# 联合资信评估有限公司

## 更正说明

由于笔误，导致我司出具的《厦门钨业股份有限公司跟踪评级报告》（联合〔2019〕1917号）中有关内容（数据）出现错误，现予更正。

原文内容：

首页财务数据表格中第四列数据年限为2017年

更正后内容：

首页财务数据表格中第四列数据年限为2018年

本次更正不影响评级结果。更正前后的评级报告均已在我司官网披露。

我司将总结经验教训，在今后的工作中加强对评级报告质量的审核、控制，努力减少此类错误的发生。

特此说明

联合资信评估有限公司

2019年9月16日

# 信用等级公告

联合〔2019〕1917号

联合资信评估有限公司通过对厦门钨业股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门钨业股份有限公司主体长期信用等级为AA+，并维持“16厦钨MTN002”“18厦钨MTN001”“18厦钨MTN002”“18厦钨MTN003”和“18厦钨MTN004”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

# 厦门钨业股份有限公司跟踪评级报告

**评级结果：**

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

| 债券简称 | 余 额 | 到期兑付日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 16厦钨MTN002 | 6亿元 | 2019/8/10 | AA+ | AA+ |
| 18厦钨MTN001 | 5亿元 | 2021/4/9 | AA+ | AA+ |
| 18厦钨MTN002 | 6亿元 | 2021/8/2 | AA+ | AA+ |
| 18厦钨MTN003 | 3亿元 | 2021/11/13 | AA+ | AA+ |
| 18厦钨MTN004 | 3亿元 | 2021/11/20 | AA+ | AA+ |

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

**跟踪评级时间：**2019年7月12日

**财务数据**

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年3月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 15.10 | 17.96 | 18.48 | 26.99 |
| 资产总额(亿元) | 155.00 | 188.51 | 225.05 | 236.07 |
| 所有者权益合计(亿元) | 81.17 | 87.48 | 91.62 | 90.90 |
| 短期债务(亿元) | 33.93 | 56.55 | 82.83 | 94.72 |
| 长期债务(亿元) | 19.74 | 15.43 | 19.40 | 19.61 |
| 全部债务(亿元) | 53.67 | 71.97 | 102.24 | 114.32 |
| 营业收入(亿元) | 85.28 | 141.88 | 195.57 | 38.14 |
| 利润总额 (亿元) | 4.25 | 11.91 | 9.87 | 0.38 |
| EBITDA(亿元) | 12.10 | 20.48 | 18.89 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 12.06 | -9.30 | 3.71 | -1.32 |
| 营业利润率(%) | 17.53 | 20.55 | 16.21 | 12.21 |
| 净资产收益率(%) | 3.68 | 10.68 | 8.75 | -- |
| 资产负债率(%) | 47.63 | 53.59 | 59.29 | 61.49 |
| 全部债务资本化比率(%) | 39.80 | 45.14 | 52.74 | 55.71 |
| 流动比率(%) | 143.98 | 118.80 | 109.26 | 103.01 |
| 经营现金流动负债比(%) | 23.78 | -11.34 | 3.39 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.16 | 3.60 | 5.41 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 4.78 | 9.16 | 7.27 | -- |

注：1. 2019年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中应付融资租赁款计入长期债务；其他流动负债中的超短期融资券计入短期债务

**分析师：**李小建　张 垌

**邮箱：**lianhe@lhratings.com
**电话：**010-85679696
**传真：**010-85679228
**地址：**北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
**网址：**www.lhratings.com

## 评级观点

厦门钨业股份有限公司（以下简称“公司”）作为世界大型钨冶炼企业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方面较大的支持力度。跟踪期内，公司在硬质合金和钨钼深加工产品得到进一步延伸发展；受益于2018年上半年钨钼产品价格回暖，公司收入有所上升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到目前公司稀土产品价格呈波动趋势、新能源材料行业竞争激烈、房地产业务由于开发项目减少盈利能力下滑，公司债务负担持续上升，非经常性收益对利润贡献大及经营获现能力较弱等因素给公司经营及信用水平带来的不利影响。

考虑到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，伴随着钨钼行业逐渐复苏，钨钼产品价格未来有望继续保持回暖趋势，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，公司有望保持良好的抗风险能力。

综合评估，联合资信确定维持厦门钨业股份有限公司的主体长期信用等级为AA+，并维持“16厦钨MTN002”“18厦钨MTN001”“18厦钨MTN002”“18厦钨MTN003”和“18厦钨MTN004”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

## 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

资源唯一整合平台企业；公司控股股东福建省稀有稀土（集团）有限公司（以下简称“福建稀土集团”）在资源获取方面给予了公司较高程度的保障。

3. 跟踪期内，钨钼行业景气度有所企稳，价格明显回升，公司钨钼业务板块收入稳步提升，公司整体经营情况较为稳定。
4. 公司经营性现金流入量对存续中期票据的保障能力较强。

关注

1. 公司钨、钼、稀土等主要产品价格波动大，原材料及多数产成品定价能力较低，特别是电池材料业务盈利能力偏弱，未来随着电池材料行业产能的进一步释放，预计对公司盈利产生一定不利影响。
2. 公司债务负担持续上升，短期债务占比较高，存在一定短期偿付压力。
3. 公司获得政府补助等非经常性收益规模较大，对利润贡献大，可持续性一般。
4. 公司经营收现能力较弱，随着投资规模增加，筹资压力较大。

# 声　明

一、本报告引用的资料主要由厦门钨业股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 厦门钨业股份有限公司跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于厦门钨业股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 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。

2017 年 7 月和 2018 年 1 月，公司分别完成两次限制性股票激励计划，本次限制性股票激励计划完成后，公司注册资本增加至 108715.87 万元。2018 年 4 月，公司完成资本公积金转增股本，资本公积金转增股本 32614.76 万元。截至目前，上述资金均已被审验确认。

截至 2019 年 3 月底，公司股本共计 141330.63 万元，其中福建稀土集团持有公司 31.88%股权，福建省冶金（控股）有限责任公司（以下简称“福建冶金”）持有福建稀土集团 85.26%股权，福建省国有资产管理委员会（以下简称“福建省国资委”）持有福建冶金 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、运营管理中心、办公室等职能部门。截至 2018 年底，公司共有子公司 31 家。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 225.05 亿元，所有者权益合计 91.62 亿元（含少数股东权益 19.16 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 195.57 亿元，利润总额 9.87 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 236.07 亿元，所有者权益合计 90.90 亿元（含少数股东权益 18.64 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 38.14 亿元，利润总额 0.38 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、存续债券概况及募集资金使用情况

经联合资信评级的公司存续中期票据为“16 厦钨 MTN002”“18 厦钨 MTN001”“18 厦钨 MTN002”“18 厦钨 MTN003”和“18 厦钨 MTN004”，发行额度合计 23 亿元。截至目前，募集资金均已按规定用途使用完毕。

表 1 公司存续长期债券概况

| 债券简称 | 发行金额 | 余额 | 起息日 | 到期兑付日 |
|---|---|---|---|---|
| 16 厦钨 MTN002 | 6 亿元 | 6 亿元 | 2016/8/10 | 2019/8/10 |
| 18 厦钨 MTN001 | 5 亿元 | 5 亿元 | 2018/4/9 | 2021/4/9 |
| 18 厦钨 MTN002 | 6 亿元 | 6 亿元 | 2018/8/2 | 2021/8/2 |
| 18 厦钨 MTN003 | 3 亿元 | 3 亿元 | 2018/11/13 | 2021/11/13 |
| 18 厦钨 MTN004 | 3 亿元 | 3 亿元 | 2018/11/20 | 2021/11/20 |

资料来源：Wind

## 四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长

6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增

长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

## 五、行业分析

### 钨金属

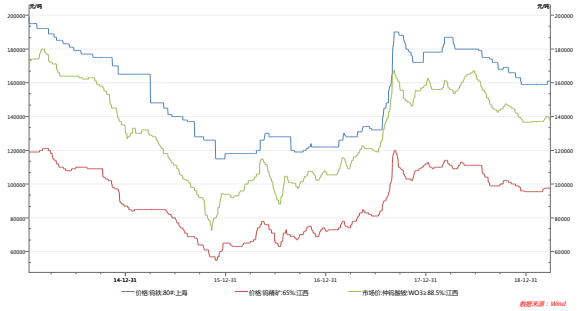
钨金属呈银白色，其熔点高达 3410±20℃，是熔点最高的金属，比重为 19.3，为钢的 2.5 倍，与黄金相当。钨金属的导电性较好，其导电率高于镍、铁、磷青铜及铂。钨在常温下比较稳定，温度不高时，表面生成棕色和深蓝色氧化膜，在较高温度时，氧化成三氧化钨。超过 2000℃时，钨和氮反应生成氮化钨。钨与氢不起作用。在高温下钨与碳以及一些含碳气体反应生成具有重要工业价值的坚硬难熔的碳化物。钨耐蚀性好，在室温下与任何浓度的酸和碱都不起作用，但能迅速地溶于氢氟酸与浓硝酸的混合液，在氧化性熔盐（如硝酸钠等）中会严重腐蚀。主要矿物有黑钨矿和白钨矿两种。

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。

### 价格走势

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；2016年开始，钨精矿价格有所回暖，进入2017年，受益于国家增加对钨钼等有色金属的收储规模及行业景气度回升，钨精矿及钨产品价格进一步波动反弹。受中美贸易摩擦导致海外客户提前购买钨原料等因素影响，2018年上半年钨市场总体维持上涨趋势,随着海外客户补库存结束，下半年钨价逐步下跌。截至2018年6月底，钨铁（钨含量80%，上海）价格为18.00万元/吨、钨精矿（三氧化钨含量65%，江西）价格为11.10万元/吨、APT（仲钨酸铵88.50%，江西）价格16.50万元/吨。截至2018年底，钨铁（钨含量80%，上海）价格为15.90万元/吨、钨精矿（三氧化钨含量65%，江西）价格为9.55万元/吨、APT（仲钨酸铵88.50%，江西）价格13.65万元/吨。而进入2019年，钨钼等有色金属行业整体仍然较弱，钨价持续在较低水平。截至2019年3月底，钨铁（钨含量80%，上海）价格为16.10万元/吨、钨精矿（三氧化钨含量65%，江西）价格为9.75万元/吨、APT（仲钨酸铵88.50%，江西）价格13.75万元/吨。

图1　钨精矿及钨产品价格走势



资料来源：Wind

### 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。

2013 年 9 月，工业和信息化部公告了第一批符合《钨锡锑行业准入条件》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一律取消。

2018 年 1 月，商务部、海关总署发布《2018 年出口许可证管理货物目录》，根据目录内相关规定，稀土将继续实行出口许可证管理。

2018 年 12 月，自然资源部发布《关于进一步规范稀土矿钨矿矿业权审批管理的通知》，为保护和合理开发优势矿产资源，进一步加强稀土矿、钨矿的勘察开采审批管理，除中央或省级财政资金勘查项目、国家确定的大型稀土企业集团勘查项目、符合国家产业政策、环境保护要求和开采总量控制要求的大型稀土企业集团稀土开采项目外，继续暂停受理新设稀土矿勘查开采登记申请。同月，自然资源部发布《自然资源部关于进一步规范稀土矿钨矿矿业权审批管理的通知》，自然资源部进一步规范和加强稀土矿、钨矿勘查开采审批管理，申请新设钨矿采矿权，符合国家产业政策和开采总量控制要求，新设钨矿采矿权必须依法进行环境影响评价，符合生态环境保护要求，申办钨矿采矿权新立、延续、变更登记，延续项目还应说明已有指标执行情况，探查许可证、采矿许可证为其他矿种的探矿权、采矿权，发现稀土矿、钨矿资源储量并经评审报案，复合办理变更登记或增列矿种条件的，可依法申请办理矿业权变更。

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内有望继续上升。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。

随着硬质合金被列入新材料产业“十三五”规划，钨金属行业将会继续受到政策大力扶持，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。

## 六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司股本共计 141330.63 万元，其中福建稀土集团持有公司 31.88%股权，福建冶金持有福建稀土集团

85.26%股权，福建省国资委持有福建冶金100.00%股权，为公司实际控制人。

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29.50万吨金属量，钨原矿品位0.228%，可采储年限预计至2085年；洛阳豫鹭矿业有限责任公司（以下简称“豫鹭矿业”）是公司与洛阳栾川钼业集团股份有限公司（以下简称“洛钼集团”）合资建立的控股子公司（公司股权占比为60.00%），用于回收洛钼集团选钼尾矿中的白钨矿，以解决原材料供应问题。豫鹭矿业所回收的钨钼伴生矿，已探明的钨储量为51.00万吨金属量，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2019年3月底，公司拥有钨矿剩余可采金属储量75.79万吨，储量规模仅次于中国五矿集团公司，排名全国第二。

钨钼板块方面，公司是中国位居前列的钨钼产品制造商和出口商。截至2019年3月底，公司拥有年产25000吨仲钨酸铵（APT）和氧化钨、15000吨钨粉及碳化钨粉、6000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；公司整体刀具和数控刀片的生产规模分别达到900万件/年和4000万片/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。

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。截至2018年底，公司已100%整合连城文坊、连城黄坊、上杭加庄三本稀土采矿证，持有长汀杨梅坑稀土采矿证40%权益，采矿指标共计3440吨，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、3000吨/年的稀土金属和1100吨/年荧光粉的生产能力，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2019年3月底，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40000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五，具有一定的规模优势。

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》，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。

福建稀土集团承诺，为避免同业竞争问题，

在福建稀土集团控制的涉及钨矿业务的其他企业相关钨矿建成投产之前，福建稀土集团将以直接出售或资产注入等方式向厦门钨业转让。转让过渡期间，福建稀土集团及其下属企业将按市场公允价格将钨矿全部销售给厦门钨业。从上述承诺来看，控股股东在资源获取和精矿采购方面给予了公司较高程度的保障。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2019年3月底的55.64%。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。

总体上看，政府与股东对公司的支持力度大。

## 七、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。

## 八、经营分析

从业务结构来看，公司主营业务主要划分为钨钼等有色金属制品、稀土业务、电池材料和房地产及配套管理等板块。

2016—2018年，公司实现主营业务收入分别为82.87亿元、135.60亿元和189.37亿元，2017年和2018年，受益于钨钼等有色金属制品价格大幅回暖及电池材料板块规模持续增大，公司主营业务收入规模分别同比增长63.63%和39.65%。

分板块来看，2018年，随着钨矿产品价格的持续上升，公司钨钼等有色金属制品收入同比增长36.88%。稀土行业受海外稀土原料进口同比大幅增加，同时新能源汽车、节能家电、电动工具等行业需求增加等因素共同影响，稀土价格变化不大，该板块收入同比增长9.57%。公司房地产业务受房地产行业政策影响及公司房地产项目大幅减少影响，收入规模继续大幅萎缩，同比下降79.24%；同期受益于公司电池材料板块产能的释放，公司电池材料业务收入同比增长75.50%。

2016—2018年，公司主营业务收入持续增长，其构成中钨钼等有色金属制品业务和电池材料业务受益于市场环境持续向好，发展速度较快，而稀土业务收入贡献较为稳定，房地产业务呈收缩趋势。

表2　公司主营业务收入状况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2016年 | | | 2017年 | | | 2018年 | | | 2019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 | 45.93 | 55.43 | 25.32 | 68.87 | 50.79 | 29.92 | 94.27 | 49.78 | 26.29 | 18.35 | 49.18 | 19.93 |
| 稀土行业 | 8.68 | 10.47 | 10.02 | 20.38 | 15.03 | 7.02 | 22.33 | 11.79 | 0.82 | 4.60 | 12.33 | 6.04 |
| 电池材料行业 | 20.51 | 24.75 | 9.22 | 40.81 | 30.10 | 13.90 | 71.62 | 37.82 | 10.13 | 14.09 | 37.76 | 5.00 |
| 房地产及配套管理 | 7.75 | 9.35 | 25.55 | 5.54 | 4.08 | 44.84 | 1.15 | 0.61 | 2.55 | 0.27 | 0.73 | 5.55 |
| **合计** | **82.87** | **100.00** | **19.76** | **135.60** | **100.00** | **30.18** | **189.37** | **100.00** | **17.03** | **37.31** | **100.00** | **12.48** |

资料来源：公司提供

从公司主营业务收入构成看，公司钨钼等有色金属制品收入占比较高，2018年公司钨钼业务收入占主营业务收入49.78%；同期随着公司电池材料板块新增产能的释放，电池材料业务收入大幅增加，收入占比亦有所提升，2018年电池材料业务收入占比提升至37.82%；另外受房地产业务规模持续下降影响，公司房地产收入占比持续下降；同期稀土业务收入占比略有下滑。

从毛利率来看，2018年公司主营业务毛利率大幅下滑至17.03%，其中公司钨钼制品毛利率下降至26.29%，主要系受外购钨精矿原料价

格上升所致；稀土行业受供求关系宽松及进口稀土原料冲击影响，稀土板块毛利率逐年下滑，2018 年下降至 0.82%；同期受电池材料行业供应增加，整体产品价格下降使得电池材料业务毛利率下降至 10.13%；公司 2018 年房地产业务主要为销售尾盘产品，毛利率很低。

2019 年 1—3 月，公司共实现主营业务收入 37.31 亿元，同比增长 13.89%，收入同比增长主要来自电池材料业务；同期，公司主营业务毛利率较上年下降至 12.48%。2019 年 1—3 月，公司钨钼制品业务收入为 18.35 亿元，占公司主营业务收入 49.18%，收入占比较上年有所下降；公司钨钼业务毛利率下降至 19.93%，主要系 2018 年下半年以来钨钼产品价格走低所致。同期电池材料业务收入占比为 37.76%，较上年变化不大。2019 年一季度，公司电池材料业务共实现收入 14.09 亿元，同比大幅增长 47.85%，主要系公司电池材料板块进入满产期，规模效应进一步放大，房地产业务板块 2019 年一季度收入为 0.27 亿元，毛利率较上年升至 5.55%，上升主要系 2019 年一季度，公司该板块仅剩车位和尾盘销售，波动较大；稀土业务方面，2019 年 1—3 月实现收入 4.60 亿元，而受稀土产品价格波动影响，稀土业务毛利率有所回升，为 6.09%。

总体看，跟踪期内，公司业务中钨钼等有色金属制品占比较高，其盈利能力较好，伴随着钨钼行业供求趋于平稳，钨钼产品价格未来有望继续保持小幅震荡趋势，公司钨钼业务盈利能力有望保持；稀土业务板块受市场环境影响大，盈利能力有所下滑；同期，随着公司电池材料业务的快速发展，已成为公司新的收入增长点；近年来公司房地产业务收入规模持续下滑。

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 25000 吨的生产能力；公司硬质合金方面，厦门金鹭特种合金有限公司（以下简称“厦门金鹭”）目前拥有年产 6200 吨混合料、5000 吨合金棒材、900 万件硬质合金整体刀具和 3000 万片切削用数控刀的产能。九江金鹭硬质合金有限公司（以下简称“九江金鹭”）于 2014 年投产，洛阳金鹭硬质合金硬质合金工具有限公司（以下简称“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、豫鹭矿业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 75.79 万吨）。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，2016 年公司钨精矿的自给率为 52.15%，2017 年提升至 52.97%；2018 年上述指标进一步增长至 55.15%。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 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 自给量（吨） | 7772 | 11385 | 12023 | 2270 |
| 单位自给成本（元/吨） | 47110 | 44340 | 52106 | 56800 |
| 采购量（吨） | 14904 | 21495 | 21800 | 4080 |
| 采购均价（元/吨） | 63870 | 85500 | 112000 | 98200 |
| 自给率（%） | 52.15 | 52.97 | 55.15 | 55.64 |

注：自给量不含对外销售量；采购量包含自给量和外部采购量
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司仲钨酸铵产品保持了良好的产销情况，产销量均同比小幅增长，同期受市场需求和下游企业产品储备库存影响，仲钨酸铵售价有所回暖；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，公司生产成本有所下降。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 产品盈利空间保持稳定。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，尤其是粗钨丝产品；同期，下属钨钼丝材企业积极推进非照明丝材及制品的开发，粗钼丝产品的总销量明显提升；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，跟踪期内，公司传统钨产品的售价及销量受益于行业持续回暖和公司完整的产业结构实现量价齐升。

表 4　公司钨钼业务主要产品产销量

| 主要产品 | | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|---|---|
| 仲钨酸铵（APT） | 销量（吨） | 21421 | 26750 | 27749 | 4199 |
| | 产量（吨） | 21032 | 24635 | 24783 | 4376 |
| 钨粉 | 销量（吨） | 6487 | 8315 | 9374 | 2135 |
| | 产量（吨） | 6495 | 8813 | 9526 | 2010 |
| 硬质合金 | 销量（吨） | 2893 | 4363 | 5423 | 1336 |
| | 产量（吨） | 3031 | 4599 | 5688 | 1066 |
| 刀具 | 销量（万件） | 4316 | 5708 | 7251 | 946 |
| | 产量（万件） | 4535 | 6172 | 7667 | 974 |
| 粗钨丝 | 销量（吨） | 438 | 409 | 372 | 81 |
| | 产量（吨） | 436 | 411 | 369 | 76 |
| 细钨丝 | 销量（亿米） | 81 | 68 | 60 | 17 |
| | 产量（亿米） | 82 | 69 | 60 | 13 |
| 细钼丝 | 销量（亿米） | 13 | 17 | 17 | 5 |
| | 产量（亿米） | 13 | 16 | 17 | 3 |
| 粗钼丝 | 销量（吨） | 390 | 360 | 548 | 70 |
| | 产量（吨） | 393 | 502 | 547 | 65 |
| 稀土氧化物 | 销量（吨） | 1644 | 2919 | 2631 | 938 |
| | 产量（吨） | 1364 | 2649 | 3288 | 678 |
| 发光材料 | 销量（吨） | 660 | 692 | 670 | 119 |
| | 产量（吨） | 683 | 615 | 583 | 113 |
| 磁性材料 | 销量（吨） | 1627 | 2455 | 3003 | 832 |
| | 产量（吨） | 1541 | 2439 | 2952 | 942 |

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
资料来源：公司提供

跟踪期内，受到原料价格波动和市场需求变化的影响，钨钼行业景气度 2018 年整体呈回暖趋势，公司钨钼板块主要产品全年销售均价与上年全年均价相比均有不同程度增长。其中增幅最大的为钨精矿和钨粉，增长幅度分别为 31.67%和 32.35%；只有硬质合金产品价格变化很小。

表 5　公司钨钼业务主要产品销售均价

| 产品 | 2016年 | 2017年 | 2018 年 | 2019 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 钨精矿（万元/吨） | 8.50 | 12.00 | 15.80 | 14.00 |
| 仲钨酸铵（万元/吨） | 10.60 | 13.00 | 16.50 | 15.00 |
| 钨粉（万元/吨） | 18.00 | 20.40 | 27.00 | 24.50 |
| 硬质合金（万元/吨） | 41.10 | 41.00 | 41.20 | 39.00 |
| 细钨丝（万元/亿米） | 274.10 | 311.00 | 336.00 | 320.00 |
| 粗钨丝（万元/吨） | 41.20 | 43.20 | 53.00 | 52.00 |
| 细钼丝（万元/亿米） | 801.00 | 856.00 | 1020.00 | 1010.00 |
| 粗钼丝（万元/吨） | 28.10 | 27.30 | 34.20 | 35.00 |

资料来源：公司提供

公司深加工产品包括钨粉、硬质合金和刀具，受益于公司钨钼深加工产能的进一步释放，公司 2018 年上述产品产量分别为 9526 吨、5688 吨和 7667 万件，同比分别增长 8.09%、23.68%和 24.22%。目前公司钨钼深加工产品主要由子公司厦门金鹭公司生产，2018 年厦门金鹭实现销售收入 41.02 亿元，归属母公司净利润 4.71 亿元，同比分别增长 40.48%和 17.36%。目前厦门金鹭正逐步拓宽刀具业务，增大刀具产销规模，积极开拓市场，增强刀具业务的盈利能力。随着国内外市场需求的复苏，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，使得订单有所增加，2018 年仲钨酸铵产销量分别是 24783 吨和 27749 吨，均较上年小幅增长。

2019 年 1—3 月，公司仲钨酸铵产销量分别为 4376 吨和 4199 吨，分别占 2018 年产销量的 15.77%和 15.13%；同期钨粉的产量和销量分别是 2010 吨和 2135 吨，分别占 2018 年产销量的 21.10%和 22.78%，主要系市场需求不足所致。公司硬质合金和刀具产品生产所需原材料部分由公司内部供给，钨深加工业务的原料质量、成本控制和技术支持均处于中国硬质合金制品行业前列。公司硬质合金产品附加值较高，产品价格不完全根据原材料价格波动，其毛利率基本在 15%—30%，是厦门金鹭的主要利润来源，2019 年 1—3 月，公司硬质合金的产量和销量分别为 1066 万吨和 1336 万吨，硬质合金产品产销量有所下滑；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。2019 年 1—3 月，公司刀具共销售 946 万件，相比 2018 年同期有所下滑。

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，公司该板块受行业环境改善影响，产销量有所提升，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 2019 年 3 月底，公司已 100%整合连城文坊、连城黄坊、上杭加庄三本稀土采矿证，持有长汀杨梅坑稀土采矿证 40%股权，采矿指标 3440 吨，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%），生产新能源汽车马达、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，公司“矿产资源-冶炼分离-稀土合金-磁性材料”的稀土产业链较为完善。

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；2018 年公司钕铁硼磁性材料和荧光材料产量分别为 2952 吨和 583 吨，同比分别增长 21.03%和下降 5.20%，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，磁性材料投产以来首次实现盈利。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，荧光材料产能利用率水平较低，2018 年约为 53%。长汀金龙稀土受稀土价格倒挂影响，稀土冶炼中间环节亏损，受此影响，2018 年公司稀土板块收入同比增长 9.57%，但毛利率大幅下降 6.20 个百分点至 0.82%。

未来，随着国家继续加强对稀土市场的管理控制以及稀土下游需求的趋稳，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有所好转。

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 2019 年 3 月底，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 40000 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，成为目前国内规模最大的贮氢合金粉生产企业。但由于近年来国内电动汽车电池材料发展方向转向锂离子材料，公司贮氢合金粉下游市场受到大幅挤压，近几年公司产品销售情况一般，主要以车载电池客户为主，2016—2018 年，销售量分别为 2313 吨、2599 吨和 2614 吨。受制于下游市场规模较小，未来公司贮氢合金粉销量上升空间较小。

表 6　公司电池材料业务主要产品产销情况

| 产品 | | 2016年 | 2017年 | 2018 年 | 2019 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|---|---|
| 贮氢合金 | 产量（吨） | 2044 | 2599 | 2688 | 582 |
| | 销量（吨） | 2313 | 2599 | 2614 | 595 |
| | 售价（万元/吨） | 9.00 | 10.30 | 9.80 | 8.90 |
| 锂离子材料 | 产量（吨） | 14568 | 19153 | 25185 | 7891 |
| | 销量（吨） | 13435 | 17265 | 25034 | 6918 |
| | 售价（万元/吨） | 16.40 | 29.00 | 32.50 | 23.00 |

资料来源：公司提供

锂电池材料方面，公司已具备三元材料、钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂等锂离子系列电池材料 40000 吨/年的生产能力。2016—2018 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 13435 吨快速上升至 25034 吨。目前国内锂电池行业产能扩张迅速，产能远大于需求，但由于电池材料主要为定制品，采用订单式销售，公司销售市场扩张速度较快，下游客户主要为长期合作的国内大型企业，存在较高的客户粘性；同时公司在建产能的持续释放，有望促使公司锂电池材料业务继续保持增长趋势。

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。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，2018 年公司贮氢合金销售均价同比有所下滑。2016—2018 年，公司锂电池材料销售均价由 16.40 万元/吨上升至 32.50 万元/吨。整体看，2018 年公司电池材料业务在整体收入中占比提升的同时，毛利率下滑至 10.13%，电池材料业务毛利率下降原因主要系 2018 年下半年以来锂、钴原料价格大幅波动，同时行业需求增速不及产能扩张增速。公司电池材料业务盈利能力仍偏弱。

2019 年 1—3 月，公司电池材料业务规模较大，毛利率进一步大幅下滑至 5.04%。未来随着国内锂电池行业在建产能的进一步释放，预计公司该业务毛利率将受到一定影响。

4. 房地产销售及物业管理业务

房地产业务原是公司重要利润来源之一，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。厦门滕王阁房地产开发公司先后开发厦门“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 38.26 万平方米。

表 7　房地产业务资金平衡情况（单位：亿元）

| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 对外投资额 | 6.34 | 1.40 | 0.00 | 0.00 |
| 房地产预收款 | 7.09 | 3.08 | 0.02 | 0.00 |
| 销售收入 | 7.75 | 3.87 | 1.69 | 0.40 |

资料来源：公司提供

表 8　截至 2019 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 | 总建筑面积（万平米） | 截至2019年3月底已投资金额 | 预计投资 | | | 截至2019年3月底销售回款 | 截至2019年3月底确认收入金额 | 截至2019年3月底销售面积（万平米） | 销售均价（元/平米） | 2019年4-12月预计销售回款 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2019年剩余 | 2020年 | 2021年 | | | | | |
| 厦门海峡国际社区 | 554000 | 79.28 | 478088 | -- | -- | -- | 1121918 | 1121902 | 62.15 | 18052 | -- |
| 漳州海峡国际湾区 | 445000 | 106.41 | 302748 | 20338 | 49943 | 49251 | 225380 | 221708 | 21.90 | 10124 | 25140 |
| 东山海峡度假城 | 90000 | 22.82 | 6345 | 4054 | 5000 | 5000 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 合计 | 1089000 | 208.51 | 787181 | 24392 | 54943 | 54251 | 1347298 | 1343610 | 84.05 | 28176 | 25140 |

资料来源：公司提供

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 79.28 万平方米，预计总投资 55.40 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投入 47.81 亿元。项目规划分五期开发，其中一至四期住宅部分已全部售完，当前正在进行第五期商业项目的开发。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 2019 年 3 月底，项目累计确认收入共计 112.19 亿元，毛利率约为 44%，共贡献毛利润 49.38 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 2019 年 3 月底，项目累计已投资 30.27 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，总建筑面积 2.39 万平方米，总投资 1.77 亿元。

截至 2019 年 3 月底，漳州海峡国际湾区项目可售面积 10.94 万平方米，在建面积 13.07 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或保持较低水平。

5. 经营效率

2016—2018 年，公司存货周转次数和总资产周转次数均持续上升，2018 年分别为 2.83 次和 0.95 次，同比分别上升 0.30 次和 0.12 次；近三年销售债权周转次数波动下降，2018 年同比上升 0.11 次至 6.59 次。整体看，公司经营效率有所上升。

6. 在建项目及未来发展

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目为宁德厦钨新能源 20000 吨车用锂离子三元正极

材料产业化项目、海沧能源新材料产业化孵化基地项目、金龙稀土 6000 吨特种金属及合金项目、金龙稀土 2500 吨钕铁硼元器件等项目，在建项目资金来源主要为自筹及银行贷款。截至 2019 年 3 月底，公司主要在建工程已投资 16.69 亿元，未来仍需投资 14.42 亿元，不考虑公司房地产板块还有部分在建项目，包括厦门海峡国际社区、漳州海峡国际湾区和东山度假城项目，未来投资支出规模较大，存在一定对外融资需求。

表 9　截至 2019 年 3 月底公司主要在建及拟建项目（单位：万元）

| 项目名称 | 预计总投资 | 资金到位情况 | 截至2019年3月底已投资 | 投资计划 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2019年4—12月 | 2020年 | 2021年 |
| 金龙稀土6000吨特种金属及合金项目 | 9739.00 | 5429.00 | 5429.00 | 800.00 | 600.00 | 2000.00 |
| 金龙3000吨钕铁硼磁石暨后处理扩产项目 | 22266.00 | 7467.00 | 7467.00 | 5000.00 | 5200.00 | 330.00 |
| 金龙稀土2500吨钕铁硼元器件项目 | 7961.00 | 6501.00 | 6501.00 | 500.00 | 300.00 | 200.0 |
| 三明新能源6000T锂离子电池材料项目 | 26145.00 | 18397.00 | 18397.00 | 4500.00 | 1000.00 | 1000.00 |
| 海沧能源新材料产业化孵化基地项目 | 15000.00 | 7193.00 | 7193.00 | 1000.00 | 1000.00 | 1000.00 |
| 厦钨新能源10000吨车用锂离子三元正极材料产业化项目 | 65000.00 | 65000.00 | 65000.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 宁德厦钨新能源20000吨车用锂离子三元正极材料产业化项目 | 165000.00 | 56940.00 | 56940.00 | 10000.00 | 60000.00 | 38000.00 |
| **合计** | 311111.00 | 166927.00 | 166927.00 | 21800.00 | 68100.00 | 42330.00 |

资料来源：公司提供

宁德厦钨新能源 20000 吨车用锂离子三元正极材料产业化项目由全资子公司厦门厦钨新能源材料有限公司（以下简称“厦钨新能源”）与福建闽东电力股份有限公司（以下简称“闽东电力”）在宁德市东侨工业集中区合资成立宁德厦钨新能源材料有限公司（以下简称“宁德厦钨新能源”）运营，主要是继续完善公司电池产业链板块，扩大高镍三元材料产能，为今后几年的锂电发展打下良好的基础。项目达产后，预计年平均销售收入 28.69 亿元。

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。项目达产后，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。项目达产后，年销售收入可达 8000 万元以上。

厦钨新能源 10000 吨车用锂离子三元正极材料产业化项目主要是建设 10000 吨车用锂离子三元正极材料产业化项目。项目规划占地 20 亩，建筑面积约 6.5 万平方米，新建主体厂房 2 栋、10000 吨车用锂离子三元正极材料生产线等设施。项目达产后，预计年销售收入可达 30 亿元以上。

总体看，未来公司仍将坚持以钨钼为主业，稀土行业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保持平稳；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，但面临的行业竞争较为激烈；房地产业务方面，公司会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。

## 九、财务分析

公司提供的2016—2018年财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司提供的2019年一季度财务数据未经审计。

截至2016年底，公司纳入合并集团范围的子公司共23家；截至2017年底，公司纳入合并集团范围的子公司共28家；截至2018年底，公司纳入合并集团范围的子公司共31家，较上年底增加3家，均为新设子公司，分别为厦门茂捷发智能电机有限公司、厦钨电机工业有限公司和福建鑫鹭钨业有限公司。整体看，公司合并范围变化对公司财务数据影响不大。

根据财政部《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号），公司对财务报表格式进行了相关修订。截至2018年底，公司（合并）资产总额225.05亿元，所有者权益合计91.62亿元（含少数股东权益19.16亿元）；2018年，公司实现营业收入195.57亿元，利润总额9.87亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额236.07亿元，所有者权益合计90.90亿元（含少数股东权益18.64亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入38.14亿元，利润总额0.38亿元。

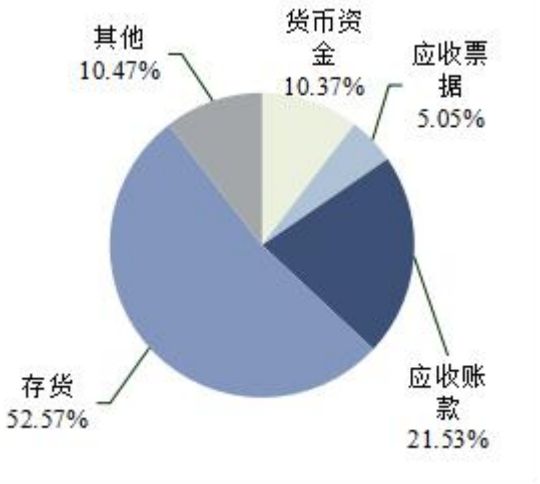
### 1. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额快速增长，年均复合增长20.50%。截至2018年底，公司资产总额合计225.05亿元，同比增长19.39%。其中，流动资产占比53.25%，非流动资产占比46.75%。2018年，公司流动资产占比有所提高。

**流动资产**

2016—2018年，受存货和应收账款大幅增长影响，公司流动资产规模大幅增长，年均复合增长28.11%。截至2018年底，公司流动资产为119.84亿元，主要由货币资金（占10.37%）、应收账款（占21.53%）、应收票据（占5.05%）和存货（占52.57%）构成。

图2 公司2018年底流动资产构成




资料来源：财务报告

2016—2018年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长9.28%。截至2018年底，为12.43亿元，同比增长26.29%。公司货币资金以银行存款为主，截至2018年底，公司受限货币资金规模为0.21亿元，占比较低，主要为保证金。

2016—2018年，公司应收账款快速增长，年均复合增长48.90%。截至2018年底，公司应收账款的账面价值为25.80亿元，同比增长33.16%，增长主要系公司经营规模扩大，应收账款余额相应增加。同期，公司合计计提坏账准备1.97亿元，计提比例为7.09%。截至2018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97.86%，1~2年的占1.25%，2年以上的占0.89%。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38.32%，同比增长8.09个百分点。总体上看，公司应收账款账期较短，集中度有所提升。

2016—2018年，公司应收票据波动中有所

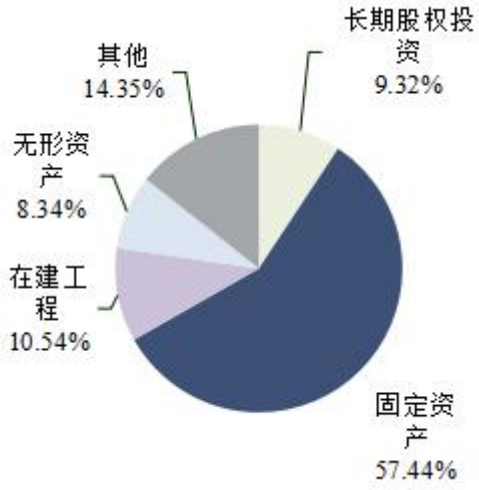
增长，年均复合增长 13.63%。截至 2018 年底，公司应收票据为 6.05 亿元，同比下降 25.48%，下降主要系公司用于贴现所致。

2016—2018 年，公司存货规模快速增长，年均复合增长 32.86%。截至 2018 年底，公司的存货账面余额为 63.01 亿元，同比增长 21.52%，主要系公司库存产品价格提升所致。2018 年公司共计提存货跌价准备 1.64 亿元，计提比例为 2.54%。存货中主要以库存商品（占 49.14%）和开发成本（占 17.91%）为主。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。

**非流动资产**

2016—2018年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长13.29%，截至2018年底，为105.21亿元，同比增长15.51%。公司非流动资产主要由长期股权投资（占9.32%）、无形资产（占8.34%）、固定资产（占57.44%）和在建工程（占10.54%）构成。

图3　公司2018年底非流动资产构成




资料来源：财务报告

2016—2018年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长20.37%。截至2018年底，公司长期股权投资为9.80亿元，同比增长5.01%，增长主要系公司投资赣州腾远钴业新材料股份有限公司股权确认的收益增加所致。

2016—2018年，公司固定资产有所增长，年均复合增长4.91%。截至2018年底，公司的固定资产净额为60.44亿元，同比增长9.61%，主要系新能源10000吨车用锂离子三元正极材料产业化项目等在建工程项目2018年转固所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占43.23%）和机器设备（占52.82%）构成，公司累计计提折旧37.80亿元，计提减值准备0.87亿元，公司固定资产平均成新率为60.97%。

2016—2018年，公司在建工程规模快速增长，年均复合增长108.25%，截至2018年底余额为11.09亿元，同比大幅增长82.97%，主要系公司下属子公司2018年增加钨深加工生产线以及电池材料生产线的投资所致。公司目前主要在建工程规模较大，预计未来面临一定投资压力。

2016—2018年，公司无形资产有所增长，年均复合增长9.94%。截至2018年底，公司无形资产合计8.78亿元，同比增长13.48%。公司无形资产主要包括土地使用权及采矿权。截至2018年底，公司未办妥产权证书的土地使用权账面价值合计为0.93亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 236.07 亿元，较 2018 年底增长 4.89%，主要是由于货币资金和在建工程的增长，其中在建工程增长主要系公司在建项目推进所致。从结构看，公司流动资产占比 52.93%，非流动资产占比 47.07%，资产结构变化较小。

总体看，近年公司资产总额快速增长，且公司资产中流动资产占比略高。考虑到公司流动资产中存货和应收账款占比较高，整体周转效率一般，且近年来随着钨钼等产品价格波动较大，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**

2016—2018年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长6.24%。截至2018年底，公司所有者权益合计91.62亿元，同比增长4.74%，增长主要来自股本和未分配利润。截至2018年底，

公司归属于母公司权益合计为72.47亿元，其中股本14.13亿元（占19.50%），同比增长30.06%，系2018年4月公司使用资本公积金转增股本3.26亿元所致。此外，公司资本公积30.65亿元（占比42.29%），未分配利润23.05亿元（占比31.80%）。

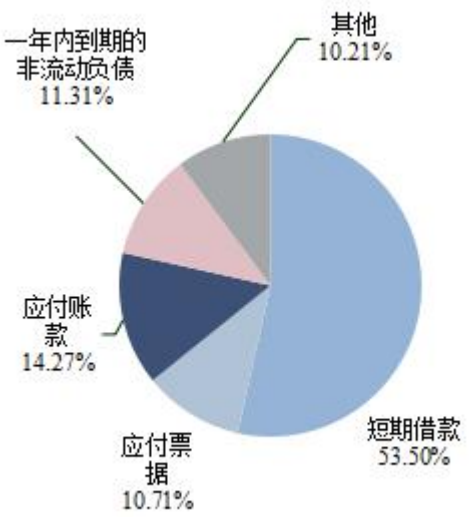
截至2019年3月底，公司所有者权益合计90.90亿元，其中归属于母公司权益合计72.26亿元，结构较2018年底变化不大。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

**负债**

2016—2018年，公司负债快速增长，年均增长34.44%。截至2018年底，公司负债总额133.43亿元，其中，流动负债占比82.21%，非流动负债占比17.79%，公司负债以流动负债为主。

2016—2018年，公司流动负债快速增长，年均复合增长47.06%。截至2018年底，为109.69亿元，主要由短期借款（占比53.50%）、应付票据（占比10.71%）、应付账款（占比14.27%）和一年内到期的非流动负债（占比11.31%）构成。

图4　公司2018年底流动负债构成




资料来源：财务报告

2016—2018年，公司短期借款快速增长，年均复合增长201.86%。截至2018年底，公司短期借款为58.68亿元，同比增长20.56%，增长主要系公司营业规模增长以及投资增加，融资需求增加所致。公司短期借款主要由信用借款（占比72.58%）和保证借款（占比27.42%）构成。

2016—2018年，公司应付票据波动中有所下降，年均复合下降9.80%；截至2018年底，公司应付票据为11.75亿元，同比大幅增长249.02%，主要系子公司开立用于支付材料款的应付票据增加，均为银行承兑汇票。

2016—2018年，公司应付账款快速增长，年均复合增长27.12%。截至2018年底，公司应付账款为15.66亿元，同比增长10.01%，主要由货款（占67.84%）、设备款或在建工程款（占16.61%）和房地产工程款（占15.01%）构成。其中，账龄超过1年的重要应付账款为0.63亿元，占4.04%，综合账龄较短。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长25.00%。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为12.41亿元，同比大幅增长175.09%，主要系公司将一年内到期的应付债券12.00亿元转入所致。

2016—2018年，公司非流动负债波动幅度较大，年均复合增长1.37%。截至2018年底，为23.74亿元，同比增长24.81%，主要由长期借款（占7.92%）、应付债券（占72.45%）、长期应付款（占5.76%%）和递延收益（占10.39%）构成。

2016—2018年，公司长期借款快速下降，年均复合下降32.53%。截至2018年底，公司长期借款为1.88亿元，同比下降33.80%，下降主要系子公司偿还部分抵押借款所致。

2016—2018年，公司应付债券波动中有所增长，年均复合增长6.26%，截至2018年底，公司应付债券为17.20亿元，同比增长40.56%，系公司固定资产投资增加推动融资需求增加所致。截至2018年底，公司应付债券主要为2018年发行的合计金额为17亿元的四期中期票据，分别为“18厦钨MTN001”、“18厦钨MTN002”、“18厦钨MTN003”和“18厦钨MTN004”。

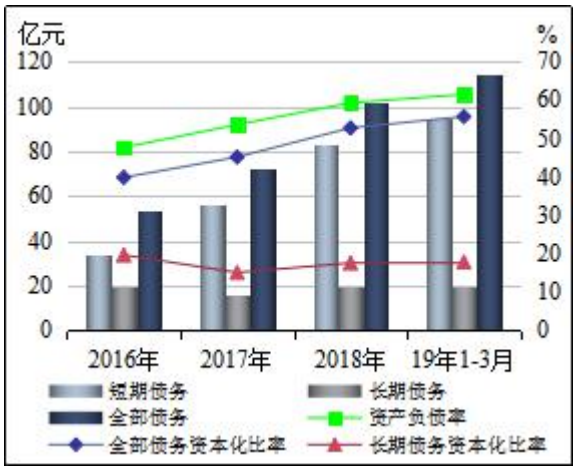
2016—2018年，公司长期应付款有所下降，

年均复合下降 3.52%。截至 2018 年底，公司长期应付款为 1.37 亿元，同比下降 2.28%，其中应付融资租赁款为 0.32 亿元，国开发展投资基金为 1.08 亿元。

有息债务方面，2016—2018年，公司有息债务快速增长，年均复合增长38.02%。截至2018年底，公司的全部债务为102.24亿元，同比增长42.04%，其中短期债务占比81.02%，长期债务占比18.98%，公司短期债务占比进一步提高，存在一定的短期支付压力。

从债务指标看，2016—2018 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续上升，而长期债务资本化比率则呈现波动下降的趋势。上述指标近三年平均值分别为 55.25%、47.87%和17.15%；截至 2018 年底，上述指标分别为59.29%、52.74%和 17.47%，分别较上年增长5.69 个百分点、7.60 个百分点和 2.48 个百分点，公司债务负担有所加重。

图5 公司债务负担情况




资料来源：公司资料

截至2019年3月底，公司负债合计145.17亿元，较2018年底增长8.80%，主要由于公司短期借款增加和发行超短期融资券等其他流动负债所致。受此影响，截至2019年3月底，公司全部债务上升至114.32亿元，较2018年底增长11.82%，其中短期债务占比82.85%，长期债务占比17.15%，短期债务占比进一步上升。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61.49%、55.71%和17.74%，均较2018年底有所上升。

总体看，近年来公司债务规模快速增长，同期，公司整体债务负担有所加重；公司债务以短期债务为主，债务结构有待进一步优化，公司存在一定短期债务压力。

3. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长51.43%。2018年公司营业收入为195.57亿元，同比增长37.84%。2016—2018年，公司营业成本快速增长，年均复合增长54.27%，2018年营业成本为162.52亿元，同比增长46.62%。近三年公司营业利润率波动下降，分别为17.53%、20.55%和16.21%。

期间费用看，2016—2018年，公司期间费用分别为11.52亿元、18.14亿元和22.90亿元，分别占当期营业收入的13.51%、12.78%和11.71%。公司管理费用在期间费用中占比较高，2018年为15.47亿元，同比增长27.32%，主要是职工薪酬和研发费用增长所致。随着债务规模的扩大，2018年公司财务费用为3.95亿元，同比增长31.06%。整体看，由于营业收入增速较快，公司期间费用占营业收入比重有所下降。

由于2018年四季度钨钼等产品价格下跌，公司存货计提的跌价损失准备增加，2018年为1.47亿元，进而推动资产减值损失同比增加51.58%至1.88亿元，对公司整体营业利润水平有一定影响。

2016—2018年，公司营业外收入呈波动下降趋势，年均变动率为-62.21%，近三年分别为0.98亿元、0.14亿元和0.15亿元。2017年和2018年，公司其他收益分别为1.62亿元和2.56亿元，主要为收到的研发经费补助、项目建设补贴等政府补助，2018年其他收益在利润总额中占比为25.96%，对利润贡献大，可持续性一般。

受上述因素影响，2016—2018年，公司利润总额波动增长，分别为4.25亿元、11.91亿元和9.87亿元。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司总资

本收益率和净资产收益率均波动增长，三年加权平均值分别 5.64%和 8.32%；2018 年上述两指标分别为 5.40%和 8.75%，同比均有所下滑。

图6　公司盈利能力指标情况




资料来源：财务报告

2019年1—3月，随着主要产品价格的进一步走弱，公司实现营业收入38.14亿元，为2018年全年的19.50%；同期，公司实现利润总额0.38亿元，公司营业利润率下降至12.21%。

总体看，受益于近年来钨钼等有色金属制品整体价格的回暖，公司营收规模快速增长。公司成本控制能力尚可，但财务费用对公司利润有一定侵蚀。其他收益对利润贡献大，随着2018年下半年以来主要产品销售价格的下滑，公司盈利水平预计短期内有所弱化。

4. 现金流

从经营活动来看，2016—2018年，公司经营活动现金流入量快速增长，分别为72.89亿元、94.93亿元和153.90亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金受公司产品价格回暖而快速增长，三年分别为70.61亿元、90.03亿元和146.64亿元。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快速增长，2016—2018年分别为39.87亿元、77.63亿元和118.52亿元，主要系公司电池板块规模持续上升，原材料采购量及价格大幅上涨所致。整体看，2016—2018年公司经营活动产生的现金流量净额波动下降，三年分别为12.06亿元、-9.30亿元和3.71亿元，2018年由净流出转为净流入。同期，公司现金收入比波动下降，2016—2018年分别为82.79%、63.45%和74.98%，因公司电池材料业务多以票据结算，经营获现能力较弱。

从投资活动来看，2016—2018年，公司投资活动现金流入快速下降，分别为84.42亿元、53.79亿元和1.05亿元，主要系在金融机构的理财申赎大幅下降所致。2016—2018年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金快速增长，分别为3.28亿元、7.50亿元和14.55亿元。主要系购建固定资产所支付的现金增加所致。2016—2018年，公司投资活动产生的现金流净流出量规模有所增大，三年分别2.93亿元、-6.33亿元和-14.05亿元，公司对外投资压力加大。

近三年，公司筹资活动前现金流量分别为14.99 亿元、-15.63 亿元和-10.34 亿元，公司经营收现能力较弱，投资消耗现金规模较大。

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发行债券的方式获得资金，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。近两年公司筹资活动现金流入量较大，2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额分别为-9.32亿元、15.26亿元和13.18亿元，筹资压力较大。

2019年1—3月，公司经营活动产生的现金流入为30.30亿元，同期现金收入比为74.45%，较上年底变化很小。同期，受公司产品价格下滑影响，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.32亿元；同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-5.60亿元；筹资活动产生的现金流量净额为12.48亿元。

总体看，受益于公司收入规模增长，经营活动现金流入量快速增长，但公司获现能力仍较弱；公司经营性现金流净额2018年由净流出转为净流入，但随着投资规模增加，公司筹资

压力较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率均逐年下滑，三年平均值分别为119.06%和57.30%；截至2018年底，上述指标分别为109.26%和51.82%。同期，公司经营现金流动负债比波动较大，分别为23.78%、-11.34%和3.39%。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率分别下降至103.01%和上升至53.54%，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，2016—2018年，公司EBITDA波动增长，三年分别为12.10亿元、20.48亿元和18.89亿元。2016—2018年，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA三年加权平均值分别为7.34倍和4.62倍，2018年EBITDA利息倍数为7.27倍，同比下降1.89个百分点；全部债务/EBITDA为5.41倍，同比增长1.82个百分点。2018年，公司长期偿债指标有所弱化，偿债能力尚可。

截至2019年3月底，公司在银行授信总额度为190.05亿元，尚未使用额度为111.99亿元，公司间接融资渠道畅通；另外公司为A股上市公司（SH.600549），公司具备直接融资渠道。综合看，公司融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

6. 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（G1035020500027660Q），截至 2019 年 7 月 1 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。

7. 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；同时公司新能源板块近年迅速发展，已逐步成为公司新的盈利增长点，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很强。

8. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额合计 130.30 亿元，其中流动资产 56.51 亿元，非流动资产 73.79 亿元。母公司流动资产主要包括货币资金 6.96 亿元和其他应收款 41.43 亿元。母公司非流动资产主要为长期股权投资 63.91 亿元。截至 2018 年底，母公司所有者权益和负债总额分别为 58.03 亿元和 72.27 亿元，其中 2018 年流动负债和非流动负债分别同比增长 9.46%和 39.01%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债和应付债券分别增加 2.61 亿元、9.20 亿元和 4.92 亿元所致，资产负债率为 55.46%，同比增长 3.09 个百分点。截至 2019 年 3 月底母公司资产总额 146.28 亿元，负债总额 87.80 亿元，资产负债率为 60.02%，负债水平持续升高。

2018 年，母公司实现营业收入 37.68 亿元，同比下降 15.94%，利润总额 2.70 亿元，较 2018 年的 3.46 亿元下降 21.85%，其中投资净收益为 4.50 亿元，同比增长 1.72%。2018 年公司营业利润率为 7.09%，主业盈利能力较弱。2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 5.26 亿元，实现投资净收益 1.12 亿元，利润总额 0.39 亿元，营业利润率为 6.91%。

2018 年，母公司经营活动产生的现金流净额为 2.04 亿元，由 2017 年的净现金流出 1.61 亿元转为净流入，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金。投资活动产生的现金流净额为 0.50 亿元，由 2017 年的净现金流出 1.17 亿元转为净流入，主要来自取得投资收益收到的现金。筹资活动产生的现金流净额为 0.72 亿元，同比下降 56.98%，筹资压力有所减小。2019 年 1—3 月，母公司经营活动产生的现金流净额为 17.26 万元，投资活动产生的现金流净额为 -0.85 亿元，筹资活动产生的现金流净额为 6.37 亿元。随着在建项目的推进，母公司筹资压力

加大。

从偿债指标看，截至 2018 年底，母公司流动比率和速动比率分别为 102.88%和 96.78%，均同比有所上升，2019 年 3 月底分别为 101.97%和 95.51%。2018 年公司 EBITDA 为 5.15 亿元，全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 11.94 倍和 2.11 倍。

整体上看，母公司负债水平持续升高，盈利水平较弱，经营性净现金流转为净流入，但筹资压力加大。

## 十、 存续债券偿还能力分析

公司存续期内共有“16 厦钨 MTN002”“18 厦钨 MTN001”“18 厦钨 MTN002”“18 厦钨 MTN003”和“18 厦钨 MTN004”五期中期票据，发行额度合计 23.00 亿元。其中，“16 厦钨 MTN002”（6.00 亿元）于 2019 年到期，“18 厦钨 MTN001”“18 厦钨 MTN002”“18 厦钨 MTN003”和“18 厦钨 MTN004”（合计 17.00 亿元）于 2021 年到期。考虑到存续中期票据于 2021 年集中到期，2018 年公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对“18 厦钨 MTN001”“18 厦钨 MTN002”“18 厦钨 MTN003”和“18 厦钨 MTN004”（合计 17.00 亿元）的保护倍数分别为 9.05 倍和 1.11 倍，同期，公司经营活动净现金流对对上述债券金额的保护倍数为 0.22 倍，公司经营性现金流入量对存续期中期票据保障程度较好。

由于公司“16 厦钨 MTN002”将于 2019 年内到期，同时考虑也将于 2019 年内到期的“19 厦钨 SCP001”（6.00 亿元）和“19 厦钨 SCP002”（6.00 亿元），截至 2018 年底，公司现金类资产及经营活动现金流入量分别为 18.48 亿元和 153.90 亿元，对上述一年内到期债券（合计金额为 18.00 亿元）的保护倍数分别为 1.03 倍和 8.55 倍。公司经营性现金流入量对一年内到期的债券保障能力较强。

表 10 公司存续债券概况

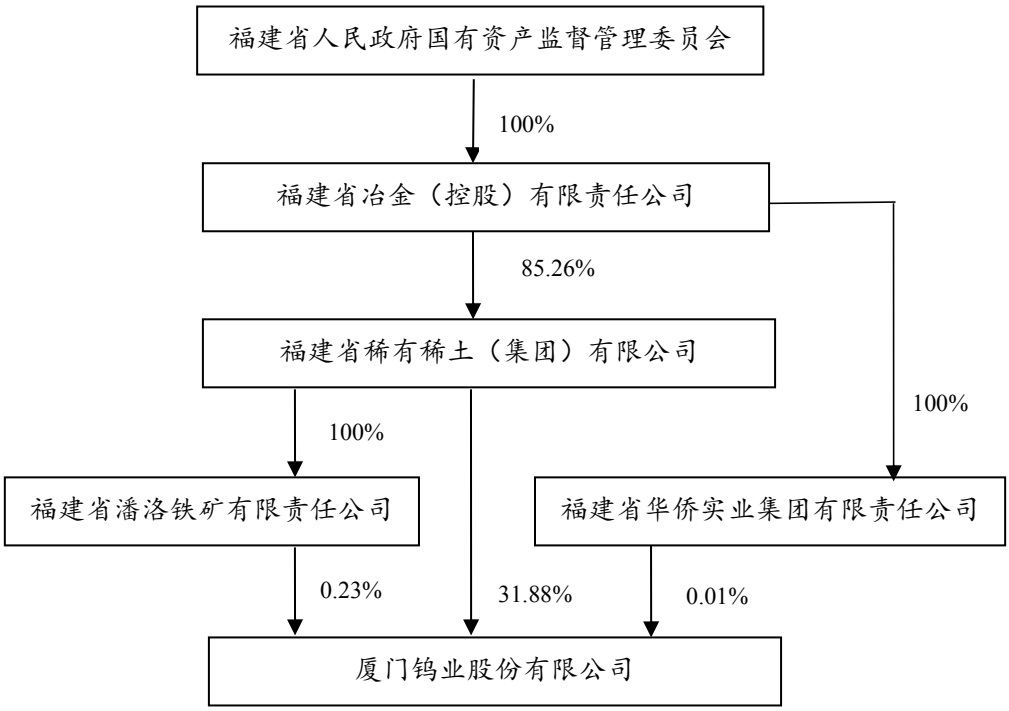
| 债券简称 | 发行金额 | 余额 | 起息日 | 到期兑付日 |
|---|---|---|---|---|
| 16 厦钨 MTN002 | 6 亿元 | 6 亿元 | 2016/8/10 | 2019/8/10 |
| 18 厦钨 MTN001 | 5 亿元 | 5 亿元 | 2018/4/9 | 2021/4/9 |
| 18 厦钨 MTN002 | 6 亿元 | 6 亿元 | 2018/8/2 | 2021/8/2 |
| 18 厦钨 MTN003 | 3 亿元 | 3 亿元 | 2018/11/13 | 2021/11/13 |
| 18 厦钨 MTN004 | 3 亿元 | 3 亿元 | 2018/11/20 | 2021/11/20 |
| 19 厦钨 SCP001 | 6 亿元 | 6 亿元 | 2019/1/9 | 2019/9/26 |
| 19 厦钨 SCP002 | 6 亿元 | 6 亿元 | 2019/3/5 | 2019/11/29 |

资料来源：Wind

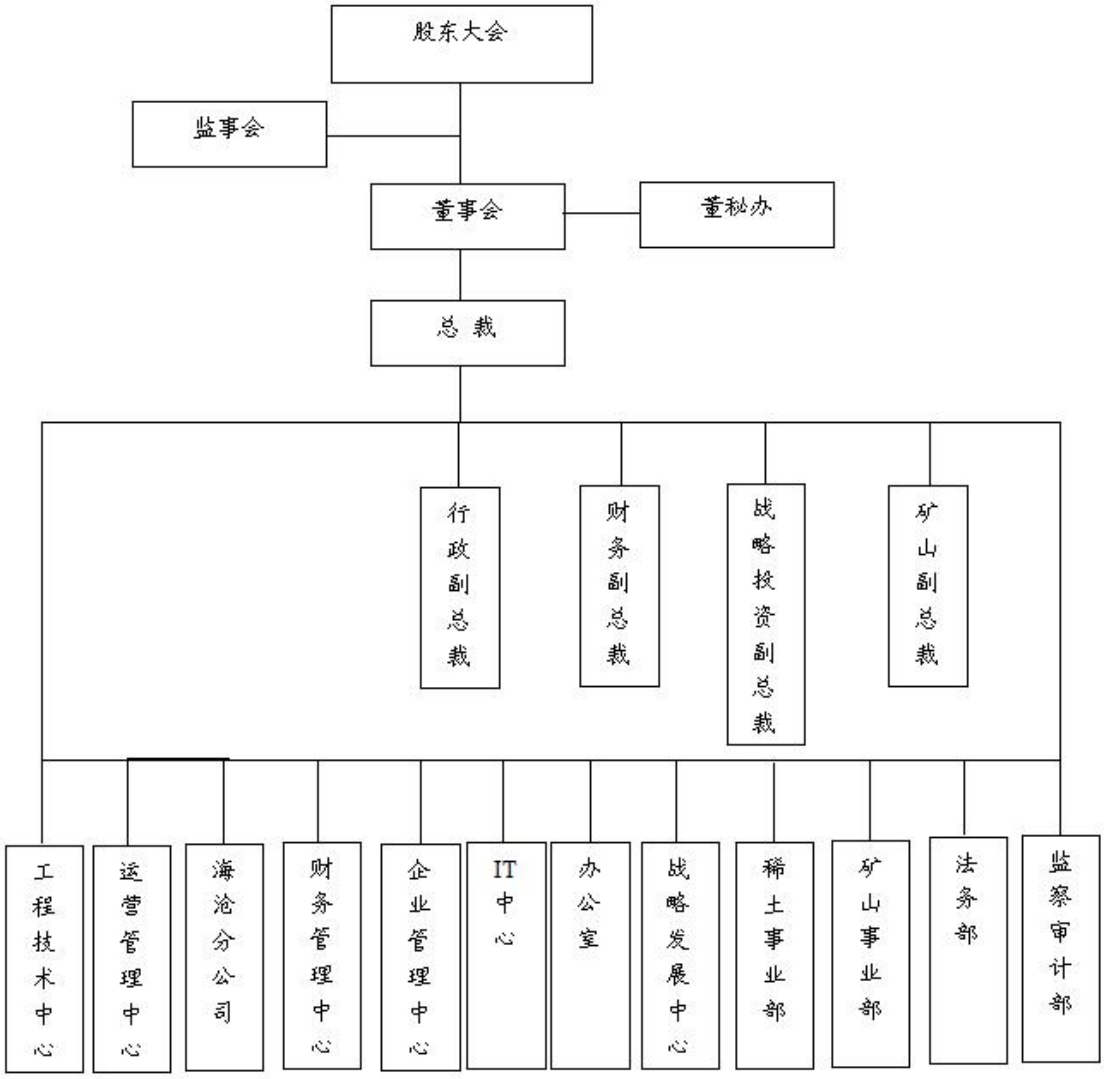
## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持厦门钨业股份有限公司的主体长期信用等级为AA$^{+}$，并维持“16厦钨MTN002”“18厦钨MTN001”“18厦钨MTN002”“18厦钨MTN003”和“18厦钨MTN004”信用等级为AA$^{+}$，评级展望为稳定。

# 附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



# 附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



# 附件 1-3　截至 2019 年 3 月底公司直接持股子公司情况

| 序号 | 公司名称 | 注册地 | 业务性质 | 直接持股比例（%） |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 厦门金鹭特种合金有限公司 | 厦门市 | 工业生产 | 60.00 |
| 2 | 洛阳豫鹭矿业有限责任公司 | 洛阳市 | 钨矿生产 | 60.00 |
| 3 | 厦门嘉鹭金属工业有限公司 | 厦门市 | 工业生产 | 90.00 |
| 4 | 宁化行洛坑钨矿有限公司 | 宁化县 | 钨矿生产 | 98.95 |
| 5 | 龙岩市稀土开发有限公司 | 龙岩市 | 矿产品投资 | 51.00 |
| 6 | 麻栗坡海隅钨业有限公司 | 麻栗坡县 | 工业生产 | 100.00 |
| 7 | 九江金鹭硬质合金有限公司 | 九江市 | 工业生产 | 70.00 |
| 8 | 佳鹭（香港）有限公司 | 香港 | 国际贸易 | 100.00 |
| 9 | 三明市稀土开发有限公司 | 三明市 | 稀土项目投资 | 51.00 |
| 10 | 厦门虹鹭钨钼工业有限公司 | 厦门市 | 工业生产 | 65.00 |
| 11 | 江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司 | 都昌县 | 钨矿生产 | 100.00 |
| 12 | 成都虹波实业股份有限公司 | 成都市 | 工业生产 | 84.73 |
| 13 | 赣州虹飞钨钼材料有限公司 | 赣州市 | 工业生产 | 70.93 |
| 14 | 厦门滕王阁房地产开发有限公司 | 厦门市 | 房地产开发 | 60.00 |
| 15 | 福建省长汀金龙稀土有限公司 | 长汀县 | 稀土矿加工 | 100.00 |
| 16 | 洛阳金鹭硬质合金工具有限公司 | 洛阳市 | 工业生产 | 100.00 |
| 17 | 厦门欧斯拓科技有限公司 | 厦门市 | 工业生产 | 100.00 |
| 18 | 屏南县稀土开发有限公司 | 屏南县 | 稀土矿加工 | 51.00 |
| 19 | 厦门厦钨新能源材料有限公司 | 厦门市 | 工业生产 | 100.00 |
| 20 | 厦门创云精智机械设备股份有限公司 | 厦门市 | 工业生产 | 70.00 |
| 21 | 成都联虹钼业有限公司 | 成都市 | 工业生产 | 70.00 |
| 22 | 厦门厦钨投资有限公司 | 厦门市 | 投资 | 100.00 |
| 23 | 厦门鸣鹤管理咨询股份有限公司 | 厦门市 | 管理咨询 | 70.00 |
| 24 | 厦门谦鹭信息技术股份有限公司 | 厦门市 | 信息技术 | 70.00 |
| 25 | 福建贝思科电子材料股份有限公司 | 长汀县 | 工业生产 | 70.00 |
| 26 | 赣州市豪鹏科技有限公司 | 赣州市 | 工业生产 | 47.00 |
| 27 | 百斯图工具制造有限公司 | 天津市 | 工业生产 | 47.00 |
| 28 | 廊坊市百斯图工具制造有限公司 | 廊坊市 | 工业生产 | 80.00 |
| 29 | 厦门茂捷发智能电机有限公司 | 厦门市 | 工业生产 | 100.00 |
| 30 | 厦钨电机工业有限公司 | 厦门市 | 工业生产 | 100.00 |
| 31 | 福建鑫鹭钨业有限公司 | 龙岩市 | 工业生产 | 51.00 |

# 附件 2　主要财务数据及指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 15.10 | 17.96 | 18.48 | 26.99 |
| 资产总额(亿元) | 155.00 | 188.51 | 225.05 | 236.07 |
| 所有者权益合计(亿元) | 81.17 | 87.48 | 91.62 | 90.90 |
| 短期债务(亿元) | 33.93 | 56.55 | 82.83 | 94.72 |
| 长期债务(亿元) | 19.74 | 15.43 | 19.40 | 19.61 |
| 全部债务(亿元) | 53.67 | 71.97 | 102.24 | 114.32 |
| 营业收入(亿元) | 85.28 | 141.88 | 195.57 | 38.14 |
| 利润总额(亿元) | 4.25 | 11.91 | 9.87 | 0.38 |
| EBITDA(亿元) | 12.10 | 20.48 | 18.89 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 12.06 | -9.30 | 3.71 | -1.32 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 5.53 | 6.48 | 6.59 | -- |
| 存货周转次数(次) | 1.81 | 2.53 | 2.83 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.54 | 0.83 | 0.95 | -- |
| 现金收入比(%) | 82.79 | 63.45 | 74.98 | 74.45 |
| 营业利润率(%) | 17.53 | 20.55 | 16.21 | 12.21 |
| 总资本收益率(%) | 3.69 | 7.39 | 5.40 | -- |
| 净资产收益率(%) | 3.68 | 10.68 | 8.75 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 19.56 | 14.99 | 17.47 | 17.74 |
| 全部债务资本化比率(%) | 39.80 | 45.14 | 52.74 | 55.71 |
| 资产负债率(%) | 47.63 | 53.59 | 59.29 | 61.49 |
| 流动比率(%) | 143.98 | 118.80 | 109.26 | 103.01 |
| 速动比率(%) | 73.60 | 55.57 | 51.82 | 53.54 |
| 经营现金流动负债比(%) | 23.78 | -11.34 | 3.39 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 4.78 | 9.16 | 7.27 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.16 | 3.60 | 5.41 | -- |

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；

2.长期应付款中的应付融资租赁款计入长期债务；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 |
|---|---|
| **增长指标** | |
| 资产总额年均复合增长率 | （1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100%<br>（2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100% |
| 净资产年均复合增长率 | |
| 营业收入年均复合增长率 | |
| 利润总额年均复合增长率 | |
| **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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

# 附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

# 附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

| 评级展望设置 | 含义 |
|---|---|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大 |
| 稳定 | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大 |
| 负面 | 存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变 |