

# 跟踪评级公告

联合[2016] 1357号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持厦门钨业股份有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，并维持“15厦钨MTN001”、“16厦钨MTN001”的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一六年七月十三日



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)  
电话：010-85679696  
传真：010-85679228  
<http://www.lhratings.com>

## 厦门钨业股份有限公司中期票据跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果：AA<sup>+</sup>      评级展望：稳定  
 上次评级结果：AA<sup>+</sup>      评级展望：稳定

### 债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15厦钨MTN001	3亿元	2015/8/27-2018/8/27	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16厦钨MTN001	6亿元	2016/1/15-2019/1/15	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

跟踪评级时间：2016年7月13日

### 财务数据

项目	2013年	2014年	2015年	16年3月
现金类资产(亿元)	12.38	14.64	8.37	10.81
资产总额(亿元)	154.50	173.18	159.87	163.49
所有者权益(亿元)	60.64	90.91	82.35	82.73
长期债务(亿元)	29.11	8.83	15.71	21.54
全部债务(亿元)	45.12	39.38	58.36	63.93
营业收入(亿元)	98.75	101.43	77.55	14.83
利润总额(亿元)	13.37	13.31	-5.38	0.51
EBITDA(亿元)	19.88	21.17	2.96	--
经营性净现金流(亿元)	27.98	-0.44	-12.63	2.48
营业利润率(%)	23.83	24.49	13.05	17.37
净资产收益率(%)	15.65	10.27	-7.01	--
资产负债率(%)	60.75	47.50	48.49	49.40
全部债务资本化比率(%)	42.67	30.22	41.48	43.59
流动比率(%)	132.67	131.84	130.41	144.81
全部债务/EBITDA(倍)	2.27	1.86	19.69	--
EBITDA利息倍数(倍)	8.90	6.31	0.95	--
经营现金流负债比(%)	44.86	-0.62	-21.54	--

注：1. 2016年一季度财务数据未经审计；

2. 长期应付款计入长期债务；其他流动负债中的超短期融资券计入短期债务。

### 分析师

潘云峰 黄露  
 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

跟踪期内，厦门钨业股份有限公司（以下简称“公司”）作为世界大型钨冶炼企业以及国家六大稀土集团之一，具备丰富的钨资源储量，是福建省稀土整合平台，得到了控股股东在资源获取和精矿采购方面较大的支持力度；公司在硬质合金和钨钼深加工项目及产品得到进一步发展并延伸。同时，联合资信也关注到目前公司钨钼制品业务市场行情低迷、稀土原料价格大幅震荡、新能源材料行业竞争激烈、房地产业务盈利能力下滑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，伴随着钨钼价格有所回暖的趋势，公司钨钼业务盈利能力有望增强；随着公司进一步向钨钼制品产业链下游延伸以及拓展能源新材料业务，公司有望保持其抗风险能力。

综合考虑，联合资信维持厦门钨业股份有限公司的主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，并维持“15厦钨MTN001”、“16厦钨MTN001”的信用等级为AA<sup>+</sup>。

### 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保障。
3. 公司经营性现金流入量对存续期中期票据的保障能力强。

### 关注

1. 跟踪期内，钨钼和稀土行业景气度低迷，价格波动大；2015年公司钨钼等存货产品计提大额资产损失较大。
2. 跟踪期内，公司房地产盈利能力下降，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. 跟踪期内，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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于厦门钨业股份有限公司主体长期信用及存续期内中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、公司基本情况

厦门钨业股份有限公司（以下简称“公司”或“厦门钨业”）是于1997年12月22日经福建省人民政府闽政体股[1997]48号文批准，由福建省冶金工业总公司（现变更为：福建省冶金（控股）有限责任公司）作为主要发起人，在对福建省厦门钨品厂进行整体改制的基础上，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600549SH），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，本次股份增发已完成工商变更。

截至2016年3月底，公司股本共计108157.40万元，其中福建稀土集团持有公司32.82%股权，福建冶金持有福建稀土集团85.30%股权，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、钨钼粉、碳化钨粉、硬质合金、精密刀具、钨钼丝系列电光源材料、新能源材料等。

公司内部设置财务管理中心、企业管理中心、战略发展中心、监察审计部、IT中心、工程技术中心、办公室等职能部门。截至2015年底，公司共有一级控股子公司22家。

截至2015年底，公司（合并）资产总额159.87亿元，所有者权益82.35亿元（含少数股东权益15.99亿元）；2015年，公司实现营业



收入 77.55 亿元，利润总额-5.38 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 163.49 亿元，所有者权益 82.73 亿元（含少数股东权益 16.16 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.83 亿元，利润总额 0.51 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。

### 三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中

国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9% 和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2

万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0% 的增速目标；狭义货币(M1)余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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，并将带动基础设施建设等投资，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

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济特区经济发展的战略定位和强劲发展为公司的发展创造了一个良好的外部环境。

根据《厦门市2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年，厦门市全年地区生产总值(GDP) 3466.01亿元，按可比价格计算，比上年增长7.2%。其中，第一产业增加值23.94亿元，下降0.5%；第二产业增加值1508.99亿元，增长7.9%；第三产业增加值1933.08亿元，增长6.5%。三次产业结构为0.7：43.5：55.8。

2015年，厦门市全社会固定资产投资1896.52亿元，比上年增长20.6%，其中固定资产投资(不含农户) 1887.65亿元，增长20.8%。分产业看，第一产业投资下降27.1%，第二产业投资增长17.4%，第三产业投资增长21.8%，三次产业投资比例为0.1:18.9:81.0。

工业方面，2015年厦门市实现规模以上工业增加值1254.06亿元，增长7.9%，占全市地区生产总值的36.2%。电子、机械两大支柱产业共

有规模以上工业企业790家，占全市规模以上工业企业数的48.0%，完成工业总产值3368.29亿元，占全市规模以上工业的67.0%。电子行业实现总产值1962.14亿元，增长3.9%；机械行业实现总产值1406.15亿元，增长4.1%。

房地产开发投资方面，2015年厦门市房地产开发投资774.07亿元，增长9.9%，占固定资产投资(不含农户)的41.0%。其中土地购置费297.22亿元，增长22.7%，占房地产投资的38.4%。全市商品房施工面积4333.83万平方米，增长2.7%；商品房新开工面积592.47万平方米，下降19.9%。

根据厦门市《2016年1-3月全市主要经济指标快报》，2016年1~3月，厦门市完成地区生产总值801.02亿元，比去年同期增长9.6%，其中，第一产业增加值4.63亿元，增速与去年同期持平；第二产业增加值348.70亿元，增长8.2%；第三产业增加值447.69亿元，增长11.0%。三次产业结构比重为0.6：43.5：55.9。厦门市2016年一季度实现工业增加值308.65亿元，增长8.0%，比全国平均水平高出2.5个百分点。其中，规模以上工业完成工业总产值1196.91亿元，实现增加值296.6亿元，增长8.0%。同期，厦门市完成固定资产投资(不含农户) 437.37亿元，比上年同期增长22.1%。

总体看，公司所在厦门区域经济保持平稳较快发展，一、二、三产业的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

##### (二) 行业环境

目前公司战略定位为“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。

##### 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℃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~2015 年，中国钨产量占全球钨产

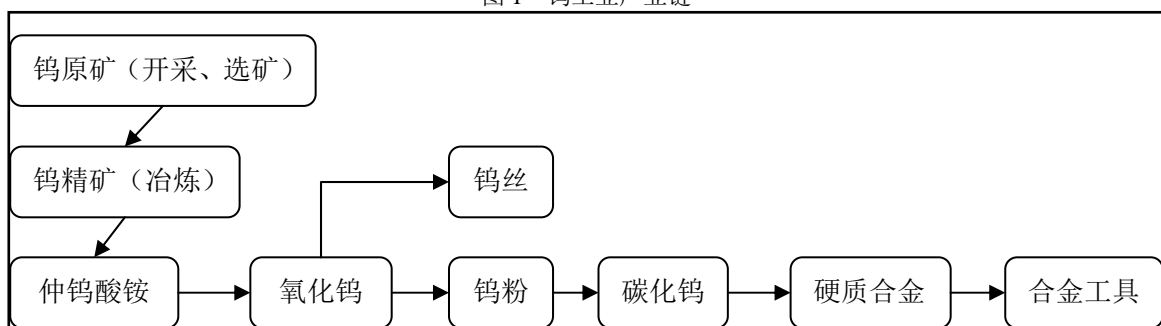
量的比例持续保持在 83%以上，中国的供给直接影响着整个世界钨品供给情况；而中国的钨消费占世界的 30%，其余均用于出口。

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



资料来源：联合资信整理

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，国内外市场对钨产品需求均无有力支撑因素；2015 年，虽然国家取消钨、钼出口配额，但是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。2015 年，中国钨精矿产量约为 14 万吨，同比增长 1.45%，增速较 2014 年有所加快。

表 1 2006~2015 年中国钨精矿产量

年份	钨精矿折含量（折 WO <sub>3</sub> 65%）		
	实际产量（万吨）	同比增幅（%）	全国钨精矿开采总量控制指标（吨）
2006	7.77	10.78	59060
2007	8.82	0.72	59270
2008	8.65	5.01	66850
2009	11.29	24.11	68555
2010	12.76	23.73	80000
2011	13.57	4.60	87000
2012	13.11	13.35	90000
2013	13.80	8.26	89000
2014	13.79	0.77	89000
2015	14.00	1.45	91300

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，2015 年钨精矿（折合三氧化钨 65%）的计划产量上限为 9.14 万吨，与 2014 年的略有增加。

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。

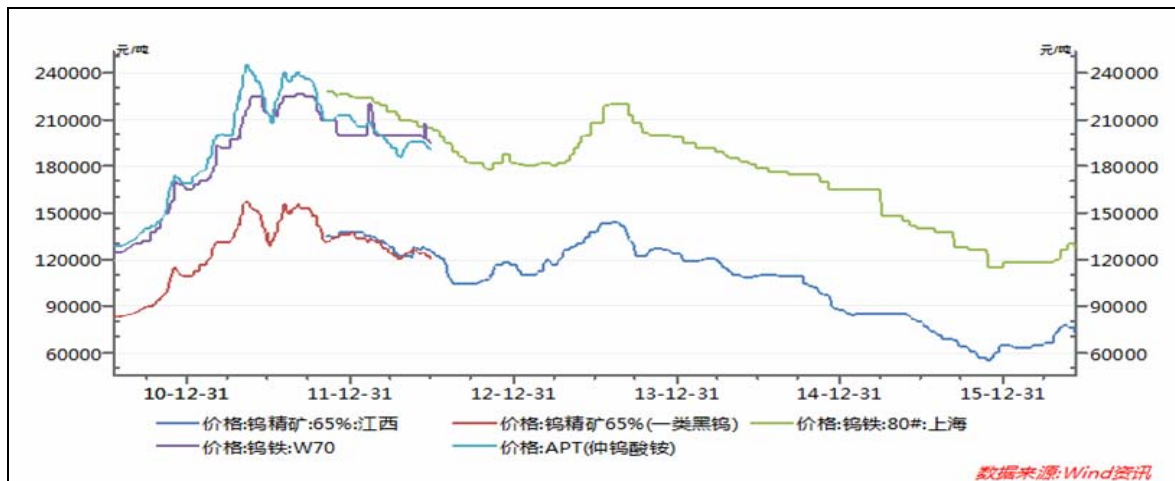
### 价格走势

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 年三季度末，钨精矿及钨产品价格持续呈下行态势；进入 2016 年以后，钨精矿价格有所回暖，截至 2016 年 6 月 8 日，钨铁（钨含量 80%，上海）价格为 12.8 万元/吨、钨精矿（三氧化钨含量 65%，江西）价格为 7.3 万元/吨。

图2 钨精矿及钨产品价格走势



资料来源：wind 数据

### 行业政策

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

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为 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为 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（折合金属量）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“十三五”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。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，公司股本总额为 108157.40 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”）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；洛阳豫鹭矿业有限责任公司是公司洛钼集团合资建立的控股子公司（公司股权占比为 60%），用于回收洛钼集团选钼尾矿中的白钨矿，以解决原材料供应问题。豫鹭矿业所回收的钨钼伴生矿，已探明的钨储量为 51 万吨金属量，钨原矿品位 0.145%，可采储年限预计至 2060 年。公司 2013 年完成对江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司（以下简称“都昌金鼎”）60% 股权的收购，都昌金鼎拥有阳储山钨钼矿，公司资源储量进一步提升。截至 2015 年底，公司拥有钨矿剩余可采金属储量 83.49 万吨，储量规模仅次于中国五矿集团公司，排名全国第二。

钨钼板块，公司是中国位居前列的钨钼产品制造商和出口商。截至 2015 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；2015 年 12 月 24 日，公司组建大型稀土企业集团的工作通过了国家工信部等到有关部委和专家的验收；截至 2015 年底，公司拥有连城县黄坊稀土矿等 5 本稀土采矿权，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 2015 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、荧光粉和钼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 2013 年的 25.34% 增至 2016 年一季度的 49.10%。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 34.75% 股份，本次发行未导致公司控股股东发生变化，并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 2016 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。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员及管理体制方面无重大变化。

## 七、经营分析

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。

2013~2015 年，公司实现主营业务收入分别为 96.44 亿元、98.91 亿元和 76.55 亿元，其中 2014 年收入主要受房地产收入持续增长影



响；2015 年公司主营业务收入同比下降 22.61%，主要系公司钨钼等有色金属制品、稀土产品行业低迷，收入大幅下降及房地产业务

收入亦大幅萎缩所致，但电池材料业务收入同比有所增长，总体保持稳定。

表 2 公司主营业务收入状况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	56.96	59.06	28.68	55.48	56.09	25.30	44.38	57.98	22.58	9.29	64.92	25.19
稀土行业	7.46	7.74	0.97	8.47	8.56	12.34	7.48	9.77	-19.79	1.60	11.18	13.75
电池材料行业	7.01	7.26	1.74	8.65	8.75	9.50	10.85	14.17	5.71	3.18	22.22	2.83
房地产及配套管理	25.02	25.94	52.00	26.31	26.60	59.44	13.84	18.08	25.22	0.24	1.68	8.33
合计	96.44	100.00	30.63	98.91	100.00	31.89	76.55	100.00	16.53	14.31	100.00	18.66

资料来源：2013 年~2015 年审计报告及公司提供

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。

从公司主营业务构成看，跟踪期内，公司钨钼等有色金属制品收入占比较高，且保持相对稳定，2015 年公司钨钼业务收入占主营业务收入 57.98%；同期电池材料业务占比有所上升，2015 年电池材料业务收入占比为 14.17%；另外受 2013~2015 年房地产业务收入波动下降影响，公司房地产收入占比波动下降；同期稀土业务收入占比较为稳定。

从公司主营业务收入变化情况看，跟踪期内，2015 年公司主营业务收入同比下降 22.61%，其中由于中国于 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，公司钨钼等有色金属制品收入同比下降 20.01%；稀土行业持续低迷，公司稀土业务收入有所下降，同比下降 11.69%；公司房地产业务也受房地产行业景气度下行影响，收入规模大幅萎缩，同比下降 47.40%；同期受益于公司进一步推广电池材料业务，公司电池材料业务收入同比增长 25.43%。

从毛利率来看，跟踪期内，2015 年公司主营业务毛利率下降至 16.53%，其中公司钨钼制品毛利率下降至 22.58%，下降主要系受钨钼行业景气度低迷，钨钼制品价格不断下降所致，毛利率水平逐年下降；同期，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

公司稀土业务受行业大幅波动影响，稀土业务出现成本倒挂现象，毛利率下降至-19.79%，削弱了公司整体的盈利能力；同期受电池材料行业竞争激烈影响，电池材料业务毛利率下降至 5.71%，另外随着公司盈利能力较强的厦门房地产项目的逐步结束，公司 2015 年房地产业务毛利率下降至 25.22%。

2016 年 1~3 月，公司共实现营业收入 14.83 亿元，同比增长 3.10%，其中钨钼制品业务收入为 9.29 亿元，占公司主营业务收入 64.92%，收入占比有所增加。同期，受益于钨钼制品和稀土价格的有所回升，加上由于公司钨精矿自给率的上升，公司生产成本有所下降，导致公司钨钼业务和稀土毛利率分别增长至 25.19% 和 13.75%；而房地产业务板块收入仅为 0.24 亿元，收入规模大幅下降，主要系公司一季度楼盘交房确认收入较少；同期，2016 年一季度公司房地产项目主要为漳州海峡国际湾区项目一期，相比较之前公司的海峡国际社区项目，毛利率水平大幅下降。

总体看，跟踪期内，公司业务以钨钼等有色金属制品为主，其盈利能力较好；稀土业务板块由于稀土价格大幅震荡，导致公司该板块盈利能力出现大幅波动；随着公司进一步推动电池材料业务发展，未来有望成为公司新的收

入增长点；2015年开始，公司房地产业务盈利能力有所下滑，未来若钨钼产品和稀土价格继续回暖，将有望增强公司整体的盈利能力。

### 1. 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全资子公司，于 2015 年逐步投产。

从原材料供应来看，公司拥有宁化行洛坑钨矿有限公司、洛阳豫鹭矿业有限责任公司及江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司三家钨矿企业，总储量 93.33 万吨（剩余可采金属储量 83.49 万吨），产量约 7610 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。海沧分公司自主研发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，2015 年公司钨精矿的自给率提升至 37.10%，2016 年一季度进一步提升至 49.10%；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	2013年	2014年	2015年	2016年1-3月
自给量（吨）	5130	6240	7610	1241
单位自给成本（元/吨）	48100	50200	48320	45030
采购量（吨）	20240	21960	20510	2527
采购均价（元/吨）	121000	102080	70840	60920
自给率（%）	25.34	28.41	37.10	49.10

资料来源：公司提供

表 4 公司主要产品销售均价

产品	2013年	2014年	2015年	2016年1-3月
钨精矿（万元/吨）	11.50	10.40	6.73	7.30
仲钨酸铵（万元/吨）	16.00	14.00	10.94	10.55
钨粉（万元/吨）	26.00	24.00	22.36	16.39
硬质合金（万元/吨）	40.00	39.00	41.00	42.00
细钨丝（万元/亿米）	240.00	220.00	262.76	227.00
粗钨丝（万元/吨）	43.00	40.00	48.37	41.00
细钼丝（万元/亿米）	610.00	580.00	594.87	662.00
粗钼丝（万元/吨）	31.00	28.00	30.96	29.00
贮氢合金（万元/吨）	10.50	10.40	10.38	9.30
锂离子材料（万元/吨）	12.35	12.40	14.10	14.70

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 2015 年全年均价与 2014 年全年均价相比有不同程度波动。其中降幅最大的为钨精矿产品，下降幅度约为 35.29%；涨价幅度最大的为细钨丝，增长幅度约为 19.44%。

跟踪期内，公司仲钨酸铵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，但受益于公司完整的产业结构，盈利空间相对稳定。

表 5 公司主要产品产销量

主要产品		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
仲钨酸铵 (APT)	销量 (吨)	20308	19979	19940	3850
	产量 (吨)	18800	19660	17583	2510
钨粉	销量 (吨)	4194	5585	5937	1560
	产量 (吨)	4190	5540	6261	1260
硬质合金	销量 (吨)	2469	2345	2473	527
	产量 (吨)	2710	2310	2583	427
刀具	销量 (万件)	2230	2420	3855	812
	产量 (万件)	2440	2310	3643	772
粗钨丝	销量 (吨)	790	650	489	98
	产量 (吨)	750	597	507	97
细钨丝	销量 (亿米)	142	111	78	21
	产量 (亿米)	150	100	81	20
细钼丝	销量 (亿米)	18	15	14	3
	产量 (亿米)	18	15	13	3
粗钼丝	销量 (吨)	343	329	367	88
	产量 (吨)	340	320	375	91
稀土氧化物	销量 (吨)	1790	1150	2232	403
	产量 (吨)	1740	1840	1634	389
发光材料	销量 (吨)	460	538	575	135
	产量 (吨)	460	550	567	129
磁性材料	销量 (吨)	405	1018	1305	278
	产量 (吨)	405	1070	1316	293
贮氢合金	销量 (吨)	2732	2629	2292	509
	产量 (吨)	2700	2450	2442	452
锂电正极材料	销量 (吨)	2946	4552	7243	2180
	产量 (吨)	3200	4890	7836	2150

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，2015 年产量分别为 6261 吨、2583 吨和 3643 万件，同比分别增长 13.01%、11.82%和 57.71%。目前公司钨钼深加工产品主要由厦门金鹭公司生产，2015 年厦门金鹭实现销售收入 20.26 亿元，净利润 1.36 亿元，同比分别下降 22.79%和 19.05%；钨粉、硬质合金和刀具产品的收入占比分别约为 32%、55%和 13%，目前厦门金鹭正逐步拓宽刀具业务，增大刀具产销规模，增强刀具业务的盈利能力；随着国内外市场需求的复苏，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%，2015 年钨粉的产量和销量分别 6261 吨和 5937 吨，同比分别增长 13.01%和 6.30%，增长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，导致订单有所增加；2016 年 1~3 月，公司钨粉的产量和销量分别是 1260 吨和 1560 吨，分别占 2015 年产销量的 20.12%和 26.28%。公司钨粉产品的售价主要参照 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，2016 年 1~3 月，公司硬质合金的产量和销量分别为 427 万吨和 527 万吨，硬质合金产品产销量保持稳定；公司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。2016 年 1~3 月，公司刀具共销售 812 万件，相比 2015 年同期有所增加。此外，公司新建九江金鹭项目于 2014 年投产、洛阳金鹭于 2015 年投产，上述项目未来仍需 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，跟踪期内，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，但受最近钨钼行业景气度低迷影响，公司盈利能力有所削弱。

## 2. 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 2015 年底，公司拥有连城县黄坊稀土矿等 5 本稀土采矿权，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 年底通过收购福建省长汀金龙稀土有限公司（以下简称“长汀金龙稀土”）获得了稀土分离许可证，同时也为整合闽西 30 万吨乃至整个福建省的稀土资源提供了基础。

长汀金龙稀土现主要从事稀土分离、稀土精深加工以及稀土功能材料的研发与应用业务。长汀金龙稀土稀土分离所需的稀土主要从龙岩稀土开发、江西和广东等处采购，未来随着龙岩稀土开发对龙岩地区稀土资源的整合，稀土分离所需稀土的自给率预计将不断提高。

长汀金龙稀土年产 3000 吨钕铁硼磁性材料生产线于 2011 年在福建长汀开工建设，于 2012 年 6 月建成投产。同时，公司为稳定磁性材料销量和提升磁性材料技术水平，于 2011 年 7 月与日本爱知电机株式会社、爱知电子株式会社等合资成立苏州爱知高斯电机有限公司（厦门钨业参股 25%），生产新能源汽车电机。

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；2015 年公司钕铁硼磁性材料和荧光材料产量分别为 1316 吨和 567 吨，同比分别增长 23.04% 和 3.05%，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，2015 年公司稀土板块收入规模及毛利率水平同比分别下降 11.69 个和 32.13 个百分点。稀土业务收入和毛利率大幅下降的主要原因系 1) 国家提高了稀土资源税，增加了公司稀土成本；2) 稀土行业延续低迷状态，黑色产业链屡禁不绝，稀土产品价格大幅倒挂所致。此外，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，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，2013~2015 年长汀金龙稀土分别亏损 1.16 亿元、0.18 亿元和 4.17 亿元；2016 年 1 季度，受益于稀土产品价格有所反弹，金龙稀土实现净利润 0.15 亿元。同期毛利率一步上升至 13.75%。

未来，随着国家加强对稀土市场的管理控制，公司产能利用率的逐步提升和生产技术的完善，公司稀土加工业务的经营情况有望逐步好转。

## 3. 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 2015 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；2013~2015 年，销售量分别为 2700 吨、2450 吨和 2442 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。2013~2015 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 3200 吨快速上升至 7836 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度。

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；2015 年公司电池材料业务毛利率下降至 5.71%，电池材料业务毛利率下降原因主要系 1) 市场价格有所下降；2) 公司为开拓新客户

获得市场订单，部分产品价格有所让利所致。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。

2016 年 1~3 月，公司电池材料业务规模保持稳定，但毛利率进一步下降至 2.83%。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。

#### 4. 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 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）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
对外投资 额	8.99	8.95	7.12	1.89
房地产预 收款	11.66	22.50	2.13	0.85
销售收入	25.02	26.31	13.84	0.33

资料来源：公司提供



表 7 截至 2016 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2016年3月底已投资金额	预计投资			截至2016年3月底销售回款	截至2016年3月底确认金额	截至2016年3月底销售面积(万平方米)	销售均价(元/平米)	2016年4-12月销售回款
			2016年剩余	2017	2018					
厦门海峡国际社区	554000	415600	10000	50000	30000	1121100	1121300	62.09	18603	
漳州海峡国际湾区	445000	205400	40000	40000	50000	137400	123400	14.52	8760	29000
都江堰别墅项目	29000	31000	500	100	300	15700	15900	1.44	11017	1600
东山度假城	90000	4700	4000	20000	30000					
<b>合计</b>	<b>1118000</b>	<b>656700</b>	<b>54500</b>	<b>110100</b>	<b>110300</b>	<b>1274200</b>	<b>1260600</b>	<b>76.01</b>	<b>--</b>	<b>30600</b>

资料来源: 公司提供

近几年, 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, 但随着部分房地产项目所在区域经济增速放缓明显的影响下, 公司 2015 年房地产预收款大幅下降, 公司对外筹资压力可能会增大。

公司主要房地产项目包括漳州海峡国际湾区和厦门海峡国际社区 1~5 期。“厦门海峡国际社区项目”位于会展中心旁, 紧邻环岛路, 风景优美, 地理位置好。该项目总建筑面积为 73.40 万平方米, 预计总投资 55.40 亿元, 截至 2016 年 3 月底, 已投入 41.56 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 2016 年 3 月底, 项目确认收入共计 112.13 亿元, 毛利率 45.88%, 共贡献毛利润约 51.44 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 2016 年 3 月底, 项目累计已投资 20.54 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 2016 年 3 月底, 项目已累计取得销售回款 1.57 亿元。

“东山海峡度假城”是以游艇会所、独栋别墅、联排别墅为主体的大型度假社区项目, 规划建筑面积 2.39 万平方米, 项目总投资 9.00 亿元, 拟分三期开发, 目前正在进行一期项目建设。一期项目包括一栋游艇会所及七栋联排别墅, 总建筑面积 2.39 万平方米, 总投资 1.77 亿元。

截至 2016 年 3 月底, 漳州海峡国际湾区项目可售面积 9.75 万平方米, 在建面积 14.74 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。

## 5. 未来发展

截至 2016 年 3 月底, 公司主要在建项目为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 吨钨铁硼元器件项目。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	截至2016年3月底已投资	投资计划			开工~投产时间
				2016年4-12月	2017年	2018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	81074	4330	2000	2000	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	3912	1000	3000	1000	2014-2017
金龙稀土钨铁硼元器件配套年产2500吨表面处理	2500吨钨铁硼元器件	7961	5265	850	1000	500	2014-2016
<b>合计</b>		<b>114615</b>	<b>90251</b>	<b>6180</b>	<b>6000</b>	<b>3500</b>	

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，于2015年逐步投产并转固，未来尚需少量资金用于后期完善工作。预计量产后，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吨钨铁硼磁性材料项目的配套工程，主要用于保障钨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吨钨铁硼元器件项目是长汀金龙稀土已投产的3000吨钨铁硼磁性材料项目的配套工程，主要用于钨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，钨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

公司提供的2013~2015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。公司提供的2016年一季度财务数据未经审计。

截至2014年底，纳入公司合并范围子公司合计19家，孙公司合计29家，特殊目的主体1家，较2013年底增加5家；截至2015年底，纳入公司合并范围子公司合计22家，孙公司30家，特殊目的主体1家，较2014年底增加4家。整体看，公司合并范围变化对公司财务数据影响不大。

截至2015年底，公司（合并）资产总额159.87亿元，所有者权益82.35亿元（含少数

股东权益 15.99 亿元); 2015 年, 公司实现营业收入 77.55 亿元, 利润总额-5.38 亿元。

截至 2016 年 3 月底, 公司(合并)资产总额 163.49 亿元, 所有者权益 82.73 亿元(含少数股东权益 16.16 亿元); 2016 年 1~3 月, 公司实现营业收入 14.83 亿元, 利润总额 0.51 亿元。

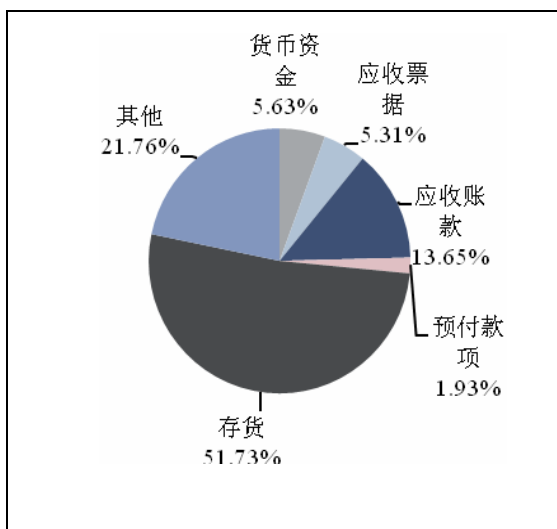
### 1. 资产质量

2013~2015 年, 公司资产总额有所波动, 年复合变动率为 1.72%。截至 2015 年底, 公司资产总额合计 159.87 亿元, 同比下降 7.69%。其中, 流动资产占比 47.84%, 非流动资产占比 52.16%。公司非流动资产占比逐步提高, 目前, 公司资产以非流动资产为主。

#### 流动资产

2013~2015 年, 受货币资金和存货减少影响, 公司流动资产规模波动下降, 年复合减少 3.86%。截至 2015 年底, 公司流动资产为 76.48 亿元, 主要由货币资金(占比 5.63%)、应收账款(占比 13.65%)、其他应收款(占比 5.76%)、存货(占比 51.73%)和其他流动资产(占比 15.60%)构成。

图3 公司2015年底流动资产构成



资料来源: 公司提供

近三年, 公司货币资金波动下降, 年均复合下降 21.89%。截至 2015 年底, 为 4.31 亿元, 同比下降 60.30%, 主要由于公司于 2014 年定向

增发普通股股票, 所募集资金于 2015 年度全部使用完毕。截至 2015 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, 公司货币资金以银行存款为主。

2013~2015 年, 公司应收账款保持相对稳定。截至 2015 年底, 公司应收账款的账面余额为 11.59 亿元, 同比小幅下降 3.43%。同期, 公司合计计提坏账准备 1.15 亿元, 计提比例为 9.92%。截至 2015 年底, 按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中, 1 年以内的部分占 94.08%, 1~2 年的部分占 4.42%, 2~3 年的部分占 0.88%, 3 年以上的部分占 0.62%。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 24.56%。总体上看, 公司应收账款账期较短, 集中度较低。

2013~2015 年, 公司其他应收款波动中有所增长。截至 2015 年底, 公司其他应收账款账面余额为 5.17 亿元, 共计提坏账准备 0.76 亿元, 同期, 公司其他应收账款账面价值 4.41 亿元, 同比上升 122.78%, 主要由于关联方资金拆解增长较快。建明(厦门)房地产公司是公司特殊目的主体厦门海峡国际社区项目的合作方, 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(项目需要时应及时归还)。截至 2015 年底, 建明地产使用项目资金余额 1.40 亿元。

2013~2015 年, 公司存货规模波动中有所下降, 年均复合变动率为 -4.51%; 截至 2015 年底, 公司的存货账面余额为 42.45 亿元, 同比下降 13.37%; 2015 年公司共计提存货跌价准备 2.89 亿元, 其中钨和稀土产品因价格下跌计提 2.65 亿元坏账准备, 钨和稀土产品计提损失较大。截至 2015 年底, 公司存货账面价值 39.56 亿元, 其中原材料占比 10.19%, 库存商品占比 35.85%, 在产品占比 8.47%, 开发产品占比 9.58%, 开发成本占比 35.91%。公司存货在流动资产中占比大, 其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 54.51%, 公司房地

产业业务存货（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45.49%。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，近期市场价格下跌较快，公司存货具有一定跌价风险。

2013~2015年，公司其他流动资产波动增长，2014年底为15.46亿元，较2013年底相比增长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。截至2015年底，公司其他流动资产为11.93亿元，同比减少22.84%，主要由于委托贷款的减少。同期公司理财产品增长至9.95亿元，占比提升至79.19%。

#### 非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产规模稳步增长，截至2015年底，为83.39亿元，同比增长4.33%。公司非流动资产主要由长期股权投资（占比7.44%）、固定资产（占比62.19%）和在建工程（占比5.60%）构成。

2013~2015年，公司长期股权投资波动中有所增长，年复合变化率为6.64%。截至2015年底，公司长期股权投资为6.44亿元，同比增长21.37%，主要由于新增对赣州腾远钴业有限公司的投资1.18亿元。

2013~2015年，公司固定资产规模不断增长，年均复合增长14.07%。截至2015年底，公司的固定资产净额为53.89亿元，同比增长10.32%，主要由在建工程中洛阳金鹭技改项目和金明年产4000吨锂离子电池材料二期扩产工程项目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44.77%）和机器设备（占51.30%）构成，公司累计计提折旧24.68亿元，计提减值准备0.57亿元，公司固定资产平均成新率为77.79%。

2013~2015年，公司在建工程规模快速下降，截至2015年底为4.67亿元，同比下降34.69%，主要系在建工程转入固定资产所致。

公司目前主要在建工程累计完成度较高，预计未来投资压力将有所减小。

截至2016年3月底，公司资产总额为163.49亿元，较2015年底小幅增长2.27%，主要是由于货币资金和其他流动资产的增长。从结构看，公司流动资产占比58.62%，非流动资产占比41.38%，非流动资产比重较2015年底下降10.78个百分点。

总体看，近年公司资产总额波动增长，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，且近年来随着钨钼等产品价格下跌，公司存货具有一定跌价风险。整体上看，公司资产质量尚可。

## 2. 负债及所有者权益

### 所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益合计年均复合增长16.53%。截至2014年底公司所有者权益合计为90.91亿元，较2013年底增长49.92%，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。截至2015年底，公司所有者权益82.35亿元，同比减少9.42%，主要由于未分配利润的减少。2015年，公司资本公积转增股本，以总股本8.32亿股为基数，向全体股东每10股转增3股，共转增2.50亿股，资本公积金转增后，公司总股本为10.82亿股，注册资本增至10.82亿元。截至2015年底，公司归属于母公司权益合计为66.36亿元，其中股本占16.30%，资本公积占50.72%，未分配利润占26.62%。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计82.73亿元，其中归属于母公司权益合计66.57亿元，结构较2015年底变化不大。总体看，公司所有者权益稳定性较好。



## 负债

2013~2015年，公司负债规模逐年下降，年均变化-9.12%。截至2015年底，公司负债总额77.53亿元，其中，流动负债占比75.65%，非流动负债占比24.35%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015年，公司流动负债波动中有所下降，截至2015年底，为58.65亿元，主要由短期借款（占比18.54%）、应付票据（占比19.15%）、应付账款（占比15.56%）、一年内到期的非流动负债（占比10.92%）和其他流动负债（占比24.11%）构成。

2013~2015年，公司短期借款波动中有所增长，年均增长4.80%。截至2015年底，公司短期借款为10.87亿元，同比增长35.63%，主要由信用借款（占比90.98%）构成。

2013~2015年，公司应付账款波动中有所下降，年均复合下降5.89%。截至2015年底，公司应付账款为9.13亿元，同比下降24.10%，主要由货款（占30.44%）、设备款或在建工程款（占15.26%）和房地产工程款（占53.68%）构成。

2013~2015年，公司一年内到期的非流动负债波动幅度大。受长期借款即将到期影响，截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债为20.89亿元，较2013年增长241.62%。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债同比下降69.33%至6.41亿元，主要由于公司偿还5亿元2012年度第一期中期票据以及15.70亿元长期借款。

2015年，公司分别发行2015年度第一至第三期超短期融资券，额度分别为3亿元、5亿元和6亿元，计入其他流动负债科目。截至2015年底，公司其他流动负债为14.14亿元。

2013~2015年，公司非流动负债波动下降，年均降幅22.57%。截至2015年底，为18.88亿元，主要由长期借款（占比65.11%）、应付债券（占比16.00%）和递延收益（占比7.50%）构成。

2013~2015年，公司长期借款波动下降，年均降幅16.21%。截至2014年底，公司长期借款为2.21亿元，较2013年底大幅下降

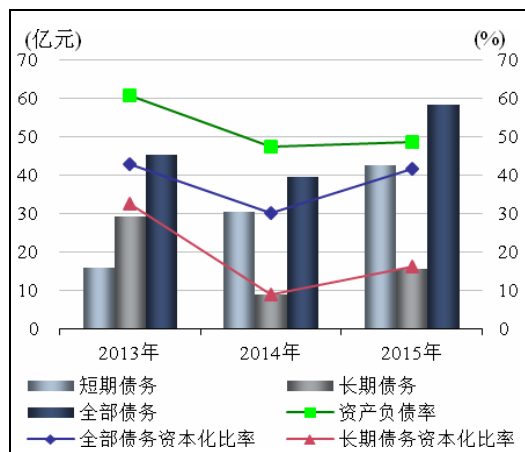
87.37%，主要是一年内到期的长期借款增加，从而转入一年内到期的非流动负债。截至2015年底，公司长期借款12.29亿元，同比增长455.80%，其中，信用借款7.70亿元，抵押借款4.60亿元。抵押借款包含中海峡国际社区项目部以海峡国际社区后期项目的土地为抵押借款1.10亿元和漳州滕王阁房地产开发有限公司以开发土地和开发产品抵押借款3.50亿元（公司为3.50亿元借款提供担保）。

2013~2015年，公司应付债券快速下降，年均复合减少47.96%，主要由于2014年和2015年，公司分别将5亿元和6亿元即将到期的中期票据转入一年内到期的非流动负债科目。截至2015年底，公司应付债券为3.02亿元，主要为2015年8月发行的3亿元2015年度第一期中期票据。

有息债务方面，2013~2015年，公司有息债务波动增长，年均复合增长13.73%。截至2015年底，公司的全部债务为58.36亿元，同比增长48.20%，其中短期债务占比73.07%，长期债务占比26.93%，公司短期债务占比高，存在一定的短期支付压力。

从债务指标看，近三年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈现波动下降趋势，三年平均值分别为50.65%、38.34%和17.16%；截至2015年底，上述指标分别为48.49%、41.48%和16.03%。公司债务负担有所减轻。

图4 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告



截至2016年3月底，公司负债合计80.76亿元，较2015年底增长4.17%，主要由于公司于2016年1月发行6亿元2016年度第一期中期票据。受此影响，截至2016年3月底，公司全部债务上升至63.93亿元，其中短期债务占比66.31%，长期债务占比33.69%，短期债务占比有所下降。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为49.40%、43.59%和20.66%，分别较2015年底小幅上涨。

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。

### 3. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入波动中有所下降，年均复合下降11.38%。主要由于电池材料销量增长较快以及厦门海峡国际社区项目四期交房确认收入，2014年，公司实现营业收入101.43亿元，较2013年增长2.71%。2015年，公司实现营业收入77.55亿元，同比下降23.54%，主要由于钨钼产品价格持续下滑。2013~2015年，公司营业成本年均复合下降2.96%，降幅小于近年来营业收入的降幅；导致公司营业利润率波动下降，三年分别为23.83%、24.49%和13.05%。

期间费用看，2013~2015年，公司期间费用分别为11.16亿元、12.21亿元和11.46亿元，分别占当期营业收入的11.30%、12.04%和14.77%。公司管理费用在期间费用中占比较高，主要是职工薪酬和技术开发费增长所致。整体看，公司期间费用占营业收入比重有所提高，公司成本控制能力有待增强。

受行业景气度下降影响，钨钼等产品价格持续下跌，公司存货跌价损失增长较快，2015年为2.65亿元，挤压公司营业利润水平。

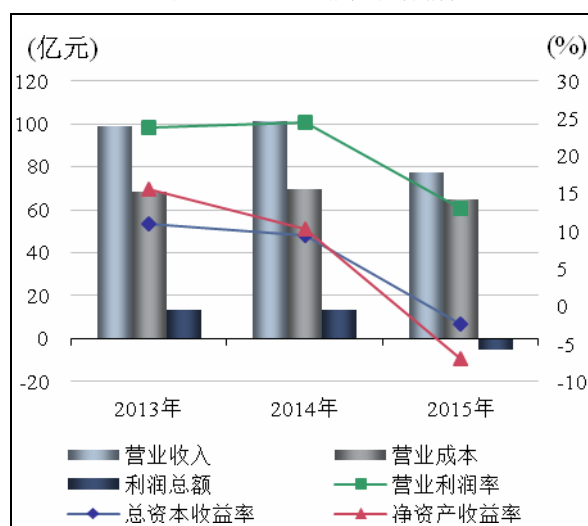
2013~2015年，公司营业外收入呈波动下降趋势，年均变化-23.43%。公司营业外收入主

要为政府补助，近三年分别为0.72亿元、1.41亿元和0.56亿元，其中，主要由于公司下属子公司赣州虹飞钨钼材料公司于2014年收到退城进园搬迁项目的政府补偿款，公司2014年营业外收入增长较快。

受上述因素影响，2013~2015年，公司利润总额分别为13.37亿元、13.31亿元和-5.38亿元。

从盈利指标看，2013~2015年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈现下降趋势，三年加权平均值分别为13.84%和2.70%；2015年上述两指标分别为-2.34%和-7.01%。

图5 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司审计报告

2016年1~3月，公司实现营业收入14.83亿元，占2015年全年的19.12%；同期，公司实现利润总额0.51亿元。受益于2016年部分钨钼产品、稀土价格的回升，公司营业利润率回升至17.37%。

总体看，2013~2014年，在房地产销售以及电池材料销售增长的带动下，公司收入规模有所增长；但2015年来，钨钼等有色金属制品价格不断下跌，导致公司主营业务收入减少，存货跌价损失增长，公司整体盈利水平有所下滑。

### 4. 现金流

从经营活动来看，2013~2015年，公司经

营活动现金流入量快速下降。其中销售商品、提供劳务收到的现金受公司产品价格下降而快速下降，三年分别为102.13亿元、85.83亿元和60.91亿元，同期，公司现金收入比也呈下降趋势，2015年为78.54%。公司收到其他与经营活动有关的现金主要是收到政府补助款、收到租金及工程押金保证金和经营性往来款等。经营活动现金支出方面，近三年公司购买商品、接受劳务支付的现金波动幅度较大，其中2014年为58.30亿元，较2013年增长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；2015年，由于主营产品价格下降以及部分产品产销量的减少，公司购买商品、接受劳务支付的现金减少至47.18亿元。近年来公司支付的各项税费规模较大，主要是缴纳的土地增值税和所得税。2013~2015年经营活动产生的现金流量净额波动较大，三年分别为27.98亿元、-0.44亿元和-12.63亿元。

从投资活动来看，2013~2015年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金快速下降，近三年分别为8.91亿元、7.33亿元和5.88亿元。同期，公司投资支付的现金快速增长，2015年为94.99亿元，同年公司收回投资收到的现金95.29亿元，主要是当期在金融机构的理财申赎增加。2013~2015年，公司投资活动产生的现金流净流出规模减小，三年分别25.57亿元、10.09亿元和5.47亿元，公司对外投资压力有所减轻。

2013~2015年，筹资活动前公司现金流量净额分别为2.41亿元、-0.53亿元和-18.10亿元，近年来公司经营活动现金流量无法覆盖投资活动所需资金，公司对外筹资压力有所增加。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要包括通过银行借款及股权融资的方式获得资金，筹资活动现金支出主要为偿还借款本金和利息及向股东派息等。公司筹资活动现金流入量波动较大。2013~2015年，公司筹资活动现金流量净额分别为-3.15亿元、13.92亿元和11.73

亿元。

2016年1~3月，公司经营活动产生的现金流入为14.58亿元，同期，公司现金收入比回升至94.57%。公司经营活动产生的现金流量净额为2.48亿元；同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-6.40亿元，其中公司投资支付的现金30.23亿元和同期收回投资收到的现金23.97亿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8.02亿元。

总体看，近年来受房地产预售房款大幅下降和钨钼、稀土价格有所下跌影响，公司经营活动产生的现金净流出量规模增大；同期，公司对外投资规模有所减少，但受经营活动现金净流出规模较大影响，公司筹资压力较大。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，公司流动比率和速动比率小幅波动，三年平均值分别为131.29%和63.19%；截至2015年底，上述指标分别为130.41%和62.95%。同期，公司经营现金流流动负债比波动较大，分别为44.86%、-0.62%和-21.54%。截至2016年3月底，公司流动比率和速动比率分别上升至144.81%和77.73%。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。总体上看，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，公司EBITDA波动较大，三年分别为19.88亿元、21.17亿元和2.96亿元。2013~2015年，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA三年加权平均值分别为4.15倍和10.86倍；2015年上述指标分别为0.95倍和19.69倍。总体看，受公司钨钼业务和房地产业务盈利能力有所下降影响，公司2015年营业利润出现亏损，整体偿债能力有所减弱。

截至2016年3月底，公司在银行授信总额度为129.80亿元，尚未使用额度为100.83亿元，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 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

#### 6. 存续债券偿还能力

公司存续期内共有“15 厦钨 MTN001”、“16 厦钨 MTN001”发行额度合计 9 亿元。但是因偿债时期的不同，偿债压力有所不同。而公司偿债的高峰期主要是在 2019 年，所以将主要考虑公司对偿债高峰期的保障能力。2019 年公司需要的偿债中期票据金额为 6 亿元。2015 年公司经营活动现金流入量、经营性净现金流及 EBITDA 对上述债券金额的保护倍数分别为 10.53 倍、-2.10 倍和 0.49 倍，公司经营性现金流入量对存续期中期票据保护程度较好。

#### 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 2016 年 6 月 17 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。

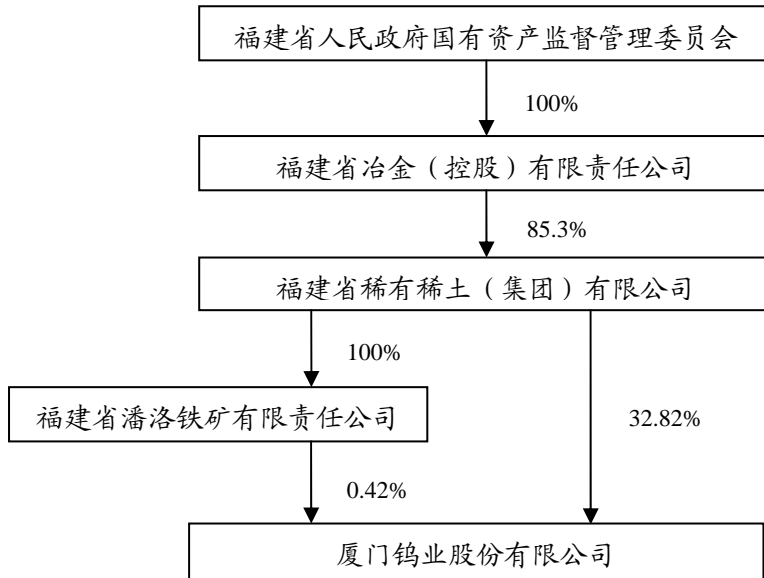
#### 8. 抗风险能力

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，未来有望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、结论

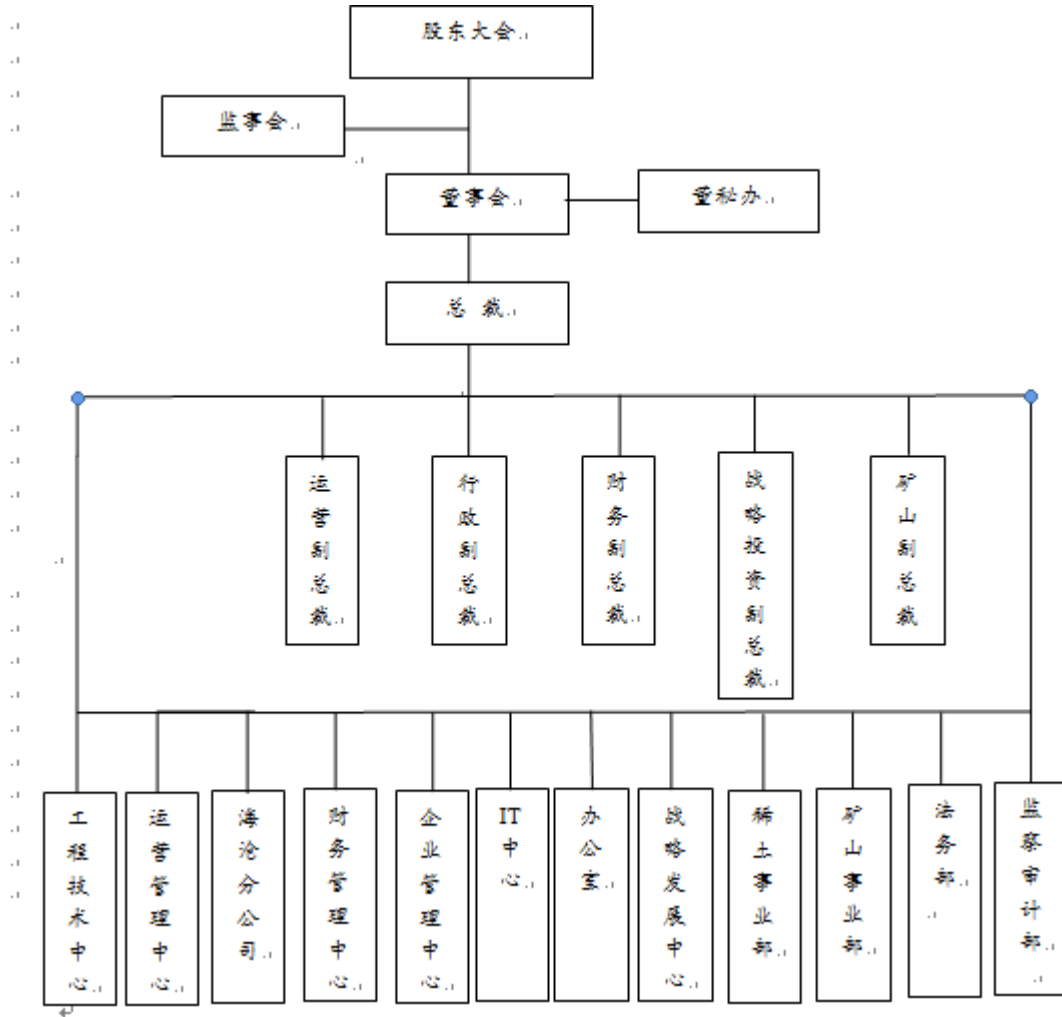
综合考虑，联合资信维持厦门钨业股份有限公司的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，并维持“15 厦钨 MTN001”、“16 厦钨 MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 附件 1-1 公司股权结构图





附件 1-2 公司组织结构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	12.38	14.64	8.37	10.81
资产总额(亿元)	154.50	173.18	159.87	163.49
所有者权益(亿元)	60.64	90.91	82.35	82.73
短期债务(亿元)	16.01	30.55	42.65	42.39
长期债务(亿元)	29.11	8.83	15.71	21.54
全部债务(亿元)	45.12	39.38	58.36	63.93
营业收入(亿元)	98.75	101.43	77.55	14.83
利润总额(亿元)	13.37	13.31	-5.38	0.51
EBITDA(亿元)	19.88	21.17	2.96	--
经营性净现金流(亿元)	27.98	-0.44	-12.63	2.48
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	7.02	6.50	5.26	--
存货周转次数(次)	1.47	1.51	1.47	--
总资产周转次数(次)	0.70	0.62	0.47	--
现金收入比(%)	103.42	84.62	78.54	94.57
营业利润率(%)	23.83	24.49	13.05	17.37
总资本收益率(%)	10.97	9.40	-2.34	--
净资产收益率(%)	15.65	10.27	-7.01	--
长期债务资本化比率(%)	32.44	8.86	16.03	20.66
全部债务资本化比率(%)	42.67	30.22	41.48	43.59
资产负债率(%)	60.75	47.50	48.49	49.40
流动比率(%)	132.67	131.84	130.41	144.81
速动比率(%)	63.11	63.62	62.95	77.73
经营现金流动负债比(%)	44.86	-0.62	-21.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.90	6.31	0.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.27	1.86	19.69	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；

2. 长期应付款计入长期债务；其他流动负债中的超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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。