

跟踪评级公告

联合[2015] 1003 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将厦门钨业股份有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定，并将“12厦钨MTN1”、“13厦钨MTN1”的信用等级由AA调整为AA⁺。

特此公告。



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⁺ 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AA 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
12 厦钨 MTN1	5 亿元	2012/12/20-2015/12/20	AA ⁺	AA
13 厦钨 MTN1	6 亿元	2013/4/9-2016/4/9	AA ⁺	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
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
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	--
经营现金流流动负债比(%)	29.27	44.86	-0.62	--

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 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”) 成立了厦门钨业稀土集团, 作为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支持承诺; 公司成功完成非公开定向增发, 债务结构得以优化; 硬质合金和钨钼深加工项目及产品取得进展。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“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。

综合考虑, 联合资信将厦门钨业股份有限公司的主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并将“12 厦钨 MTN1”、“13 厦钨 MTN1” 的信用等级由 AA 调整为 AA⁺。

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. 跟踪期内, 公司成立了厦门钨业稀土集团, 作为福建省稀土整合平台, 得到了控股股东福建稀土集团在资源获取和精矿采购方面较高程度的保障。
3. 跟踪期内, 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 对存续期债券保障能力强。

关注

1. 钨钼和稀土行业周期性较强,跟踪期内价格波动大。
2. 跟踪期内,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. 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相关债券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 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

¹截至目前，工商变更尚在进行中。

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。

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,比上年增长 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增长 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入 (本级) 75860 亿元,比上年增长 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,比上年增长 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增长 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增长 9351 亿元,增长 7.8%。

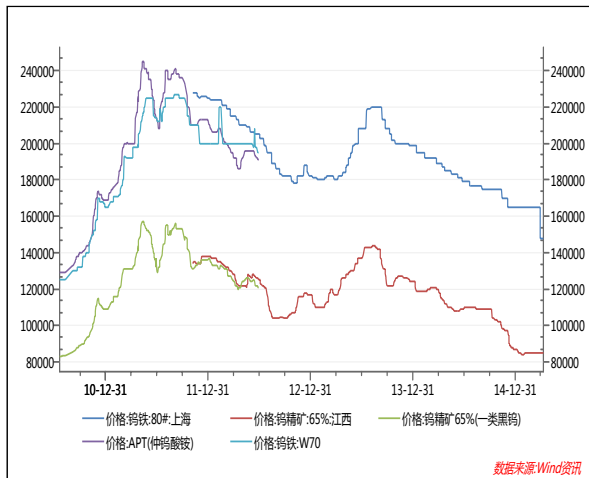
2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具,创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利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

钨行业

图1 钨矿及钨相关产品价格



资料来源: Wind 资讯

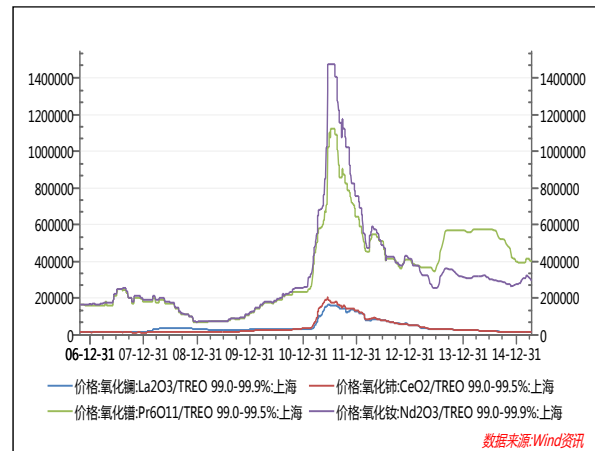
自2012年以来,全球经济低迷,市场需求清淡,个别厂家停产减产,市场整体供过于求,价格持续走低。2013年,钨精矿市场供应增长,而国内外市场需求低迷,钨产品出口减少、国内销售增加,国内钨精矿及钨产品价格全年走势冲高回落,前2个季度小幅震荡,7、8月涨幅最高,9、10月快速回落到接近年初水平;2014年度受经济持续下行压力增加、下游需求缩减的影响,钨精矿价格继续呈现下跌趋势;2015年一季度末,钨精矿及钨产品价格持续呈下行态势。

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。

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。

能源新材料

图2 稀有稀土价格



资料来源: Wind 资讯

进入2012年受下游需求持续低迷影响,稀土价格持续下跌,短期内在宏观基本面弱化,能源新材料行业整体竞争加剧需求偏弱的大环境下行业下行趋势难有较大改观。

2013年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,稳定了市场价格,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。

行业政策方面,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、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。

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。

未来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。未来，随行业兼并重组进程推进，行业集中度将逐步提高，行业龙头企业对区域市场的控制力将得到增强。

五、基础素质分析

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、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，跟踪期内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

2015 年 4 月，根据公司董事会和股东大会决议，选举黄长庚先生为第七届董事会董事长，选举山田正二先生为第七届董事会副董事长。根据董事长黄长庚先生提名，聘任吴高潮先生为公司总裁、聘任许火耀先生为公司董事会秘书。

公司现任董事长黄长庚先生，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—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先生，现年 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。

许火耀先生，现年 43 岁，本科学历，高级会计师。历任本公司财务部主办会计、会计师、首席会计师、财务部经理兼证券事务代表，现任公司董事会秘书、副总裁、财务负责人。

跟踪期内，公司管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

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。

2014 年，公司全年实现合并营业收入 98.91 亿元，同比增长 2.56%，除钨钼等有色金属制品业务收入同比小幅下降 2.60%，其余板块收入均有不同程度增长。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%。

表 1 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。

毛利率方面，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 个百分点至 31.89%，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，2014 年为 12.34%，同比大幅增长 11.37 个百分点。

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。

1. 钨钼等有色金属制品

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，公司钨精矿自给率同比有所上升，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。

表 2 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 3 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%。

2014 年，公司 APT 产品保持了良好的产销情况，仲钨酸铵产销量有所波动，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 4 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,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,跟踪期内公司钨钼产业仍以钨为主,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。

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 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。

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；2013 和 2014 年，销售量分别为 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%，同比增长 7.76 个百分点，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共 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共 3 个控股子公司，以及海峡国际社区项目 1 个项目部。先后开发厦门“富山花园”项目、泸州“市府花园”项目、重庆“假日滨江花园”项目、成都“鹭

岛国际社区”项目，总建筑面积 116.35 万平方米。

表 5 房地产业务资金平衡情况（单位：亿元）

	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	22.50	11.66
销售收入	14.72	25.02	26.31

资料来源：公司提供

表 6 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（万平方米）	销售均价（元/平方米）	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

跟踪期内，漳州海峡国际湾区一期实现预售，公司收到预收款 11.66 亿元；厦门海峡国际社区项目四期交房确认收入，公司实现销售收入 26.31 亿元，同比增长 5.16%。2014 年公司房地产投资 8.95 亿元，同比略有上升；公司房地产项目预收账款可基本覆盖当年项目投资金额。公司房地产项目资金链状况良好，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 7 公司主要在建及拟建项目（单位：万元）

项目名称	产能（吨/年）	总投资（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

公司提供的 2014 年财务数据经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2014 年公司处置一家子公司（泸州滕王阁物业管理有限公司），新设成立五家子公司，清算洛阳腾鹭商贸有限公司和成都鹭岛投资管理有限公司两家子公司。由于上述子公司规模相对较小，对财务数据可比性影响不大。

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。

1. 盈利能力

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。2014 年营业税金及附加为 7.30 亿元，同比增长 10.04%，近年来营业税金及附加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。2014 年，公司营业利润率为 24.49%，同比上升 0.66 个百分点。

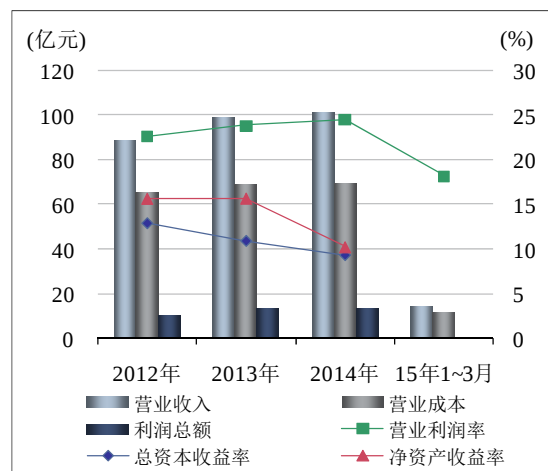
期间费用看，2014 年，公司期间费用占营业收入的比重为 12.04%，同比增长 0.74 个百分点；其中管理费用上升较快，主要是职工薪酬和技术开发费增长所致。

2014 年，公司营业外收入为 1.56 亿元，主要为政府补助（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。2014 年，公司利润总额分别为 13.31 亿元，同比略有下降。

从盈利指标看，2014 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 9.40% 和 10.27%，同比分别下降 1.59 和 5.38 个百分点，净资产收益率下降加大主要是由于当年定向增发导致。

图 3 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，跟踪期内公司收入规模保持稳定，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。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014 年，公司经营活动现金流入量有所波动，其中销售商品、提供劳

务收到的现金85.83亿元，同比下降15.34%，现金收入比为84.62%，同比下降18.80个百分点；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。受公司收入实现质量下降影响，2014年公司经营活动产生的现金流量净额为-0.44亿元，同比大幅减少28.42亿元。

从投资活动来看，2014年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为7.33亿元，同比下降17.70%。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。2014年，公司投资活动产生的现金流量净额为净流出10.09亿元；公司筹资活动前现金流量净额为-10.53亿元。

从筹资活动来看，2014年，公司筹资活动现金流量净额为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；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为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为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。

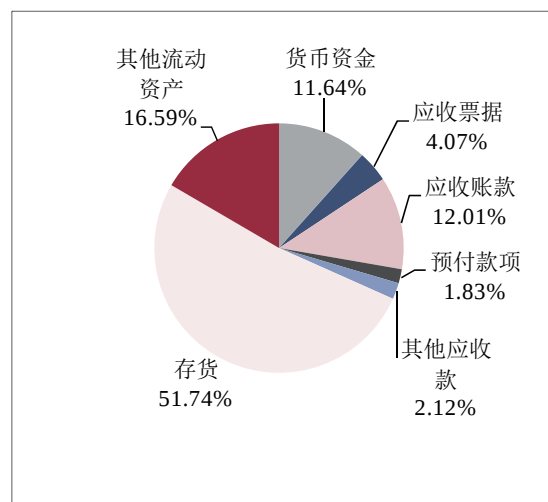
总体看，跟踪期内受房地产业务影响，公司经营活动产生的净现金流波动较大；公司资本性投资支出有所放缓。

3. 资本及债务结构 资产

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%。

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4 公司2014年底流动资产构成



资料来源：公司提供

2014年底公司货币资金为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。

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%。

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，公司应收账款账期较短，集中度较低。

截至2014年底，公司预付款项为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。

截至2014年底，公司其他应收款为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。

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。

截至2014年底，公司其他流动资产为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。

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%。

截至2014年底，公司固定资产净额为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%。

截至2014年底，公司在建工程为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。

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，跟踪期内公司资产总额增长较快，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。

所有者权益

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，跟踪期内由于公司定向增发，所有者权益大幅上升，资本结构得到改善。

负债

2014年底公司负债为82.27亿元，同比下降12.35%。从负债结构看，流动负债占总负债比重为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为60.58%。公司负债以流动负债为主。

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%。

截至2014年底，公司短期借款为8.01亿元，

同比下降19.02%，公司调整债务结构所致。

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。

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。

截至2014年底，公司非流动负债合计11.54亿元，同比。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%）。

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。

2014年底公司应付债券为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。

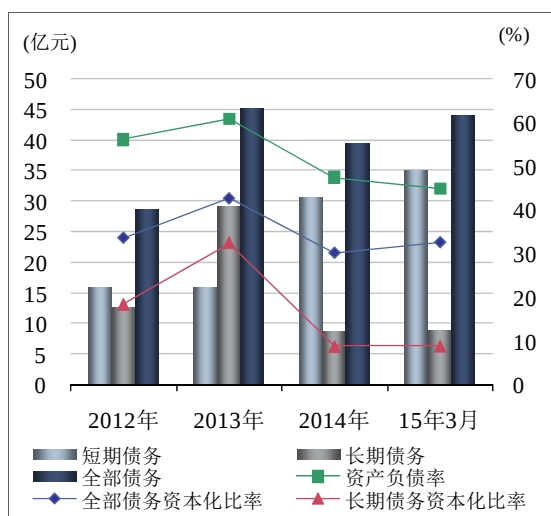
有息债务方面，截至2014年底，公司的全部债务为39.33亿元，同比下降12.74%，其中短期债务为30.55亿元（占77.67%），长期债务为8.78亿元（占22.33%）。

2014年底，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加权平均值分别为47.50%、30.20%和8.81%，同比分别下降13.25、12.44和23.59个百分点。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5 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，跟踪期内公司债务规模有所下降，同时受益于2014年非公开定向增发，公司整体债务负担减轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014年底公司流动比率和速动比率分别为131.84%和63.62%，2015年3月底分别为135.95%和54.10%。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，2014年，公司EBITDA为20.72亿元，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA三年加权平均值分别为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3月底，公司存续期债券包括额度5亿元中期票据（“12厦钨MTN1”）和额度6亿元中期票据（“13厦钨MTN1”），公司存续期的中长期债券共计11亿元。

“12厦钨MTN1”将于一年内到期，不与“13厦钨MTN1”集中到期偿付，故对额度较高的“13厦钨MTN1”进行分析。

2014年公司EBITDA为“13厦钨MTN1”待偿还本金的3.45倍，公司经营活动现金流入量为“13厦钨MTN1”待偿还本金14.77倍。整体看，公司EBITDA及经营活动现金流入量对两期中期票据保障能力强。

截至2015年5月底，公司在银行授信总额度为107.30亿元，已使用额度为40.74亿元，尚未使用额度为66.56亿元，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。

5. 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。

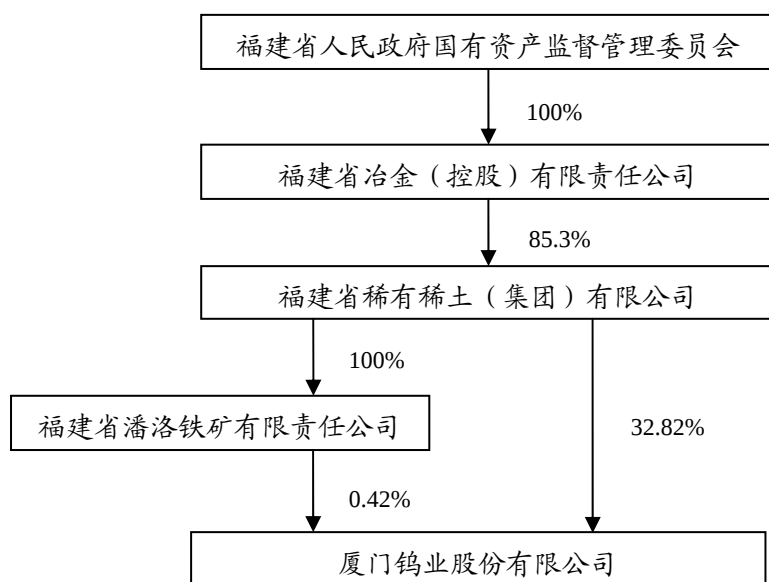
6. 抗风险能力

公司作为全球第一大钨产品制造商，钨产业拥有从矿山、冶炼、粗加工到精细加工完整产业链，技术水平先进，行业地位突出；同时房地产业务对公司利润有一定贡献，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较强。

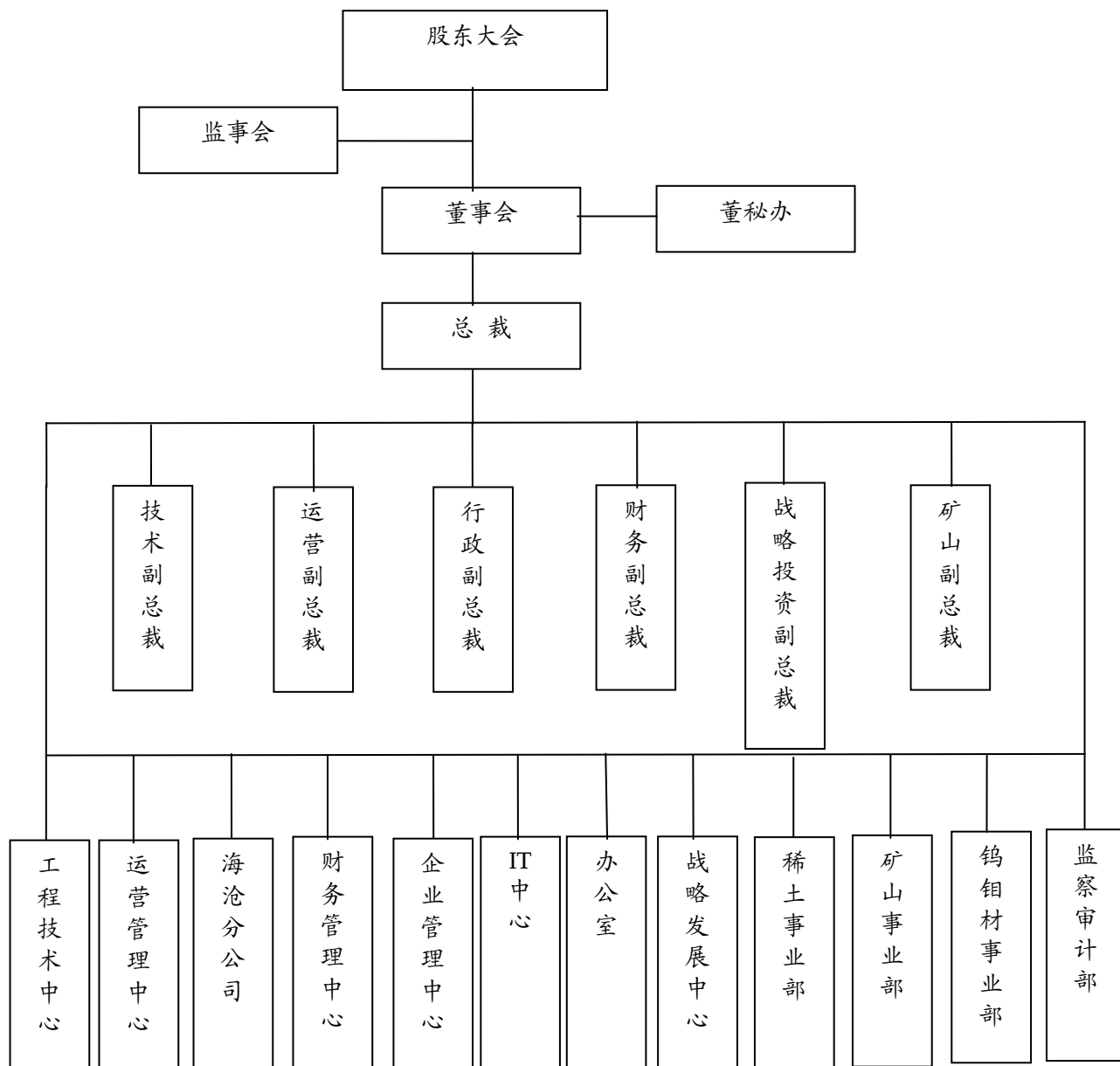
九、结论

综合考虑，联合资信将厦门钨业股份有限公司的主体长期信用等级调整为AA⁺，评级展望为稳定，并将“12厦钨MTN1”、“13厦钨MTN1”的信用等级调整为AA⁺。

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股份有限公司	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	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.15	9.37	7.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.81	2.27	1.90	--

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

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