口的钨初级产品APT和氧化钨占到了所有钨出口产品的50%以上，而高端产品中的硬质合金，尤其是广泛应用于机械切削工具中的硬质合金刀具有一半以上还主要依赖

进口。据世界刀具协会资料，中国刀具的年消费额约为160亿元，其中硬质合金刀具88亿元，占全部刀具消费的55%；在每年消费的88亿左右的硬质合金刀具中，有40亿左右的刀具需要从国外进口。而随着近年来技术研发的突破，再加上一定的成本优势，国产硬质合金刀具将为钨产品打开巨大的需求空间。

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

价格走势

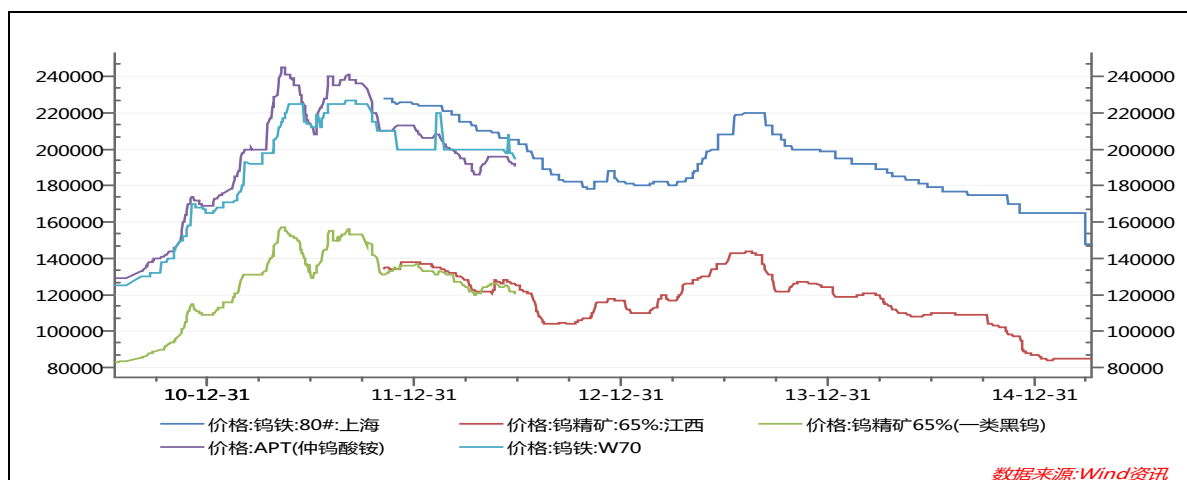
从2006年到2008年，由于供给的增加，以及金融危机后续的影响，钨精矿以及主要钨产品APT（仲钨酸铵）和钨铁的价格徘徊不前，出现了小幅下挫的走势。

随着国家推出经济刺激政策，以及国际大宗商品价格的回升，钨精矿的价格在2009年上半年趋稳，并于2009年7月份开始进入稳定的上升行情。2011年开局，钨行业在上游原料钨精矿的不断走高以及下游采购量增加的双重支撑下不断走高，到5月中旬达到年度最高峰，钨精矿65%（一类白钨）和钨精矿65%（一类黑钨）分别为156000元/吨和157000元/吨，较2011年初分别上涨44.44%和44.04%。进入10月全球经济恶化，加之市场对钨铁需求下降，钨铁厂开工率不高，钨精矿市场开始走低，年底钨精矿出现小幅回升。2011年钨市场整体保持了增长态势，且钨精矿均价达到13.7万元/吨创历史新高。钨品累计出口额14.17亿美元，同比增长92.32%，创历史新高。自2012年以来，全球经济低迷，市场需求清淡，个别厂家停产减产，市场整体供过于求，价格持续走低。2013年，钨精矿市场供应增长，而国内外市场需求低迷，钨产品出口减少、国内销售增加，国内钨精矿及钨产品价格全年走势冲高回落，前2个季度小幅震荡，7、8月涨幅最高，9、10月快速回落到接近年初水平；2014年度受经济持续下行压力

增加、下游需求缩减的影响，钨精矿价格继续呈现下跌趋势；2015年一季度末，钨精矿及钨产品价格持续呈下行态势；截至2015年4月10

日，钨铁（钨含量80%，上海）价格为14.8万元/吨、钨精矿（三氧化钨含量65%，江西）价格为8.5万元/吨。

图2 钨精矿及钨产品价格走势



资料来源: Wind 资讯

行业政策

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

随着经济的发展，世界对钨需求量的增加，导致中国钨矿的乱采滥挖现象、低水平冶炼能力重复建设现象再次盛行，中间原料和低技术含量产品出口量大幅增长，严重影响了中国钨行业的健康发展。为规范钨行业的生产经营秩序，自 2004 年 1 月 1 日起，国家取消钨精矿及钨废料 13% 的出口退税政策。2005 年 1 月 1 日起，取消钨铁出口退税政策。2005 年 5 月 1 日起，氧化钨、仲钨酸铵、未锻轧钨、碳化钨、钨制品的出口退税率由 13% 下调为 8%，2006 年 1 月 1 日起下调至 5%，2006 年 9 月 15 日起取消。2006 年 11 月 22 日起，国家将 APT 等 9 类钨品列为加工贸易禁止类商品；2007 年 1 月 1 日起，国家将初级钨产品的暂定关税税率提高 5%~15%，并将钨铁和硬质合金混合料纳入出口许可证管理。2007 年 7 月 1 日起，硬质合金混合料出口退税取消，硬质合金和高比重合金等钨材仍保留出口退税，税率 5%。2008 年

11 月 1 日起，硬质合金刀片和凿岩用硬质合金出口退税率由 5% 提高到 11%；2008 年 12 月 1 日再提高到 14%；2009 年 6 月 1 日再次提高到 15%。此外，钨出口配额已由 1998 年的 3.7 万吨（折合金量）一直下降到 2010 年的 1.70 万吨。

2009 年底，国务院商务部公布《2010 年钨品出口供货企业资格标准》，规定钨品相当于 APT 生产能力 3000 吨以上，三年年均出口供货量 500 吨以上，钨精矿到 APT 的主工艺流程回收率大于 90%，APT 到钨粉回收率大于 97%；在同等条件下，采选冶综合类企业、产品链条长、深加工产品比例高的企业优先考虑。厦门钨业股份有限公司、福建金鑫钨业股份有限公司、潮州翔鹭钨业有限公司、赣州市赣南钨业有限公司、南昌硬质合金有限责任公司、崇义章源钨业股份有限公司、江西稀有稀土金属钨业集团有限公司、自贡硬质合金有限责任公司等 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。

硬质合金产业在“十二五”期间将得到快速发展，拉动钨中长期需求的增长。中长期看，硬质合金被列入新材料产业“十二五”规划，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. 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。

(1) 稀土行业概况

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

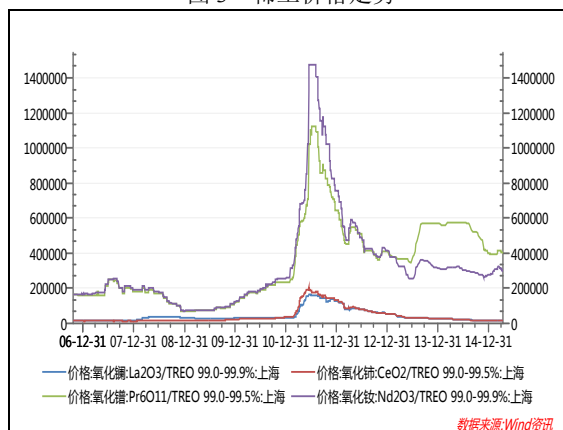
从需求看，受全球金融危机影响，2009 年全球稀土消费量 9 万余吨。随着全球经济的复苏，在风电、电动汽车和节能减排等领域的消费拉动下，稀土消费量将逐年增长。就全球范围而言，中、日、美三国已成为全球稀土消费的主要驱动力，到目前为止，三国稀土消费占全球消费的比例已由 2002 年的 53% 大幅上升到 85%。中国是稀土消费增长最快的国家，从 2004 年到 2012 年，稀土消费量维持在 10.7% 以上的增速，尤其是新材料领域的消费每年维持在 16.4% 以上的增速。

从供给看，中国是世界储量最大的稀土国家，截至 2012 年，中国稀土储量达到 1859 万吨，占到全球稀土储量的 23%，中国稀土矿产量达到 9.5 万吨，占到全球产量的 86%。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，2014 年，我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，占我国稀土产品出口金额的 21.5%。其中，稀土氧化物的出口量居首，为 1.67 万吨，出口总额为 2.4 亿美元；其次为稀土盐类，出口量为 7087 吨，稀土金属及合金的出口量居第三位，为 3779.5 吨。

（2）价格走势

图 3 稀土价格走势



资料来源：Wind 资讯

从稀土价格走势来看，2009 年中国通过行业整顿、稀土出口配额等措施逐步收紧行业供给，与此同时新经济对稀土的需求大幅上升，在供需两端的共同作用下，2010 年稀土价格开始逐步上涨。进入 2011 年，在政府继续收紧稀土供给的预期下，生产商惜售、贸易商囤货，导致稀土价格大幅上涨，其中氧化铈、氧化镧、氧化钕、氧化镨及氧化钐价格从年初到 6 月底分别上涨 407%、348%、192%、167%、192%。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，稀土行业总体持续低迷。

2014 年度稀土矿开采总量指标为 10.5 万吨，较 2013 年增加 1.12 万吨；2014 年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。

（3）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。

（4）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。

（5）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。而在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、厦门钨业等6大稀土企业为基础的兼并重组格局，整合国内稀土矿山和冶炼分离企业，在此过程中关闭一批非法企业，转产一批企业，重组一批企业，大幅度减少稀土冶炼分离企业数量，化解过剩产能。促进兼并重组，尽快形成大型稀土企业集团主导稀土行业发展的格局。此外，还将利用战略性新兴产业、国家重大科技专项、稀土产业调整升级等政策，支持大企业集团、科研院所开发稀土新材料，发展高端应用产业，推动稀土产业优化升级。研究制定《稀有金属管理条例》，依法规范企业生产经营活动。

根据国务院于2014年10月发布的最新《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、钼矿产资源补偿费费率降为零，停止征收稀土、钨、钼价

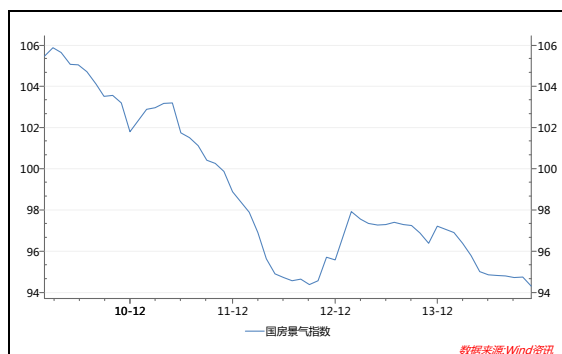
格调节基金。各省、自治区、直辖市要全面清理规范本地区出台的涉及稀土、钨、钼的收费基金项目，凡违反行政事业性收费和政府性基金审批管理规定，越权出台的收费基金项目要一律取消。

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

3. 房地产行业

房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产业发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。不仅如此，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。

图4 2010年以来房地产开发综合景气指数



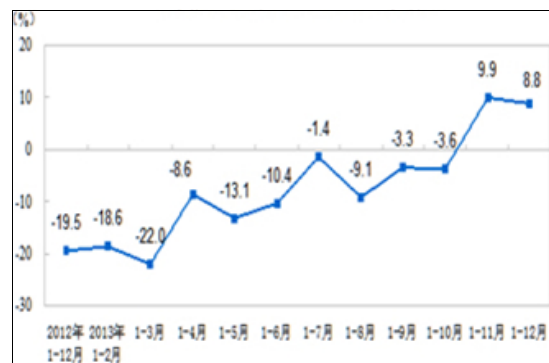
资料来源: wind 资讯

2009年以来，由于中国房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009年12月9日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。随着多轮房地产调控政策的陆续实施，房地产业景气度呈现持续震荡下滑的态势，尤其是2011年下半年，“新国八条”等一系列严厉的调控政策效果集中显现，国房景气指数大幅回落。2011年11月开始，房地产开发综合景气指数继金融危机以来再次降至100点以下，且这一下行趋势持续到2012年3季度末。2012年10月份开始，中国房地产市场呈现明显翘尾

行情，国房景气指数明显回升，其中，房地产信贷环境逐步放松、部分城市调控政策继续微调、市场预期发生实质性转变等是支撑房地产行业基本面好转的主要因素。

为了防范房地产市场反弹，2013年2月20日，国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施。2013年3月1日，中国政府网发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，要求人民银行当地分支机构根据价格控制目标和政策要求，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率。进一步完善现行住房限购措施；对执行住房限购和差别化住房信贷、税收等政策措施不到位、房价上涨过快的，要进行约谈和问责等。

图5 全国房地产开发企业土地购置面积增速



资料来源: 国家统计局公报

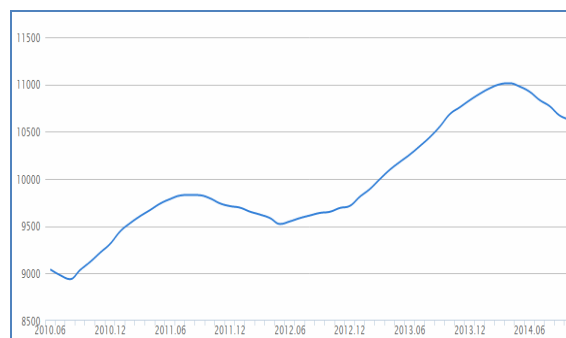
2014年以来，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014年中国房地产市场持续低迷，2014年9月30日，央行、银监会联合发文《中国人民银行 中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，其要点为对于购买首套房的家庭，贷款最低首付比例为30%，贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍；二套房认房不认贷；鼓励银行业金融机构通过发行MBS、发行期限较长的专项金融债券，定向投放房贷；支持符合条件的地方房企在银行间市

场发行债务融资工具。2014 年 9 月以来，放松限购的城市继续增多；截至目前，全国仅有 5 个城市限购尚未放松，包括北京、上海、广州、深圳和三亚。

2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38814.00 万平方米，比上年增长 8.80%，增速比 1-11 月份下降 1.10 个百分点；土地成交价款 9918.00 亿元，增长 33.90%，增速提高 2.40 个百分点。

进入 2014 年，受到资金面偏紧，政策调控等多方面影响，全国地产投资有所放缓，到位资金、新开工面积、销售面积和销售额增速均有较大下滑。2014 年 1~9 月，房地产开发投资 68751 亿元，占 2013 年全年投资额的 79.93%，其中住宅投资 46725 亿元，占房地产开发投资的比重为 68.0%。2014 年 1~9 月，房地产开发企业到位资金 89869 亿元，同比增长 2.3%，增速较 1~8 月份回落 0.4 个百分点。其中，国内贷款 16288 亿元，增长 11.8%；利用外资 430 亿元，增长 9.9%；自筹资金 37535 亿元，增长 11.5%；其他资金 35616 亿元，下降 9.1%。在其他资金中，定金及预收款 21582 亿元，下降 11.1%；个人按揭贷款 9794 亿元。2014 年 1~9 月，商品房新开工面积 131410.97 万平方米，同比下降 9.3%；商品房施工面积 673229.98 万平方米，同比增长 11.5%；商品房竣工面积累计 56503.80 万平方米，同比增长 7.2%。2014 年 1~9 月，商品房销售面积 77132 万平方米，同比下降 8.6%，其中住宅销售面积下降 10.3%，办公楼销售面积下降 9.5%，商业营业用房销售面积增长 7.0%；商品房销售额 49227 亿元，同比下降 8.9%，其中住宅销售额同比下降 10.8%，办公楼销售额同比下降 19.7%，商业营业用房销售额同比增长 6.8%。截至 2014 年 9 月底，商品房待售面积 57148 万平方米。

图 6 2010 年 6 月以来全国百城价格指数变化情况



资料来源：搜房网

从房产价格看，2011 年全国房地产价格波动上升，以全国百城价格指数为例，从年初的 9445 元/平方米波动上升至 9712 元/平方米。2012 年房地产开发商大多采取优惠促销、“以价换量”的营销策略，上半年全国房价走势平稳；年中开始一线城市的率先回暖，北京、上海、深圳等城市房价开始小幅上涨；下半年，随着全国更大范围内的成交放量，而供应面又相对偏紧，使得一、二线重点城市价格面临较大上涨压力，多地迎来“量价齐升”的发展趋势，全国百城价格指数从年初的 9696 元/平方米经历小幅下跌后企稳上升至年末的 9715 元/平方米。2013 年，房地产行业投资增速维持高位，新开工面积创历史新高；全国商品房销售高位景气、量价齐升；土地市场整体成交回暖，热点城市地王纪录屡屡刷新；从市场成交情况来看，2013 年延续了 2012 年底的回升行情；全国百城价格指数从年初的 9812 元/平方米单边上涨至年末的 10833 元/平方米。2014 年以来，房地产市场出现了明显的调整；需求不足带动了房价的下调，全国百城价格指数呈现出来冲高回落的态势，从 1 月的 10901 元/平方米冲高至 4 月的 11013 元/平方米后单边下行至 2014 年 10 月的 10629 元/平方米。

总体看，2013 年房地产行业恢复较为明显，受到 2012 年 10 月份以来市场持续回暖影响，市场信心较强，房地产企业投资增长，全年住宅新开工等指标有明显提高，逐步转化为新建商品住宅供应以后，供需矛盾将出现一定的缓

解。从房地产行业所处环境看，虽然政策调整较为频繁，但地方上既有收紧性调控出台，又有利于需求释放的政策放松。

2014年以来，由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，部分地区房地产销售出现下滑，房地产市场较为疲软，而北上广深等一线城市，由于新增人口较多，房价相对平稳。由于不同区域房地产市场走势分化严重，针对不同城市，后续房地产市场可能呈现差异化分类调控趋势，对于房价涨幅大的一线和少数二线城市，调控仍从紧，并增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场健康发展；而对于房地产市场持续低迷的城市，在不突破调控底线的前提下，适当微调当地调控政策以促进需求释放。

五、基础素质

1. 产权状况

截至2014年底，公司股本总额为83198.00万元，第一大股东为国有独资公司福建省冶金（控股）有限责任公司控股子公司福建省稀有稀土（集团）有限公司（以下简称“福建稀土”），福建稀土直接持股32.82%，福建省国资委拥有福建冶金100.00%的股份，公司实际控制人为福建省国资委。

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；豫鹭矿业是公司与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2014年底，公司拥有钨矿剩余可采金属储量83.78万吨，储量规模仅次于五矿集团，排名全国第二，但矿山资源入账价值仅4.55亿元。

钨钼板块，公司是中国位居前列的钨钼产品制造商和出口商。截至2014年底，公司拥有年产22000吨仲钨酸铵（APT）和氧化钨、8000吨钨粉、3800吨硬质合金、2000吨粗钨丝、200亿米细钨丝、1000吨粗钼丝、30亿米细钼丝等钨钼产品生产能力；公司整体刀具、数控刀片和PCB刀具的生产规模分别达到700万支/年、2000万片/年和3800万支/年。其中，APT、钨丝材产能位居全国首位，硬质合金、整体刀具产能亦处于全国前列，整体规模优势明显；目前，公司仍有大量在建产能有待释放，规模优势有望保持。

能源新材料方面，公司是福建省内稀土整合主体，资源保障能力较强，稀土产业链日趋完整。公司是国务院、工信部确定的全国六大稀土企业集团组建单位之一，是福建省稀土资源整合平台企业；截至2014年底，已经整合了福建省除长汀闽欣、宁化新材料两本采矿证以外其余的三本采矿证100%股权，采矿指标1700吨，占福建全省开采指标的85%，资源保障能力较强。稀土冶炼及加工方面，公司拥有5000吨/年的稀土冶炼分离能力、3000吨/年钕铁硼磁性材料和1100吨/年荧光粉的生产能力。目前公司仍有6000吨/年稀土特种金属生产线在建，公司“矿产资源-冶炼分离-稀土合金-磁性材料”的稀土产业链将得到进一步完善。

公司电池材料业务包含贮氢合金粉和锂电池材料两部分，主要由下属海沧分公司运营；

截至 2014 年底，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 10500 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程度的保障。受益于都昌阳储山钨钼矿产能的逐步释放，公司钨精矿自给率由 2012 年的 23.13%增至 2015 年一季度的 33.19%。未来，中国仍将严格控制钨矿增量，且生产总量存在收紧趋势，公司资源优势有望保持。

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

本次非公开定向增发完成后，福建稀土集团及其全资子公司福建潘洛铁矿将合计持有公司 28908.99 万股、占公司总股本的 33.24%股份，本次发行不会导致公司控股股东发生变化。本次发行将为公司进一步进行产业升级并扩大业务规模提供流动资金保障。本次发行后，公司权益大幅增长，资本实力得以增强，资本结构得到优化，债务负担显著下降；相关业务扩大生产后将有助于提升公司的盈利能力，进而能够提升公司的偿债能力。截至 2015 年 3 月底，上述募集资金已基本使用完毕。

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

4. 人员素质

公司现任董事长黄长庚，现年 50 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任负责人、厦门钨品厂钨车间任主任、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。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、获福建省劳动模范荣誉称号。

公司现任总裁吴高潮，48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。

截至2014年底，公司本部及主要子公司共有在职员工11135人。从学历来看，研究生及以上学历者占2.46%，本科学历者占16.09%，大专学历者占12.09%，中专及以下学历者占69.36%；从岗位构成来看，生产人员占58.63%，销售人员占3.72%，技术人员占10.19%，行政及财务人员占8.38%，其他人员占19.08%。

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。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，各个事业部分别由一名副总裁管理。目前公司已经形成了董事会、监事会和经理层依法行权、相互制衡、高效运行的格局。

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

公司特设立薪酬考核委员会，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。

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

预算管理方面，预算决策机构是厦门钨业股东大会、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了严格控制，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，整体治理水平较高，同时建立了一整套管理制度和良好的管理机制，管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营现状

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

2012~2014 年，公司实现主营业务收入分别为 88.01 亿元、96.44 亿元、98.91 亿元，其中 2013 年大幅增长主要受房地产收入增长影响。钨钼等有色金属制品、稀土、电池材料三块业务收入近三年均有所波动，但总体保持稳定。

表 2 公司主营业务收入状况（单位：亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	56.71	64.30	25.51	56.96	59.06	28.68	55.48	56.09	25.30	10.62	74.79	25.48
稀土行业	8.72	9.95	23.48	7.46	7.74	0.97	8.47	8.56	12.34	1.28	9.01	-4.36
电池材料行业	7.86	8.96	2.23	7.01	7.26	1.74	8.65	8.75	9.50	2.07	14.58	5.89
房地产及配套管理	14.72	16.79	38.54	25.02	25.94	52.00	26.31	26.60	59.44	0.23	1.62	5.37
合计	88.01	100.00	25.41	96.44	100.00	30.63	98.91	100.00	31.89	14.20	100.00	19.61

资料来源：2012 年经调整财务数据，2013 年及 2014 年审计报告

注：2013 年公司第六届董事会第八次会议通过了《关于收购江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司 60%股权的议案》，同一控制下合并江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司，并将其纳入合并报表范围。根据《企业会计准则-企业合并》要求，公司对合并前的 2011 年度和 2012 年度报表进行了相应调整。因都昌金鼎 2012 年资产负债各科目余额、经营成果各科目发生额均未达到公司合并财务数据的 5%，且为了保证前后财务数据具有可比性，公司 2012 年主营业务情况列示数据均为调整后财务数据。

从公司主营业务构成看，2013 年主营业务收入比 2012 年增长 9.58%，主要原因是厦门海峡国际社区项目三期交房确认收入，房地产及配套收入同比增长 69.95%；钨钼矿山企业运行良好，仲钨酸铵抓住催化剂市场发展机会巩固了市场份额，硬质合金销售收入较为平稳，钨钼等有色金属制品收入同比增长 0.43%；稀土行业需求与价格均下滑，稀土业务收入同比下降

14.39%；贮氢合金粉受锂电材料替代影响需求下降，电池材料收入同比下降 10.84%。2014 年主营业务收入比 2013 年增长 2.56%，主要影响因素包括钨钼产品受价格持续下滑影响，收入同比下降 2.59%；稀土行业依旧低迷，下属金龙稀土通过氧化镨产品的经营运作以及磁性材料销量的增长取得了一定的经济效益，稀土业务全年收入同比增长 13.48%；公司通过开发高

电压钴酸锂和车用三元材料，电池材料业务较好地满足不同客户的需求，收入同比增长 23.55%；厦门海峡国际社区项目四期交房确认收入，房地产及配套管理同比增长 5.16%。

从毛利率来看，2013 年主营业务利润比 2012 年增长 32.59%，主营业务毛利率比 2012 年增加 5.22 个百分点，主要是下属房地产项目厦门海峡国际社区三期实现交房确认收入，房地产及配套管理业务毛利同比增加 7.34 亿元，增幅 129.30%，毛利率增加 13.46 个百分点。2014 年主营业务利润比 2013 年增长 6.80%，主营业务毛利率比 2013 年增加 1.27 个百分点，主要是下属房地产项目厦门海峡国际社区四期实现交房确认收入，房地产及配套管理业务毛利同比增加 2.63 亿元，增幅 20.20%，毛利率增加 7.44 个百分点。钨钼等有色金属制品方面，毛利率水平较为稳定。稀土行业板块毛利率水平受行业景气度波动影响较大。

2015 年一季度，由于中国将于 2015 年 5 月份起取消钨及稀土出口关税，国外客户处于观望阶段导致需求同比减少，公司钨钼制品及稀土板块收入规模同比有所下降，稀土价格的低位震荡导致该板块业务毛利率为-4.36%；房地产业务板块收入较上年同期减少 1.02 亿元，主要是由于上年同期海峡地产项目交房确认收入，而 2015 年一季度房地产业务未形成规模收入，且收入主要为租金收入，毛利率水平也大幅下降。

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；能源新材料板块由于上游稀土价格大幅震荡，导致公司该板块盈利能力出现大幅波动；2013 年以来，受益于公司房地产业务的收入增长，公司整体盈利能力有所改善。

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 22000 吨的生产能力；公司硬质合金方面，厦门金鹭目前拥有 4000 吨混合料、3000 吨硬质合金、700 万支硬质合金整体刀具、3500 万支 PCB 微型刀具和 1000 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控股子公司，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 83.78 万吨），产量约 9000 吨/年。由于公司对钨原料需求量大，钨原料的自给率直接决定了产品利润率。近年来，公司通过建设洛阳豫鹭矿和加强废钨回收技术的研发大幅提高了钨原料的自给率。海沧分公司自主研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，公司钨精矿自给率呈逐年改善趋势，2014 年公司钨精矿的自给率提升至 28.41%；公司目前钨原料的自给率相对较好，有助于提高公司钨产业链的抗风险能力。

公司钨原料不足部分通过国际市场及云南、甘肃、江西、河南等地采购，公司与主要的钨精矿供应商均建立了长期的战略合作伙伴关系，该部分供应商将优先保障供应公司原材料，以不高于市场价格结算，对公司原材料供应保障程度较高。

表 3 公司近年钨精矿采购情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
自给量（吨）	5020	5130	6240	1867
单位自给成本（元/吨）	45300	48100	50200	51200
采购量（吨）	21700	20240	21960	5626
采购均价（元/吨）	124500	121000	102080	79800
自给率（%）	23.13	25.34	28.41	33.19

资料来源：公司提供

表 4 公司主要产品销售均价

产品	2012年	2013年	2014年
钨精矿（万元/吨）	14	11.5	10.4
仲钨酸铵（万元/吨）	17	16	14
钨粉（万元/吨）	27	26	24
硬质合金（万元/吨）	42	40	39
细钨丝（万元/亿米）	220	240	220
粗钨丝（万元/吨）	40	43	40
细钼丝（万元/亿米）	660	610	580
粗钼丝（万元/吨）	33	31	28
贮氢合金（万元/吨）	13	10.5	10.4
锂离子材料（万元/吨）	13	12.35	12.4

资料来源：公司提供

受到原料价格波动和市场需求变化的影响，公司钨钼板块主要产品 2014 年全年均价与 2013 年全年均价相比均有不同程度下降。其中降幅最大的为仲钨酸铵产品，下降幅度约为 12.50%；下降幅度最小的为硬质合金产品，下降幅度约为 2.50%。

2012~2014 年，公司 APT 产品保持了良好的产销情况，仲钨酸铵产销量波动较小，主要是受市场需求和企业调整产品库存影响；仲钨酸铵售价有所下滑，基本与市场波动一致；得益于公司的钨精矿资源保障以及公司下属矿山企业通过开展对标挖潜、技术协作，提高原矿利用率及回收率，降低生产成本，同时，下属钨冶炼企业通过市场细分，开发催化剂市场、研制高纯 APT 等措施，努力拓展市场空间，通过加强管理，提高一次交验合格率、稳定金属回收率、降低生产成本，较好地巩固了钨初级产品的龙头地位，公司 APT 仍保持一定的盈利空间。同期，受 LED 等替代产品挤压下游市场的影响，公司钨丝销量逐年下滑；但由于公司采用原料成本+加工费的定价模式，丝材始终保持了 20%左右的毛利水平；与此同时，下属钨钼丝材企业积极推进非照明丝材及制品的开发；市场占有率方面，公司是世界上最大的钨钼丝生产企业之一，生产的钨丝在国内市场占有率达 70%，高端市场占有率达 80%，生产的钼丝在国内市场占有率达 65%，高端市场占有率达 80%。整体看，公司传统钨产品的售价及销量受行业波动影响较大，但盈利空间相对稳定。

表 5 公司主要产品产销量

主要产品		2012年	2013年	2014年
仲钨酸铵（APT）	销量（吨）	19673	20308	19979
	产量（吨）	19200	18800	19660
钨粉	销量（吨）	4060	4194	5585
	产量（吨）	4040	4190	5540
硬质合金	销量（吨）	2386	2469	2345
	产量（吨）	2130	2710	2310
刀具	销量（万件）	1397	2230	2420
	产量（万件）	1560	2440	2650
粗钨丝	销量（吨）	822	790	650
	产量（吨）	830	750	597
细钨丝	销量（亿米）	146	142	111
	产量（亿米）	147	150	100
细钼丝	销量（亿米）	16	18	15
	产量（亿米）	16	18	15
粗钼丝	销量（吨）	316	343	329
	产量（吨）	317	340	320
稀土氧化物	销量（吨）	2054	1790	1150
	产量（吨）	2280	1740	1840
发光材料	销量（吨）	61	460	538
	产量（吨）	78	460	550
磁性材料	销量（吨）	150	405	1018
	产量（吨）	150	405	1070
贮氢合金	销量（吨）	3127	2732	2629
	产量（吨）	3120	2700	2450
锂电正极材料	销量（吨）	2367	2946	4552
	产量（吨）	2360	3200	4890

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，2014 年产量分别为 5540 吨、2310 吨和 2650 万件，同比分别增长 32.22%、下降 14.76%和增长 8.61%。目前公司钨钼深加工产品主要由厦门金鹭公司生产，2014 年厦门金鹭实现销售收入 26.24 亿元，净利润 1.68 亿元，同比分别增长 7.40%和 33.53%；钨粉、硬质合金和刀具产品的收入占比分别约为 50%、40%和 10%。随着国内外市场需求的复苏，2013 年钨粉的产量和销量分别为 4190 吨和 4194 吨，比 2012 年增长 3.71%和 3.20%；2014 年钨粉的产量和销量分别为 5540 吨和 5585 吨，比 2013 年增长 32.22%及 33.17%，主要是九江金鹭的成功投产使钨粉产能得到释放，同时公司通过市场协调、合理分工进一步提高了市场影响力，订单有所增加；公司钨粉产品售价参照 APT 价格，凭借质量和技术优势，毛利率尚可。公司硬质合金和刀具产品生产所需原材料由公司内部供给，钨深加工业务的原料质量、成本控制和技术支

持均处于中国硬质合金制品行业前列。公司硬质合金产品附加值较高，产品价格不完全根据原材料价格波动，其毛利率基本稳定在25%~30%，是厦门金鹭的主要利润来源；但刀具产品投入市场时间较短，在品牌效应、销售价格等方面相对进口产品仍有一定差距，盈利能力相对较弱。此外，厦门金鹭新建九江金鹭项目于2014年投产、洛阳金鹭于2015年4月投产，上述项目未来仍需2~3年时间方可进入稳定运营阶段，预计短期内仍难以为公司贡献效益。

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

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2014年底，已经整合了福建省除长汀闽欣、宁化新材料两本采矿证以外其余的三本采矿证100%股权，采矿指标1700吨，占福建全省开采指标的85%，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%），生产新能源汽车电机。

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

生产经营方面，近年来由于稀土行业需求有所下滑，稀土氧化物销量逐年下降，但长汀金龙稀土通过氧化镨产品的经营运作，创造了一定的经济效益；2014年公司钕铁硼磁性材料和荧光材料产量分别为1070吨和550吨，同比分别增长164.20%和19.57%，其中磁性材料快速增长的主要原因是由于长汀金龙稀土努力提高磁材的成品率，大力拓展风电、变频空调、电梯等产品应用领域，磁材销量有较大的增长；受此带动，2014年公司稀土板块收入规模及毛利率水平同比分别增长13.54%和11.37个百分点。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，2014年分别为35.67%和50.00%；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，2013~2014年长汀金龙稀土有限公司分别亏损1.16亿元和0.18亿元，公司稀土加工业务经营情况虽有好转，但仍待进一步改善。未来，随着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逐步好转。

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 2014 年底，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 10500 吨/年，其中贮氢合金粉产能居全国首位，锂电池材料产能亦处于全国前列，具有一定的规模优势。

公司贮氢材料生产技术、产品质量日趋完善，迅速缩短了与日本、欧美的差距，得到了国内外镍氢电池生产厂家的认可，市场占有率逐步提高，年产能已由最初的 500 吨增加到目前的 5000 吨，成为目前国内规模较大的贮氢合金粉生产企业之一。近年来，由于国内电动汽车电池材料发展方向转向锂离子材料，公司贮氢合金粉下游市场受到大幅挤压，销售主要以车载电池客户为主，销量有所下滑；2012~2014 年，销售量分别为 3127 吨、2732 吨和 2629 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 10500 吨的生产能力。2012~2014 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 2367 吨快速上升至 4810 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新建、在建产能短期内将释放；公司锂电池材料业务有望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。

由于新建锂电池材料产能还未充分释放，规模效应尚未显现；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；2012~2013 年公司电池材料业务整体毛利率仅为 2.24%和 1.74%。2014 年，受益于锂电池材料业务规模的大幅增长和盈利提升，公司电池材料业务毛利率增至 9.50%，但相比同行业上市公司 30%左右的毛利率水平，公司电池材料业务盈利能力仍较弱。未来，随着锂电池业务规模的快速增长，相应的固定成本将降低，公司电池材料业务盈利能力有望提升。

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 6 房地产业务资金平衡情况（单位：亿元）

	2012 年	2013 年	2014 年
对外投资额	5.22	8.99	8.95
房地产预收款	12.03	11.66	22.50
销售收入	14.72	25.02	26.31

资料来源：公司提供

表 7 截至 2015 年 3 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 2014 年 12 月底已投资金额	预计投资			截至 2015 年 3 月底销售回款	截至 2015 年 3 月底收入确认金额	截至 2014 年底已销售面积（万平米）	销售均价（元/平米）	2015 年计划销售回款	2016 年计划销售回款
			2015	2016	2017						
厦门海峡国际社区	554000	395395	18000	20066	49093	1119180	1119878	61.25	18283		

漳州海峡国际湾区	445000	159159	75000	75000	75000	121850	13761	12.70	9708	69788	142672
都江堰别墅项目	29000	29319	1000	500	500	10172	-	1.02	11046	6116	10907
东山度假城	90000	3859	14000	15000	15000						6000
合计	1118000	587732	108000	110566	139593	1251202	1133639	74.97	39037	75904	159579

资料来源：公司提供

近年来，公司房地产项目预收账款可基本覆盖当年项目投资金额；公司资金链状况良好，对外筹资压力较轻。

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 2014 年底，已投入 39.54 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，已成为厦门当地的品牌楼盘，给公司带来较好的利润。截至 2015 年 3 月底，项目确认收入共计 111.99 亿元，毛利率 61.55%，共贡献毛利润约 69 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 2014 年底，项目累计已投资 15.92 亿元。

“都江堰鹭岛青城山”是滕王阁地产开发的精品别墅社区，其总用地面积 5.11 万平方米，规划建筑面积 2.65 万平方米，总投资 2.90 亿元。项目目前已基本开发完毕，处于销售状态。截至 2014 年底，项目已累计取得销售回款 1.02 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 22.82 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，建筑面积 2.39 万平方米，总投资 1.77 亿元。

截至 2015 年 3 月底，漳州海峡国际湾区项目尚有 10.81 亿元签约金额未结转，年内仍可为公司贡献较大利润。截至 2014 年底，漳州海峡国际湾区项目可售面积 4.01 万平方米，在建面积 36.79 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将有所下降。

6. 未来发展

目前公司主要在建项目为九江金鹭硬质合金项目、洛阳金鹭硬质合金项目、金龙稀土 6000 吨特种金属及合金项目、金龙稀土 2500 吨钕铁硼元器件项目。此外，公司房地产板块主要在建项目有厦门海峡国际社区、漳州海峡国际湾区和东山度假城项目，未来投资资本支出不大，基本可以通过公司自有资金覆盖。

表 8 公司主要在建及拟建项目（单位：万元）

项目名称	产能（吨/年）	总投资（万元）	截至2014年底已投资	投资计划（万元）			开工~投产时间
				2015年	2016年	2017年	
洛阳金鹭硬质合金项目	钨粉3000，碳化钨粉2500，混合料2000，硬质合金2000，矿山凿岩工具1580万支	96915	43275	16000	6000		2011.6~2015.4
金龙稀土6000吨特种金属及合金	6000吨特种金属及合金	9739	349	5000	3000	1000	2014~2017

金龙稀土钕铁硼元器件配套年产2500吨表面处理	2500吨钕铁硼元器件	7961	566	5000	1000	1000	2014-2016
合计		114615	44190	26000	10000	2000	

资料来源：公司提供

洛阳金鹭硬质合金项目系公司为利用自身在硬质合金制造领域具备的技术优势，进一步完善公司的产品结构，在巩固福建厦门地区生产基地的同时，加快建设新的高性能粉末、硬质合金及其深加工产品生产基地。项目总投资9.69亿元，规划用地356亩，建筑面积约21.08万平方米，规划建设制粉车间、混合料车间、合金大制品车间、硬面材料车间、矿山工程工具车间、钢材机加工车间、库房及生活配套区等，建设期为二年，于2015年逐步投产。预计达产后，年销售收入可达19亿元以上。

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。

总体看，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，公司该板块盈利能力较好，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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012年财务报表经福建华兴会计师事务所有限责任公司审计，提供的2013年和2014年财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。公司2015年一季度财务数据未经审计。

截至2014年底，公司（合并）资产总额173.18亿元，所有者权益90.91亿元（含少数股东权益16.55亿元）；2014年公司实现营业收入101.43亿元，利润总额13.31亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额164.86亿元，所有者权益90.80亿元（含少数股东权益16.12亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入14.37亿元，利润总额0.67亿元。

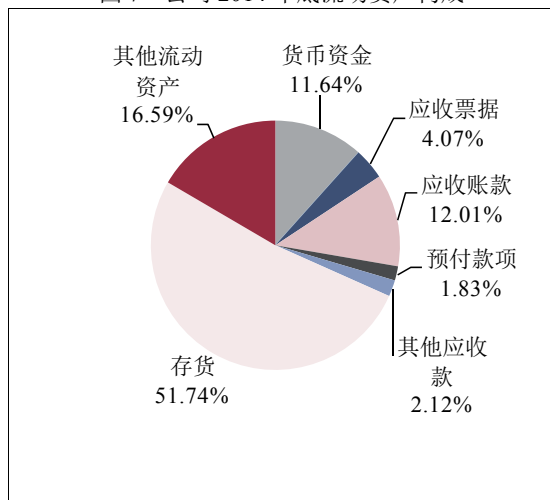
2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为16.15%。近三年，公司资产构成较为稳定，均以流动资产为主。截至2014年底，公司资产总额合计173.18亿元，较2013年底增长12.10%。截至2014年底公司资产构成中，流动资产占53.85%，非流动资产占46.15%。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产不断增长，年均复合增长10.00%。截至2014年底，公司流动资产合计93.25亿元，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。

图7 公司2014年底流动资产构成



资料来源：公司提供

近三年，公司货币资金波动增长，年均复合增长17.30%，2014年底为10.85亿元，同比增长53.68%，主要由于公司当期定向增发普通股股票，收到的募集资金尚未使用完毕。截至2014年底，公司不存在抵押、质押或冻结、或存放在境外且资金汇回受到限制的款项。

近三年，公司应收票据波动较大，截至2014年底，公司应收票据为3.79亿元，同比下降28.66%，其中银行承兑票据占99.74%。

2012~2014年，公司应收账款快速增长，年均复合增长为16.90%。截至2014年底，公司应收账款账面余额为11.20亿元，同比增长2.85%。公司共计提0.79亿元坏账准备，计提比例为6.62%。公司应收账款中1年以内的部分占96.17%，1~2年的部分占1.31%，2~3年的部分占1.68%。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22.43%。总体上看，公司应收账款应收账款账期较短，集中度较低。

2012~2014年，公司预付款项逐年下降，年均复合下降31.45%，截至2014年底为1.71亿元，同比下降42.28%，主要是由于公司预付货款减少所致。

2012~2014年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降24.90%，截至2014年底为1.98亿元，同比下降50.07%，主要是由于房地产公司

当期收回往来款所致。公司共计提坏账准备0.61亿元，计提比率为26.07%。公司其他应收款主要为对公司下属“厦门海峡国际社区项目”的另一合作方建明（厦门）房地产开发有限公司（以下简称“建明地产”）的应收款，公司子公司厦门滕王阁房地产开发有限公司（以下简称“滕王阁房产”）对该项目享有67.285%的权益，滕王阁房产与建明地产协议规定，合作双方在保证项目资金需要的前提下可根据双方协定共同使用项目资金，截至2014年底，建明地产使用项目资金余额1.40亿元。

2012~2014年，公司存货规模有所波动，截至2014年底，公司的存货账面余额为49.00亿元，同比增长11.22%；公司存货中原材料占比13.63%，库存商品占比28.84%，在产品占比9.76%，开发产品占比3.83%，开发成本占比43.94%。公司存货的账面价值在流动资产以及总资产中占比大（分别为51.74%、27.86%）。存货账面余额中与公司钨钼有色金属制品、稀土及能源新材料业务有关的存货（原材料、在产品及库存商品）占52.23%，公司房地产业务存货（开发产品及开发成本）账面价值在公司存货账面价值中占比为47.77%。滕王阁房产以其存货中5.45亿元土地使用权抵押借款。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。

2012~2014年，公司其他流动资产快速增长，2014年底为15.46亿元，同比增长68.73%，主要是公司预缴的税费以及留抵的进项税重分类至其他流动资产及对成都同基置业有限公司委托贷款增加所致；预缴的税费预计将在2015年所对应的预售房屋交房确认收入时予以结转，待抵扣进项税预计在2015年抵扣销项税额。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长24.82%。截至2014年底，公司非流动资产合计79.93亿元，同比增长11.40%，其中固定资产占比61.12%，在建工程占比8.94%，无形资产占比9.82%，长期股权投资占比6.64%，

投资性房地产占比2.64%，递延所得税资产占比6.08%，其他占比4.76%。

2012~2014年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长60.49%，截至2014年底，公司长期股权投资为5.31亿元，同比下降6.29%。2013年公司长期股权投资同比增长174.88%至5.67亿元，主要系当期母公司增加对苏州爱知高斯电机有限公司和龙岩稀土工业园开发建设公司的投资以及下属房地产公司厦门滕王阁房地产开发有限公司新增对成都同基置业有限公司投资3.26亿元。

2012~2014年，公司固定资产快速增长，年均复合增长22.45%。截至2014年底，公司的固定资产净额为48.85亿元，同比增长17.93%，主要由在建工程中金鹭设备及技改、金鹭年产2000万片数控刀片扩产、九江项目土建工程等当年转入固定资产所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占34.66%）和机器设备（占59.74%）构成，公司累计计提折旧20.24亿元，计提减值准备1869.94万元，公司固定资产平均成新率为70.51%。

2012~2014年，公司在建工程保持相对稳定，截至2014年底为7.14亿元，同比下降5.18%，主要系在建工程转固所致。公司目前主要在建工程预计未来短期仍将保持一定规模投入。

2012~2014年，公司无形资产波动增长，年均复合增长64.29%，截至2014年底为7.85亿元，同比小幅下降2.52%，主要由土地使用权（占49.67%）和采矿权（占45.94%）构成。

截至2015年3月底，公司资产总额为164.86亿元，较2014年底下降4.81%，主要是由于货币资金下降所致；其中公司流动资产合计为84.99亿元，非流动资产合计79.87亿元。本期末公司货币资金为4.00亿元，较2014年底大幅下降63.14%，主要是由于公司支付应付账款和应交税费所致。其余科目较2014年底变化不大。

总体看，近年公司资产总额快速增长，尽管公司资产以流动资产为主，但考虑到公司流

动资产以存货为主，受房地产板块影响公司存货周转效率一般，且公司存货具有一定跌价风险。此外，矿山资源入账价值仅4.55亿元，整体上看公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益合计年均复合增长27.03%。截至2014年底公司所有者权益合计为90.91亿元（其中少数股东权益为16.55亿元），同比增长49.93%，主要是由于2014年经中国证监会（证监许可【2014】1031号）核准，公司以19.98元/股向福建省稀有稀土（集团）有限公司、前海开源基金管理有限公司、福建省投资开发集团有限责任公司等9家机构定向增发15000万A股，公司股本变更为8.32亿元，股本溢价28.25亿元（计入资本公积）；此次定向增发由致同会计师事务所进行验资并出具验资报告（同验字（2014）第351ZA0235号）。2014年底归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占11.19%，资本公积占48.42%，盈余公积占4.26%，未分配利润占34.90%。2014年底少数股东权益16.55亿元，同比下降13.07%，主要系对少数股东利润分配所致。

截至2015年3月底，公司所有者权益规模和构成较2014年底变化不大。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2012~2014年，公司负债波动中有所增长，年均复合增长6.88%，2014年底为82.27亿元。从负债结构看，近三年公司流动负债占总负债比重分别为79.69%、66.45%和85.97%，剔除一年内到期的非流动负债后，流动负债占总负债比重分别为70.25%、59.94%和60.58%。公司负债以流动负债为主。

2012~2014年，公司流动负债波动中有所增长，年均增长率为11.01%，截至2014年底，公司流动负债合计70.73亿元，其中短期借款占11.33%，应付账款占17.00%、预收款项占

17.13%，应交税费占16.20%，一年内到期的非流动负债占29.53%，其他占8.79%。

2012~2014年，公司短期借款波动中有所下降，年均下降8.58%，截至2014年底，公司短期借款为8.01亿元，同比下降19.02%。

截至2014年底，公司应付票据1.64亿元，全部为银行承兑汇票，无已到期未支付的应付票据。

2012~2014年，公司应付账款快速增长，年均复合增长15.21%，截至2014年底，公司应付账款为12.03亿元，同比增长16.68%，主要由货款（占31.80%）、设备款或在建工程款（占20.33%）和房地产工程款（占47.44%）构成。

2012~2014年，公司预收款项波动较大，主要是受房地产业务收入确认影响。截至2014年底，公司预收款项为12.12亿元，同比下降48.18%，主要是下属房地产公司当期海峡国际社区项目四期确认收入，预收售房款减少所致。

截至2014年底，公司应交税费为11.46亿元，较上年底增长35.68%，主要是当期预缴税金和留抵增值税重分类至其他流动资产所致。

2012~2014年，公司其他应付款波动中有所下降，年均降幅3.82%，截至2014年底，公司的其他应付款为1.39亿元，主要是代收款项、暂收款、关联往来款及保证金和质保金等。截至2012年底，公司其他流动负债8.25亿元，主要为2012年1月和7月发行的3亿元和5亿元短期融资券，该部分负债计入短期债务。

2012~2014年，公司非流动负债波动中有所下降，年均降幅11.17%，截至2014年底，公司非流动负债合计11.54亿元。公司的非流动负债主要包括长期借款（占19.16%）、应付债券（占53.70%）和递延收益（占13.17%）。

2012~2014年，公司长期借款波动下降，年均降幅44.95%，截至2014年底，公司长期借款为2.21亿元，同比大幅下降87.37%，主要是一年内到期的长期借款增加，从而转入一年内到期的非流动负债。2014年底长期借款

（含一年内到期的长期借款）中，主要为抵押借款5.46亿元和保证借款11.46亿元。

2012~2014年，公司应付债券波动中有所增长，2014年底为6.20亿元，同比下降44.45%，主要系公司2012年发行的中期票据将于2015年12月到期，故调整计入一年内到期的非流动债务。公司长期应付款为应付融资租赁款，本评级报告中计入公司长期债务。

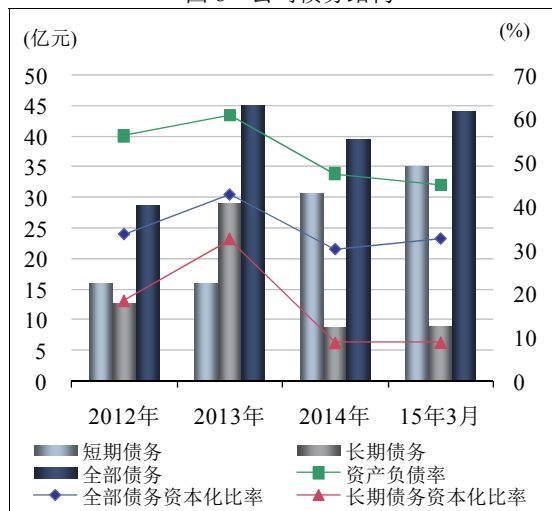
截至2012年底和2013年底，公司其他非流动负债分别为1.31亿元和1.36亿元，主要由递延收益构成。2014年公司将递延收益计入递延收益科目，故不再计入其他非流动负债。

有息债务方面，2012~2014年，公司有息债务波动增长，年均复合增长17.38%，截至2014年底，公司的全部债务为39.33亿元，同比下降12.74%，其中短期债务为30.55亿元（占77.67%），长期债务为8.78亿元（占22.33%）。

2012~2014年，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加权平均值分别为53.20%、34.61%和17.80%；2014年底上述三指标分别为47.50%、30.20%和8.81%，由于公司当年定向增发以及债务规模有所下降，2014年公司债务负担有所减轻。

截至2015年3月底，公司负债合计74.06亿元，较2014年底下降9.97%，主要是由于应付账款、应交税费及一年内到期的非流动负债下降所致；其中流动负债占84.41%，非流动负债占15.59%。截至2015年3月底，公司短期借款为16.05亿元，较2014年底大幅增长100.28%；应付账款较2014年底下降38.08%，主要是由于子公司应付账款减少所致；应交税费较2014年底下降70.34%，主要为下属公司缴纳土地增值税和所得税所致。

图8 公司债务结构



资料来源：公司审计报告

截至2015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44.93%、32.61%和8.88%，较2014年底变化不大。

总体看，近年来公司债务规模波动增长，受益于2014年非公开定向增发，公司整体债务负担波动下降；公司债务以短期债务为主，债务结构有待进一步优化。

4. 盈利能力

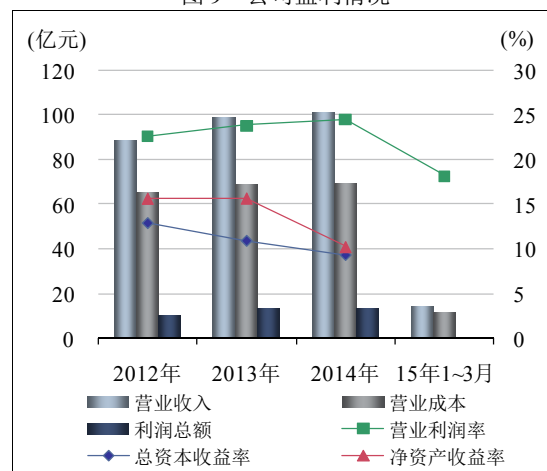
2012~2014年，公司营业收入有所增长，年均复合增长7.13%。2013年公司实现营业收入98.75亿元，同比增长11.75%，主要系公司本期房地产业务销售收入增加11.18亿元所致。2014年公司实现营业收入101.43亿元，同比增长2.71%，主要是电池材料销量增长较快；厦门海峡国际社区项目四期交房确认收入，而钨钼行业由于价格持续下滑，收入有所下降。2012~2014年，公司营业成本年均复合增长2.77%，小于近年来营业收入的增幅；近三年营业税金及附加快速增长，年均复合增长62.42%，主要是由于房地产销售收入增长带动土地增值税大幅上升所致。2012~2014年，公司营业利润率稳步增长，分别为22.63%、23.83%和24.49%。

期间费用看，2012~2014年，公司期间费用占营业收入的比重三年分别为10.58%、11.30%和12.04%，其中管理费用占比较高且逐年上升，主要是职工薪酬和技术开发费增长所致。

2012~2014年，公司营业外收入年均复合增长72.34%，主要为政府补助，近三年分别为2766.01万元、7242.80万元和14103.71万元。2014年公司营业外收入同比增长47.80%，主要是由于当期下属子公司赣州虹飞钨钼材料公司退城进园搬迁项目收到政府补偿款所致。2012~2014年，公司利润总额分别为10.45亿元、13.37亿元和13.31亿元。

从盈利指标看，2012~2014年，公司总资产收益率和净资产收益率三年加权平均值分别为10.60%和12.95%，2014年上述两指标分别为9.40%和10.27%。

图9 公司盈利情况



资料来源：公司提供

2015年1~3月，公司实现营业收入14.37亿元，利润总额0.67亿元，分别占2014年全年的14.17%和5.07%；公司营业收入和利润总额分别同比下降11.91%和23.83%，主要是由于上年同期海峡地产交房确认收入而2015年一季度没有交房收入，同时主业方面由于中国将于2015年5月份起取消钨及稀土出口关税，国外客户处于观望阶段，导致需求同比减少，使得钨钼业务板块收入有所下降。公司营业利润率为18.23%，

较2014年底下降6.25个百分点。

总体看，近年来在房地产销售以及电池材料销售增长的带动下，公司收入规模不断增长；公司主营业务钨钼等有色金属制品以及房地产销售业务盈利能力较强，能源新材料板块的盈利能力波动较大，公司综合盈利能力较好。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014年，公司经营现金流入量有所波动，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为89.12亿元、102.13亿元和85.83亿元，公司现金收入比三年分别为100.85%、103.42%和84.62%。公司2014年现金收入比较前期下降较快，主要是由于房地产本期确认前期预售收入所致。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中有所增长，其中2014年同比增长18.03%，主要是公司根据市场情况，适当调整库存比重以控制成本，当期采购较多钨精矿及稀土等原材料所致。近年来公司支付的各项税费规模较大且不断增长，主要是缴纳的土地增值税和所得税。2012~2014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16.80亿元、27.98亿元和-0.44亿元。

从投资活动来看，2012~2014年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金波动中有所下降，近三年分别为8.42亿元、8.91亿元和7.33亿元。近年来，公司投资支付的现金快速增长，2013年公司投资支付的现金为13.76亿元，主要是公司收购江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司股权投资3.67亿元、公司下属厦门滕王阁现金增资成都同基置业有限公司投资3.26亿元以及公司竞拍收购洛阳钼业集团硬质合金有限公司投资2.18亿元等；2014年公司投资支付的现金为43.56亿元，同年公司收回投资收到的现金40.01亿元，主要是当期在金融机构的理财

申赎增加。2012~2014年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为净流出8.70亿元、25.57亿元和10.09亿元；公司筹资活动前现金流量净额分别为8.10亿元、2.41亿元和-10.53亿元。

从筹资活动来看，2012~2014年，公司筹资活动现金流量净额三年分别为-5.48亿元、-3.15亿元和13.92亿元，基本上与各年的筹资活动前现金流净额缺口相匹配。其中，2014年公司吸收投资收到的现金为29.79亿元，主要为当年定向增发所致；2012~2014年筹资活动收到其他与筹资活动有关的现金和支付其他与筹资活动有关的现金主要为与关联公司的往来款，其中公司收到厦门三虹的往来款近三年分别为36.79亿元、6.51亿元和4.84亿元，由于公司业务发展需要资金周转，关联方厦门三虹有闲置资金，经双方股东大会同意，厦门三虹向公司提供借款并按公司同期银行贷款利率计息；此外，经股东大会批准，公司向福建省稀有稀土（集团）有限公司借款，按公司同期银行贷款利率计息，2014年收到福建省稀有稀土（集团）有限公司往来款11.30亿元。上述往来款公司基本于当年予以偿还。

2015年1~3月，公司经营活动产生的现金流入为15.69亿元，同期，公司现金收入比为106.70%。公司经营活动产生的现金流量净额为-10.82亿元，主要是由于下属房地产公司本期销售商品收到的现金流量减少且支付大额税费，下属制造业公司采购支出增加所致；投资活动产生的现金流量净额为0.83亿元，其中公司投资支付的现金16.82亿元和同期收回投资收到的现金19.67亿元主要为公司在金融机构办理的现金理财申赎业务；筹资活动产生的现金流量净额为3.47亿元；现金及现金等价物净增加额3.83亿元。

总体看，近年来受房地产业务影响，公司经营活动产生的净现金流波动大。公司资本性投资支出有所放缓。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率平均值分别为132.58%和60.14%，2014年底分别为131.84%和63.62%，2015年3月底分别为135.95%和54.10%；2012~2014年，公司经营现金流负债比波动较大，分别为29.27%、44.86%和-0.62%。由于公司流动资产以存货为主，且存货中房地产相关存货占比过半，因此公司资产的流动性相对较弱，另外公司预收账款规模较大对公司短期偿债指标具有一定影响，如不考虑预收账款影响，截至2014年底公司流动比率、速动比率分别为159.10%和79.78%。总体上看，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA分别为15.73亿元、19.88亿元和20.72亿元。2012~2014年EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA三年加权平均值分别为7.81倍和1.99倍，2014年分别为7.14倍和1.90倍。总体看，公司对全部债务保护能力很强。

截至2015年4月底，公司在银行授信总额度为99.80亿元，已使用额度为33.68亿元，尚未使用额度为66.12亿元，公司间接融资渠道畅通；另外公司为A股上市公司，公司直接融资渠道畅通。综合看，公司融资渠道畅通。

截至2015年3月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版），截至2015年5月8日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为全球第一大钨产品制造商，钨产业拥有从矿山、冶炼、粗加工到精细加工完整产业链，技术水平先进，行业地位突出；公司新能源板块近年不断发展，未来将成为公司新的增长点，同时房地产业务成为公司近年收入

及利润的有力补充，一定程度分散了公司冶炼加工业务风险。综合考虑，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司拟于2015年注册总额度为25亿元的中期票据，本期发行第一期额度为3亿元的3年期中期票据。本期中期票据的发行额度为3亿元，占公司2015年3月底长期债务的33.91%，占全部债务的6.83%，对公司现有债务水平影响不大。

截至2015年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为44.93%和32.61%，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至45.91%和34.08%。但考虑到本期中期票据募集资金部分用于置换银行借款，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

2012~2014年公司经营活动现金流入量保持大规模并持续增长，公司经营活动现金流入量三年加权平均值为94.74亿元，为本期中期票据发行额度的31.58倍，其中2014年公司经营活动现金流入量为88.62亿元，为本期中期票据发行额度的29.54倍；近三年，公司经营活动现金净流入加权平均值为11.53亿元，为本期中期票据的3.84倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖能力很强。2012~2014年，公司EBITDA加权平均值为19.47亿元，为本期中期票据发行额度的6.49倍，其中2014年公司EBITDA为20.72亿元，为本期中期票据发行额度的6.91倍，对本期中期票据覆盖能力很强。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期中期票据的偿还能力很强。

十、结论

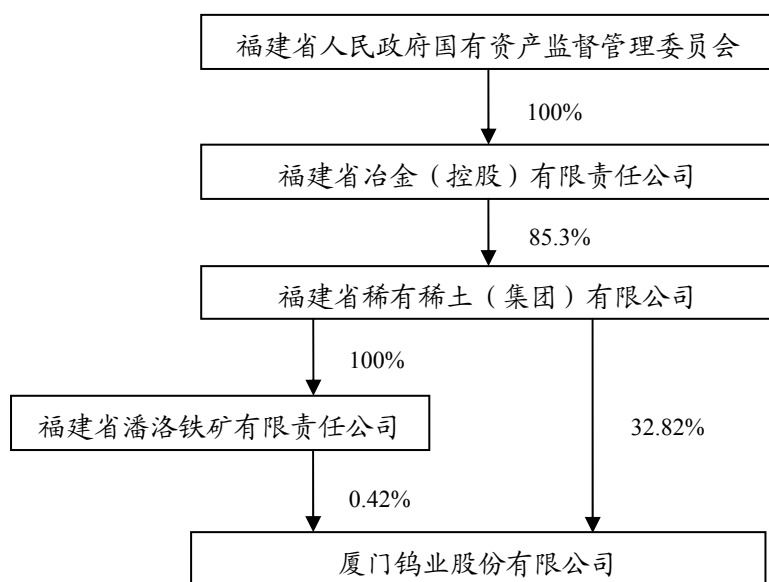
公司是全球大型钨产品制造商，钨产业具

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

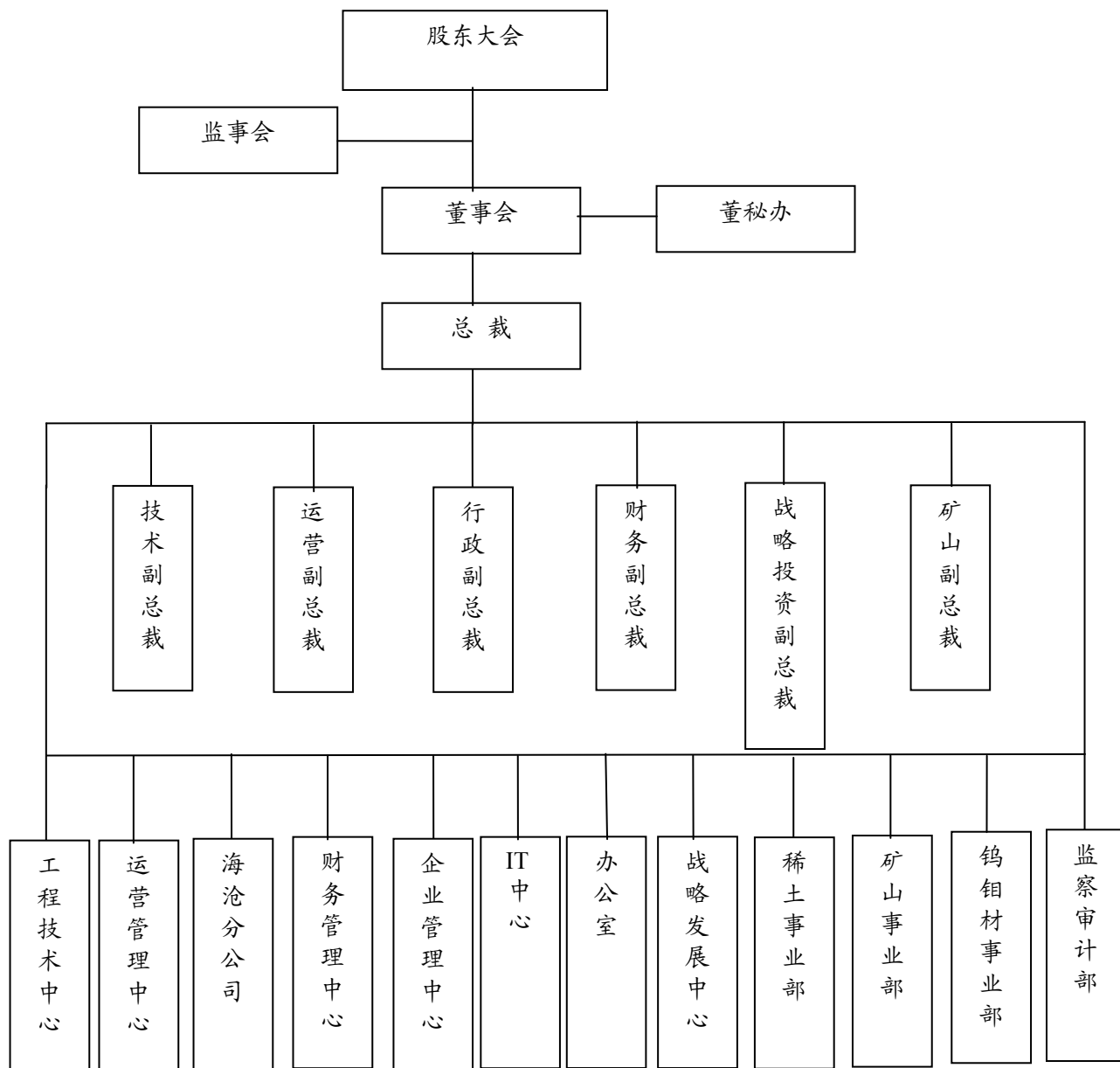
公司资产总额快速增长，盈利能力较好，整体偿债能力强，直接、间接融资渠道畅通，公司经营性现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力强。

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 1-3 截至 2014 年底公司一级控股子公司

序号	子公司全称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	经营范围
1	厦门象屿鸣鹭国际贸易有限公司	900.00	100.00	100.00	进出口贸易
2	厦门金鹭特种合金有限公司	61,000.00	60.00	60.00	钨冶炼、加工
3	厦门滕王阁房地产开发有限公司	4,000.00	60.00	60.00	房地产开发
4	洛阳豫鹭矿业有限责任公司	5,000.00	60.00	60.00	钨矿生产
5	厦门虹鹭钨钼工业有限公司	20,900.00	65.00	65.00	钨钼丝电光源材料
6	成都虹波实业股份有限公司	7,204.29	66.21	66.21	钨钼丝电光源材料
7	赣州虹飞钨钼材料有限公司	2,580.00	70.93	70.93	钨钼丝电光源材料
8	厦门嘉鹭金属工业有限公司	4,750.00	90.00	90.00	金属制品加工
9	宁化行洛坑钨矿有限公司	20,000.00	98.95	98.95	钨矿开采
10	上海虹广钨钼科技有限公司	5,000.00	100.00	100.00	钨钼丝电光源材料
11	福建省长汀金龙稀土有限公司	37,170.00	100.00	100.00	稀土矿加工
12	龙岩市稀土开发有限公司	1,000.00	51.00	51.00	矿产品投资
13	佳鹭（香港）有限公司	1,950.00 万美元	100.00	100.00	进出口贸易
14	麻栗坡海隅钨业有限公司	6,000.00	100.00	100.00	钨冶炼、加工
15	九江金鹭硬质合金有限公司	40,000.00	70.00	70.00	钨冶炼、加工
16	三明市稀土开发有限公司	1,000.00	51.00	51.00	稀土项目投资
17	福建省三明金明稀土有限公司	5,000.00	70.00	70.00	稀土分离及深加工
18	洛阳金鹭硬质合金工具有限公司	30,000.00	100.00	100.00	钨冶炼、加工
19	江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司	16,000.00	60.00	60.00	钨钼采选、加工

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.60	12.38	14.64	5.58
资产总额(亿元)	128.36	154.50	173.18	164.86
所有者权益(亿元)	56.34	60.64	90.91	90.80
短期债务(亿元)	15.87	16.01	30.55	35.10
长期债务(亿元)	12.68	29.06	8.78	8.85
全部债务(亿元)	28.54	45.07	39.33	43.94
营业收入(亿元)	88.37	98.75	101.43	14.37
利润总额(亿元)	10.45	13.37	13.31	0.67
EBITDA(亿元)	15.73	19.88	20.72	--
经营性净现金流(亿元)	16.80	27.98	-0.44	-10.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.41	7.02	6.50	--
存货周转次数(次)	1.31	1.47	1.51	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.70	0.62	--
现金收入比(%)	100.85	103.42	84.62	106.70
营业利润率(%)	22.63	23.83	24.49	18.23
总资本收益率(%)	12.97	10.98	9.40	--
净资产收益率(%)	15.63	15.65	10.27	--
长期债务资本化比率(%)	18.37	32.40	8.81	8.88
全部债务资本化比率(%)	33.62	42.64	30.20	32.61
资产负债率(%)	56.11	60.75	47.50	44.93
流动比率(%)	134.27	132.67	131.84	135.95
速动比率(%)	46.99	63.11	63.62	54.10
经营现金流动负债比(%)	29.27	44.86	-0.62	-69.25
EBITDA 利息倍数(倍)	7.15	9.37	7.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.81	2.27	1.90	--
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	5.24	6.63	6.91	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	31.19	35.24	29.54	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	5.60	9.33	-0.15	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；

2. 长期应付款计入长期债务；其他流动负债中的短期融资券计入短期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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/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%
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
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%
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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

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 中长期债券信用等级的定义

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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 厦门钨业股份有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，提供有关财务报告以及其他相关资料。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，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，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如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。

