

信用等级公告

联合[2011] 040 号

联合资信评估有限公司通过对泰山玻璃纤维有限公司及其拟发行的 2011 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

泰山玻璃纤维有限公司

主体长期信用等级为

AA⁻

泰山玻璃纤维有限公司

2011 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年二月十八日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与泰山玻璃纤维有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与泰山玻璃纤维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，未因泰山玻璃纤维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泰山玻璃纤维有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、泰山玻璃纤维有限公司 2011 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一一年二月十八日



泰山玻璃纤维有限公司

2011 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 6.6 亿元

本期中期票据期限: 5 年

评级时间: 2011 年 2 月 18 日

财务数据

项目	07 年	08 年	09 年	10 年 9 月
资产总额(亿元)	45.38	64.70	68.91	75.53
所有者权益(亿元)	13.92	24.31	22.05	22.65
长期债务(亿元)	8.84	14.39	19.24	27.99
全部债务(亿元)	23.05	28.77	34.35	46.55
营业收入(亿元)	14.36	19.89	15.16	15.39
利润总额(亿元)	1.65	2.16	-0.86	0.81
EBITDA(亿元)	4.11	6.88	3.56	--
经营性净现金流(亿元)	2.26	5.44	-2.05	2.03
营业利润率(%)	29.92	31.61	12.91	25.78
净资产收益率(%)	7.70	6.73	-4.10	--
资产负债率(%)	69.33	62.43	68.00	70.01
全部债务资本化比率(%)	62.35	54.20	60.90	67.27
流动比率(%)	64.41	65.15	66.59	77.01
全部债务/EBITDA(倍)	5.61	4.18	9.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.40	3.48	1.76	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	0.62	1.04	0.54	--

注: 公司 2010 年 9 月数据未经审计。

分析师

王健 闫昱州

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对泰山玻璃纤维有限公司(以下简称“泰山玻纤”或“公司”)的评级反映了公司在产能规模、原材料供应、技术研发水平、股东支持等方面具备的综合优势。同时,联合资信也关注到玻纤行业市场波动较大、公司债务负担上升等对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司规划新建窑池和织物投资项目的陆续建成投产、产品结构的调整和向下游织物制品的不断延伸,公司产能规模将继续扩大,盈利能力也将得到增强,整体竞争实力有望进一步提升,联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据由中国中材股份有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保,经联合资信评定,中国中材股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺,担保实力很强,有助于更好地保障本期中期票据偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况、担保方担保实力以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 玻璃纤维行业需求广泛,并受国家产业政策扶持,公司未来市场空间广阔。
2. 公司是全球第五,中国第三大玻璃纤维生产企业,目前年产量达 41 万吨,产品系列齐全,规模优势明显。
3. 公司控制了多家原料上游企业,原材料自给率高,对原材料价格的控制能力较强。
4. 公司股东中国中材股份有限公司对公司在资金、技术、业务等方面支持力度大。
5. 本期中期票据由中国中材股份有限公司提

供不可撤销的连带责任保证担保，提升了
本期中期票据的安全性。

关注

1. 公司近年来投资规模较大，目前债务负担重。
2. 玻璃纤维行业波动较大，受金融危机影响，公司 2009 年出口减少，盈利水平下降。
3. 公司产品销售对出口依赖度较大，人民币升值会对公司的经营和盈利水平产生不利影响。
4. 公司经营活动现金流净额波动较大。
5. 公司对外担保金额较大，担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

一、主体概况

泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”或“公司”）前身是始建于 1990 年的泰安市属企业泰安泰山复合材料厂。2001 年 7 月，公司完成债转股，并由中国信达资产管理公司、泰安市国有资产经营有限公司、山东省国际信托投资公司、山东省高新技术投资有限公司、南京玻璃纤维研究设计院发起设立泰山玻璃纤维股份有限公司，注册资本变为 47858.98 万元，其中中国信达资产管理公司、泰安市国有资产经营有限公司分别持股 48.84%、23.18%，山东国际信托投资公司、山东省高新技术投资有限公司和南京玻璃纤维研究设计院分别持股 14.32%、12.81% 和 0.85%。

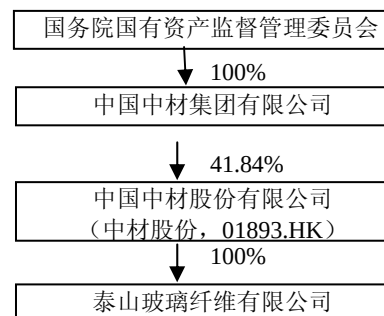
2006 年，山东国际信托投资公司、山东省高新技术投资有限公司将其所持股股权转让给泰安市国有资产经营有限公司，南京玻璃纤维研究设计院将持有公司股权划转至中国非金属材料总公司（现名中国中材股份有限公司）。

2007 年 6 月，中国信达资产管理公司、泰安市国有资产经营有限公司和中国非金属材料总公司等公司发起设立中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”），将所持有的本公司股权作为出资全部投入中材股份，公司成为中材股份的全资子公司，并更名为泰山玻璃纤维有限公司。

截至 2010 年 9 月底，公司注册资本为 193471.24 万元，为中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）的全资子公司。公司实际控制人为国务院国资委。

公司主要从事无碱玻璃纤维及制品的制造及销售，公司的主要产品包括直接纱、合股纱、电子纱、短切毡等。

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司提供

截至 2010 年 9 月底，公司内设董事会办公室、办公室、财务部、企业管理部、物资供应部、设备管理部、安全保卫部、质量保证部、生产计划部、资本运营部、销售公司、国际业务部、仓储部、审计部、技术中心、一车间、二车间、动力车间 18 个部门；公司下设邹城泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“邹城公司”）、泰安华泰非金属微粉有限公司、山东泰山复合材料有限公司等 7 家全资、控股子公司，以及东莞泰广玻璃纤维有限公司、山东泰山发博瑞克玻璃纤维有限公司、连云港泰山玻璃纤维有限公司、泰山玻璃纤维南非有限公司等多家参股公司。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额 68.91 亿元，所有者权益 22.05 亿元，其中少数股东权益 2.12 亿元；2009 年公司实现营业收入 15.16 亿元，利润总额-0.86 亿元。

截至 2010 年 9 月底，公司（合并）资产总额 75.53 亿元，所有者权益 22.65 亿元，其中少数股东权益 2.33 亿元；2010 年 1~9 月公司实现营业收入 15.39 亿元，利润总额 0.81 亿元。

公司注册地址：山东省泰安市经济开发区；法定代表人：唐志尧。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2011 年注册并一次发行额度为 6.6 亿元的中期票据，发行期限 5 年（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据为固定

利率票据，采用单利按年付息，不计复利，逾期不另计息；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期中期票据由中国中材股份有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保。

本期中期票据所募集的资金将用于补充公司营运资金并偿还部分银行借款，其中 2.64 亿元用于补充营运资金，其余 3.96 亿元用于偿还银行借款，具体如下：

1. 补充营运资金

公司拟将本次发行中期票据所募资金中的约 40%、即约 2.64 亿元，将用于补充公司营运资金需要。其中采购天然气、叶腊石、硼镁钙、生石灰和硅微粉等原燃料费用约 1 亿元；采购铂、铑等贵金属材料约 1 亿元；设备检修保养费用约 6400 万元。

2. 偿还银行借款

公司拟将本次发行中期票据所募资金中的约 60%、即 3.96 亿元，用于偿还公司银行借款，改善并优化公司融资结构，降低公司整体融资成本。

三、行业分析

玻璃纤维（也称为玻纤）是一种性能优越的非金属无机材料，具有绝缘性好、耐热性强、抗腐蚀性好，机械强度高特点。玻璃纤维作为新型材料，通常作为复合材料中的增强材料，电绝缘材料和绝热保温材料等，广泛应用于国民经济各个领域。

1. 行业现状

世界上玻璃纤维第一条生产线诞生于上世纪 30 年代的美国。玻璃纤维增强材料与传统材料相比价廉、质轻、性优，更为节能环保，因此在建材、交通工具制造、电器制造、工程应用等主要应用领域对钢、铝、木等材料形成了良好替代并发展迅速。随着经济的不断发展和科技的不断进步，玻璃纤维在能源和电子制

造领域的应用也逐渐崭露头角。

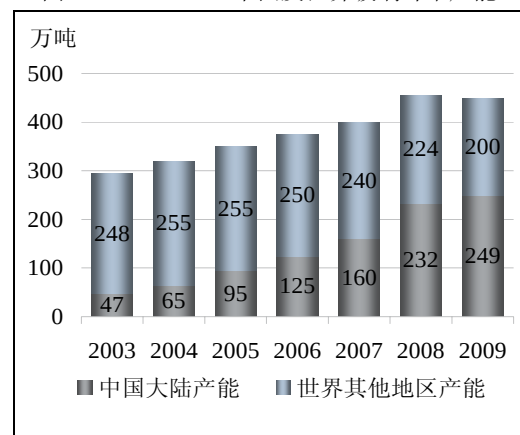
表 1 玻璃纤维主要用途

行业	主要应用
建筑	石棉替代物、防水材料、外墙保温增强材料、门窗等板材型材
交通	汽车车身、构架、车外覆盖件、轨道交通车体、车门、座椅、栅格等 民用客机机翼部件、垂直尾翼、机头罩等 游艇渔船用复合材料
电子电器	家电外壳、覆铜板等
能源环保	风电叶片、风机机盖等

资料来源：联合资信整理

近年来，由于经济发展、能源消耗和环境保护的矛盾日益凸显，全球对玻纤的需求不断增长。据统计，全球 2001~2008 年玻纤需求复合增长率 8.1%，中国则高达 23% 以上。由于中国在劳动力成本和叶腊石等原材料上拥有比较优势，相应玻纤行业迅速成长。2009 年底，中国玻纤产能达到 249 万吨，占世界玻纤产量的 55%，已位居世界首位，成为玻璃纤维的第一生产和消费大国，目前中国约 60% 左右的玻纤用于出口，具备了较强的国际竞争能力。

图 2 2003—2009 中国及世界玻璃纤维产能



资料来源：中国玻璃纤维工业协会

近年来中国玻纤行业产量连年快速增长（见表 2），但受金融危机影响，中国玻纤行业自 2008 年 10 月以来产量增速减缓，价格大幅下滑，行业效益受到较大冲击。2009 年，中国国内大部分玻纤企业响应行业协会号召，采取

了限产措施，全年玻璃纤维产量达 205 万吨，比上年同期下降 2.84%。池窑法生产 165 万吨，比上年同期下降 5.17%。2009 年中国玻璃纤维出口量为 97.66 万吨，比上年同期下降 19.15%，进口量为 19.14 万吨，比上年同期下降 8.89%。2009 年全年中国玻璃纤维消耗量为 126.48 万吨。

表2 近年来中国玻纤产量及出口量（单位：万吨）

年份	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
产量	116.00	160.00	211.00	205.00
增长率(%)	22.18	37.93	31.88	-2.84
出口量	79.01	108.48	120.79	97.66

资料来源：中国玻璃纤维工业协会

从经济效益看，2009 年中国玻璃纤维及制品行业实现工业增加值 174.7 亿元，比 2008 年下降 1.47%。受销售收入增幅减缓和成本费用上升的双重影响，玻璃纤维制品制造业的利润大幅下滑。2009 年 1~11 月，全行业实现利润总额 24.3 亿元，同比下降 39.9%，实现利税总额 48.7 亿元，同比下降 21.9%。

进入 2010 年，随着世界经济恢复性增长，中国玻纤产量稳步回升。2010 年 1~3 月，全国玻璃纤维产量为 58.22 万吨，同比增长 11.1%，其中池窑玻璃纤维为 46.6 万吨，同比增长 15.8%。2010 年 1~3 月，我国玻纤及制品累计出口数量 28.30 万吨，比去年同期增长 55.75%。

2. 产业格局

玻璃纤维的生产主要通过对矿粉（主要包括叶腊石、硼镁钙、石灰石、石英石等）按配方比例烧结、拉丝后生产出不同性能的玻纤原丝，在对原丝涂敷浸润剂后再经短切或纺织等工序处理，同时采用砂浆及偶联剂进行涂敷，玻纤原丝可以制成各类不同性能的玻纤制品。

经过几十年的发展，世界玻纤行业技术日趋成熟，生产工艺上，池窑拉丝工艺逐渐取代陶土拉丝、代铂拉丝工艺成为行业主流生产方

式。玻璃纤维行业集中度较高，目前全球主要有六大玻纤供应商：巨石集团有限公司（以下简称“巨石集团”）、美国欧文斯康宁、美国匹兹堡（PPG）、法国圣戈班、重庆国际复合材料有限公司（以下简称“重庆国际”）和泰山玻纤，六大厂商产能占全球 70%以上。

近年来，中国限制陶土坩锅、代铂坩锅等落后产能的发展，不断提升行业准入标准，同时鼓励、支持重点池窑玻纤基地的发展，相应玻纤生产工艺水平不断提升。2009 年底中国池窑拉丝法玻纤产量已达总产量的 80%以上，同时行业的集中度不断提高。截至 2009 年底全国共有玻璃纤维企业 200 多家，其中池窑企业 20 家，玻纤深加工企业 100 多家，其中三大主要生产企业巨石集团、重庆国际、泰山玻纤产能合计 184.3 万吨，占国内产能 74%，占全球产能的 41%，在世界玻纤行业的影响力不断提升。

表3 2009 年底国内主要玻纤企业产能（单位：万吨）

企业名称	现有产能	实际产能
巨石集团	92.3	73.80
重庆国际	51.00	38.50
泰山玻纤	41.00	30.00
PFG 昆山	10.60	10.60
广州忠信	7.00	7.00
河北金牛	7.00	3.00
四川威玻	6.20	6.20
淄博金晶	5.20	5.20
苏州台嘉	4.00	3.00
杭州圣戈班	3.25	3.25
常州长海	3.00	3.00
山东光力士	3.00	3.00
江西大华	3.00	3.00
常州天马	3.00	
淄博格赛博	3.00	
北京圣戈班	2.00	2.00
上海宏联	1.50	1.50
江苏九鼎	1.20	1.20
珠海富华	1.00	1.00
邯郸长风	1.00	1.00
OC 复材(中国)		
合计	249.25	196.25

资料来源：中国玻璃纤维工业协会

根据中国玻璃纤维工业协会统计数据，从

产能规模看，公司产能规模达 41 万吨，目前列全球第五，中国第三位。

3. 行业上下游分析

上游行业分析

玻璃纤维生产的主要原燃料为矿石、矿粉和天然气，原材料矿石、矿粉主要包括叶腊石、硼镁钙粉、石灰石、硅微粉等。

①叶腊石

叶腊石是酸性火山凝灰岩被蚀变形成的，目前中、日、韩三国产量达到世界 90% 左右，中国叶腊石矿藏丰富，储量约占世界储量的 30% 左右，主要集中在浙江、福建两省，全国叶腊石年生产能力约 14 万吨。同时中国也是叶腊石主要消费国，随着建材工业、冶金工业、塑料工业及造纸工业的迅猛发展，叶腊石的需求量不断增加，价格也逐年上升，目前浙江产一级叶腊石价格在 900 元/吨左右。

②天然气

中国天然气开发、贸易和价格均受到政府严格控制。由于国家的价格控制，天然气价格与可替代能源价格比长期偏低。由此导致中国对天然气的消费需求迅猛增长。2003 年中国天然气消费量约为 300 亿立方米，2009 年达到 800 亿立方米，预计 2020 年将达到 2100 多亿立方米，中国天然气产量短期内难以满足国内需求的增长，天然气价格改革与调整已经必然。国家发改委《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》提出逐步理顺天然气与可替代能源比价关系的改革思路。2010 年 6 月 1 日国家发改委发文上调天然气基价，由每千立方米 925 元提高至 1155 元，提价幅度 24.9%，并放宽了价格浮动的范围。短期内天然气价格的仍有上升空间，而随着天然气价格改革的深入，天然气价格波动性将加大。

下游行业分析

玻璃纤维产业的发展与国民经济的发展水平紧密相关，玻纤产品广泛应用于基础设施建设。同时作为新型材料，随着科学技术的进

步，玻璃纤维的深加工也使得其应用领域不断延伸。复合材料目前是玻璃纤维的最大应用领域，占到玻璃纤维总量的 55%~60%，其中电子、电器的玻璃纤维用量占到玻璃纤维总量的 20% 左右，全世界印刷线路板增强材料中一半使用玻璃纤维布；另外建筑市场的玻璃纤维用量占到玻璃纤维总量的 40% 左右。未来玻璃纤维的运用在中国的以下几个领域将有较大发展。

①城市轨道交通

中国人口巨大和城市化进程的不断加速决定了城市轨道交通在中国发展具有广阔发展空间。截至 2009 年底，国务院已批准 22 市的城市轨道交通建设项目，总长达 2500 公里，预计投资达 9000 亿元。玻璃纤维增强材料广泛的应用于轻轨车辆的建造、铁轨基材和地铁建设中的管道和其他建材。因此，轨道交通的迅速发展将支撑国内玻纤需求的迅速扩张。

②风电行业

以高模量玻纤织物为增强材料的增强塑料是风电叶片和风电机组的主要原料。2006 年以来，在能源发展政策支持下，中国国家各个部门制定了一系列的促进风电发展的政策，风力发电发展迅速。2009 年中国风电新增装机容量 1380.3 万千瓦，增长率连续 6 年超过 100%，居世界第一，累计装机容量达到 2580 万千瓦。风电作为较成熟的具开发前景的可再生能源，在中国的发展空间广阔，未来中国将开发多个千万千瓦的风电基地来保障未来风电的市场需求，预计到 2020 年风电装机将达到 1.86 亿千瓦。随着中国风电行业的快速发展，风电用玻纤的需求将继续保持快速增长。

③印制电路板行业

电子玻纤布是制造印制电路板的上游材料。近十年间，随着消费电子产业不断向中国转移，中国的 PCB 制造业迅速成长，2009 年底中国 PCB 产值已占世界产值的 35%。中国印制电路板行业的不断扩张引发国内电子级玻纤的旺盛需求。

中国是玻纤的出口大国，相应国际市场需求对行业发展影响大。受金融危机影响，国际市场的萎缩导致中国玻纤的外部需求锐减，2009 年玻纤出口量出现大幅下降，从 2008 年的 120.79 万吨减少到 97.66 万吨。2010 年 1 季度玻纤行业需求出现反弹，出口量同比增加 55.7%，考虑到反弹主要来自外商回补库存，后期外需恢复有待观望。另外国外的贸易保护主义抬头，针对中国玻纤出口的反倾销调查迭起，玻纤出口需求的恢复增长仍存在不确定性因素。

4. 行业关注

出口退税率和人民币升值

2007 年 6 月，国家将玻纤及制品的出口退税率由原来的 13% 下调至 5%。出口退税率的下调直接削弱了中国玻纤的成本优势，挤压了企业的利润空间。中国目前玻纤 60% 左右用于出口，出口依赖度较高，人民币汇率的浮动将直接影响行业收入和利润。自 2005 年汇改以来，人民币兑美元升值幅度已达 20% 以上（按照汇改时 8.11 的汇率计算），2010 年 10 月 13 日人民币对美元汇率中间价报 6.6693，再度创下汇改以来新高。人民币持续升值将直接削弱玻纤企业的盈利能力。

反倾销税的征收

由于国际经济萧条，各国贸易保护主义的抬头。2010 年以来，欧盟、土耳其、印度等国陆续对原产于中国的玻纤提出了反倾销调查。截至 2010 年 7 月，印度和土耳其裁定中国玻纤制品倾销成立，并向中国玻纤产品征收零时性反倾销关税，土耳其向中国玻纤企业征收 38% 进口关税，印度征收 40%~12.8%，欧盟委员会 2010 年 9 月开始，对从中国进口的玻璃纤维征收最高达 43.6% 的临时反倾销税，中国主要玻纤企业均受其影响。反倾销关税的征收直接增加玻纤下游企业成本，间接影响中国玻纤行业外需的复苏进程。

5. 产业政策

2007 年 3 月，国家发改委出台了《玻璃纤维行业准入条件》，旨在有效遏制玻璃纤维行业低水平重复建设和盲目扩张，规范市场竞争秩序，促进产业结构升级，明确指出新建玻璃纤维池窑法拉丝生产线规模必须达到 30000 吨/年及以上。经过一段时期的整顿，能耗高、产品质量不稳定、环保措施不落实的代铂坩埚法拉丝生产线大部分已处于停产状态。陶土坩埚玻璃纤维与高碱玻璃纤维已基本关停完毕，退出市场。

根据中国玻璃纤维工业协会出台的《玻璃纤维行业“十二五”规划（草案）》，未来中国玻纤产量将由产能扩张向品质提升转变，落后产能将继续退出竞争。到“十二五”末，中国玻纤行业产量将达到 300 万吨，销售收入 800 亿元。同时草案规划鼓励利用现有玻纤基地沿产业链进行联合经营、重组整合，深化池窑玻纤技术的开发和下游应用产业的建设。

2010 年 9 月 8 日国务院召开常务会议，审议并原则通过了《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》（以下简称《决定》），其中确定战略性新兴产业将成为中国国民经济的先导产业和支柱产业。节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车七个产业将被重点培育、加快推进。《决定》提出，对七大产业加大财税金融等政策的扶持力度，并设立战略性新兴产业发展专项资金，引导和鼓励社会资金投入，并设立战略性新兴产业发展专项资金。玻璃纤维作为新材料，未来发展也将受到产业扶持。

6. 未来发展

中国目前是最大的玻璃纤维生产国，也是全球玻璃纤维产业需求和应用的最大市场。

随着国家相关产业振兴规划和加大基础设施投资力度，对于玻璃纤维行业来讲，来自传统玻纤应用领域建筑业和交通运输业玻纤消费量将大幅增加。同时，新能源（风电）等

行业对玻璃纤维的需求也将持续快速增长。另外，玻璃纤维增强热塑性复合材料愈来愈受到关注，市场需求有望在近几年大幅增长。预计中国未来几年对玻璃纤维的需求每年将有两位数的增长。

总体看，中国玻纤需求将保持旺盛增长，在出口需求的带动下，随着新应用领域的不断拓展，中国玻纤行业仍有广阔的发展空间。

四、基础素质分析

表 4 国内主要玻纤生产企业情况

	产品结构	竞争优势	产能 （万吨）	销售收入 （亿元）			营业利润率 （%）			
			2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	平均
巨石集团	以生产通用玻纤为主，无碱粗纱占总产品 80%左右、10%中碱产品，玻纤制品占比较低	单窑池产能大，规模经济，产能位居世界第二	92.30	29.88	37.95	30.39	33.46	32.58	14.26	26.77
重庆国际	产品主要应用于风能、电子、工程塑料等高端领域。产品结构中特种玻纤占比 25%，电子纱 15%，普通增强型玻纤 60%	设备先进、产品结构中高附加值产品占比高	51.00	18.91	26.83	22.75	33.42	30.60	21.09	28.37
泰山玻纤	通用玻纤为主，高模量风电叶片用玻纤已投产，具有一定织物产能	公司通用玻纤规模大，产品规格全	41.00	14.36	19.89	15.16	29.92	31.61	12.91	25.75

资料来源：联合资信整理

从公司产能规模看，目前公司玻璃纤维原丝产能为 41 万吨，含粗纱 38 万吨，细纱 3.6 万吨；制品类：毡类 6 万吨、短切纤维类 5 万吨、方格布 1 万吨。

公司产品系列齐全，主导产品为无碱玻璃纤维毡、无捻粗纱、电子级纺织纱、无碱玻璃纤维缝编织物、方格布、短切纤维、耐碱纤维共七大类 59 个品种，1350 多个不同规格。

公司的 CTG 商标及其图案荣获中国驰名商标称号，生产的无碱玻璃纤维无捻粗纱（直接纱、喷射纱、SMC 纱、透明瓦纱等）和短切原丝毡荣获“中国名牌产品”荣誉称号。公司产品已通过英国劳氏、挪威船级社、中国船级社等多家专业认证机构的认证，出口 60 多个国家，拥有的“CTG”品牌在国际市场上也

1. 企业规模及行业竞争力

公司于 1994 年通过技术和设备引进，建设了国内第一条玻璃纤维万吨池窑生产线，目前是全球重要的玻璃纤维生产基地之一，拥有池窑 13 座，全部采用无碱窑池工艺生产。2009 年底公司玻璃纤维设计产能达到 41 万吨，实际产能 39 万吨，位居世界玻纤行业前 5，中国第 3。

具备相当知名度。

总体看来，公司作为行业内少数寡头之一，具备规模优势、品牌优势明显，综合实力强。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员 12 人，包括董事会成员 5 人，监事会成员 3 人，总经理兼董事长 1 人，副总经理 4 人。公司董事长兼总经理唐志尧先生，1958 年 11 月出生，浙江大学材料系硅酸盐专业毕业，大学本科学历，学士学位，高级工程师。唐志尧先生曾任重庆市玻璃纤维厂技术员、技术科长、厂长助理、总工程师，重庆国际复合材料有限公司总经理，中国中材股份有限公司总工程师，2010 年 7 月起任

公司董事长兼总经理。公司其他高级管理人员均在建材行业有多年高级管理经验，行业经验丰富，整体素质较高。

截至 2010 年 9 月底，公司共有员工 3512 人，其中管理人员 95 人占比 2.70%，研发人员 113 人，占比 3.20%，生产人员 3219 人，占比 91.60%，销售人员 76 人，占比 2.20%。从学历构成看，大学本科及以上学历占比 10.20%，大专学历的占比 28.80%，高中及中专学历的占比 50.15%，初中能及以下学历的占 10.85%。从年龄结构看，30 岁以下占比 57.00%，30~50 岁占比 42.00%，50 岁以上占比 1.00%。

总体看，公司高级管理人员熟悉公司整体状况及行业发展方向，员工构成及学历水平能够满足企业生产经营和研发需要。

3. 技术水平

公司科研能力在国内位列前茅，拥有国内玻纤行业首家企业博士后科研工作站，唯一的国家认定企业技术中心，为国家科技部认定的国家重点高新技术企业。公司每年承担大量国家、省市科技创新计划，技术开发力量及科研成果在同行业中处于领先水平。

公司拥有原料制备均化、毡制品开发及装备设计、铂铑合金漏板设计制造、高 TEX 数玻璃纤维直接纱、无碱玻璃纤维电子纱、玻璃纤维助剂研制生产等核心技术，具有自主知识产权，部分达到或接近国际先进水平。同时公司也是国内少数具备玻璃配方和浸润剂开发能力的厂商之一。

公司具有较完备的研究和实验设施，先后建设了原料分析实验室、工程塑料应用实验室、窑炉熔制实验室，拥有玻璃钢成型的各种装备，注重玻璃纤维产品应用性能的测试、评价与提高，加快了产品的研发速度，提高了综合研发实力。

2007~2009 年，公司研发投入分别为 7560 万元、11600 万元和 8534 万元，占销售比分别为 5.2%、5.5%和 5.6%，投入规模较大，较好

的支持了公司的技术开发。

4. 外部支持

公司拥有全国玻纤行业唯一的一个国家级认定企业技术中心，该中心从 2008 年享受国家高新技术产业支持政策获得相应补贴，仅 2009 年度就获得的国家政策技术补贴约 6000 万元。

在税收方面，公司及下属邹城公司均于 2009 年被认定为高新技术企业，三年内享受 15%的优惠所得税率。

5. 股东支持

2007 年 6 月，公司成为中材股份的全资子公司；中材股份为中国中材集团有限公司（以下简称“中材集团”）的核心子公司。玻璃纤维制造业是中材集团三大主业（非金属材料制造业、非金属材料技术装备与工程业和非金属矿业）中非金属材料制造业的重要组成部分，也是中材集团的六大业务领域之一。作为中材股份的重要子公司，中材股份在技术研发、业务、资金支持，融资等方面对公司的支持力度大。中材股份拥有北京玻璃钢研究设计院和南京玻璃纤维研究设计院两家国内先进的玻纤行业科研机构，对公司的技术研发等给予较大支持，同时中材股份拥有风电叶片企业中材科技，近年来逐步加大了对公司纤维制品的采购，在业务发展上对公司直接支持。中材股份在 2007 年，2008 年分别对公司增资 3.06 亿元和 11.5 亿元，同时，中材股份多次对公司提供借款，并就公司的银行融资活动提供担保，支持公司的发展。

五、管理分析

1. 治理结构

公司是中材股份的全资子公司，公司不设股东会，设董事会和监事会，董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人，董事会

成员由中材股份董事会直接任命，监事会由3名监事组成，其中职工监事1名。公司经营管理上实行总经理负责制。

治理结构上看，公司具有完备的现代公司治理结构。从董事会及监事会人员构成上看，人员结构合理。

公司本部下设董事会办公室、办公室、财务部、企业管理部、物资供应部、设备管理部、安全保卫部、质量保证部、生产计划部、资本运营部、销售公司、国际业务部、仓储部、审计部、技术中心、一车间、二车间、动力车间等18个部门，公司各部门间职能明晰。

总体来看，公司治理结构清晰明确，职能部门设置合理，内部职责分工明晰，组织结构设置能够满足生产经营管理的需要。

2. 管理体制

公司结合企业发展实际，围绕管理提升，突出战略目标管理，有效整合三体系、标准化、6S、TPM、安全流程再造、全面预算管理等现有管理模式，逐步将各种先进管理方法融为一体，形成具有泰山玻纤特色的企业管理体系。

在安全生产管理方面，公司坚持实施安全流程再造，坚持把开展危险源辨识、风险评价和风险控制策划贯穿于安全管理全过程，切实构建隐患排查整治的长效机制，并强化安全培训。

在质量管理上，公司推进精益质量管理，灵活运用SPC等工具，积极通过QC活动的开展，深入研究各环节、各工序制约产品质量提升的因素，开展系统攻关，持续改进和提高产品质量。同时公司加大投入，强化计量工作，升级质量检测手段，完善质量检测体系，走科技质检之路。公司现已通过ISO9001、ISO14000、OSHMS体系认证，产品通过英国劳氏、挪威船级社、中国船级社等多家专业认证机构的认证，产品品质获得了国内外客户的广泛认可。2009年公司还通过了国家质检总局进出口商品免验现场审查及产品质量抽查。

在财务管理上，公司总会计师由中材股份委派，并推行中材股份的全面预算管理办法，并对预算执行情况进行考核评价，完善建立在数据库基础上的全面预算管理体系。针对债务规模增长较快的情况，公司集中优化资金调度，坚持第一保生产经营、第二保重点建设项目的原则，科学合理安排各项开支。

总体看，公司管理体制规范合理，内部制度健全，运作较为规范，基础管理水平较高，管理风险较低。

六、经营分析

1. 业务构成

2007~2009年，公司分别实现营业收入143623.78万元、198877.12万元和151640.14万元，其中玻纤及制品收入分别占营业收入的94.34%、98.27%和97.15%，公司主营业务突出。

表5 公司营业收入构成（单位：万元）

项目	2007年	2008年	2009年
玻纤及制品	135493.48	195429.12	147320.88
其它	8130.30	3447.99	4319.26
合计	143623.78	198877.12	151640.14

资料来源：公司提供

从具体产品种类上看，公司产品以普通玻纤粗纱为主，同时逐步向高端市场（电子纱）和下游市场（织物及制品）拓展，提升产品的附加值。

2. 原材料采购

泰山玻纤生产所需的主要原燃料包括叶腊石、硼镁钙粉、生石灰、硅微粉、硼钙石，天然气等合计约占公司营业成本30%，另外，公司生产所需的氧气、蒸汽、电、化工原料等辅料约占公司成本30%左右，公司其他费用包括制造费用、辅助生产、包装、铂铑合金消耗、折旧及人工费用等，合计约占公司成本的40%左右。

公司拥有稳定的原材料及能源供应渠道，重点原材料叶腊石、生石灰、硅微粉等均由其掌握矿山资源的子公司直接供给，对原材料的控制能力较强。从矿藏储量上来看，现有资源储量可以保证公司约40年的原材料需求。

表 6 公司可控的主要资源储量

原料	可开采量	可开采年限
叶腊石	1200 万吨	40 年
生石灰	300 万吨	40 年
硅微粉	120 万吨	40 年

资料来源：公司提供

公司目前叶腊石、生石灰均由下属全资子公司泰安华泰非金属微粉有限公司供应。硅微粉主要由泰安华泰非金属微粉有限公司供应（目前供货份额约为 70%），同时公司选定了其他供应商以保证供货。公司所用硼镁钙粉则由长期合作伙伴大石桥市硼制品厂供货。硼钙石则主要从伯乐化学（亚洲）有限公司采购。

总体看，公司下属的泰安华泰非金属微粉有限公司投资了多家矿山企业，控制了原料供应上游企业，原材料自给率高，相应对原材料价格的控制能力较强。

能源方面，公司全部生产线均采用天然气为燃料，并辅以纯氧燃烧技术以降低能耗。2009 年公司天然气用量约为 6000 万立方米左右。2008 年 3 月公司成立了控股子公司泰安安泰燃气有限公司，相应供气由该公司全面负责。泰安安泰燃气有限公司拥有中石油泰山玻纤供应专线（中石油冀宁线支线鱼池留口专线供应），气源充足质量稳定，供应量基本能够满足公司生产需求，仅在冬天用气高峰时期公司偶尔需部分液化气予以补充。在价格方面，由于天然气属高度垄断性资源，公司无议价能力，公司所用天然气价格按国家工业用天然气标准统一定价。受国家政策调整影响，公司所用天然气均价已由 2007 年的 1.95 元/立方米上涨至 2010 年 1~9 月的 2.1 元/立方米。

表 7 公司主要原料采购情况

主要原材料	采购量（吨）				采购平均价格（元/吨）			
	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月
名称								
叶腊石	104319.12	114743.77	105691.98	93349.74	470.00	470.00	470.00	524.70
硼镁钙	14266.28	16766.44	1258.83	1343.85	2339	2570.83	2350.00	2382.40
生石灰	13104.24	35291.77	18812.17	21201.43	371.00	417.00	439.77	440.00
硅微粉	5535.63	27,669.07	27903.43	25190.64	417.11	400.72	361.00	381.60
硼钙石	35830.46	63954.69	47060.90	32766.15	2755.03	2945.04	2741.46	2692.73

资料来源：公司提供

总体来看，公司原材料的供应渠道稳定，供应量有保证。公司对原材料价格控制能力较强。在原材料价格上涨的环境下，相对于原材料自给率低的企业，公司成本比较优势明显。

3. 生产经营

公司窑池生产基地位于泰安及邹城，另外在其他各地（南非、东莞）有制品加工工厂。近年来，公司加大投入窑池建设，扩大生产规模，玻纤产能得到提升。2008 年以来公司建

成并投产了 6 座窑池，2010 年 9 月底公司拥有 13 座在产窑池，设计产能达 41 万吨，同时新建的窑池以 5 万吨，6 万吨为主，规模优势显著。2009 年金融危机导致行业需求下降，公司伺机对部分窑池进行了冷修，随着冷修改造后相继投产，2010 年 9 月底公司玻纤原丝实际产能达到 38.6 万吨，与 2008 年底的 31 万吨产能相比增加了 24.52%。

表 8 公司目前主要生产线情况（单位：吨）

生产线所属公司	生产线	设计产能	实际产能	投产时间	2009 年产量	2010 年 1-9 月产量	目前状况
泰山玻纤泰安	一线	20000	20000	2005.11	17629	13038	正常运行
泰山玻纤泰安	二线	35000	30000	2009.08	10088	21329	正常运行
泰山玻纤泰安	三线	45000	40000	2010.07	0	7863	正常运行
泰山玻纤泰安	五线	20000	20000	2005.01	18364	12822	正常运行
泰山玻纤泰安	六线	30000	30000	2005.08	32266	23800	正常运行
泰山玻纤泰安	七线	60000	60000	2007.09	61911	44304	正常运行
泰山玻纤泰安	八线	14000	14000	2004.01	14518	11119	正常运行
泰山玻纤泰安	九线	40000	40000	2008.01	38182	28045	正常运行
泰山玻纤泰安	特纤窑	2000	2000	2009.03	1495	1710	正常运行
泰山玻纤邹城公司	一线	10000	0	0	0	411	整修
泰山玻纤邹城公司	二线	20000	20000	2005.04	18118	13669	正常运行
泰山玻纤邹城公司	三线	60000	60000	2008.06	61900	42866	正常运行
泰山玻纤邹城公司	四线	50000	50000	2010.03	0	35350	正常运行
合计		406000	386000		274471	256326	

资料来源：公司提供，公司具体产量均为原丝产量。

表 9 公司目前主要产品生产情况（单位：吨）

产品分类		产能				产量			
		2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月
无碱玻璃 纤维纱	粗纱	126300	237000	209900	182300	118656	222959	195210	170310
	细纱	20800	10500	12900	13700	19691	10109	12048	12762
无碱玻璃 纤维制品	毡类	21900	30500	33600	28000	20610	29571	31254	26370
	短切纤维类	9800	9800	17300	31500	9537	7600	16274	29564
	方格布类	4200	5500	8300	6500	3939	5280	7827	6124
合计		183000	293300	282000	262000	172433	275518	269726	245130

资料来源：公司提供。

除生产原丝外，公司还从事毡类等玻纤制品的生产，公司目前拥有织机 60 台，毡机 7 台。从产品收入构成上看，公司生产的粗纱占比较高（见表 10）。

公司主要产品为无碱玻璃纤维纱（具体分为粗纱、细纱）以及制品（包括毡类、短切纤维、方格布等）。从具体细分产品使用用途看，

粗纱中的直接纱用于缠绕管道、化工储罐、拉挤型材，SMC 纱和喷射纱用于汽车配件、卫浴洁具等；电子细纱则用于覆铜板制作手机、电脑线路板。制品中的短切纤维用于增强塑料制品，制作汽车配件、电器外壳；短切毡用于玻纤瓦及管罐内衬；风电叶片用纱及多轴向织物主要用于风力发电。

表 10 公司主营业务构成

分产品		主营业务收入（万元）				毛利率（%）			
		2007	2008	2009	2010 年 1-9 月	2007	2008	2009	2010 年 1-9 月
玻璃纤维纱	粗纱	69387.56	95222.03	56595.74	81884.71	22.46	33.03	15.29	23.09
	细纱	10841.33	23960.28	20541.76	24394.85	43.20	58.62	19.31	68.32
玻璃纤维制品	毡类	24081.44	34049.28	22847.17	20880.36	36.07	29.67	15.96	32.24
	短切纤维类	1050.35	1054.40	4862.44	18283.60	23.48	39.22	16.81	28.89
	方格布类	3081.98	3963.08	4555.44	3728.92	33.02	35.46	24.71	36.02

	其他	27050.82	37180.05	37918.32	2170.86	43.65	14.28	6.75	-408.89
合计		135493.48	195429.12	147320.88	151343.30	31.02	32.10	14.10	26.47

资料来源：公司提供。

公司在保证常规主打产品的产能扩张，良好运营的前提下，着力开发高利润，高附加值产品。近年来，公司逐步开始致力于调整产品结构，提高高端细纱及玻纤编织物产品比重。随着邹城公司电子纱生产线的建成，公司细纱产量有望提升。同时，公司已研制成功 GMG 一高模量风电叶片用玻纤及 TAG 一底硼无氟玻纤，并已初步投向市场。此外公司正在进行多轴向织机进行改造用于扩大风电叶片用多轴向编织物的产能，该类新产品可以满足特殊领域的应用，专业性强，技术含量高，毛利率高。如果公司产品结构调整进行顺利，将有利

于公司抢占国内高端市场，提高企业市场竞争力和盈利能力。

4. 产品销售

公司的销售区域广泛，覆盖全国 30 多个省市，还大量出口北美、欧洲、亚洲、澳洲等 60 多个国家和地区，其中玻纤产品约 50% 左右产品用于出口，外销对公司销售规模影响较大。公司目前广泛采用和中国出口信用保险公司合作的方式进行销售，在一定程度上规避了出口收汇的风险。

表 11 公司产品销售情况

分产品		产销率 (%)				单价(万元/吨)			
		2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
无碱玻璃纤维纱	粗纱	92.70	82.00	105.36	105.22	0.63	0.52	0.28	0.46
	细纱	91.98	102.43	116.42	108.45	0.6	2.31	1.46	1.76
无碱玻璃纤维制品	毡类	105.92	87.04	97.75	99.92	1.1	1.32	0.75	0.79
	短切纤维类	97.05	92.93	94.91	92.08	0.11	0.15	0.31	0.67
	方格布类	125.18	99.36	88.57	89.73	0.63	0.76	0.66	0.68
合计		95.18	83.92	101.07	102.85	-	-	-	-

资料来源：公司提供。

从销售模式上看，公司实行直接销售和代理商销售相结合的销售模式，并按销售区域划分为国内顾客、国外顾客两部分，其中国外业务划分了 4 个业务区，分别为美洲区、亚太区、中东区、欧洲区，国内业务则划分了 4 个业务区。同时公司成立了短切纤维业务部和纺织纱业务部，负责该类特殊产品的国内销售。除公司本部和邹城公司外，公司在南非、美国等地设有销售机构，目前美国是公司的主要出口销售区域。此外，公司在欧洲、澳洲、印度及韩国等国家和地区拥有代理商，由代理商负责销售和售后服务。

在对国内客户的信用政策方面，公司一般

采用现货现款，部分采用预付方式，预付比率根据不同客户各不相同，针对部分稳定的客户，公司相应也给予一定账期，对应收账款实行总量控制，平均账期在 1 个月左右。

表 12 公司产品出口情况统计

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
总出口数量 (万吨)	8.80	13.40	11.60	11.37
总出口销售额 (亿元)	7.22	10.59	6.82	7.23
出口额/销售收入 (%)	53%	57%	48%	48%

资料来源：公司提供

2007~2009 年间，除受金融危机影响 2008 年销售状况出现波动外，公司整体销售情况较好，目前产销率均在 100% 以上。在国内市场，

公司市场份额稳定在 12% 左右。

从销量上看，随着公司产能的扩张，玻纤及制品销量持续增长。2007~2009 年公司玻纤产品销售量从 16.41 万吨增长为 27.26 万吨，连续保持快速增长。

从产品价格上看，受金融危机影响，公司 2008 年出现玻纤产品滞销现象，2009 年玻纤行业整体需求继续下滑，行业出现阶段性过剩，玻纤价格出现大幅下降。2009 年公司主要玻纤产品销售均价出现较大幅度下滑，其中粗纱价格跌幅最大达到 -46.15%。公司对此实行了停窑限产措施，同时低价位也刺激了玻纤下游企业补充库存，相应在上述因素的共同影响下，公司 2009 年产销率仍超过 100%。进入 2010 年来，随着经济形式的好转，玻纤行业库存得到消化，需求形势好转，2010 年 1~9 月，公司产品销售均价回升明显，其中粗纱、细纱以及毡类玻纤产品销售均价较 2009 年分别增长 64.29%、20.55% 和 5.33%。短切玻纤类和方格布类产品销售均价已超过 2008 年价格水平。

5. 经营效率

2007~2009 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数呈波动下降趋势，存货周转次数均呈下降趋势，2009 年分别为 3.47 次、0.23 次和 2.80 次。总体看，公司目前整体资产经营效率一般。

6. 投资建设

公司近年来加快了产能的建设，并不断增加高端产品细纱和织物在销售中的比重，相应近年建设了多条 6 万吨窑池，并建设了特纤窑，同时根据金融危机后行业需求下降的机会及时对部分窑池进行了技改冷修。公司还投资购置多轴向织机，扩大了多轴向织物的生产能力，满足了国内风电产业发展需求，培植了新的经济增长点。2007~2009 年，公司完成投资金额分别为 69233 万元、86830 万元和 46174 万元。

表 13 公司未来投资规划（单位：万元）

序号	项 目	规划 总投资	资金来源规划		投资规划				
			企业 自筹	债务 融资	2010 年前 已完成	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 及以后
1	高新区新材料工业园区两条 8 万吨生产线#A	199000	60000	139000	3689		109996	50000	35608
2	高新区新材料工业园区两条 8 万吨生产线#B	200000	70000	130000			5000	45000	150000
3	5 万吨多轴向织物项目	50000	20000	30000	6000	6000	26000	12000	
4	1 亿米电子布项目	70000	30000	40000		2000	53000	15000	
5	邹城公司 6 万吨生产线项目	75000	30000	45000		5000	45000	25000	
合计		594000	210000	384000	9689	13000	238996	147000	185608

资料来源：公司提供

未来几年，公司将继续推进新线建设，规划建设多条 8 万吨生产线，同时不断优化和调整产品结构，逐步加大对下游制品织物的设备投资，公司未来 3 年投资规划见表 13。

从公司已规划的投资项目看，公司未来投资规模较大，除自身积累外，公司将主要依靠向股东中材股份借款和外部融资解决投资资

金来源，另外中材股份也将对公司继续增资，充实公司资本以支持公司的融资活动。公司目前已于国家开发银行等商业银行签订了贷款意向，两条 8 万吨生产线建设资金已落实。随着公司建设项目的不断推进，预计公司未来债务负担将有所加重。

7. 未来发展

玻璃纤维制造业是中材集团三大主业，是中材股份的重要业务领域之一。根据中材股份的定位，公司将建成以无碱池窑拉丝玻纤、高强玻纤、特种玻纤等产品为代表的玻璃纤维龙头产业生产基地，保持国内领先，创世界知名品牌，积极赶超世界大玻纤巨头。具体地，在规模效益上，坚持泰山玻纤本部、邹城公司、境外公司等生产基地齐头并进，继续扩大玻璃纤维主业规模，利用规模优势，降低成本，提高产品市场竞争力。

公司将拉长产业链形成产业群，通过玻纤产业集群内部的专业化分工和配套协作，发挥聚集效益，并加大研发投入，积极开发玻纤新产品、新技术、新工艺，提高产品技术含量，增加产品附加值。

从具体目标看，在产品结构目标上，公司将以市场为导向，根据传统产品稳定增长、新兴玻纤产品发展迅猛的实际情况，在持续扩大玻纤主业规模的基础上，不断优化调整产品结构，下大力气发展市场前景广阔、经济效益较高的玻璃纤维及制品。公司规划到 2015 年，玻纤及制品总生产能力达到 70 万吨，营业收入达到 50 亿元，利润总额达到 7 亿元。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007 年度财务报表已经利安达信隆会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2008 年度和 2009 年度财务报表已经信永中和会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。从合并范围看，2008 年公司收购增加了山东泰山复合材料有限公司，总体看，公司合并范围变化不大。公司自 2008 年 1 月 1 日起执行财政部 2006 年颁布的《企业会计准则》，并对 2007 年度相关数据进行了追溯调整。公司 2010 年 1~9 月数据未经审计，以下财务分析

涉及 2007 年财务报表数据采用 2008 年审计报告中追溯调整过的年初数。

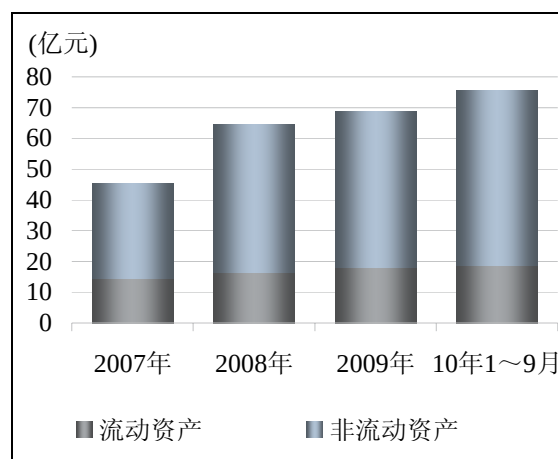
截至 2009 年底，公司合并资产总额 68.91 亿元，所有者权益 22.05 亿元，其中少数股东权益 2.12 亿元；2009 年公司实现营业收入 15.16 亿元，利润总额-0.86 亿元。

截至 2010 年 9 月底，公司（合并）资产总额 75.53 亿元，所有者权益 22.65 亿元，其中少数股东权益 2.33 亿元；2010 年 1~9 月公司实现营业收入 15.39 亿元，利润总额 0.81 亿元。

2. 资产质量

受益于股东中材股份 2007 年，2008 年对公司连续增资和公司窑池的陆续建成投入，公司近年来资产规模不断扩大，资产增速较快，2007~2009 年复合增长率达 23.23%。2009 年底公司资产总额达到 68.91 亿元，其中流动资产占 26.23%，非流动资产占 73.77%。公司资产结构较稳定，资产构成符合行业生产特征。

图 3 公司近年来资产规模



资料来源：公司财务报表

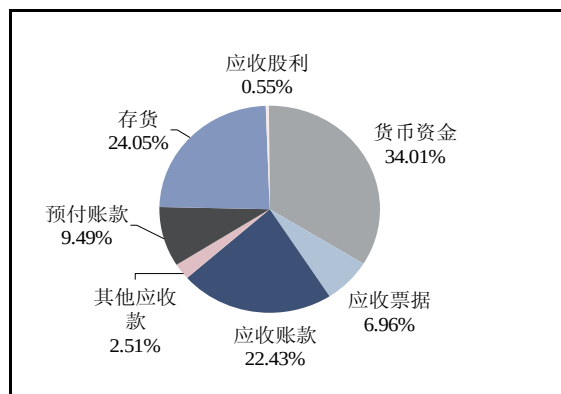
2007~2009 年，公司流动资产年均增长 11.63%，2009 年底公司流动资产合计 18.08 亿元，较上年增长 9.30%，其中以货币资金（占 34.01%），应收账款（占 22.43%）和存货（占 24.05%）为主。

2007~2009 年，公司货币资金规模略有减

少, 2009 年底公司货币资金折合人民币为 6.15 亿元(其中人民币 3.45 亿元, 外币主要为美元 2689 万元, 欧元 883 万元), 其中受用途限制的银行货币资金 0.66 万元, 主要为信用证、承兑汇票保证金。

2009 年底公司应收账款净额 4.06 亿元, 随公司规模的扩大而快速增长, 年均增长 45.81%。联合资信关注到, 2009 年虽然公司玻纤销量有所增加, 但由于受金融危机影响, 玻纤价格整体大幅下滑, 公司营业收入与 2008 年相比下降 23.75%, 同期公司相应经营性应收规模却大幅增长 33.99%, 主要是公司 2009 年信用政策有所扩张所致。

图 4 公司 2009 年底流动资产构成



资料来源: 公司财务报表

2009 年底公司应收账款账面余额 4.33 亿元, 分为单项金额重大的应收账款、单项金额不重大但按信用风险特征组合后该组合的风险较大的应收账款以及其他单项金额不重大的应收账款, 占比分别为 80.34%, 19.53%和 0.13%。公司共计提坏账准备 0.28 亿元, 综合计提比例为 6.37%。应收账款余额中前五名合计金额为 0.91 亿元, 占比 21.10%, 且分布较为分散。综合来看, 公司应收账款的集中度较低, 回款风险较小, 质量较高。

同时联合资信也注意到公司应收账款余额中外币金额折合人民币 2.78 亿元, 占比达 68.49%, 其中主要为美元, 由于人民币对美元一直处于升值状态, 公司应收账款存在一定的外汇汇兑损益风险。

2007~2009 年, 公司应收票据规模也呈增长趋势, 2009 年底为 1.26 亿元, 全部为银行承兑汇票, 变现能力强。

随着公司产能扩张, 生产规模扩大, 相应公司存货规模也快速上升。2009 年底公司存货账面余额 4.42 亿元, 净额为 4.35 亿元, 主要由原材料(占比 27.90%)和库存商品(占比 65.38%)构成。公司已计提存货跌价准备 641.44 万元, 平均计提比例 1.45%。

2007~2009 年, 公司预付账款规模比较稳定, 2009 年底为 1.72 亿元, 主要是预付原料款和设备款。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产和构成, 截至 2009 年底, 公司非流动资产合计 50.83 亿元, 其中上述三项占比分别为 78.56%、12.31%和 7.65%。

2007~2009 年, 随着公司规模扩张加速, 扩产和技术改造项目的完工, 公司固定资产规模增长显著, 截至 2009 年公司固定资产账面净额为 39.93 亿元, 较上年基本持平(主要是 2009 年计提折旧 2.46 亿元, 以及公司对 2、3、4 号生产线进行冷修技改, 相应固定资产转入在建工程所致, 总体看规模略有减少)。公司固定资产原值 48.31 亿元, 累计折旧为 8.33 亿元, 并计提了固定资产减值准备 492.61 万元。

从账面净值看, 公司固定资产主要由房屋建筑(占比 18.48%)和机器设备(占比 76.58%)构成, 其中机器设备的成新率为 83.69%。联合资信关注到公司机器设备中包含铂铑合金漏板 14.37 亿元, 由于铂铑金属价格波动性较大, 漏板存在一定跌价风险。

由于公司产能扩张, 新增扩产、技改项目较多, 公司在建工程在 2007~2009 年间以年均 33.30%的增速快速增长。截至 2009 年底, 公司在建工程 6.26 亿元, 重大在建项目包括邹城公司四期项目和泰安本部三、四线冷修工程。

截至 2009 年底公司无形资产为 3.89 亿元, 主要由土地构成。2009 年底公司无形资产较

2008 年底大幅增加了 113.34%，主要为公司为了将来继续扩大规模在高新区新材料工业园区增加了土地储备。

截至 2010 年 9 月底，公司资产总额 75.53 亿元，其中非流动资产占比上升为 75.25%，公司资产结构基本保持稳定。公司 2010 年 9 月末将铂金漏板计入其他非流动资产而非固定资产，与审计报表确认方法有所出入，导致 2010 年 9 月底公司固定资产净值较年初减少 12.07 亿元，相应新增其他非流动资产 17.95 亿元。

总体看，公司资产以非流动资产为主，固定资产占比较大，流动资产中货币资金和存货规模较大，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2008 年公司股东中材股份对公司增资 11.5 亿元，相应所有者权益快速增长，2009 年受金融危机影响公司经营亏损，相应所有者权益规模有所下降。截至 2009 年底，公司所有者权益合计 22.05 亿元（含少数股东权益 2.12 亿元），归属于母公司的权益合计为 19.93 亿元，其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占 97.09%、2.68%、2.79%、-2.50%。公司所有者权益增长主要为实收资本，同时股东对公司连续增资，所有者权益稳定性好。

截至 2010 年 9 月底，公司所有者权益为 22.65 亿元，较 2009 年底略有增长，主要是随行业回暖公司盈利增长所致。公司所有者权益结构较 2009 年底维持稳定。

随着公司经营规模的不断扩大以及资本支出的增多，公司负债合计规模快速增长，2007~2009 年复合增长率达 22.05%，2009 年底为 46.86 亿元。从负债结构看，随着公司新建窑池长期资本投入的增加，长期负债比重持续上升，2009 年底公司流动负债占比 57.94%，非流动负债占比 42.06%。

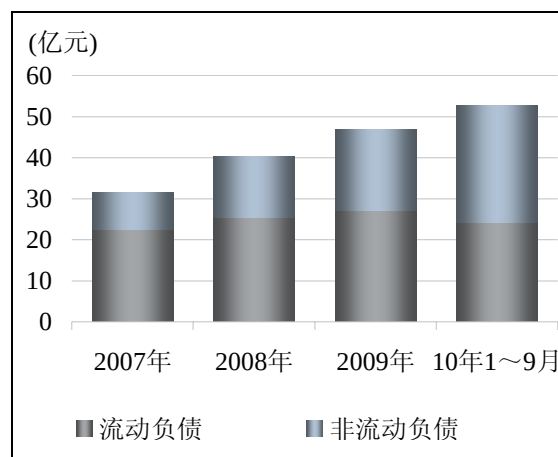
2007~2009 年，公司流动负债规模略有增长，年复合增长率为 9.79%。截至 2009 年底，

公司流动负债为 27.15 亿元，其中以短期借款（占比 44.92%）、应付账款（占比 16.52%）和其他应付款（占比 24.53%）为主。公司经营活动对流动资金需求较大，短期借款一直保持在较大规模，并随着生产经营规模的扩大呈增长趋势，2009 年底为 27.41 亿元。2009 年底公司其他应付款为 6.66 亿元，主要是从股东中材股份获得的借款。

2007~2009 年，公司非流动负债规模快速增长，年复合增长率为 48.50%，主要是公司陆续投入新窑池而增加了长期借款所致。2009 年底公司非流动负债为 19.71 亿元，其中长期借款占 19.24 亿元，占比为 97.61%。

截至 2010 年 9 月底，公司负债合计为 52.88 亿元，其中流动负债占 45.92%，长期负债占 54.08%，随着公司长期借款的增加，公司负债结构有所改善。

图 5 公司近年来负债规模



资料来源：公司财务报表

从有息债务规模看，随着公司流动资金需求增加，公司短期银行借款持续增长，同时公司陆续投入新窑池而增加了长期借款，相应总体有息债务规模快速增长。截至 2009 年底，公司全部债务合计为 34.35 亿元，其中短期债务 15.11 亿元，占比 43.98%，长期债务 19.24 亿元，占比 56.02%。

从债务指标看（不考虑 2008 年增资导致相关指标改善影响），2007~2009 年，公司资

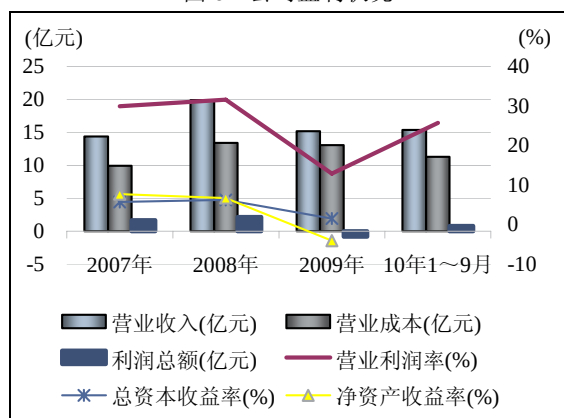
产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，2009 年底分别为 68.00%、60.90%和 46.60%，公司债务负担重。截至 2010 年 9 月底，以上指标分别为 70.01%、67.27%和 55.27%，公司债务负有所加重。

4. 盈利能力

随公司产能规模扩大，相应销售量快速增长，受金融危机影响，公司玻璃纤维丝的销售价格 2009 年出现大幅回落，导致公司当年营业收入较 2008 年大幅下降 23.75%，相应公司近三年收入规模有所波动。2007~2009 年公司实现营业收入分别为 14.36 亿元、19.89 亿元和 15.16 亿元。2009 年公司的营业外收入增长规模较大，主要是由于 2009 年公司经营亏损政府给予的经营补助 15257.96 万元。

从期间费用看，随着产销量的增长，公司销售费用快速增长，同时由于债务规模的增加，财务费用也持续攀升。2007~2009 年，公司三项期间费用合计分别为 2.59 亿元、4.19 亿元和 4.26 亿元，呈增长趋势，但是得益于公司实施全面预算，加强对标管理，增长趋势有所放缓。2007~2009 年公司期间费用占营业收入的比重分别为 18.06%、21.08%和 28.06%，2009 年由于收入规模下降而大幅上升。

图 6 公司盈利状况



资料来源：公司财务报表

受金融危机影响行业，玻纤价格经历了大幅下滑，公司 2009 年度营业利润率由 2008 年的 31.61%大幅下降至 12.91%，相应近三年利

润总额分别为 1.66 亿元、2.16 亿元和-0.86 亿元，营业利润大幅下降。2009 年，公司净资产受益率和总资本受益率也下降为 -4.01%和 1.54%。

2010 年以来，随着经济形势的好转，玻纤行业库存得到消化，行业需求形势好转，产品平均价格回升明显。公司玻纤产品价格有所回升，产品销量持续增长，营业收入大幅增长，盈利指标有所转好。2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 15.39 亿元，超过 2009 年全年收入，净利润 0.81 亿元，实现扭亏为盈。

总体来看，公司整体盈利能力和盈利水平受行业波动影响明显，整体盈利能力一般。但是公司作为行业少数寡头的竞争优势在市场恢复中得到体现，随着行业景气度的提升，公司迅速扭亏为盈。随着公司未来产品结构的调整，高端玻纤产品如电子级玻纤和高模量玻纤的产能逐步扩大，公司盈利能力将进一步提高。

5. 现金流

从经营活动看，2007~2009 年公司经营活动现金流入量随着公司的销售规模和产品价格的变化波动较大。2009 年公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别为 12.78 亿元和 14.97 亿元，规模均较 2008 年的 18.06 亿元和 18.47 亿元有较大下滑。

由于公司生产规模扩大，公司购买商品、接受劳务支付的现金则呈增长趋势，公司经营活动现金流出三年年均增长率为 17.66%，2009 年经营活动产生的现金流出额为 17.02 亿元。

公司近年来经营活动流量净额也呈现一定的波动性，2007~2009 年分别为 2.27 亿元、5.44 亿元和-2.05 亿元，2009 年公司经营活动净流量转为负数。

2007~2009 年公司现金收入比由 100.97%下降为 84.30%，公司收入实现质量一般。

从投资活动看，随着公司陆续进行新窑池的建设和技术改造，开工新建和改扩建固定资

产项目增加较多，相应近年来投资活动现金流出较大，2007~2009年分别为11.06亿元、15.26亿元和3.62亿元，投资活动现金流表现为净流出。

由于公司对外投资规模较大，经营活动产生的现金流量净额未能覆盖投资活动产生的现金净流出，公司对外融资需求不断增长。2007~2009年公司筹资活动净额保持净流入，且规模较大，三年间公司筹资活动净流入量分别为9.27亿元、10.57亿元和7.54亿元。

2010年1~9月，随着玻纤行业回暖，公司产品销售价格回升，经营活动现金净流量由负转正，但投资活动仍表现为净流出，筹资活动则仍保持在较大规模。同时公司信用政策有所扩张，相应现金收入比下降为77.41%。2010年1~9月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额、筹资活动现金流量净额分别为2.03亿元、-5.63亿元和3.53亿元。

总体来看，公司经营活动现金流状况正常，行业波动对公司经营活动现金流影响大。公司存在较大的投资活动，资本支出需要部分外部融资解决，总体筹资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率略有上升，2007~2009年为64.41%、65.15%、66.59%。由于公司流动资产中存货占比较大，且规模快速增长，相应公司近三年速动比率分别为56.25%、45.57%和50.58%，呈下降趋势。

2007~2009年，公司经营现金流动负债比分别为10.05%、21.24%和-7.54%，由于2009年公司经营活动现金流转负，该指标有所恶化。从经营活动现金流入量对流动负债额覆盖倍数看，2007~2009年分别为0.66倍、0.73倍和0.55倍。

2010年随着行业景气度的回升，公司经营状况好转，短期偿债能力指标有所提升，2010年9月底公司流动比率和速动比率分别回升至77.01%和64.61%。

考虑到公司经营活动现金流入量和货币资金规模较大，总体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，2007~2009年公司EBITDA分别为4.11亿元、6.88亿元和3.56亿元，由于2009年经营亏损，相应EBITDA较2008年大幅减少了48.32%，相应2009年公司EBITDA利息倍数由2008年的3.48倍下降至1.76倍；全部债务/EBITDA则由2008年的4.18倍上升至9.66倍。

受金融危机影响，公司盈利能力和盈利规模波动较明显，同时整体债务规模增长快速，对公司长期偿债能力影响较大。总体看，公司对债务的长期保护能力一般。

截至2010年9月底，公司对外担保余额69350万元，合计对外担保比率为30.61%。公司存在一定的或有负债风险。

表14 2010年9月底公司对外担保情况(单位:万元)

被担保企业	金额
中材高新材料股份有限公司	12800
新疆天山水泥股份有限公司	20000
山东润银生物化工有限公司	11000
山东岱银纺织集团有限公司	7950
泰安科诺型钢股份有限公司	8000
泰安康平纳毛纺织有限公司	3000
山东宏河矿业集团有限公司	6000
泰安恒泰玻璃纤维制品有限公司	600
合计	69350

资料来源：公司提供

公司与各商业银行建立了长期的合作关系，截至2010年9月底，公司获得各商业银行授信额度共计49.98亿元，其中4.20亿元尚未使用，公司间接融资渠道通畅。

八、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期中期票据拟发行额度为6.6亿

元,占2010年9月底全部债务规模46.55亿元的14.18%,对公司现有债务有一定影响。截至2010年9月底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为70.01%和67.27%,以公司2010年9月底报表财务数据为基础,不考虑其他因素,预计本期中期票据发行后,公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至72.42%和70.12%,公司债务负担将继续加重。考虑到公司本期中期票据募集资金中的3.96亿元将用于置换银行借款,公司实际债务比率可能小于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

截至2010年9月底,公司现金类资产(货币资金+应收票据)为6.59亿元,为本期中期票据额度的0.99倍,公司现金类资产对本期中期票据的覆盖程度尚可。

2007~2009年,公司经营活动产生的现金流入量分别为14.83亿元、18.47亿元和14.97亿元,分别为本期中期票据额度的2.25倍、2.80倍和2.27倍。2007~2009年公司经营活动产生的现金流量净额为2.26亿元、5.44亿元和-2.05亿元,分别为本期中期票据额度的0.34倍、0.82倍和-0.31倍,公司经营活动现金流对本期中期票据本金覆盖程度偏弱。2007~2009年公司EBITDA分别为4.11亿元、6.88亿元和3.56亿元,分别为本期中期票据额度的0.62倍、1.04倍和0.54倍,公司EBITDA对本期中期票据保障程度一般。

总体看,公司对本期中期票据具有一定的保障能力。

九、债权保护条款分析

中国中材股份有限公司为本期中期票据出具了担保函,提供不可撤销的连带责任保证担保,担保范围包括本期中期票据的本金及相应票面利息。

经联合资信评定,中国中材股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺(中国中材股份有限

公司主体评级报告见附件)。中国中材股份有限公司担保实力较强,有助于更好地保障本期中期票据的安全性。

截至2010年9月底,中国中材股份有限公司所有者权益合计为180.37亿元,本期中期票据担保金额占其所有者权益规模的3.66%。截至2010年9月底,中材股份现金类资产(货币资金+交易性金融资产+应收票据)为148.77亿元。中材股份经营活动现金流入量大,2009年为328.94亿元;经营活动现金流量净额呈现波动,近三年分别为26.60亿元、55.73亿元和14.29亿元。本期中票立即偿付对中材股份信用水平影响小。

十、综合评价

玻璃纤维行业需求广泛,并受国家产业政策扶持,未来市场空间广阔。但目前产品销售对出口依赖度较大,人民币升值、贸易摩擦、国际经济波动会对行业需求和盈利造成一定影响。

公司产能优势明显,控制了多家原料供应上游企业,原材料自给率高;同时技术研究水平先进,在国内居领先地位。公司近年来加大了对窑池的投入,产销量增长迅速;目前债务负担重,收入和盈利水平略有波动。

随着公司规划新建窑池和织物投资项目的陆续建成投入、产品结构的调整和向下游织物制品的不断延伸,公司产能规模将继续扩大,盈利能力也将得到增强,整体竞争实力有望进一步提升。

本期中期票据由中国中材股份有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保,中国中材股份有限公司担保实力较强,有助于更好地保障本期中期票据的安全性。

综合分析,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动资产：					
货币资金	74264.97	66027.58	61491.22	-9.01	60431.86
交易性金融资产					
应收票据	5417.61	3904.15	12575.94	52.36	5437.61
应收账款	19074.70	30268.23	40556.37	45.81	52446.04
预付款项	13526.87	13023.80	17154.75	12.61	14457.07
应收利息					133.05
应收股利	0.00	997.06	987.58		403.60
其他应收款	14393.70	1469.20	4539.03	-43.84	23547.64
存货	18382.77	49702.67	43474.42	53.78	30100.11
一年内到期的非流动资产					21.63
其他流动资产					
流动资产合计	145060.61	165392.69	180779.31	11.63	186978.61
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	1104.65	2492.46	2583.18	52.92	2926.30
投资性房地产		1747.69			
固定资产	259196.23	401215.82	399321.07	24.12	278608.92
在建工程	35215.38	51502.81	62572.96	33.30	60102.71
工程物资	30.32	1019.69	96.17	78.11	3210.89
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	10808.27	18216.21	38863.33	89.62	39154.13
开发支出					0.00
商誉		2286.77	2286.77		2286.77
合并价差					
长期待摊费用	218.07	496.94	412.06	37.46	387.33
递延所得税资产	2124.74	2631.98	2189.77	1.52	2181.75
其他非流动资产					179499.74
非流动资产合计	308697.67	481610.36	508325.32	28.32	568358.52
资产总计	453758.28	647003.05	689104.63	23.23	755337.14

附件 1-2 公司资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动负债：					
短期借款	70456.30	113193.48	121964.15	31.57	177873.38
交易性金融负债					
应付票据	58846.43	30665.63	14802.35	-49.85	7802.37
应付账款	43916.04	45779.42	44858.73	1.07	38195.51
预收款项	3294.35	1302.99	2445.13	-13.85	1744.56
应付职工薪酬	1180.94	1374.82	2349.22	41.04	2773.45
应交税费	5144.90	6620.80	1656.91	-43.25	1387.58
应付利息	0.00	31.63	23.86		106.20
应付股利	80.66	2588.09	2483.69	454.91	533.87
其他应付款	29489.59	52325.60	66592.22	50.27	12386.58
预计负债					
一年内到期的非流动负债	12800.00	0.00	14310.00	5.73	
其他流动负债					
流动负债合计	225209.20	253882.46	271486.25	9.79	242803.50
非流动负债：					
长期借款	88383.33	143860.71	192399.25	47.54	279868.47
应付债券					
长期应付款					
专项应付款		153.50	339.50		339.50
预计负债					5785.81
递延收益					
递延所得税负债	73.06	2948.76	1596.27	367.43	
其他非流动负债	930.00	3072.49	2782.87	72.98	
非流动负债合计	89386.39	150035.46	197117.89	48.50	285993.78
负债合计	314595.60	403917.92	468604.14	22.05	528797.27
所有者权益：					
实收资本(或股本)	78471.24	193471.24	193471.24	57.02	193471.24
资本公积	2798.96	4984.84	5337.25	38.09	5337.15
减：库存股					
盈余公积	4679.73	6159.27	5555.87	8.96	5612.37
未分配利润	31495.73	17670.92	-4988.07		-1136.28
外币报表折算差额	-86.87	-114.36	-114.47	14.79	
归属于母公司权益合计	117358.78	222171.90	199261.82	30.30	203284.48
少数股东权益	21803.91	20913.23	21238.67	-1.30	23255.38
所有者权益合计	139162.69	243085.13	220500.49	25.88	226539.86
负债和所有者权益总计	453758.28	647003.05	689104.63	23.23	755337.14

附件 2 公司利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
一、营业收入	143623.78	198877.12	151640.14	2.75	153863.08
减：营业成本	99330.93	134171.37	130624.24	14.68	112836.47
营业税金及附加	1318.68	1835.59	1441.47	4.55	1353.23
销售费用	5904.44	9287.61	10135.39	31.02	7442.86
管理费用	9489.29	16239.26	15380.97	27.31	12408.65
财务费用	10545.50	16401.51	17038.83	27.11	15217.82
资产减值损失	1915.31	383.75	1314.73	-17.15	343.93
加：公允价值变动收益					
投资收益	-577.82	-35.39	331.25		200.11
其中：对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	14541.81	20522.65	-23964.25		4460.22
加：营业外收入	2093.78	1765.96	15902.80	175.59	4112.88
减：营业外支出	95.68	698.53	498.79	128.33	502.72
其中：非流动资产处置损失					38.20
三、利润总额	16539.91	21590.08	-8560.24		8070.38
减：所得税费用	5823.86	5236.92	469.43	-71.61	2002.94
四、净利润	10716.06	16353.16	-9029.67		6067.44
其中：归属于母公司的净利润	9823.80	14971.94	-9416.17		3851.79
少数股东损益	892.26	1381.22	386.50	-34.18	2215.66

附件 3-1 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	145021.33	180616.65	127838.84	-6.11	119109.17
收到的税费返还	282.23	39.01	832.23	71.72	75.10
收到其他与经营活动有关的现金	3037.84	4091.12	21030.36	163.11	6561.17
经营活动现金流入小计	148341.40	184746.78	149701.43	0.46	125745.45
购买商品、接受劳务支付的现金	83186.22	97683.45	115162.07	17.66	70465.95
支付给职工以及为职工支付的现金	10496.15	17655.03	15233.28	20.47	13787.15
支付的各项税费	9871.89	13256.46	19928.08	42.08	12669.13
支付其他与经营活动有关的现金	22153.55	1764.58	19845.27	-5.35	8498.48
经营活动现金流出小计	125707.80	130359.52	170168.70	16.35	105420.71
经营活动产生的现金流量净额	22633.60	54387.26	-20467.27		20324.73
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					16.31
取得投资收益收到的现金	201.03	250.00	181.15	-5.07	6.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	12.31	30.52	9.85	-10.54	49.61
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	248.73			-100.00	547.48
投资活动现金流入小计	462.08	280.52	191.00	-35.71	619.40
购建固定资产、无形资产等支付的现金	97504.56	135124.35	33165.28	-41.68	56950.34
投资支付的现金	27.25	10.00	0.00	-100.00	
取得子公司等支付的现金净额		17481.41	0.00		
支付其他与投资活动有关的现金	13025.50	0.00	2976.47	-52.20	
投资活动现金流出小计	110557.31	152615.76	36141.75	-42.82	56950.34
投资活动产生的现金流量净额	-110095.24	-152335.24	-35950.75	-42.86	-56330.94
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	36219.02	115000.00	1008.06	-83.32	
取得借款收到的现金	163722.24	200512.41	294438.25	34.10	212207.26
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	15500.00	55140.09		-100.00	0.07
筹资活动现金流入小计	215441.26	370652.49	295446.31	17.10	212207.32
偿还债务支付的现金	107659.91	134057.11	187274.87	31.89	161236.99
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11026.85	44474.78	32803.68	72.48	15659.51
支付其他与筹资活动有关的现金	4056.36	86438.32		-100.00	25.00
筹资活动现金流出小计	122743.13	264970.22	220078.56	33.90	176921.50
筹资活动产生的现金流量净额	92698.13	105682.28	75367.76	-9.83	35285.82
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-391.26	543.21	47.85		0.04
五、现金及现金等价物净增加额	4845.23	8277.51	18997.59	98.01	-720.35
加: 期初现金及现金等价物余额	22796.05	27641.28	35918.79	25.53	
六、期末现金及现金等价物余额	27641.28	35918.79	54916.38	40.95	

附件 3-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	10716.06	16353.16	-9029.67	
加: 资产减值准备	1361.96	383.75	1314.73	-1.75
固定资产折旧及其他	13473.35	29349.69	24585.98	35.08
无形资产摊销	414.37	882.48	1573.36	94.86
长期待摊费用摊销	244.97	331.39	237.09	-1.62
处置固定资产、无形资产等损失	-1.05	74.19	142.80	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	10588.95	16401.51	17725.16	29.38
投资损失	577.82	35.39	-331.25	
递延所得税资产减少	1240.50	-507.24	442.21	-40.29
递延所得税负债增加		2875.70	-1352.50	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-1345.91	-31319.90	6222.10	
经营性应收项目的减少	-2604.22	256.00	-27295.30	223.75
经营性应付项目的增加	2781.34	2756.25	-58235.93	
其他	-14814.54	16514.90	23533.95	
经营活动产生的现金流量净额	22633.60	54387.26	-20467.27	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	27641.28	35918.79	54916.38	40.95
减: 现金的期初余额	22796.05	27641.28	35918.79	25.53
4、现金及现金等价物净增加额	4845.23	8277.51	18997.59	98.01

附件 4 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	平均值	2010 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	5.86	6.78	3.47	4.94	--
存货周转次数(次)	5.40	3.94	2.80	3.66	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.36	0.23	0.29	--
现金收入比(%)	100.97	90.82	84.30	89.59	77.41
盈利能力					
营业利润率(%)	29.92	31.61	12.91	21.92	25.78
总资本收益率(%)	5.71	6.22	1.54	3.78	--
净资产收益率(%)	7.70	6.73	-4.10	1.51	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	38.84	37.18	46.60	42.22	55.27
全部债务资本化比率(%)	62.35	54.20	60.90	59.18	67.27
资产负债率(%)	69.33	62.43	68.00	66.60	70.01
偿债能力					
流动比率(%)	64.41	65.15	66.59	65.72	77.01
速动比率(%)	56.25	45.57	50.58	50.21	64.61
经营现金流动负债比(%)	10.05	21.42	-7.54	4.67	11.16
EBITDA 利息倍数(倍)	3.40	3.48	1.76	2.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.61	4.18	9.66	7.20	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.38	-0.34	-0.16	-0.26	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-8.41	-5.88	-3.18	-5.04	--
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	0.62	1.04	0.54	0.71	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.25	2.80	2.27	2.42	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.34	0.82	-0.31	0.16	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-1.33	-1.48	-0.85	-1.14	--

附件 5 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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 泰山玻璃纤维有限公司 2011 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

泰山玻璃纤维有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。泰山玻璃纤维有限公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，泰山玻璃纤维有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注泰山玻璃纤维有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现泰山玻璃纤维有限公司或担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如泰山玻璃纤维有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至泰山玻璃纤维有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送泰山玻璃纤维有限公司、主管部门、交易机构等。



中国中材股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2011 年 2 月 18 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额（亿元）	300.76	438.41	488.42	641.26
所有者权益（亿元）	104.35	120.80	137.29	180.37
长期债务（亿元）	34.59	46.63	89.46	158.69
全部债务（亿元）	80.75	136.36	148.87	231.41
营业收入（亿元）	189.14	247.30	302.02	294.78
利润总额（亿元）	10.85	17.63	24.60	31.80
EBITDA（亿元）	19.87	33.21	42.68	--
营业利润率（%）	15.08	18.74	17.98	20.44
净资产收益率（%）	7.61	12.15	14.34	--
资产负债率（%）	65.30	72.45	71.89	71.87
全部债务资本化比率（%）	43.63	53.03	52.02	56.20
流动比率（%）	110.55	98.49	96.89	108.37
全部债务/EBITDA（倍）	4.06	4.11	3.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.37	6.43	7.09	--

注：2010 年 1~9 月数据未经审计

分析师

李 想 闫昱州

lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国中材股份有限公司（以下简称“公司”或“中材股份”）的评级反映了其作为全球最大的水泥技术装备与工程服务商之一，以及国内领先的水泥、玻纤等非金属建材生产商，在行业地位、产能规模、项目储备、技术研发实力等方面的显著优势。同时，联合资信也关注到公司战略性并购、重组、大规模的项目建设投入等给公司带来的较大的资金压力，海外业务面临的汇率风险，以及近期债务规模增加明显等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

国家淘汰落后产能政策的实施，为国内大型水泥生产企业带来了发展契机。随着投资项目的陆续投产以及公司区域整合战略的实施，公司产能规模和市场控制力有望进一步增强，进而对公司的经营及信用基本面形成良好支撑。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 国家基建投资力度的加大，有效拉动水泥行业的市场需求，淘汰落后产能政策有利于国内龙头企业发展，公司面临良好发展机遇。
2. 公司是全球最大的水泥技术装备与工程服务商之一、中国玻璃纤维和玻璃纤维制品三大生产商之一，同时也是世界六大玻璃纤维供应商之一，行业地位及规模优势突出。
3. 公司水泥技术装备与工程服务业务工程项目储备充足，为未来持续发展提供有力保障。
4. 公司拥有多家国家级科研设计研究院所和研究中心，专利技术百余项，研发实力雄厚。
5. 公司直接或间接控股多家国内上市公司，间接融资渠道畅通。

关注

1. 中国水泥行业产能快速增长，过剩压力日益凸现，行业内并购重组将可能改变现有水泥行业的竞争格局，行业竞争加剧。
2. 公司海外业务量大，面临一定汇率风险。
3. 公司多条在建及拟建生产线项目的资金投入需求和未来战略性重组、并购，将使公司面临较大资金压力。

一、主体概况

中国中材股份有限公司(以下简称“中材股份”或“公司”)系根据国务院国有资产监督管理委员会“国资改革[2007]313号”和“国资厅改革[2007]366号”文件,由中国中材集团有限公司(以下简称“中材集团”)联合泰安市国有资产经营有限公司(以下简称“泰安国资”)、中国信达资产管理公司(以下简称“信达公司”)、北京金隅集团有限责任公司(以下简称“北京金隅”)、华建国际集团有限公司(以下简称“华建国际”)、新疆天山建材(集团)有限责任公司(以下简称“天山建材”)和淄博高新技术风险投资股份有限公司(以下简称“淄博高新投”)作为发起人,分别以评估净资产、股权和货币资金作为出资,将中材集团所属二级全民所有制企业中国非金属材料总公司改制设立而成。公司注册成立于2007年7月,并于2007年12月完成在香港交易所主板上市。截至2009年底,公司股本合计35.71亿元,股东及出资比例详见表1,国务院国资委为公司实际控制人。

表1 2009年底公司股本结构

股东名称	股本(万元)	比例(%)
中材集团	149441.70	41.84
信达公司	31978.81	8.96
泰安国资	30978.61	8.67
华建国际	13079.32	3.66
天山建材	6433.00	1.8
北京金隅	6243.91	1.75
淄博高新投	2576.24	0.72
H股公众股股东	116414.81	32.6
合计	357146.40	100

资料来源:审计报告

公司内设董事会办公室(证券部)、总裁办公室、人力资源部、投资发展部、科技部、企划部、财务部、法律事务部、审计部、安全环保部、水泥事业部、新材料事业部、装备工程事业部以及行政保卫部等14部室。截至2010年9月底,公司拥有二级子公司14家,其中全

资子公司7家(见附件1)。

截至2009年底,公司(合并)资产总额为488.42亿元,负债合计为351.13亿元,所有者权益合计(含少数股东权益55.18亿元)137.29亿元;2009年公司合并口径实现营业收入302.02亿元,利润总额24.60亿元。

截至2010年9月底,公司(合并)资产总额641.26亿元,所有者权益(含少数股东权益83.50亿元)180.37亿元;2010年1~9月公司合并口径实现营业收入293.78亿元,利润总额31.80亿元。

公司注册地址:北京市西城区西直门内北顺城街11号;法定代表人:谭仲明。

二、行业分析

公司主营水泥技术装备与工程服务、水泥制造和新材料三大板块业务,2009年,水泥技术装备与工程服务以及水泥制造业务收入合计占公司营业总收入的88.04%,水泥行业发展对公司整体经营影响大。

1. 行业概况

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品。自1985年起,中国水泥产量已连续24年居世界第一位,目前中国水泥产量占世界总产量的48%左右。

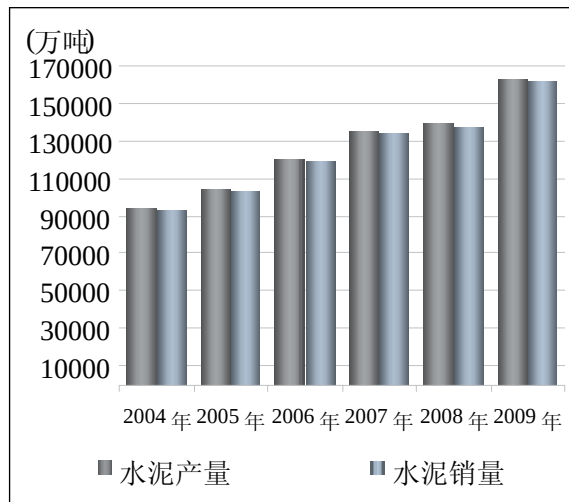
市场供需

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高,受宏观经济影响显著。近年,国民经济持续快速发展、基础设施更新改造和房地产行业增长迅速,带动了水泥需求较快增长,中国水泥产销量逐年提高(参见图1)。水泥产销率在2004~2009年均维持在98%以上,2009年达到99.5%。

2008年受自然灾害、能源价格波动和国际金融危机等因素影响,水泥生产增幅回落,但销售依然旺盛。2008年规模以上水泥企业全年水泥总产量13.88亿吨,同比增长5.20%,在经

济下行的背景下，水泥产量仍保持适度增长。受基础设施建设的拉动，2009 年中国水泥产量为 16.28 亿吨，同比增加 17.29%。需求方面，在重点工程年底赶工期和房地产复苏的双轮驱动下，2009 年年内水泥需求保持稳定增长。

图 1 中国水泥行业产销量



资料来源: Wind 资讯

水泥在建产能的投放将对未来两年的供给构成一定压力，但伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解。

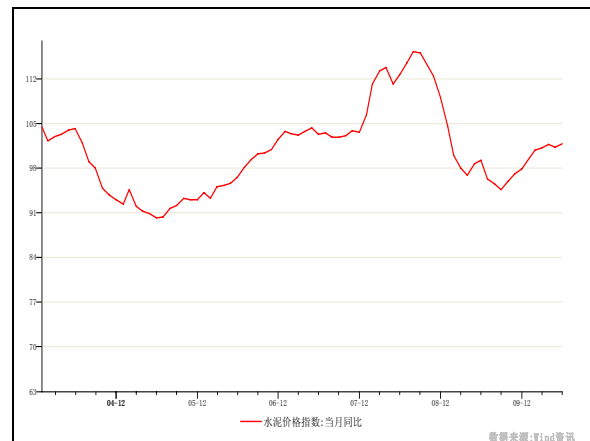
水泥价格

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基本建设成本中的所占比例下降到只有 3%~4%，水泥价格的波动对基本建设的影响甚微。近年来，全行业加紧探索和实践区域价格传导机制，自 2006 年下半年停止负增长以来，国内水泥价格以 5% 以下的速度平稳增长。2008 年水泥价格除年初因冰冻雨雪和季节性原因有所回落外，其余大部分月份基本保持稳步上涨的态势，特别是 6 月份以后，多数地区水泥价格出现短期快速上涨。重点建材企业水泥平均出厂价 8 月份达 310 元/吨，为历史最高水平，比年内最低的 2 月份上涨 27 元/吨，12 月份回落到 302 元/吨，同比上涨 12 元/吨。

受原材料价格下降和产能充分释放等因素的影响，2009 年全国水泥价格平均价格较上年

有所下降。水泥价格呈现“东低西高”的格局，西北、西南地区价格高于全国平均水平，西北、东北地区价格环比增速高居各区域之首；西南地区产能过剩的不良后果开始显现，价格连续出现环比下跌。2009 年末，随着国内经济复苏，水泥价格开始企稳回升，2010 年 1~9 月，水泥需求保持旺盛，水泥价格整体呈稳步上涨趋势。

图 2 2004~2009 年国内水泥价格指数（当月同比）



资料来源: Wind 资讯

2. 竞争格局

水泥市场大致可分为成熟市场和成长型市场两种，长江下游和沿海发达地区水泥市场已经向成熟市场转变，其标志是水泥消费量维持在高位，增速保持相对稳定；以新建为主的发展方式已经结束，水泥产业技术结构调整基本完成，兼并重组成为发展主流；大企业调控市场能力增强，水泥价格相对稳定。沿京广线的河北、河南、湖南、江西等地是成长型市场，处在高速成长阶段，以新建线和淘汰落后为主线的结构调整正在加速进展过程中。西北、东北、西南处在高速增长的起步阶段，西北在资源能源拉动下市场步入发展的快车道。

表 2 区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥和金隅集团为主导	天津滨海新区、河北曹妃甸特别是南堡油田开发，以及山西、内蒙古的能源基地建设，中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升。
东北	本地企业亚泰集团、辽	振兴东北区域经济发展战略出

	源金刚, 外来企业冀东水泥、天瑞水泥、山水集团, 外资企业 CRH	台, 有望拉动当地固定资产投资、经济发展以及水泥需求的增长。
西北	中材集团(子公司赛马实业、天山股份、祁连山), 冀东	地域广阔、运输半径较大、水泥市场比较封闭、陕西省需求预期良好。
华东	中国建材、海螺水泥为首的大企业; 上海建材、江苏金峰、山水集团区域内企业	华东地区已步入成熟市场, 是中国最大的水泥消费区, 也是全国竞争最激烈的地区。
华南	海螺水泥、中材集团、拉法基瑞安; 塔牌、越秀、华润、鱼峰	大企业云集, 竞争激烈, 已步入成熟市场。
华中	海螺水泥、中国建材、华新水泥、天瑞、同力、葛洲坝等	得益于中部崛起战略, 水泥产业启动, 处于市场成长发展阶段。
西南	拉法基瑞安等	除拉法基之外, 西南地区水泥行业的整体发展落后, 企业的规模普遍偏小, 规模优势不明显, 缺乏超大型现代化生产企业, 技术和管理水平不高。

资料来源: 数字水泥网

近年来, 中国水泥产业的集中度不断提高, 前十大水泥企业集团的生产集中度由 2000 年的 4.4%, 提高到 2008 年的 20.15%, 到 2008 年末, 新型干法水泥产能在 1000 万吨以上的企业达到 14 家, 其中海螺、冀东等大企业核心竞争力明显提高。

表 3 2008 年全国大型水泥集团水泥产量排名

排名	企业名称	排名	企业名称
1	海螺	10	亚泰
2	南方	11	天瑞
3	中联	12	金隅
4	山水	13	红狮
5	华新	14	金峰
6	冀东	15	亚泥
7	中材	16	台泥
8	拉法基瑞安	17	同力
9	华润	18	祁连山

资料来源: 数字水泥网

注: 南方水泥和中联水泥的控股股东均为中国建材股份有限公司

3. 上下游分析

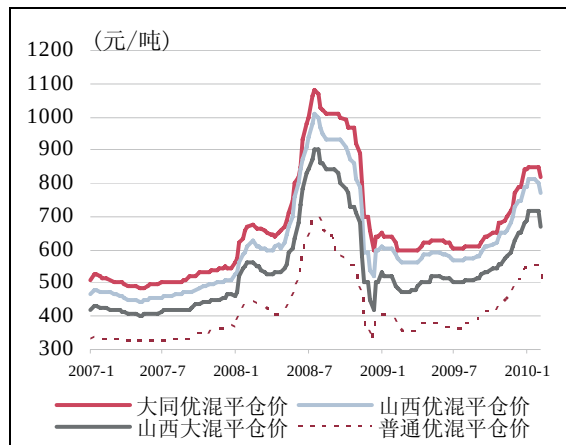
上游原材料

水泥的全部成本中, 主要分为原材料(石灰石、黏土、耐火材料等)、煤、电、折旧及其他, 其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说, 由于大多自有矿山, 原材料的成本变化不大, 折旧和工资又相对固定, 其他各项成本则相对细琐, 每项所占比例很小, 影响也不大, 成本都相对刚性, 影响最大的主要在于煤和电。

以 2008 年新型干法水泥熟料 76000 万吨计, 年消耗约 9120 万吨标煤; 每生产一吨水泥熟料约消耗电力 80kWh/t。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的 35%, 电费接近总成本的 1/3。

煤炭

图 3 秦皇岛港煤炭交易市场煤炭价格



资料来源: wind 资讯

煤炭的价格变动相对频繁, 煤炭价格每上升 10%, 可能带动水泥全部成本上涨 3% 左右。2008 年国内煤炭价格一路上涨, 较具代表性的秦皇岛港煤炭交易市场山西大混(发热量 5000 大卡/千克)由年初约 400 元/吨最高升至 2008 年 7 月底约 900 元/吨; 下半年, 油价从 140 美元高位回落至 2008 年 12 月的 50 美元附近, 带动国际煤炭价格回落, 房地产、钢铁、有色金属冶炼等高耗能企业受宏观经济减速影响, 增长显著放缓, 带动下游发电量增长率连续下滑, 煤炭供求形势趋于宽松, 市场价格由上半年的快速上涨转为逐步回落。2009 年山西煤炭资源整合导致煤炭供应量减少, 同时 4 万亿投资计划也促使下游电力、钢铁、化工开工率上升, 煤炭价格在 2009 年大幅回落后保持稳步回升态势, 2010 年受 3、4 月份传统淡季影响, 煤炭价格有所回落, 预计 2010 年煤炭价格在河南省煤炭资源整合以及其他省份效仿下, 仍会保持高位。

电力

目前, 发电企业上网电价仍执行“一厂一

价”，由国家发展和改革委员会（“国家发改委”）确定。中国自 2005 年起实施煤电联动政策，即如果半年内平均煤价与前一周期相比变化幅度达到或超过 5%，则电价应相应调整。2008 年中国两次启动煤电价格联动机制，以缓解电煤价格大幅上涨给发电企业带来的成本压力：2008 年 6 月 19 日国家发改委宣布将全国除西藏之外的省级电网销售电价平均每千瓦时提高 2.5 分钱；2008 年 8 月 20 日，再次宣布除西藏、新疆维吾尔自治区不做调整外，各地火力发电企业上网电价调整幅度每千瓦时在 1 分钱至 2.5 分钱之间，平均每千瓦时提高 2 分钱。2009 年 11 月 19 日，国家发改委宣布，自 2009 年 11 月 20 日起全国销售电价（针对非居民消费者）每千瓦时平均上调 2.8 分。

由于电价受政府主导，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小，但基于煤电联动政策，在煤价上涨过程中存在电价调整的可能性。

下游需求

拉动水泥需求主要是靠投资，投资可分成三大部分：第一部分是工业制造业投资，第二部分是房地产投资，第三部分是基础设施建设投资。2009 年水泥行业主要依靠基础设施投资拉动，平缓经济增速下滑。基础设施建设投资在中国的分布，在中部、西部地区，国家投资部分较多，对水泥需求拉动的影响比较大，东部（东南部、沿海地区）的地方投资比较多。总体而言，国家投资快于地方投资，因此，对于整个市场，中西部投资较为强劲，东部、南部投资相对弱一些。

4. 产业政策

中国水泥行业发展遵循的是 2006 年底颁布的水泥工业产业发展政策。该政策颁布以来，中国水泥行业在发展淘汰落后产能、重组联合、新型干法工艺、节能减排等方面取得了很大成绩。

2006 年 4 月 13 日，国家发展改革委员会

（“国家发改委”）等八部门发布了《印发关于加快水泥工业结构调整的若干意见的通知》，2006 年 10 月 17 日，经国务院批准，国家发改委 50 号令发布了《水泥工业产业发展政策》，并于当日同时发布《水泥工业发展专项规划》。《水泥工业产业发展政策》提出推动水泥企业跨部门、跨区域的重组联合，向集团化方向发展，逐步实现集约化经营和资源的合理配置，提高水泥企业的生产集中度和竞争能力。

2006 年 12 月，国家发改委、国土资源部和人民银行公布了国家重点支持水泥工业结构调整大型企业（集团）名单。在被确定 60 户国家重点支持的大型水泥企业（集团）中，12 户为全国性重点企业，48 户为区域性重点企业。对列入重点支持的大型水泥企业开展项目投资、重组兼并，政府部门和银行将在项目核准、土地审批、信贷投放等方面予以优先支持。

2007 年 2 月 18 日，国家发展改革委办公厅下发了通知，要求各地要淘汰各种规格的干法中空窑、湿法窑等落后工艺技术装备，进一步消减立窑生产能力，到 2010 年末，全国完成淘汰小水泥产能 2.5 亿吨，并公布《2007~2010 年全国分省市淘汰落后产能计划表》，对各省、自治区、直辖市淘汰落后水泥产能量化指标。

2007 年全国通过拆除生产线淘汰落后产能 5200 多万吨；2008 年 10 月，工业和信息化部（“工信部”）公布了 2008 年应予淘汰落后水泥产能的 683 户企业共 946 条生产线，督促各省尽快淘汰水泥落后产能。

2009 年 9 月 7 日，工信部发布《水泥行业准入条件（征求意见稿）》，从总量控制、自有资金比例、矿山资源、单线规模、能源消耗等角度对水泥行业设定准入门槛。

2009 年 9 月 26 日，国务院转批了国家发改委等十部门制定的《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》（国发[2009]38 号），要求各省（区、市）必须尽快制定三年内彻底淘汰落后产能时间表，严格控制现有水泥产能，执行等量淘汰落

后产能的原则，对 2009 年 9 月 30 日前尚未开工水泥项目一律暂停建设，进行一次认真清理。

2009 年 10 月 26 日工信部发布《关于报送水泥和平板玻璃淘汰落后产能 2009 年计划及三年计划的通知》，要求各省（自治区、直辖市）报送水泥、平板玻璃落后产能三年（2010-2012）淘汰计划和 2009 年淘汰计划。

2009 年 11 月 10 日，国家发改委发布《关于水泥、平板玻璃建设项目清理工作有关问题的通知》，根据通知要求，国家发改委将对 2009 年 9 月 30 日前尚未投产的在建项目、已核准未开工项目（含水泥熟料线和粉磨站）进行认真清理。

2009 年 11 月 21 日，工业和信息化部印发《关于抑制产能过剩和重复建设引导水泥产业健康发展的意见》的通知，主要内容包括抓紧制定水泥行业准入条件，配合有关部门做好水泥项目的清理，抓紧制定淘汰落后水泥产能时间表，将淘汰落后产能指标分解落实到各地区和具体企业，以及以省为单位做好地区水泥产需总量平衡等。

短期内，核准未开工产能和规划未核准产能将使水泥企业的规模扩张受到调控；从长远看，控制产能和淘汰落后相关政策对水泥行业是一项长期利好。2011 年以后，伴随新建产能扩张趋缓和落后产能的逐渐退出，水泥行业供需失衡的局面将有望得到缓解，大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。

5. 行业关注

重组并购活跃，行业集中度提高

目前，在产业政策支持下，大企业发展战略从争夺中心城市，发展到“跑马占地”控制区域市场。2006 年以来，水泥行业的兼并重组非常活跃，大集团加快并购，并购出现了大企业跨省份的连片区域并购的特点，市场整合和重组取得了实质性的进展。目前，海螺、华新、冀东等企业已初步完成其所控制区域市场的战略布局；亚泰、金隅、祁连山等水泥集

团也是积极参与者。中材集团、中国建材为主的国有大型企业集团，通过收购形式迅速实现水泥业务规模的扩张，其中中材集团通过控股上市公司天山水泥、赛马实业，确立了在西北地区区域龙头地位；中国建材成立南方水泥对东南经济区浙江、江西、湖南、江苏、上海的水泥产能进行并购，2008 年已收购 33 家水泥企业 51 条生产线。

在外资方面，以国际大水泥跨国公司为主的实业资本（如拉法基、HOLCIM、海德堡）多以实现对国内企业的控股权，实现其长远战略目标为目的；金融资本多以参股形式，分享大水泥企业集团的成长硕果。2006 年以来具体部分并购项目见表 4。

表 4 2006 年以来水泥行业主要收购并购项目一览

	案例	方式	股权
外资企业	拉法基收购四川双马	控股	56.81%
	HOLCIM 控股华新水泥	控股	39.88%
	海德堡参股陕西冀东	参股	45.77%
	海德堡收购辽宁工源	控股	80.00%
	爱尔兰 CRH 收购亚泰集团核心子公司的股权	参股	26.00%
	意大利水泥集团收购陕西富平光宇	控股	100.00%
	葡萄牙 CIMPOR 收购山东榴园	控股	60.00%
	美国高盛入股蒙西水泥	参股	40.00%
中国建材	摩根、鼎辉入股山水集团	参股	30.00%
	2007 年设立南方水泥对东南经济区浙江、江西、湖南、江苏、上海的水泥产能进行并购。		--
中材集团	中联水泥收购淮海经济圈泰山水泥、日照港源等企业，		--
	中国材料集团控股宁夏建材集团，间接控股赛马实业	控股	51.00%
	中材股份控股天山股份	控股	36.28%
海螺水泥	中材股份参股祁连山	参股	11.58%
	海螺水泥入股祁连山	参股	5.24%
	海螺水泥入股巢东股份	参股	16.28%
	海螺水泥入股冀东股份	参股	17.34%
	海螺水泥入股福建水泥	参股	6.10%
冀东水泥	海螺水泥入股华新水泥	参股	7.29%
	参与 ST 秦岭破产重整	参股	19.52%
亚泰集团	亚泰集团收购哈尔滨水泥厂	控股	99.00%
	亚泰集团子公司收购通化水泥	控股	50.83%
北京金隅	北京金隅受让鹿泉东方鑫鑫水泥公司	控股	77.70%
	北京金隅收购太行水泥	控股	50.98%
太行水泥	中经信投资有限公司参股太行水泥	参股	10.77%
祁连山	祁连山重组大通河及寿鹿山	控股	28.70%
赛马实业	赛马实业收购中宁赛马、青铜峡水泥	控股	44.16%

资料来源：中国建材信息网

并购整合对行业发展最大益处在于，可以迅速提升市场集中度和企业平均规模，从而改变行业竞争格局。对于大规模实施并购战略的企业而言则是谋求区域市场控制权的开始，如果在某些区域通过并购获得较大市场份额将可以使其盈利模式由低成本竞争模式转变到夺取区域价格主导权竞争模式。

新型干法水泥比重快速提高

从 20 世纪 70 年代初研制新型干法水泥技术装备开始，在国家的推动下，中国水泥产业结构调整步伐不断加快。1995 年新型干法水泥产量 2853 万吨，仅占总产量的 6%；2004 年上升到 3.2 亿吨，占总产量的 33%；2007 年底新型干法水泥产量达到 7.87 亿吨，占水泥总产量的 55%。2008 年全国新型干法水泥产量 9.3 亿吨，根据工业和信息化部公布的 2008 年原材料运行情况，2008 年全国新型干法水泥熟料比重提高到 61%。

2009 年内全国新建成投产新型干法水泥生产线 176 条，年新增设计水泥熟料产能 1.95 亿吨，截至 2009 年底全国已有 1113 条新型干法水泥生产线在运行，年设计熟料产能 9.59 亿吨。目前各地投资建设的水泥项目多数为国家产业政策支持的大型新型干法水泥生产线和余热发电项目。

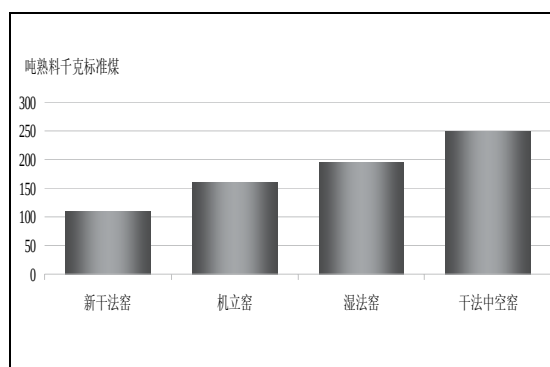
根据国家发改委的《水泥工业发展专项规划》，到 2010 年，新型干法水泥比例达到 70% 以上；新型干法水泥技术装备、能耗、环保和资源利用效率等达到中等发达国家水平。到 2020 年，基本实现水泥工业现代化，并具有较强的国际竞争能力；新型干法水泥熟料控制在 7 亿吨左右。

行业结构的不断调整为新型干法的发展进一步腾出空间。从目前情况来看，未来几年调整速度最快的区域主要集中在中部、华东和华南，对于这些区域而言，面临着通过扩充新干法产能填补落后产能淘汰留下的空间，以实现外延式增长。

节能减排成效明显，余热发电投资加大

由于水泥行业属于高耗能、易产生污染的行业，多数立窑和干法中空窑企业粉尘排放浓度严重超标。在向节能、环保、循环经济的方向发展上，必须加快新型干法水泥，淘汰落后水泥工艺。与新型干法水泥相比，小立窑、湿法窑等落后工艺能耗明显高。随着新型干法水泥产能的快速提高，落后水泥淘汰力度的加大，整个行业节能减排成效明显。

图 4 中国各类水泥窑平均热耗对比



资料来源：《水泥工业发展专项规划》（国家发改委，2006 年）

水泥生产过程中由窑头熟料冷却机和窑尾预热器排掉的 350℃ 以下废气，其热量约占水泥熟料烧成系统总热耗量的 30% 以上。而充分利用这部分低温废气进行余热发电改造，已经成为目前国内水泥工业节能降耗的有效途径之一。中国工业和信息化部 2010 年 1 月出台了《关于印发新型干法水泥窑纯低温余热发电技术推广实施方案的通知》（工信部节[2010]25 号）来推广低温余热发电技术。低温余热发电是指在水泥回转窑的烧成系统，利用窑尾低温锅炉和熟料冷却机锅炉收集低温余热废气，通过汽轮机和发电机组进行发电，其发电成本 0.15 元/kWh，仅是电网电价的 25%。整个发电过程既不增加任何新的燃料消耗，还减少了废气排放，改善了环境，降低了生产成本。

余热发电技术只能在新型干法水泥生产线上使用，尤其是日产水泥熟料生产线规模越大，经济效益和环境效益越可观。从 2006 年开始，余热发电技术在水泥企业的应用呈加速之势，

截至 2008 年底有 263 条新型干法熟料生产线装有余热利用电站，装机总容量达到 1662MW。

表 5 截至 2008 年底已投入运行的纯低温余热电站

年份	生产线 (条)	机组(台)	装机 (MW)	熟料设计 产能(万 吨/年)
1997-2005 年	13	14	50	1119
2006 年	15	14	65.5	1460
2007 年	86	59	571	10109
2008 年	147	106	975.2	15899
小计	263	193	1661.7	28587

资料来源：中国电力网

新增产能对水泥市场供需形势形成压力

自 2004 年以来，中国水泥产业进入新一轮发展高潮，连续 5 年年产量增长超过 1 亿吨。价格是供求关系的反映。虽然 2009 年以来水泥市场的需求超出预期，保持了两位数的增长，但价格却没有如预期的大幅上扬，主要由于 2008 年产能扩张过快所致。

2008 年，全国共有水泥企业 4350 家，水泥产能 18.7 亿吨，而当年水泥消费量为 13.7 亿吨，2009 年中国在建和拟建水泥生产线 565 条，预计新增产能 8.3 亿吨，同时由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。

中国水泥总产能当中有近 40% 是落后产能，为保证水泥产业的健康发展，2009 年国家加淘汰大落后产能、控制新增产能的政策力度，并出台多项细则强化落实，有助于中国水泥产业产能过剩局面得到缓解。

严厉地产政策对水泥市场需求的影响

2010 年国家对于房地产调控政策严厉程度超预期，带来水泥行业低迷的潜在风险担忧；但在“抑制投机性需求，增加自主性供给”的地产调控思路下，计划供地面积大大超出政府保底承诺的两类住房建设所需用地面积表明政府在保障性住房和棚改房的建设上很有可能会超额完成任务。根据 2010 年国土部公布的住房供地计划数据和国务院相关文件中承诺确保完成 300 万套保障性住房和 200 万套棚改房的数据，预计今年这两类住房将新增的建筑面积占 2009

年住宅销售面积的比例为 24.8%、6.1%。因此年内地产对水泥的需求预期并不悲观。

受地产调控的影响，水泥价格短期内仍然缺乏大幅上涨的动力，市场将以震荡走势为主。随着落后产能淘汰、“建材下乡”等行业政策的逐步出台，水泥市场的需求有可能出现明显回暖。

整体看，近年来，在国家产业政策的推动下，中国水泥行业发展迅速，产能不断增长，生产技术水平逐步提高，企业利润空间扩大，通过调整产业结构，行业集中度有所上升，水泥产业布局得到优化。

长期看，发达国家水泥需求快速增长期结束时的水泥人均累积用量则普遍在 20 吨以上，2006 年日本人均水泥的累积用量为 26 吨。如此看来，中国的水泥需求未来还有很大的空间。随着 4 万亿投资计划的逐步开展和房地产市场运行状况的向好，水泥行业市场需求有望提振，并且随着落后产能淘汰力度的加大，国内区域龙头水泥企业将从中受益。

三、公司基础素质

1. 公司规模

公司主营业务由水泥技术装备与工程服务、水泥制造、新材料（包括玻璃纤维及高新材料）三大业务板块构成。公司为中国非金属材料行业中唯一一家集研发、工业设计、装备制造、工程建设服务、生产一体化业务模式经营的大型企业集团。

水泥装备与工程服务板块，公司该板块业务在国内市场占据 90% 以上的市场份额，居绝对主导地位；2009 年新签合同国际市场份额约占全球 36%（不包括中国市场），为全球最大的供应商之一。

水泥制造板块，作为国家重点支持的大型水泥企业之一，公司通过重组和新建等方式，不断扩大水泥产能，巩固区域控制能力，目前，公司水泥产业主要分布在新疆、宁夏、湖南“长

株谭”、广东粤西、江苏“苏锡常”、甘肃等区域。截至2010年9月底，公司年水泥生产能力6490万吨，为西北地区最大的水泥供应商。

新材料板块，玻璃纤维方面，公司是世界六大玻璃纤维供应商之一，中国玻璃纤维和玻璃纤维制品三大生产商之一；高新材料方面，公司主要控股公司中材科技股份有限公司（以下简称“中材科技”）是中国特种纤维复合材料行业最大的集研发设计、产品制造与销售、成套技术与装备于一体的高新技术企业，是中国特种纤维复合材料的技术装备研发中心，也是中国国防工业最大的特种纤维复合材料配套研制基地。

公司控股一级或二级子公司中有5家为国内上海或深圳证交所上市公司：中材国际、新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山股份”）、宁夏赛马实业股份有限公司（以下简称“赛马实业”）、甘肃祁连山水泥集团股份有限公司（以下简称“祁连山”）及中材科技股份有限公司（以下简称“中材科技”）。

综合看，公司已形成多元化发展格局，各板块经营稳定；公司控股多家上市公司，综合竞争力较强。

2. 人员素质

(1) 公司高管

公司现有高级管理人员10人，均具有本科及以上学历，其中，具有硕士研究生学历的2人，具有博士研究生学历的1人。

谭钟明先生，现年56岁，持有管理学博士学位，教授级高级工程师，曾任国家建筑材料工业局生产协调司及行业管理司司长、中国非金属材料总公司总经理、中材集团总经理等职，现任公司董事会主席，兼任中材集团董事长以及中材国际、中材科技、天山股份、赛马实业四家A股上市公司董事。

周育先先生，46岁，持有工学硕士学位，教授级高级工程师，曾任国家建材局人工晶体研究院副所长及院长、中材集团副总经理、公

司非执行董事等职，现任公司执行董事兼总裁，兼任中材科技、赛马实业及祁连山三家A股上市公司董事。

(2) 公司人员情况

截至2010年9月底，公司在职职工42407人，其中，拥有初级职称的占比9.80%，拥有中级职称的占比5.30%，拥有高级职称的占比3.60%。从员工学历构成看，大专及以上学历占比32.60%，高中及以下学历占比67.40%；从年龄构成看，30岁及以下、30岁-50岁和50岁以上分别占64.70%、31.50%和3.80%。

总体来看，公司管理和专业技术人员整体素质较高，学历结构和从业经验基本能满足公司目前的人力资源需求。

3. 研发优势

公司是中国非金属材料行业的技术领先企业，拥有6个国家级非金属材料科研院所、3个国家级水泥工业设计研究院、4个国家工程技术研究中心、1个国家工程研究中心、1个国家重点实验室、4个国家企业技术中心及4个国家产品质量监督检验中心。

公司拥有140多项中国专利和近百项专有技术。每年大量的承担国家、省市科技创新计划，技术开发力量及科研成果在同行业中处于领先水平。公司培养了一批责任心强，技术水平过硬的科技创新队伍，拥有包括两名中国科学院院士以及340名教授级高级工程师。

总体看，公司研发实力较强。

4. 政府支持

根据《高新技术企业认定管理办法》（国科发火[2008]172号）、《高新技术企业认定管理工作指引》（国科发火[2008]362号）、《关于西部大开发税收优惠政策问题的通知》、《财政部、国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》（财税[2008]156号）等文件，公司下属多家子公司享受相关所得税、增值税减免返还等优惠政策。此外，公司每年还会收到

一定金额的国家和各地方政府淘汰落后产能财政奖励、财政扶持资金、生产经营性扶持资金等各种补助资金。2007~2009年，公司每年收到财政补助资金合计分别为2.04亿元、4.12亿元和5.49亿元。

四、公司管理

1. 法人治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、香港联合交易所有限公司发布的《证券上市规则》等法律法规和境内外监管机构的要求，建立了规范、完善的法人治理结构。

股东大会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划等；董事会是公司的常设决策机构，由11名董事组成，其中包括独立董事5人，董事会对股东大会负责，决定公司的经营计划和投资方案，决定公司内部管理机构的设置，制定公司的基本管理制度等，董事会设战略委员会、审核委员会、薪酬委员会、提名委员会；公司设监事会，行使监督职能，监事会成员6人，由股东代表和职工代表组成。

2. 公司内部管理

作为一家香港上市公司，中材股份不断完善内部管理，建立了有效的内部控制体系、风险控制体系以及财务监管体系。

内控管理方面，除公司章程、股东大会议事规则、董事会议事规则、监事会议事规则、战略委员会议事规则、审核委员会议事规则等规范性文件外，公司还制定了内部审计规定、独立董事工作制度、信息披露管理制度、关联交易管理制度等一系列内控管理制度。

风险管理方面，公司重视风险管理工作，通过加强合同管理、规范新签合同条款等措施降低合同风险；通过优化设计、加强技改、积极推进集中采购等措施，降低了在材料和能源价格方面的风险。

财务监管方面，公司及所属子公司的财务

管理工作实行统一管理、分级负责。在统一管理、统一指导的基础上，财务管理体系中的各层级、各岗位按照相应的职责和权限履行财务管理职责，承担相应的责任。已上市的子公司保持相对独立的财务体系，公司主要通过财务预算审计和经济责任审计对下属公司进行监控。

知识产权管理方面，制定了《中国中材股份有限公司知识产权管理与保护办法》，要求公司及所属公司设有知识产权管理和保护的产权办公室并定期拨付专项费用。严格、完善的知识产权管理增强了公司的创新和可持续发展能力。

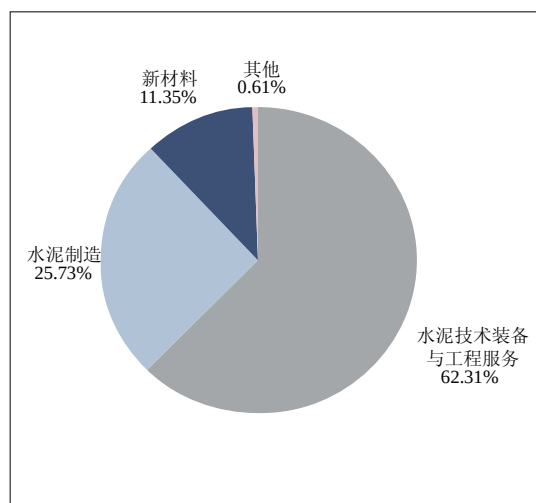
整体来看，公司法人治理结构完善，内部管理制度健全有效。

五、经营分析

公司业务主要覆盖水泥技术装备与工程服务、水泥制造和新材料（玻璃纤维和高新材料）三大板块。

2007~2009年公司营业收入持续快速增长，年复合增长率为26.37%，2009年实现营业收入302.02亿元，其中上述三大板块贡献的主营业务收入合计300.17亿元，占比99.39%，水泥技术装备与工程服务贡献收入188.17亿元，为公司收入的最主要来源。

图5 2009年公司营业收入构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2010 年 1~9 月公司实现营业收入 294.78 亿元，为 2009 年全年的 97.60%，公司保持其良好运营态势。

水泥技术装备与工程服务板块

水泥技术装备与工程服务板块业务是公司最主要的业务板块，主要由子公司中材国际承担。2009 年该板块实现营业收入 188.17 亿元，毛利率为 13.34%。2010 年 1~9 月该板块实现营业收入 172.30 亿元，为 2009 年全年的 91.57%，毛利率 14.16%，较 2009 年有所提升。

表 6 水泥技术装备与工程服务板块收入和毛利率情况

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1~9 月
主营业务收入 (亿元)	128.99	149.25	188.17	172.30
主营业务成本 (亿元)	115.25	129.24	163.07	147.90
毛利率 (%)	10.65	13.41	13.34	14.16

资料来源：公司提供

公司具备包括研发、设计、装备制造、工程总承包等一套完整的产业链，可提供全套工程项目和管理服务；拥有中国三大国家级水泥工程设计研究院的研发能力、研究成果及其自主开发的技术，其中包括中国有关新型干法水泥生产技术的多项专属知识产权。另外公司曾荣获多个中国国家级技术奖项，研发实力雄厚。

公司水泥装备与工程服务业务多采用“EPC”（设计、采购（制造）、施工）一体化建设模式，而国际水泥装备企业多采用“EP”模式，相比较而言，中材国际能够提供全套工程及项目管理服务，同时具备较低的成本优势（一般低于海外同行 10-20%）及较快的施工周期（一般少于海外同行 20%），公司水泥装备与工程服务业务竞争优势突出。

目前公司该板块客户包括了国内绝大部分水泥企业，在国际市场上与 Lafarge、Holcim 等水泥巨头均有良好合作。公司该板块业务收入的地域分布上看，50%以上的收入来自于国内，其他主要集中在非洲、亚洲其他国家和欧洲。近年来，公司加大国际市场开拓力度，海外合

同比不断加大，2010 年上半年新签海外合同金额 93.01 亿元，同比增长 144.44%，公司该板块海外收入比重未来有望提高。

2007~2008 年来公司水泥技术装备与工程服务板块新签合同额增幅明显，2009 年受金融危机影响，新签合同额有所下降，为 222.86 亿元。2010 年 1~9 月，受益于全球经济复苏及公司大力开拓国际市场，公司新签合同有所提高，达到 197.27 亿元，同比增长 2.81%。截至 2010 年 9 月底，该板块结转合同额 524.15 亿元，新签及结转合同额合计约 721.42 亿元，项目储备充足，为未来该板块营业收入稳定增长提供了保障。

在水泥设备制造方面，近年来公司大型生料辊式磨、大推力燃烧器、第四代冷却机等一批拥有自主知识产权的重大水泥技术装备成功开发并进入市场，万吨级及以下各系列水泥熟料链斗输送机的国内外市场份额进一步扩大，年装备制造能力达 33 万吨。目前公司水泥装备自给率为 35%~45%，生产规模位居国内第三，通用设备等均从外部采购。中材国际 2009 年收入中 59.56%为水泥机械装备制造销售贡献。

整体看，公司水泥技术装备与工程服务业务行业地位及国内外市场认可度较高，装备制造能力不断增强。公司工程项目储备充足，该板块未来收入有望稳步提升。

水泥制造板块

公司水泥制造板块业务主要由下属子公司天山股份、中材水泥、宁夏建材（控股上市公司“赛马实业”）、甘肃祁连山建材控股有限公司（以下简称“祁连山控股”，公司持股 51%）等承担。2009 年公司实现水泥制造业务收入 77.72 亿元，较 2008 年增长 24.79%，2010 年 1~9 月，公司实现水泥制造业务收入 96.14 亿元，毛利率为 28.57%。

表 7 水泥制造板块收入和毛利率情况

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1~9 月
主营业务收入 (亿元)	37.75	62.28	77.72	96.14

主营业务成本 (亿元)	28.16	44.66	54.09	68.67
毛利率(%)	25.40	28.29	30.40	28.57

资料来源：公司提供

公司水泥制造产业坚持区域龙头战略，致力于打造中国北方最大水泥企业。2009年底公司成功并购甘肃、青海两省最大的水泥生产商祁连山控股，使公司西北市场连为一体；完成了对宁夏建材的整合，使之成为公司的全资附属公司，推动实施对天山股份的定向增发，加快天山股份的发展。截至2010年9月底，公司水泥业务主要分布区域包括新疆、宁夏、湖南“长株潭”、广东粤西、江苏“苏锡常”、甘肃、青海等地区。截至2010年9月底，公司水泥总产能已达到6490万吨，为西北地区最大的水泥供应商。此外，公司在北方地区另有15条不同规模的生产线在建或拟建。

在石灰石矿供应方面，公司下属水泥生产企业基本拥有自有矿山，并且大部分矿山与生产企业的距离均在5~10公里以内，石灰石矿供应较为稳定。

总体来看，近年来公司不断推进区域市场整合和战略扩张，其在中国西北水泥市场的主导地位得以不断增强，未来随着在建生产线的陆续完工、产能持续释放，以及西部大开发进程加快，公司水泥制造业务板块发展前景良好。

新材料板块

公司新材料板块业务以玻璃纤维和风电叶片产品为主，此外还包括太阳能多晶硅熔炼器、CNG气瓶、太阳能多晶硅熔炼器、高温覆膜过滤材料、精细熔融石英陶瓷等。

近年来，公司新材料板块业务收入稳步增长，2009年，该板块实现主营业务收入34.28亿元，与2008年基本持平，毛利率21.50%，受玻璃纤维产品价格下降影响较上年有所降低；2010年1~9月，该板块实现主营业务收入38.98亿元，已超过该板块下2009年全年的主营业务收入规模，增幅明显，毛利率回升至28.73%。

表8 新材料板块收入和毛利率情况

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010年1~9月
主营业务收入 (亿元)	20.87	34.11	34.28	38.98
主营业务成本 (亿元)	15.21	23.98	26.91	27.78
毛利率(%)	27.10	29.70	21.50	28.73

资料来源：公司提供

公司玻璃纤维制造全部采用无碱池窑工艺，生产线全部采用纯氧燃烧技术，公司拥有中国首座万吨无碱玻璃纤维池窑，子公司泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”）还拥有国内玻纤行业首家企业博士后科研工作站、中国玻纤行业唯一的国家级技术中心，目前泰山玻纤为世界六大玻璃纤维供应商（巨石集团有限公司、美国欧文斯康宁、美国匹兹堡（PPG）、法国圣戈班、重庆国际复合材料有限公司和泰山玻纤，六大厂商产能占全球70%以上）之一，中国玻璃纤维和玻璃纤维制品三大生产商之一；公司风电叶片产品均拥有自主知识产权，与国内同类产品相比更适合我国低风速的特点。产品长度（40.25米）长于国内同类叶片（37.5米），气动外形更加优化，发电效率提高8-10%；采用目前世界叶片厂商的主流工艺技术，提高了产品的生产效率和稳定性；使用性能更为优异的环氧树脂体系，进一步提高了产品综合性能。公司已陆续在吉林白城、甘肃酒泉、北京八达岭三地启动了叶片生产线建设项目，预计在2010年下半年投产，将新增400套1.5MW叶片和600套3MW叶片产能。

总体看，公司新材料业务板块整体研发能力较强，玻璃纤维产品为行业内少数寡头之一，规模及品牌优势明显；风电叶片产品性能优势明显，随着在建生产线的陆续完工投产以及国家新能源发展规划的实施，公司新材料板块整体收入规模有望得到提升。

未来发展

公司将坚持贯彻“科技型、产业型、国际型”企业定位和“高成长性、高回报性、战略性”产业定位，促进水泥技术装备及工程服务

业、水泥制造业及新材料业务三大板块业务发展。

水泥技术装备及工程服务业方面，公司将进一步优化资源配置，形成合理的产业结构布局，在低品位原燃料应用、处理生活垃圾等新技术装备领域提升产业水平；大力加强国内外水泥余热发电项目市场开拓力度和“EPC”现场建设能力，以优质的服务和高质量的项目巩固行业领先地位。

水泥制造业方面，公司将坚持与区龙头企业战略，实行差异化发展。以投资新建和企业并购为手段，扩大产能，增强区域市场话语权。抓好在泛珠三角、西北等地区的发展布局，进一步提升行业竞争力。

高新材料业务方面，公司拥有一大批代表国内最高水平的先进技术，以及附加值高、成长性好、市场前景广阔的高新技术产品，未来，公司将继续提高产品质量，调整产品结构、优化工艺技术、促进产品升级、加快技术产业化，适时扩大产业规模。坚持自主发展和合作发展相结合，对有战略意义、回报率很高、成长性很好的产品，原则上是自我建设、自主发展；在保证公司绝对控股的前提下，也可采取合资、合作等方式加快产业发展速度，大力建设一批高新材料龙头产业基地。

六、财务分析

1. 财务概况

公司的 2007 年财务报告经利安达信隆会计师事务所审计，2008~2009 年财务报告经信永中和会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2010 年 1~9 月报表未经审计。

从合并范围变化情况来看，2008 年，公司新设子公司中材矿山建设有限公司（以下简称“中材矿山”），并将原二级子公司中国非金属材料南京矿山工程有限公司、兖州中材建设有限公司、天津矿山工程有限公司股权转让给中

材矿山，同时，2008 年新增收购宁夏建材集团有限责任公司（以下简称“宁夏建材”）；2009 年公司合并范围与 2008 年相比无变化；2010 年前 3 季度，公司合并范围增加祁连山控股一家。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额为 488.42 亿元，负债合计为 351.13 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 55.18 亿元）137.29 亿元；2009 年公司实现营业收入 302.02 亿元，利润总额 24.60 亿元。

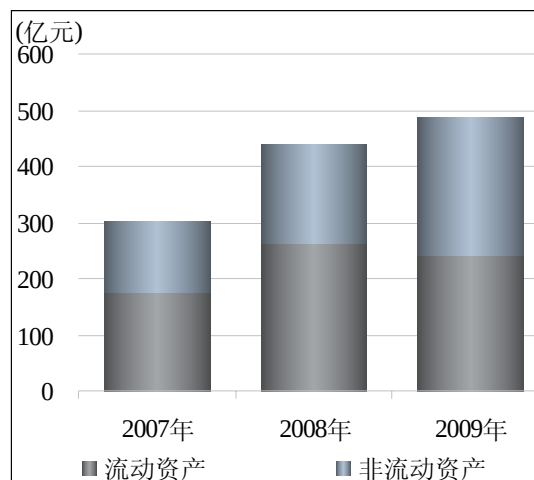
截至 2010 年 9 月底，公司（合并）资产总额 641.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益 83.50 亿元）180.37 亿元；2010 年 1~9 月公司实现营业收入 293.78 亿元，利润总额 31.80 亿元。

2007 年至今，公司采用会计准则无变化，以下财务分析以 2007~2009 年合并财务报表为主，2010 年 1~9 月合并报表作为补充。

2. 资产质量

2007~2009 年，公司资产规模持续增长，年复合增长率为 27.43%，主要是非流动资产增长所致。截至 2009 年底，公司(合并)资产合计为 488.42 亿元，其中流动资产占 49.85%，非流动资产占 50.15%。

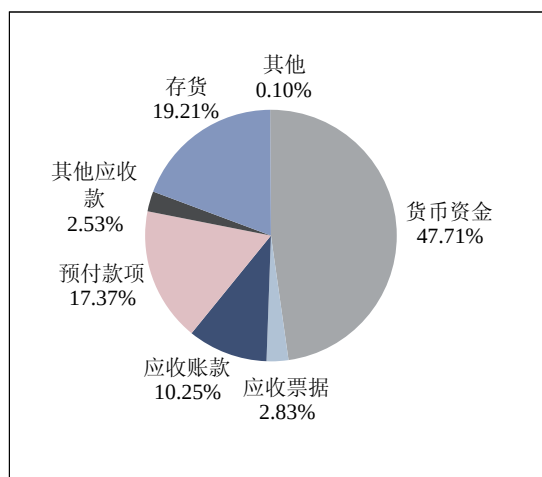
图 7 2007~2009 年公司资产构成情况



资料来源：根据审计报告整理

2007~2009 年，公司流动资产整体呈增长趋势，年复合增长率为 17.42%，其间有所波动。截至 2009 年底，公司流动资产 243.47 亿元，其中占比较高的主要为货币资金、存货、预付账款和应收账款。

图 8 2009 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司年报整理

2007~2009 年公司货币资金波动中有所增长，年复合增长率为 7.41%，截至 2009 年底，公司货币资金 116.16 亿元，其中银行存款占 70.48%，公司货币资金占流动资产的比例为 47.71%，公司货币资金充足率较高。

2007~2009 年公司应收票据持续快速增长，年均复合增长率为 32.14%，截至 2009 年底，公司应收票据 6.89 亿元，银行承兑汇票占 99.01%，变现能力强。

2007~2009 年公司应收账款净额持续快速增长，年复合增长率为 32.87%。截至 2009 年底，应收账款账面余额为 29.44 亿元，其中，单项金额重大的应收账款 10.96 亿元，计提坏账准备 1.06 亿元；单项金额不重大但按信用风险特征组合后该组合的风险较大的应收账款为 17.85 亿元，计提坏账准备 4.48 亿元，从账龄来看，账龄在 1 年以内的占 69.97%，1~2 年的占比 13.48%，2 年以上占 16.55%；其他单项金额不重大的应收账款 0.63 亿元，计提坏账准备 0.39 亿元。公司计提坏账准备合计为 4.48 亿元，计提比例为 15.23%，公司应收账款净额为 24.96

亿元。

2007~2009 年公司预付款项持续快速增长，年复合增长率为 33.87%，主要是公司预付的原材料采购款和工程款项。截至 2009 年底，公司预付账款余额 42.30 亿元，其中 1 年内占 86.02%，1~2 年占 11.70%，2 年以上占 2.28%，账龄超过一年的预付账款主要为工程项目款项尚未结算所致。

2007~2009 年公司其他应收款账面净额基本保持稳定，截至 2009 年底，公司其他应收款账面余额为 7.37 亿元，主要包括应收中国东方资产管理公司西安办事处还款保证金、关联方往来款项及借款、代政府支付建设款等。公司计提坏账准备合计 1.22 亿元，账面净额为 6.15 亿元。

2007~2009 年公司存货持续快速增长，年复合增长率为 28.93%，截至 2009 年底，公司存货账面余额为 47.87 亿元，其中在产品、库存商品和原材料分别占 40.18%、29.80%和 24.69%，其他占 5.33%，公司对存货计提存货跌价准备合计 1.10 亿元，存货净额为 46.77 亿元。

2007~2009 年公司非流动资产持续快速增长，年复合增长率为 40.45%，主要是可供出售金融资产、固定资产及在建工程增长所致。截至 2009 年底，公司非流动资产合计为 244.95 亿元，其中占比较高的主要为固定资产（60.15%）、在建工程（15.05%）、可供出售金融资产（8.50%）和无形资产（7.04%）。

公司可供出售金融资产 2007~2008 年金额较小，2009 年增长明显，达到 20.82 亿元，主要为公司持有的股票资产，2009 年大幅增长主要原因为公司子公司北京金隅股份有限公司（截至 2009 年底，公司持股 239587 万股）于 2009 年 7 月在香港联交所上市，按 2009 年最后一个交易日收盘价确认可供出售权益资产 17.91 万元。

2007~2009 年公司长期股权投资持续增长，年复合增长率为 22.19%，截至 2009 年底

公司长期股权投资 10.17 亿元，主要是对银川市商业银行股份有限公司、东方人寿保险股份有限公司、德恒证券有限责任公司、山东创新投资担保有限公司等的投资。

2007~2009 年公司固定资产账面净额持续增长，年均复合增长率为 42.19%，截至 2009 年底，公司固定资产原值 198.21 亿元，其中机器设备占 60.27%，房屋建筑物占 33.76%，运输设备、办公设备及其他合计占 5.97%。截至 2009 年底，公司累计计提折旧 49.24 亿元，固定资产减值准备 1.63 亿元，固定资产净额为 147.34 亿元，公司固定资产成新率 74.34%。

2007~2009 年公司在建工程持续增长，年复合增长率为 91.36%，截至 2009 年底，公司在建工程 36.88 亿元，其中主要包括湘潭 500t/d 生产线、江苏 2*4500t/d 熟料生产线、邹城泰玻四期工程、兰山二期项目（2*2500t/d 水泥熟料生产线技改项目二期、哈密新天山 2500t/d 熟料生产线等。

2007~2009 年公司无形资产持续快速增长，年均复合增长率为 53.14%，截至 2009 年底账面原值为 19.65 亿元，其中土地使用权占比 82.83%，采矿权占比 9.43%，专有技术占比 3.08%，其他非专利技术、商标等合计占比 4.66%。

2007~2009 年公司其他非流动资产呈现波动，2009 年底为 6.34 亿元，主要是预付祁连山控股（公司于 2009 年底支付了增资及收购款，企业合并协议于 2010 年 4 月获得国资委国有资产权[2010]296 号文件批准，并开始纳入公司合并范围）以及安徽瀛浦金龙水泥有限公司的投资款以及少量的临时设施。

截至 2010 年 9 月底，公司资产总额 641.26 亿元，较 2009 年底增长 31.29%。资产结构来看，流动资产占 48.94%，非流动资产占 51.06%，资产结构与 2009 年底相比无明显变化。

总体来看，公司资产构成中流动资产和非流动资产占比基本相当，流动资产中货币资金和存货占比较大，资产流动性较好；总体看，

公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2007~2009 年公司所有者权益持续增加，年复合增长率为 14.70%，主要是少数股东权益和未分配利润所致。截至 2009 年底，公司所有者权益 137.29 亿元，其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占 26.01%、24.08%、0.27%、9.07% 和 40.19%。截至 2009 年底，公司实收资本 35.71 亿元，与 2008 年底无变化；公司资本公积为 33.06 亿元，较 2008 年底增长 30.99%，资本公积主要为股本溢价；公司少数股东权益 55.18 亿元，占所有者权益比重为 40.19%。由于公司重要二级子公司，如“赛马实业”、“中材国际”、“天山股份”“中材科技”均为国内上市企业，少数股东占比较高，对母公司所有者权益有所摊薄。总体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2010 年 9 月底，公司所有者权益为 180.37 亿元，较 2009 年底增长 31.38%，主要是少数股东权益及未分配利润增长所致，公司所有者权益结构较 2009 年底基本维持稳定。

2007~2009 年公司负债合计持续增长，年复合增长率为 33.71%，截至 2009 年底，公司负债合计 351.13 亿元，其中流动负债占 71.56%，非流动负债占 28.44%。近年来公司负债结构均以流动负债为主。

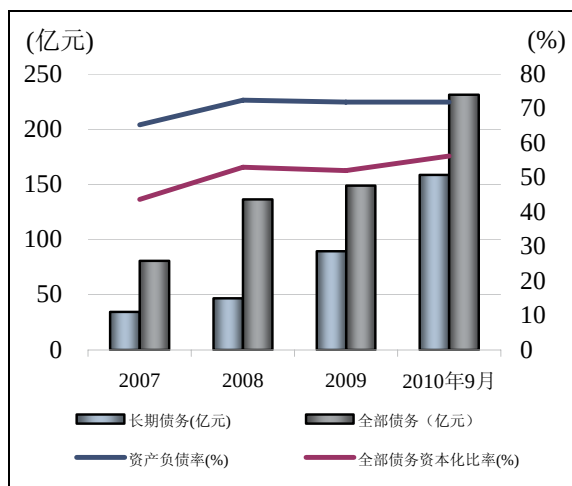
2007~2009 年公司流动负债规模呈现波动增长趋势，截至 2009 年底，公司流动负债为 251.28 亿元，其中占比较高的主要为预收款项、应付账款和短期借款。2007~2009 年，公司短期借款波动较大，2008 年最高峰达到 78.37 亿元，截至 2009 年底公司短期借款为 46.17 亿元；2007~2009 年公司应付账款持续增长，年复合增长率为 33.37%，截至 2009 年底，公司应付账款为 60.84 亿元；2007~2009 年公司预收款项整体呈增长趋势，年复合增长率为 37.80%，截至 2009 年底公司预收款项为 104.06 亿元；2007~2009 年公司其他应付款年均复合增长 12.89%，2009 年底为 16.62 亿元，主要为应付

中材集团借款以及应付其他代购设备款、股东增资款、中行贷款债权转让款等。

2007~2009年公司非流动负债持续快速增长,年复合增长率为65.01%,截至2009年底,公司非流动负债为99.85亿元,其中长期借款占64.72%,应付债券占24.87%,长期应付款占3.24%,其他合计占7.17%。2007~2009年公司长期借款持续增长,年复合增长率为36.69%,2009年底为64.62亿元;公司应付债券未2009年新增,为公司于2009年7月发行的公司债券25亿元;2007~2009年公司长期应付款大幅增长(年均复合增长188.07%),主要为应付项目代理费和采矿权价款等。

截至2010年9月底,公司负债合计为460.89亿元,较2009年底增长31.26%,主要来自长期借款和应付债券(2010年3月公司发行17亿元中期票据)的增长。从负债结构来看,流动负债占62.84%,非流动负债占37.16%,公司负债结构基本保持稳定。

图9 2007年~2010年9月公司债务负担



资料来源：公司年报

2007~2009年公司债务总额持续增长,年复合增长率为35.78%,截至2009年底公司债务总额为148.87亿元,其中短期债务占39.93%,长期债务占60.09%,公司以长期债务为主;截至2010年9月底,公司债务总额为231.41亿元,从债务结构来看,2009年以前,公司主要以短期债务(主要为短期借款)为主,

2009年及2010年9月,随着长期借款及应付债券的大幅增加,长期债务占比超过短期债务居主要地位。

2007~2009年,受公司债务规模持续增长影响,公司资产负债率、全部债务资本化比率波动中有所上升,长期债务资本化比率持续上升,2009年底该三项指标分别为71.89%、52.02%和39.45%,公司债务负担略重。截至2010年9月底,以上指标分别为71.87%、56.20%和46.80%,公司债务负担整体来看略有加重。

总体看,公司面临一定的债务负担。

4. 盈利能力

2007~2009年公司各板块业务收入均呈现不同幅度增长,公司营业收入合计增幅明显,年复合增长率为26.37%,2009年公司实现营业收入302.02亿元;公司营业成本基本与营业收入增长态势相同,年复合增长率为24.06%,2009年为245.27亿元;近三年公司营业利润率波动中有所上升,分别为15.08%、18.74%和17.98%。

从期间费用看,2007~2009年,公司期间费用占营业收入的比重分别为9.94%、12.07%和11.22%,期间费用占营业收入的比重较低,公司管理效率较高。2007~2009年,公司资产减值损失呈波动增长趋势,2009年为1.73亿元;2007~2009年公司投资收益大幅波动,2009年为-0.28亿元,较2008年0.74亿元大幅减少原因主要为三级子公司成都院公司、中材建设、天津院公司当年从事外汇掉期、远期购/售汇业务投资损失较大所致。2007~2009年公司营业利润大幅增长,年复合增长率为47.48%,2009年为18.81亿元。

2007~2009年,公司利润总额和净利润规模大幅增长,年复合增长率分别为50.60%和57.43%,2009年分别为24.60亿元和19.69亿元。受此带动,公司总资本收益率和净资产收益率均逐年增长,2009年分别为8.99%和14.34%。

2010年1~9月,公司实现营业收入294.78亿元,完成2009年全年的97.60%;公司营业成本为232.30亿元;公司营业利润率有所上升,为20.44%。2010年1~9月公司利润总额和净利润分别为31.80亿元和26.44亿元。

总体看,近年来,公司各板块业务运营情况良好,业务收入持续快速增长,公司利润规模大幅增长,公司盈利能力较好;未来随着公司研发能力的不断加强以及生产工艺的进一步优化,公司整体盈利能力有望进一步提升。

5. 现金流量

公司经营活动现金流以销售商品、提供劳务收到的现金以及购买商品、接受劳务支付的现金为主,2007~2009年随着公司收入规模的逐年扩大,公司经营活动现金流入量也逐年快速增长(年均复合增长24.19%),2009年为328.94亿元;近三年,公司经营活动现金流出量分别为186.68亿元、262.32亿元和314.66亿元;经营活动现金流量净额呈现波动,分别为26.60亿元、55.73亿元和14.29亿元。

公司投资活动现金流入较少,以现金流出为主,主要体现为构建固定资产、无形资产等支付的现金以及投资所支付的现金,2007~2009年,公司投资活动现金净流出量分别为9.18亿元、56.09亿元和52.22亿元。

2007~2009年,公司筹资活动前现金流量净额分别为17.43亿元、-0.36亿元和-37.93亿元,公司对外筹资需求大。

公司筹资活动现金流入以借款收到的现金为主,2009年还包括发行25亿元公司债券以及大量定期存款质押解除带来的现金流入(体现在“收到的其他与筹资活动有关的现金”中);公司筹资活动现金流出以偿还债务本息产生的现金流出为主。2007~2009年,公司筹资活动现金净流入量呈现波动,分别为40.44亿元、15.22亿元和35.73亿元。

2010年1~9月,公司经营活动产生的现金净流量为18.18亿元;投资活动产生的现金净

流量为-46.36亿元;筹资活动产生的现金净流量为50.18亿元。

综合来看,公司经营活动产生现金流的能力较强,但仍不足以弥补近年来公司生产规模扩张带来的较大资金需求,公司存在一定外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看,2007~2009年,公司流动比率和速动比率持续下降,2009年分别为96.89%和78.28%。2010年9月底,公司流动比率和速动比率有所提升,分别为108.37%和88.75%;2007~2009年公司经营现金流动负债比分别为16.65%、21.00%和5.69%;从经营活动现金流入量对流动负债额覆盖倍数看,2007~2009年分别为1.34倍、1.20倍和1.31倍,总体看,公司短期偿债能力指标普遍较低,考虑到公司经营活动现金流入量规模较大,能够满足公司经营需要,公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看,2007~2009年,受公司利润规模上升影响,EBITDA持续增长,2009年为42.68亿元;公司全部债务/EBITDA有所波动,近三年分别为4.06倍、4.11倍和3.49倍;EBITDA利息倍数持续上升,近三年分别为5.37倍、6.43倍和7.09倍。总体看,公司长期偿债能力较强。

截至2010年9月底,公司对外担保合计26.17亿元,担保比率较低,为14.50%,目前被担保企业经营正常,公司或有负债风险较低。

公司与银行建立了长期的合作关系,截至2010年9月底,公司本部共获各家银行授信额度合计人民币135.1亿元和美元5000万元,尚未使用额度合计人民币123.52亿元,公司间接融资渠道畅通;同时公司直接或间接拥有5家上市公司,直接融资渠道畅通。

六、综合评价

国民经济持续快速发展以及基建投资力度

加大带动了水泥行业发展。国内水泥行业产能过剩压力加大，行业竞争加剧，行业整合正在逐步推进。淘汰落后产能的产业政策有助于区域水泥龙头企业巩固竞争优势和扩大市场占有率。总体看，公司发展面临较好外部环境。

公司是全球最大的水泥技术装备与工程服务商、中国玻璃纤维和玻璃纤维制品三大生产商之一，同时也是世界六大玻璃纤维供应商之一，旗下拥有多家上市公司，在行业地位、产能规模、项目储备、技术研发实力以及融资渠道等方面具有显著优势。近几年，公司生产规模逐年扩大，营业收入和盈利稳步增长，对全部债务的保护能力正常。公司整体信用风险很低。

附件 1 2010 年 9 月底公司纳入合并范围子公司列表

序号	公司名称	投资额（万元）	持股比例（%）
1	泰山玻璃纤维有限公司	252999.09	100.00
2	宁夏建材集团有限责任公司	176688.60	100.00
3	中材水泥有限责任公司	148703.95	100.00
4	新疆天山水泥股份有限公司	135231.87	41.95
5	中国中材国际工程股份有限公司	107129.40	42.46
6	中材高新材料股份有限公司	50118.35	99.46
7	中材科技股份有限公司	42552.64	47.67
8	甘肃祁连山建材控股有限公司	33276.95	51.00
9	中材矿山建设有限公司	13973.52	100.00
10	中材金晶玻纤有限公司	12561.80	51.00
11	厦门艾思欧标准砂有限公司	12212.62	51.00
12	中材恒和科技园开发有限公司	4789.89	100.00
13	河南中材环保有限公司	3977.06	100.00
14	上饶中材机械有限公司	1975.29	100.00

资料来源：公司 2010 年半年度报告。

附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动资产：					
货币资金	1006925.48	1483723.32	1161613.89	7.41	1368757.55
短期投资	31.00				
交易性金融资产		924.18	1354.95	561.12	576.10
应收票据	39443.15	40014.69	68874.74	32.14	118898.78
应收账款	141372.88	215931.14	249586.32	32.87	384206.74
预付款项	236013.42	416588.20	422978.89	33.87	591734.10
应收利息		14.21	13.73		77.89
应收股利	4326.68	1781.84	987.58	-52.22	
其他应收款	56424.54	61978.63	61475.97	4.38	105068.19
存货	281376.13	393431.84	467732.55	28.93	568275.86
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产			68.46		1450.68
流动资产合计	1765913.28	2614388.06	2434687.07	17.42	3138469.79
非流动资产：					
可供出售金融资产	642.22	504.04	208209.86	1700.57	255137.89
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	68144.92	88738.36	101746.53	22.19	51987.16
投资性房地产	1942.29	13329.45	14456.77	172.82	11388.38
固定资产	728800.04	1219506.79	1473406.42	42.19	2131814.69
在建工程	100708.53	270804.11	368763.97	91.36	481316.64
工程物资	11153.10	13381.49	734.57	-74.34	5948.81
固定资产清理					32.11
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	73535.97	121163.75	172458.05	53.14	241567.11
开发支出	139.69	786.53	1505.96	228.33	1316.28
商誉		4558.63	4558.63		47603.98
合并价差	155433.37				
长期待摊费用	2219.11	19162.26	18800.65	191.07	14450.87
递延所得税资产	4824.26	17679.73	21480.28	111.01	29643.88
其他非流动资产	94118.60	98.39	63379.73	-17.94	1928.72
非流动资产合计	1241662.11	1769713.54	2449501.43	40.45	3274136.51
资产总计	3007575.39	4384101.60	4884188.50	27.43	6412606.30

注：公司 2007~2009 年报表数据已经审计，2010 年 1~9 月数据未经审计，下附表同

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动负债：					
短期借款	352961.39	783659.62	461677.29	14.37	597243.26
交易性金融负债		4047.25	523.39		2658.68
应付票据	85319.74	85624.72	78123.34	-4.31	85847.94
应付账款	342059.60	463262.60	608440.64	33.37	708485.28
预收款项	547987.39	1096257.82	1040564.96	37.80	1135496.39
应付职工薪酬	23431.96	31756.84	40087.89	30.80	43968.26
应交税费	18592.40	9227.97	7210.53	-37.72	14963.23
应付利息		3166.69	9818.19		6975.44
应付股利	58365.62	9826.29	5723.70	-68.68	
其他应付款	130451.38	126246.48	166244.90	12.89	208664.32
应付分保账款					
一年内到期的非流动负债	23364.00	23950.05	53775.53	51.71	41536.80
其他流动负债	14820.77	17325.74	40589.06	65.49	50246.93
流动负债合计	1597354.25	2654352.07	2512779.42	25.42	2896086.54
非流动负债：					
长期借款	345884.18	466345.48	646245.12	36.69	1168361.62
应付债券			248338.14		418500.45
长期应付款	3893.45	27823.90	32310.55	188.07	27371.45
专项应付款	5973.70	7046.88	13407.42	49.81	19030.58
预计负债	2500.00	3810.21	288.14	-66.05	2341.33
递延收益					
递延所得税负债	17.63	3797.10	42774.07	4825.73	55271.85
其他非流动负债	8451.65	12895.34	15145.77	33.87	21931.60
非流动负债合计	366720.61	521718.90	998509.22	65.01	1712808.88
负债合计	1964074.86	3176070.97	3511288.64	33.71	4608895.41
所有者权益：					
实收资本(或股本)	343170.80	357146.40	357146.40	2.02	357146.40
资本公积	411098.50	252401.32	330623.00	-10.32	401318.61
减：库存股					
专项储备			4800.16		6365.68
盈余公积	1360.71	3917.57	3739.67	65.78	3739.67
未分配利润	2975.02	65878.92	124507.03	546.92	199976.51
外币报表折算差额	435.19	484.38	261.70	-22.45	165.43
归属于母公司权益合计	759040.22	679828.59	821077.96	4.01	968712.30
少数股东权益	284460.31	528202.03	551821.90	39.28	834998.59
所有者权益合计	1043500.53	1208030.62	1372899.86	14.70	1803710.89
负债和所有者权益总计	3007575.39	4384101.60	4884188.50	27.43	6412606.30

附件 3 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
一、营业收入	1891372.27	2473049.89	3020212.20	26.37	2947790.70
减: 营业成本	1593576.31	1987973.51	2452672.39	24.06	2323034.01
营业税金及附加	12578.41	21695.88	24460.24	39.45	22203.06
销售费用	49636.13	72625.60	81552.31	28.18	75426.83
管理费用	105858.11	160810.16	219082.61	43.86	172423.54
财务费用	32490.20	64978.54	38266.34	8.53	64563.23
资产减值损失	9023.58	17509.98	17274.60	38.36	18090.03
加: 公允价值变动收益		-3123.07	3954.64		-3490.25
投资收益	-1740.34	7417.24	-2777.39	26.33	15164.89
其中: 对合营企业投资收益	4783.00	6976.00	3331.49	-16.54	1595.47
汇兑收益					
二、营业利润	86469.18	151750.38	188080.97	47.48	283724.65
加: 营业外收入	25104.32	49438.56	64798.14	60.66	37467.59
减: 营业外支出	3099.52	24890.25	6864.20	48.82	3173.80
其中: 非流动资产处置损失	489.05		2941.03	145.23	
三、利润总额	108473.99	176298.69	246014.91	50.60	318018.45
减: 所得税费用	29016.39	29533.05	49074.57	30.05	53641.78
四、净利润	79457.59	146765.64	196940.34	57.43	264376.67
其中: 归属于母公司的净利润	26981.41	50116.96	67015.42	57.60	84398.14
少数股东损益	52476.18	96648.68	129924.92	57.35	179978.53

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	2001222.45	2968833.37	2946627.35	21.34	2831546.49
收到的税费返还	41962.88	43816.69	78528.89	36.80	55890.64
收到其他与经营活动有关的现金	89686.76	167882.75	264288.52	71.66	201122.68
经营活动现金流入小计	2132872.09	3180532.81	3289444.77	24.19	3088559.81
购买商品、接受劳务支付的现金	1456445.36	1956733.45	2463065.57	30.04	2280271.42
支付给职工以及为职工支付的现金	134144.72	173193.60	202323.04	22.81	200138.37
支付的各项税费	101126.13	168814.68	196687.68	39.46	189744.76
支付其他与经营活动有关的现金	175123.29	324500.22	284476.67	27.45	236636.69
经营活动现金流出小计	1866839.50	2623241.94	3146552.96	29.83	2906791.24
经营活动产生的现金流量净额	266032.59	557290.87	142891.81	-26.71	181768.57
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	3007.16	17790.00	6149.12	43.00	6686.97
取得投资收益收到的现金	975.37	3995.62	3929.37	100.71	2466.35
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	9404.16	2066.56	1413.09	-61.24	7227.32
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	600.00	2230.13	5841.41	212.02	115918.33
投资活动现金流入小计	13986.69	26082.31	17332.99	11.32	132298.97
购建固定资产、无形资产等支付的现金	140154.18	419375.56	311798.71	49.15	458479.68
投资支付的现金	19527.22	66795.29	214834.57	231.69	132803.61
取得子公司等支付的现金净额	-66966.19	97926.47			
支付其他与投资活动有关的现金	13025.50	2864.73	12922.73	-0.40	4610.19
投资活动现金流出小计	105740.72	586962.05	539556.02	125.89	595893.48
投资活动产生的现金流量净额	-91754.02	-560879.74	-522223.03	138.57	-463594.52
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	417580.56	145539.69	8137.81	-86.04	61871.38
取得借款收到的现金	451868.26	983458.42	1120058.40	57.44	1170614.85
发行债券收到的现金			248250.00		
收到其他与筹资活动有关的现金		114240.09	364982.33		9341.81
筹资活动现金流入小计	869448.82	1243238.20	1741428.54	41.52	1241828.05
偿还债务支付的现金	401608.61	573577.53	1221388.88	74.39	625922.66
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	55258.22	157413.93	104707.61	37.65	101816.50
支付其他与筹资活动有关的现金	8157.30	360004.66	58051.15	166.77	12278.02
筹资活动现金流出小计	465024.13	1090996.12	1384147.64	72.53	740017.18
筹资活动产生的现金流量净额	404424.69	152242.08	357280.90	-6.01	501810.86
四、汇率变动对现金的影响	-235.82	-3354.04	84.60		-6033.92
五、现金及现金等价物净增加额	578467.43	145299.16	-21965.73		213951.00
加: 期初现金及现金等价物余额	428458.05	882091.69	1027390.86	54.85	1005425.13
六、期末现金及现金等价物余额	1006925.48	1027390.86	1005425.13	-0.07	1219376.13

附件4-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	79457.59	146765.64	196940.34	57.43
加: 资产减值准备	12893.10	17509.98	17274.60	15.75
固定资产折旧及其他	49691.48	86561.03	98721.43	40.95
无形资产摊销	2760.33	4794.12	6798.88	56.94
长期待摊费用摊销	789.88	12764.32	15076.13	336.88
处置固定资产、无形资产等损失	-2416.70	-587.79	929.07	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失		3123.07	-3954.64	
财务费用	37203.33	51673.13	60179.68	27.18
投资损失	1740.34	-7417.24	2777.39	26.33
递延所得税资产减少	-1043.74	-8834.64	-3404.53	80.61
递延所得税负债增加	17.63	3332.59	154.71	196.24
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-30509.49	-109463.60	-76187.11	58.02
经营性应收项目的减少	-18032.43	-196504.13	-370175.60	353.08
经营性应付项目的增加	133481.27	606579.47	-102382.25	
受限货币资金的减少		-53005.09	300143.71	
经营活动产生的现金流量净额	266032.59	557290.87	142891.81	-26.71
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	1006925.48	1027390.86	1005425.13	-0.07
减: 现金的期初余额	428458.05	882091.69	1027390.86	54.85
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	578467.43	145299.16	-21965.73	

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	11.12	11.32	10.52	--
存货周转次数(次)	6.16	5.89	5.70	--
总资产周转次数(次)	0.79	0.67	0.65	--
盈利能力				
营业利润率 (%)	15.08	18.74	17.98	20.44
总资本收益率(%)	6.29	7.72	8.99	--
净资产收益率(%)	7.61	12.15	14.34	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	24.89	27.85	39.45	46.80
全部债务资本化比率(%)	43.63	53.03	52.02	56.20
资产负债率(%)	65.30	72.45	71.89	71.87
偿债能力				
流动比率(%)	110.55	98.49	96.89	108.37
速动比率(%)	92.94	83.67	78.28	88.75
经营现金流动负债比(%)	16.65	21.00	5.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.37	6.43	7.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.06	4.11	3.49	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.22	0.00	-0.25	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	4.71	-0.07	-6.30	--

附件 6 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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