

信用等级公告

联合[2011] 228 号

联合资信评估有限公司通过对新疆天山水泥股份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

新疆天山水泥股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

新疆天山水泥股份有限公司

2011 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年七月十二日



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）与新疆天山水泥股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与新疆天山水泥股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因新疆天山水泥股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由新疆天山水泥股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、新疆天山水泥股份有限公司 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

二零一一年七月十二日

新疆天山水泥股份有限公司

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: AAA

本期中期票据发行额度: 8 亿元

本期中期票据期限: 5 年

评级时间: 2011 年 7 月 12 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 3 月
资产总额(亿元)	60.06	78.71	103.60	121.79
所有者权益(亿元)	12.87	19.02	42.75	42.59
长期债务(亿元)	16.80	21.51	31.76	34.66
全部债务(亿元)	29.64	40.65	42.09	52.76
营业收入(亿元)	34.94	41.15	57.05	6.95
利润总额(亿元)	3.30	4.84	7.77	-0.14
EBITDA(亿元)	7.48	9.47	13.11	--
经营性净现金流(亿元)	6.26	6.32	10.85	1.90
营业利润率(%)	25.61	25.76	28.25	25.68
净资产收益率(%)	23.26	22.97	15.80	--
资产负债率(%)	78.58	75.84	58.74	65.03
全部债务资本化比率(%)	69.73	68.13	49.61	55.34
流动比率(%)	52.50	54.36	94.19	85.75
全部债务/EBITDA(倍)	3.96	4.29	3.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.17	4.59	5.31	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.93	1.18	1.64	--

注: 2008-2010 年数据均经审计; 2008 年数据采取经调整的 2009 年审计报告期初数; 2011 年 1 季度财务报表未经审计。

分析师

孙恒志 张 丽

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”) 对新疆天山水泥股份有限公司 (以下简称“公司”或“天山股份”) 的评级反映了其作为西北地区最大的水泥生产厂家, 在行业地位、区域优势、经营规模和技术水平等方面的显著优势。同时, 联合资信也关注到水泥行业原燃材料波动较大、江苏市场竞争激烈以及公司未来资本支出规模较大等因素可能对其信用水平带来不利影响。

在国家“十二五”规划对保障房、高铁、水利、水电和农村基建重视程度加大的背景下, 相关投资将维持对水泥旺盛的需求。受益于西部大开发战略的实施, 未来新疆自治区区内固定资产投资将持续快速增长, 公司发展前景良好。随着公司产能扩张项目的投产以及高附加值产品占比的提高, 公司经营规模和盈利能力有望进一步增强。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据由中债信用增进投资股份有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保, 经联合资信评定, 中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为 AAA, 担保实力强, 显著提升本期中期票据的安全性。

基于对公司主体长期信用状况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极低, 安全性极高。

优势

1. 国内固定资产投资的增加带动了水泥行业的快速发展。公司作为西北地区最大的水泥生产厂家和全国重要的特种水泥生产基地, 具有较强的规模优势和市场影响力。
2. 公司致力于对上游石灰石资源的合理配置, 竞争优势和抗风险能力有所增强。

3. 近年来，公司产能不断扩张，水泥销量及收入持续增长，盈利能力较强。
4. 2010 年非公开发行股票有效降低了公司债务负担，优化了资本结构。
5. 公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期拟发行中期票据覆盖程度较高。
6. 中债信用增进投资股份有限公司担保实力强，显著提升本期中期票据的偿付安全性。

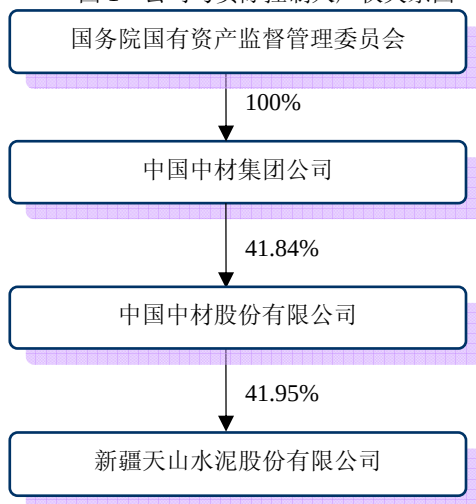
关注

1. 江苏市场原燃材料价格波动对该区域水泥生产成本控制影响较大。
2. 随着水泥行业新增产能不断释放，公司业务所在区域尤其是江苏地区市场竞争加剧。
3. 受新疆地区气候影响，该地区水泥需求集中于二、三季度，一季度呈现季节性亏损。公司产品销售高峰期与原材料备货期不匹配，导致存货中原材料占比较大。
4. 公司未来资本性支出规模较大，存在较大的融资需求。

一、主体概况

新疆天山水泥股份有限公司(以下简称“公司”或“天山股份”)系经新疆维吾尔自治区人民政府(新政函[1998]70号)批准成立,并经自治区人民政府(新政函[1998]95号)同意调整发起人及股本,以新疆水泥厂45万吨分厂为主体,联合新疆石油管理局、新疆对外经济贸易(集团)有限责任公司、新疆金融租赁有限责任公司、中国建筑材料西北公司、新疆建化工业总厂等五家单位共同发起,以募集方式设立的股份有限公司。1999年公司股票在深圳证券交易所上市,股票简称“天山股份”,股票代码000877。截至2010年底,公司总股本38894.51万股,其中第一大股东中国中材股份有限公司(以下简称“中材股份”)持股41.95%,中材股份是全球最大的水泥技术装备与工程服务供应商。中国中材集团公司(以下简称“中材集团”)持有公司控股股东中材股份41.84%的股权,为中材股份第一大股东,是公司的实际控制人。

图1 公司与实际控制人产权关系图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：水泥及相关产品的开发、生产、销售和技术服务。

截至2010年底,公司合并资产总额103.60亿元,所有者权益42.75亿元(其中少数股东权

益6.60亿元);2010年公司实现营业收入57.05亿元,利润总额7.77亿元。

截至2011年3月底,公司合并资产总额121.79亿元,所有者权益42.59亿元(其中少数股东权益6.25亿元);2011年1~3月公司实现营业收入6.95亿元,利润总额-0.14亿元。

公司注册地址:乌鲁木齐市水泥厂街242号;法定代表人:张丽荣。

二、本期中期票据概况

公司拟发行2011年第一期中期票据(简称“本期中期票据”),发行额度8亿元,期限5年。本期中期票据募集资金全部用于满足下述子公司项目建设,其中4亿元用于哈密天山水泥有限责任公司5000t/d熟料水泥生产线工程,4亿元用于库车天山水泥有限责任公司5000t/d熟料水泥生产线工程。

本期中期票据由中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

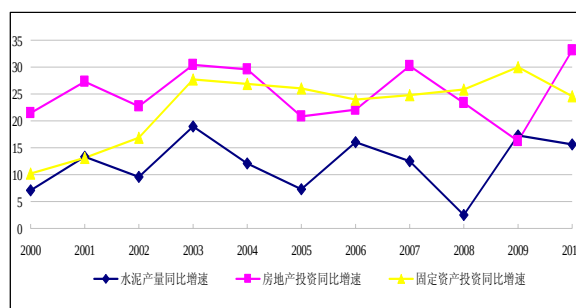
三、行业分析

1. 行业现状

水泥是全球用途最广、用量最多的建筑材料,是影响国民经济发展的基础性产品。目前,中国水泥产量居世界第一位,占世界总产量的48%左右。

行业需求

图2 2000-2010年中国水泥产量、房地产投资及固定资产投资同比增速情况(单位:%)



资料来源：Wind 资讯

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。近年来，中国房地产业发展、城镇化建设、以交通运输为主的基础设施建设、国家重点工程、新农村建设等带动了水泥需求的快速增长。水泥需求的增长和固定资产投资的增长关系紧密，建筑、房地产、能源和交通四大行业约占中国水泥消费总量的80%，是拉动水泥需求增长的主导力量。

“十一五”期间，中国投资的重点领域是：公路交通、铁路建设、能源开发、大型港口群建设、城镇化建设和住房建设、农村道路建设，这些行业的水泥消费量保持高速增长。在交通建设方面，“十一五”期间国家建设铁路新线1.7万公里，其中客运专线7000公里；国家重点规划建设的“国家高速公路网”总规模约6.5万公里，按静态投资计算，国家高速公路网建设所用资金约2万亿元；在城镇化建设方面，2010年城镇化水平由2005年的43%提高到了47%，若以城镇化率平均每年增加1%计算，城镇每年新增住房4.6亿平方米，此项每年增加水泥用量约1.4亿吨；在新农村建设过程中，全国农村住房投资每年至少新增6000亿元，农村每年新增加经济适用住房约12亿平方米，增加水泥用量约2.4亿吨，农村道路、安全饮水、沼气、用电、通讯、广播电视等基础设施建设投资约为4万亿，此项投资约3.6亿吨水泥。“十一五”期间上述产业的发展带动了水泥需求量的快速增加。

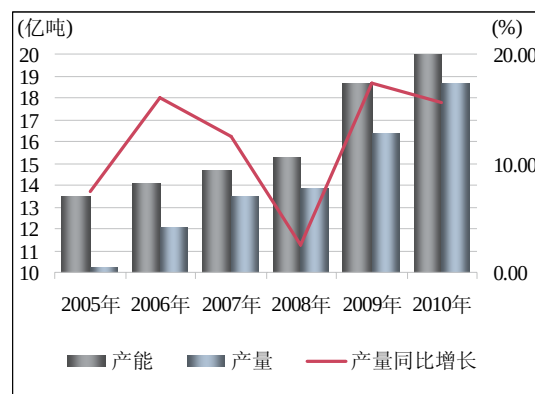
2011年“4万亿刺激政策”对水泥向上的推动效应已大大减弱，但其大多数工程仍然在建，对水泥需求的支撑作用还在，而水利、高铁等建设的兴起也使水泥需求得到了一定保障。特别是住建部推出的1000万套保障性住房建设，将带来水泥需求的新增量约1.5亿吨。另外，城镇化建设和区域开发都将使水泥需求保持一定增长速度。

行业运行状况

中国水泥产量从1978年的6524万吨增长到2010年的18.68亿吨，期间经历了两个高峰

和两个低谷。2004年中国进行产业调控，水泥产量增长率连续两年下降，2005年产量增长率下降到10.55%；2006年水泥行业重新出现快速发展的势头，产量增长达到了19.10%；2007年、2008年在淘汰落后产能政策推动下，产能增速持续放缓，2008年产量增长率到达低谷；2009年新建水泥生产线产能集中释放，产能增速达16%，产量为16.29亿吨。2010年在4万亿投资基础设施建设的拉动下，水泥产量18.68亿吨，增速达到了15.54%。其中，华东和中南地区在全国水泥总产量中占比较大，同比增速较快的是西南和西北地区，由于上海世博会和限电力度最大，华东地区水泥产量同比增速最低，同比增速为6.81%。

图3 2005-2010水泥产能、产量及同比增长



注：2010年水泥产能为预估值。

资料来源：Wind资讯

中国局部地区水泥盲目投资、重复建设问题严重，2005年和2006年水泥行业固定资产投资下降，受水泥结构调整加快、淘汰落后产能力度加大、节能减排压力增加等因素拉动，2007年水泥投资出现恢复性增长，全年投资额654亿元，同比增长33%，2008年延续了上年增幅，2009年全国水泥行业累计投资额为1700.72亿元，同比增长61.75%。2010年水泥行业新建项目严格把关，投资增速大幅放缓，全国水泥累计投资1754亿元，同比增长仅为3.19%。从各区域看：西南、中南和华东均出现负增长，特别是西南地区，水泥投资增速从去年同期的

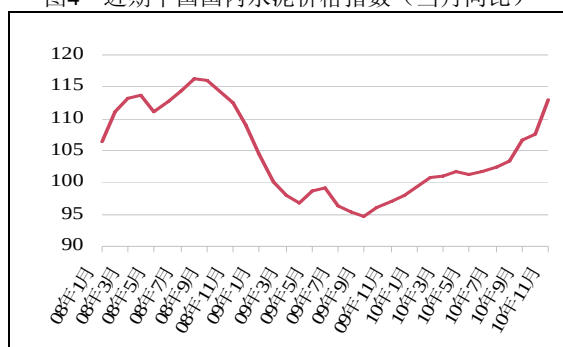
130.03%下降到-13.21%；水泥投资增速排名前两位的华北、西北投资增速为 35.56%、26.7%。

2011 年工信部出台了《水泥行业准入条件》，公告了投资新建或改扩建水泥（熟料）生产线、水泥粉磨站产能限制要求，在“十二五”期间，产能过剩治理力度将会继续加大。

水泥行业是完全竞争性行业，同时，水泥销售存在明显的区域性特征，其产品价格主要由区域供需关系和生产成本决定。

水泥价格多年在低位徘徊。2005 年起房地产开发投资拉动水泥需求大幅增加，水泥价格呈波动上升趋势，2007 年每吨水泥价格 316 元，同比上涨 3%-5%。2008 年受需求增长和原材料价格上升的带动，水泥价格处于高位。2009 年新增产能集中释放，产能过剩现象严重，水泥价格出现回落。2010 年中国水泥价格持续走高，特别是第四季度，长三角地区限电带来市场水泥供给缺口增大，使得水泥价格创新高。

图4 近期中国国内水泥价格指数（当月同比）



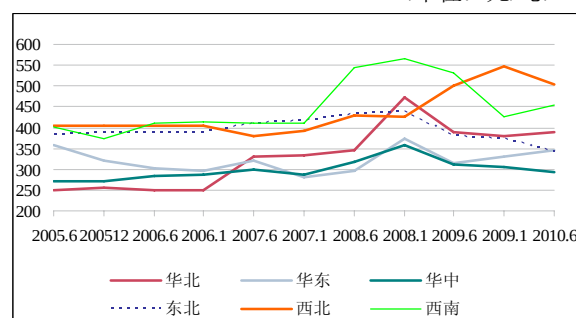
资料来源：Wind资讯

由于水泥具有明显的区域性，各地区的供求情况不同，水泥价格差别很大（如图 5）。其中西北地区由于地理位置相对封闭，竞争压力不大，水泥价格居全国价格高位；华东、中南地区是各大水泥龙头的聚集区，竞争十分激烈，2008 年以来水泥价格低于全国平均水平。以 2010 年 6 月 P.O 42.5 水泥价格来看，西北地区水泥价格最高，42.5 强度普通硅酸盐水泥地区平均价格为 504.23 元/吨；华中地区水泥价格最低，地区平均价格为 294.33 元/吨；与 2009

年相比，除西南、东北和华中地区外，其他地区价格均有所上涨，其中华东地区涨幅最大。

预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的上涨，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升。

图5 2005-2010年中国主要区域P.O 42.5水泥价格变化（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯

产业格局

表 1 区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥、金隅集团等	环渤海经济圈等城市圈建设、南堡油田开发带动京津冀地区固定资产投资快速增长，但落后产能淘汰带来存量供给存在缺口。
东北	山水集团、海德堡、冀东水泥、天瑞集团控制辽宁市场，亚泰水泥、金刚水泥和滨州水泥垄断吉林、黑龙江市场。	振兴东北区域经济发展战略出台，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），冀东水泥	地域广阔、运输半径较大、水泥市场比较封闭，西部大开发战略的实施，基础设施建设的高投入，水泥需求旺盛，发展机遇良好。
华东	江浙沪为海螺水泥、南方水泥占据，安徽省是海螺水泥的根据地，山东省则以中联水泥、山水集团为主	华东地区已步入成熟市场，是中国最大的水泥消费区，区域集中度高，是全国竞争最激烈的地区。
华南	海螺水泥、台湾水泥等	竞争激烈，整合趋势明显，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、亚东水泥等	整体发展落后，企业的规模普遍偏小，规模优势不明显

资料来源：数字水泥网

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。

在中国整个水泥市场产业格局中，新疆地区水泥市场比较封闭，但西部大开发战略的实施对新疆水泥市场带来较大机遇。新疆水泥具有原材料和能源丰富的优势，但交通尚不发达，运费较高，另外新型干法生产工艺覆盖面较低。江苏地区是中国水泥发展最发达的地区，总体生产工艺较高，水泥需求量较高，但煤、石灰石等矿产资源不丰富。

水泥销售存在明显的区域性特征，销售半径的存在使得水泥企业的竞争主要表现为区域内竞争，这种竞争的区域性促使水泥企业在经营的有效经济区域内尽可能做大做强；而水泥产品较高的同质性又使水泥行业成为规模效益显著和较利于规模扩张的行业之一。“十二五”期间，在政策引导下水泥行业整合加剧，国内各区域水泥集中度将进一步加剧。

行业成本构成分析

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。

（1）煤炭

近年来国内煤炭价格逐步提高，特别是 2008 年上半年中国煤炭价格持续快速上升，但自 2008 年 7 月底开始，受全球金融危机和经济下滑影响煤炭市场价格开始下降，直至 2008 年底降到谷底，自 2009 年初开始煤炭市场价格有所回升，2010 年煤炭价格呈“W 型”走势，较 2009 年整体上涨。煤炭价格每上升 10% 可能带动水泥全部成本上涨 3% 左右。

（2）电力

目前，发电企业上网电价仍执行“一厂一价”，由国家发改委确定。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 日起全国销售电价每千瓦时平均上调 2.8 分。2010 年发改委宣布将三峡输变电工程输电价格下调。

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。国内水泥行业为了节约成本，目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目，余热发电可提供单位水泥生产约 60% 的用电。

2. 行业关注

产业结构不断调整

中国新型干法水泥短缺和立窑水泥过剩的结构性矛盾较突出。2006 年以来中国水泥产业

结构不断调整，落后生产线的淘汰力度明显加大。2006 年 10 月，发改委《水泥工业发展专项规划》规定，2006 年至 2010 年全国要淘汰落后产能 25000 万吨，落后水泥产量比重将从 2005 年的 55% 降到 2010 年的 30%。根据水泥协会统计，2009 年中国共关停水泥熟料生产能力 9421 万吨，其中关停立窑等落后熟料生产能力 8359 万吨，早期建设的缺乏竞争力的小型新型干法熟料生产能力 1062 万吨；新型干法建设方面，截至 2009 年末，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 95859 万吨；新建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，中国新型干法水泥熟料产量比重已达到 72.25%，提前完成规划目标。2010 年新型干法水泥生产线投产 203 条，新增水泥产能约 3.7 亿吨。

综合看，随着国家对水泥行业的结构调整，新型干法水泥产能产量迅速扩张，水泥产业结构进一步优化，同时落后产能的淘汰也将有利于缓解目前水泥产能过剩的局面。但以往年度由于地方保护主义及退出机制不完善，导致部分地区落后产能淘汰工作未能完全按照时间表进行。此次国家计划将淘汰落后产能工作纳入地方政府绩效考核体系，这将有利于推进落后产能的淘汰。

政策推动下区域龙头企业产生，行业集中度提高

在国家控制水泥产能、大力推动行业兼并重组的一系列政策支持下，中国水泥行业整合进程加快，区域龙头格局正在逐步形成。中材集团通过组建南方水泥、中联水泥和北方水泥在全国范围内整合水泥企业，完成战略布局；中材股份通过控股赛马实业、天山股份和祁连山，完成其主控大西北市场战略，计划进一步提高其在西北市场占有率，成为北方市场龙头；冀东水泥通过控股秦岭水泥，主导了陕西水泥市场，完成其对外扩张战略；华新水泥联合西藏四家企业组建公司，完成西藏水泥市场整合；金隅水泥通过控股天津振兴水泥和收购拉法基

北京地区业务，整合京津唐市场；台湾水泥收购昌兴水泥，完成其大陆水泥市场布局；华润水泥入主海南水泥，整合海南市场；海螺水泥将通过兼并方式扩大产能。

并购整合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。通过兼并重组等整合，水泥业集中度进一步提高。

原燃价格波动对成本控制影响较大

燃料、电力和原料成本在水泥产品成本构成中占比较高，即使采用新型干法工艺生产，煤、电消耗仍在生产成本中占据 60%，是影响水泥利润的重要因素。近年中国煤炭价格逐年提高，电力价格也逐步上涨。预计未来煤炭、电价格将延续上涨趋势，水泥企业的成本压力将会上升。

节能减排

水泥行业是中国国民经济建设的重要基础材料产业，也是主要的能源资源消耗和污染物排放行业之一。2009 年全国水泥总产量 16.5 亿吨，水泥行业能源消耗总量约占全国能源消耗总量的 5%，颗粒物排放量约占工业排放总量的 30% 左右。“十一五”以来，水泥行业按照国家节能减排总体要求，大力推广新型干法水泥生产工艺、余热发电技术、节能粉磨等重点技术，利用水泥窑处置城市垃圾、污泥、固体废弃物、危险废物技术将得到政府的大力支持，但目前水泥行业能源消耗高、环境负荷重的局面仍未得到改变。2011 年工业和信息化部发布了《水泥工业节能减排指导意见》，对节能减排的重点任务细分下发，辅以相关政策措施的实施，以期中国水泥行业节能减排能取得更好的效果。

3. 行业政策

2006 年 10 月，国家发展改革委正式公布了《水泥工业发展专项规划》和《水泥工业产业发展政策》，这是中国首套完整的水泥工业产业政策。《水泥工业产业发展政策》明确提出的产业政策目标为：“推动企业跨部门、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。”

2007 年 2 月 27 日，国家发展改革委办公厅发布了《关于做好淘汰落后水泥生产能力有关工作的通知》，计划到 2010 年末，全国完成淘汰小水泥产能 2.5 亿吨，并与各省、自治区、直辖市人民政府签订有关责任书，同时核准新建项目时，坚持上大压小、等量淘汰落后水泥的原则，否则不得核准新建水泥项目。发改委将适时进行督察，并向国务院报告。该通知明确制定了各省市 2007-2010 年的落后产能淘汰计划表。

2009 年 9 月 26 日，国务院批转了国家发改委等部门《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若干意见》的文件，其中提出了对钢铁、水泥等行业产能过剩的产业调整政策，水泥产能全部建成后，将达到 27 亿吨，市场需求仅为 16 亿吨，产能将严重过剩。进一步指出了抑制产能过剩和重复建设行业的主要原则和产业政策导向：控制增量和优化存量相结合、分类指导和有保有压相结合、培育新兴产业和提升传统产业相结合、市场引导和宏观调控相结合。

2010 年 2 月 6 日工信部起草的《国务院关于进一步加强对淘汰落后产能工作的通知》进一步明确明确了水泥行业未来三年落后产能淘汰总量将大于 3 亿吨。

2010 年 11 月 16 日，工业和信息化部发布了《水泥行业准入条件》，对水泥(熟料)建设项目核准、备案管理、土地审批、环境影响评价等工作提供了新的依据，旨在抑制产能过剩

和重复建设，加快结构调整，引导水泥行业健康发展。

2010 年 11 月 25 日，工业和信息化部印发了《关于水泥工业节能减排的指导意见》，重点任务是严格控制新增产能，加快淘汰落后产能，大力推行清洁生产，降低污染排放物，加快科技进步，推动信息化、智能化建设，加快研发低碳技术，鼓励资源综合利用，实施水泥行业节能减排重点工程建设。

总体看，随着水泥行业的发展，国家对水泥行业集中、淘汰落后产能、节能减排等方面产业规范政策细则逐步出台，促进了水泥行业健康持续发展。

4. 行业发展

在国家“十二五”规划对保障房、高铁、水利、水电和农村基建重视程度加大的背景下，相关投资将维持对水泥旺盛的需求，从而对水泥行业发展形成有利支撑。

“十二五”期间水泥行业发展的重点是兼并重组，前 10 家大型企业的总产能将会占到全国总量的 40%以上，这对整个行业的效益增长至关重要。其次，水泥行业的淘汰落后产能和节能减排工作将继续推进，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇。

四、基础素质分析

1. 企业规模与竞争力

公司是西北地区最大的水泥生产厂家、最大的油井水泥生产基地和全国重要的特种水泥生产基地，隶属于国务院国资委所属的大型企业——中材集团，中材集团是国家重点支持结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一。

截至 2011 年 3 月底，公司拥有 6 家控股子公司、13 家全资子公司、7 家分公司和 7 家直接参股公司。截至 2011 年 3 月底，公司在全疆 14 个地州中的 13 个地州和江苏省有生产运营业务，其中疆内生产线布局已覆盖全疆范围，

拥有各类回转窑 40 条(疆内 36 条、江苏 4 条), 新型干法比例 78%, 其中有 17 条回转窑生产线处于国内先进水平。目前公司具备年产 1899 万吨水泥, 332 万方商品混凝土和 37.5MW 纯低温余热发电容量的生产能力。2010 年水泥疆内市场占有率达到 42 %以上, 华东地区市场占有率 3.07%。

公司获得产品质量和 ISO9002 质量体系认证, 油井水泥通过美国油井 API 花押字认证。公司拥有的“天山”、“屯河”和“多浪”牌水泥连续多年获得自治区名牌产品称号, 产品广泛应用于铁路、机场、水利、交通、石油等国家和自治区的重点工程。公司被中国质量协会用户委员会评为“全国用户满意企业”, 2010 年入选国家第一批“两型”企业创建试点企业名单。

2. 人员素质

公司法人代表张丽荣女士, 54 岁, 研究生学历, 高级经济师, 1998 年 11 月~2004 年 2 月任新疆天山建材(集团)有限责任公司党委书记、董事长, 1998 年 11 月至今任新疆天山建材(集团)有限责任公司党委书记; 1998 年 11 月~2004 年 10 月任新疆天山水泥股份有限公司董事长, 2004 年 10 月~2010 年 6 月任新疆天山水泥股份有限公司总裁; 2004 年 10 月至今任新疆天山水泥股份有限公司董事; 2007 年 7 月~2010 年 7 月任中国中材股份有限公司监事; 2010 年 6 月至今任新疆天山水泥股份有限公司董事长。公司董事李建伦先生, 54 岁, 本科学历, 高级经济师, 曾任中国非金属矿工业总公司副总经理、中国材料工业科工集团公司副总经理、中国非金属材料总公司董事、中国中材集团公司副总经理, 现任中国建筑材料工业地质勘查中心主任、中国中材集团有限公司党委常委和公司董事长。公司其他高管人员也均为生产、管理和财务领域的专家, 具备较高的专业素质和管理能力。

截至 2011 年 3 月底, 公司在职员工 10395

人。按教育程度分类, 大专以上学历占 4.48%、高中和中专学历占 41.39%。从职称结构看, 高级职称 83 人, 中级职称 318 人, 拥有中高级职称员工占员工总数的 3.86%; 从年龄结构看, 30 岁以下的员工占 16.57%, 31 至 50 岁的员工占 76.32%, 51 岁以上的员工占 7.12%。

总体看, 公司管理层具有丰富的管理经验, 并具有良好的行业背景, 使公司能够较好地应对市场变化, 在行业竞争中保持良性发展。员工素质及结构基本适应公司生产经营的需要。

3. 技术水平

公司拥有自治区水泥行业唯一的国家级企业技术中心、博士后流动工作站, 并与武汉大学、新疆大学、成都建材工业设计研究院和合肥设计院积极开展产学研合作, 公司每年科研投入占销售收入的 3%以上。

公司先后承担了国家科技部科技支撑计划、国家级企业技术中心废渣综合利用试验基地建设、以及自治区重点科技创新项目, 并结合市场需求, 先后研制开发了 20 个品种的水泥, 其中 18 个品种填补了自治区内水泥产品的空白, 高标号和特种水泥占新疆市场的 70%以上, 公司日常储备了 30 多个各等级水泥产品的生产能力, 取得了良好的社会和经济效益。截至 2011 年 3 月底, 公司已取得 3 个实用新型专利, 2 个发明专利已被受理。

公司围绕着循环经济、资源综合利用、节能减排、新产品研发和新技术推广应用、污染治理等方面开展科技研发工作。公司注重节能减排, 回收水泥生产过程中产生的低温余热进行发电, 目前发电量达到 37.5MW。公司建成了循环经济示范基地, 特别是在电石渣资源综合利用方面, 先后建成 1 条日产 1600 吨、2 条日产 2000 吨熟料生产线, 每年消耗 100 多万吨工业废渣电石渣, 同时消化乌鲁木齐市周边工业企业排放的粉煤灰、脱硫石膏、炉底渣、炉渣、糖滤泥、转炉渣、煤矸石等大量的工业废渣。公司在生产过程中各个环节及时监控环保

工作，深入开展清洁生产审核工作，目前公司所属分子公司通过了清洁生产审核，大部分企业通过 ISO14000 环境体系认证，有效的提高了环保管理水平。

4. 外部环境

新疆区域环境

新疆维吾尔自治区是中国面积最大、陆地边境线最长、毗邻国家最多的省区，其水泥发展的最大优势是煤炭和石灰石储量丰富。新疆是一个比较封闭的市场环境，水泥产品主要以本地消化为主。随着国家西部大开发的步伐推进，“绿洲经济”、“喀什、霍尔果斯经济特区建设”等经济发展政策的提出，新疆地区固定资产投资逐年加大。按新疆社会经济发展十二五规划纲要测算，预计 2011-2013 年新疆固定资产投资年均增速达到 25%，2011-2015 年新疆力争完成 3.6 万亿元固定资产投资，将刺激水泥需求累计量 2.0 亿吨。2010 年中央新疆工作会议提出要用十年时间实现“跨越式发展，长治久安”。为落实中央加快发展新疆的各项政策及精神，推进落实十九个省市去对新疆的支援，确定新疆“十二五”发展的具体战略，预计水泥行业将迎来突飞猛进的发展。

近年来新疆地区水泥企业发展较快，且完全以投资新型干法生产线布局为主。根据自治区建材行办统计，截止 2010 年底，全疆水泥企业 88 家，水泥产能 3500 万吨，新型干法比例为 75%。新疆水泥市场竞争以大企业为主，集中度高，其中天山股份、新疆青松建材化工(集团)股份有限公司和新疆伊犁南岗建材有限公司、石河子天业有限公司四家企业占全疆 76% 的市场份额。近两年水泥行业整体盈利水平较高，投资型拉动的经济增长方式支撑水泥需求持续旺盛，行业景气度较高。预计新疆“十二五”乃至“十三五”，在国家和自治区加大交通基础设施、新型工业化发展、城镇化发展以及大批涉及民生以及基础建设工程项目陆续启动下，水泥需求将保持高速增长。

工业和信息化部根据新疆实际，制定了《关于促进新疆工业通信业和信息化发展的若干政策意见》（工信部产业[2010]617 号），对新疆部分地区和行业实行差别化政策支持，对水泥行业适度降低了准入规模，允许参照国家规定的相关淘汰期限要求延缓 2~3 年淘汰，并且在淘汰落后产能和关闭小企业等专项资金安排方面对新疆予以适当倾斜。

总体来看，目前新疆水泥战略竞争格局基本形成，未来竞争结构将更加多元化。新疆大规模生产线建设、淘汰落后、搬迁改造、循环经济将成为发展主旋律，为疆内水泥企业发展提出了更高要求。

江苏省区域环境

江苏省是中国经济发达的省份之一，也是水泥消费大省，随着国家沿海战略实施及地方重点工程实施，对江苏区域水泥需求带来积极作用。2010 年全省实现产能 2 亿吨，产量 1.56 亿吨。

在国家“节能减排”政策的逐步实施下，江苏省水泥市场竞争非常激烈。省内大型水泥企业纷纷在经济发展较快的地区、资源丰富的地区（如苏南、宁镇地区）战略布局，以抢占市场，同时，企业新型干法产能比重也进一步提高。在江苏市场上，公司除面临本土规模企业的竞争外，还面临在江苏省内或江苏省近邻地区建设生产线的外省大型水泥企业集团的竞争。

目前江苏水泥市场大企业优势明显，市场在供大于求的格局中寻求平衡，行业自律与竞争合作工作逐步显效，打破价格低迷状态可能性加大。特别是大区域联动机制的建立，中建材、海螺、中材股份、金峰水泥等特大型企业的跨区域联动，将使大集团联手掌控市场的机会增加，恶性竞争的可能性减小。目前海螺水泥、中建材、金峰水泥千万吨级企业引领市场。

公司在江苏区域水泥主业以稳固战略为主。随着 2010 年水泥行业部分新增产能的完全释放，水泥市场供需矛盾进一步加大，加之江

苏区域资源相对缺乏，公司熟料生产线投资一直缓于水泥粉磨投资。

股东支持

公司控股股东中材股份是经国务院国资委批准，由中材集团联合其它发起人设立的股份公司。中材股份注册成立于 2007 年 7 月 31 日，并于 2007 年 12 月 20 日在香港联交所主板挂牌上市（01893.HK），主要从事水泥技术装备及工程服务、玻璃纤维、水泥和高新材料业务，是全球最大的水泥技术装备与工程服务供货商、中国非金属材料行业的领先生产商；是中国非金属材料行业中惟一以研发、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公司。

截至 2010 年底，中材股份给予公司委托银行借款共计 11 亿元，另外，在大项目的承接上中材股份可以为公司垫资，对公司支持力度较大。

政府补助

2008~2010 年公司收到政府补助分别是 1.79 亿元、1.58 亿元和 1.81 亿元。2010 年公司收到政府补助中增值税即征即退 1.67 亿元，增值税减免 714.47 万元，溧阳财政余热发电节能环保奖励 201 万元。2011 年 1~3 月公司收到政府补助 0.16 亿元，其中增值税即征即退 962 万元，循环经济、节能减排和环保方面得到补助 652.50 万元。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》和《证券法》等法律、法规和规范的要求规范运作，严格执行《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》等规章制度，不断完善公司法人治理结构。公司建立了股东大会、董事会和监事会分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。股东大会是公司的权力机构，依法行使公司经营方针、筹资、投

资、利润分配等重大事项决议权；董事会对股东大会负责，依法行使公司的经营决策权，公司董事会下设战略委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会，强化董事会决策功能；监事会对股东大会负责。经营层负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持企业的生产经营管理工作。公司董事会由 9 名成员组成，其中包括 3 名独立董事。公司监事会由 5 名监事组成。

2. 内部管理

公司本部设有总裁办公室、财务管理部、企业管理部、战略规划部、党群人力资源部、物资物流中心和技术中心等职能部门，并下设东疆事业部、南疆事业部、北疆事业部、华东事业部、米东事业部和销售总公司，形成扁平式管理结构（见附件 1），从战略规划管理、内部精细化管理，人力资源薪酬激励管理与储备、持续的对标深化管理等方面提升公司核心竞争能力。

内部控制方面，公司建立了完备的内部控制制度，从董事会、管理层、所有员工和公司审计监察部各级流程控制为主线，在重大投资决策、关联交易决策、财务管理、人力资源管理、行政管理、采购管理、生产和销售管理等各个方面均建立了相对完整、严密、合理、有效的内部控制制度。

财务管理方面，公司制定了《票据管理制度》、《财务报告管理制度》等一系列财务管理制度，公司定期对应收款项、对外投资、固定资产、在建工程等项目中的问题和潜在损失进行调查。根据谨慎性原则的要求，按照相关规定合理计提资产减值准备，并将估计损失、计提准备的依据及需要核销项目按规定的程序和审批权限报批。

资金管理方面，公司制定有《资金管理制度》，公司充分发挥规模效应，通过集中采购和销售，增强与供应商和客户谈判力，尽可能利用商业信用融通资金，并实行“统收统支、统

一结算”，提高了资金使用效率。

生产管理方面，公司制定了一系列的生产调度管理、安全保障、物料采购管理、质量管理等相关制度、办法和程序，具体如《技术质量管理手册》等，全面推行目标责任、工资绩效挂钩考核制度，以充分提高生产效率。在质量管理上，实行全员全过程的全面质量管理，从原燃材料进厂到工艺配方、煅烧、粉磨、出厂等各项工序严格把关，有效保证质量优良稳定对生产的每一环节进行严格管理，满足了对生产质量的严格要求。

人力资源管理方面，公司按照预算管理办法，对外招聘员工实行预报备制，公司统筹协调，统一招聘；在岗位管理上，各分子公司的总经理以上人员由公司本部直接管理，各分支机构财务人员由公司委派；在人员考核方面，公司每年与各事业部签订《经营业绩合同》，根据公司的考核办法，由财务部和技术中心来考核；公司注重员工的培训，建立了三级培训体系，并定期进行专题培训，提升员工的素质；在薪酬管理方面，以责任定待遇，以绩效定报酬，充分体现“能者上、平者让、庸者下”的激励约束机制。

总体看，公司法人治理结构较为完善，综合管理水平能够满足公司经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营现状

从行业分类来看，公司业务涉及水泥和旅游服务行业，2008~2010 年公司水泥业务收入占公司营业收入的比例一直保持在 99%以上，是公司的支柱产业和主要收入来源。旅游服务业务收入占公司营业收入中占比很小，主要由控股子公司吐鲁番旅游发展有限公司经营。

从产品结构来看，公司产品主要包括水泥、混凝土和旅游服务，2008~2010 年公司水泥产品收入占营业收入的 90%。近三年混凝土在收入中的平均占比 9.76%，旅游服务收入占比很小。公司经营产品以水泥为主。

从地区分布来看，公司按照业务区域划分为东疆、南疆、北疆和江苏地区，其中东疆、南疆、北疆均在新疆境内，近三年疆内的收入平均占比在 68.66%，江苏地区业务收入平均占比 31.34%。

一季度为公司疆内水泥销售淡季，受此影响，2011 年第一季度水泥行业收入仅为 2010 年全年的 12.20%；但江苏地区水泥销量和销售价格均有所上升，该地区水泥销售收入较同期增长 48.20%。

表 2 近年来公司营业收入构成情况 (单位: 亿元; %)

行业分类	2008 年		2009 年		2010 年		2011 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
水泥行业	34.89	99.86	41.11	99.91	56.97	99.87	6.95	99.99
旅游服务	0.05	0.14	0.04	0.09	0.07	0.13	0.0004	0.01
合计	34.94	100	41.15	100	57.05	100	6.95	100
产品分类	2008 年		2009 年		2010 年		2011 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
水泥	30.25	86.58	37.56	91.28	51.32	89.97	6.15	88.54
混凝土	4.36	12.49	3.26	7.92	5.16	9.05	0.50	7.15
旅游服务	0.05	0.14	0.04	0.09	0.07	0.12	0.0004	0.01
其他	0.28	0.79	0.29	0.71	0.49	0.86	0.30	4.30
合计	34.94	100	41.15	100	57.05	100	6.95	100
地区分类	2008 年		2009 年		2010 年		2011 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比

东疆地区	8.89	25.44	8.93	21.7	15.37	26.94	0.93	13.34
南疆地区	7.19	20.57	12.46	30.27	16.45	28.83	1.31	18.91
北疆地区	8.66	24.79	9.49	23.07	12.26	21.49	0.44	6.40
江苏地区	11.98	34.29	14.56	35.37	18.26	32.01	4.67	67.18
小计	36.72	105.1	45.44	110.41	62.33	109.26	7.35	105.84
各地区抵消	-1.78	-5.1	-4.28	-10.41	-5.28	-9.26	-0.41	-5.84
合计	34.94	100	41.15	100	57.05	100	6.95	100

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司原材料主要包括石灰石、石膏，能源为原煤和电力。由于新疆处于高寒地区，同类产品与江苏地区相比运输费用高、产能利用率低、折旧费高，造成新疆水泥的吨成本高于内地。2010 年底，新疆地区石灰石和电力的成本占比较高，江苏地区煤炭和电力在成本中比重较大。

表 3 2010 年水泥成本构成情况

项目	新疆	江苏
石灰石（占比）	17%~25%	6%~8%
煤炭（占比）	7.26%	32.26%
电力（占比）	16.57%	17.68%

注：水泥其他成本包括石膏等其他原辅料、运费、人工成本等
资料来源：公司提供

石灰石是水泥企业重要的战略资源，截至 2011 年 3 月底，公司在新疆境内拥有矿山权证 41 个（石灰石及水泥配料资源），新疆地区石灰石矿山资源可采储量 101895 万吨，主要分布在东疆、南疆和北疆地区；公司江苏地区拥有石灰石矿山资源可采储量 11412 万吨，主要是江苏省溧阳市芝山石灰石矿山和溧水县溧水芝山灰岩矿。目前，公司石灰石主要采取内供方式。随着近年来公司生产规模的逐步扩大，公司石灰石的采购量逐年增加，平均单价略有波动。

公司所需煤炭均为外购。煤炭供应在新疆和江苏地区差别较大，主要是煤炭价格不同。

①新疆地区：新疆地区煤炭资源丰富，且考虑运输距离，分子公司就近采购，主要煤炭供应商有昌吉市宝平煤矿、沙湾西戈壁镇达孜梁煤

矿、徐矿集团赛尔集团能源有限责任公司等公司。从采购价格看，由于新疆相对封闭，因此价格波动不大，且远低于国内其他地区。分地域看，南疆最高，平均价格大约 255.41 元/吨，北疆地区 161.21 元/吨，东疆地区 161.1 元/吨。②江苏地区：主要煤炭供应商有江苏苏龙能源有限公司、扬州天奥能源有限公司等，价格波动较大，2010 年原煤的平均单价是新疆地区的 2.8 倍，采购成本较难控制。2011 年第一季度，新疆地区原煤价格略有下降，江苏地区原煤价格较 2010 年全年均值上涨 38.35%。

公司各生产企业用电主要是由各地供电局供应，用量和价格有保证。2009 年第四季度江苏地区拉闸限电对企业生产带来影响，但同期水泥价格上升较快，盈利能力有所提升，弥补了限电带来的产量下降。公司低温余热发电需要并入到当地供电网络，方可使用。

表 4 公司原材料采购价格变化情况

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月
石灰石	29.76	27.03	29.52	38.39
原煤（新疆）	170.05	181.67	180.36	176.25
原煤（江苏）	776.11	531.75	510.81	706.71
电力	0.44	0.49	0.48	0.45

注：电力平均单价（元/度）；其余项目平均单价（元/吨）。

资料来源：公司提供

公司疆内水泥厂分布较多，且分布广泛，距离较远，基于以上情况公司采取统一采购平台、集中招标、集中支付货款，由公司物资物流中心制定管理模式并统一协调，各事业部物流部门监督管理，各水泥制造厂严格执行的物流管理模式。2008~2010 年公司前 5 名供应商

采购金额合计分别为 2.25 亿元、3.38 亿元和 5.97 亿元，分别占采购总额的 17.07%、18.67% 和 19.93%。

3. 生产经营

公司以生产普通水泥、特种水泥和商品混凝土为主，主导产品是 42.5 级以上的高标号水泥（如表 5 所示）。

表 5 2010 年底公司主要产品情况

产品类别	水泥品种	强度等级	执行标准
通用水泥	硅酸盐水泥	42.5、42.5R、52.5、52.5R、62.5、62.5R	GB175-2007
	普通硅酸盐水泥	42.5、42.5R、52.5、52.5R	
	矿渣硅酸盐水泥、火山灰质硅酸盐水泥、粉煤灰硅酸盐水泥、复合硅酸盐水泥	32.5、32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R	GB175-2007
特种水泥	中热硅酸盐水泥、低热硅酸盐水泥、低热矿渣硅酸盐水泥		GB200-2003
	抗硫酸盐硅酸盐水泥		GB748-2005
	油井水泥		GB10238-2005
	道路硅酸盐水泥		GB13693-2005
商品混凝土	C15-C60 各等级混凝土		GB/T50107-2010

资料来源：公司提供

“十一五”期间，公司水泥产能由 2005 年的 986 万吨提高至 2010 年底的 1899 万吨。其中 2008~2010 年公司水泥产能年均增长 19.13%，主要是疆内水泥产能增加所致，特别是 2010 年南疆事业部水泥产能扩张规模较大。近三年公司水泥产量逐年增加，平均达产率 80.41%。公司混凝土产能由 2005 年的 245 万方提高至 2010 年底的 332 万方。从混凝土产量来看，2008~2010 年公司混凝土产量呈波动增长趋势，2008 年和 2009 年华东事业部混凝土产量下降速度明显。2011 年一季度，公司水泥产量 187 万吨，混凝土产量计 13 万方，受下游需求的季节因素影响，一季度产量占全年比重较小。

表 6 公司产品产量情况

水泥	产量（万吨）			
	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月
北疆	245	265	300	21
东疆	183	215	312	50
南疆	214	311	415	37
疆内小计	642	791	1027	108
华东	374	453	457	79
合计	1015	1244	1484	187
混凝土	产量（万方）			
	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-3 月
疆内	67	68	124	6
华东	77	48	49	7
合计	144	116	173	13

资料来源：公司提供

目前公司尚有部分生产线处于国家淘汰产能之列，但考虑到国家对新疆出台的差别化政策，淘汰落后产能可延后执行。公司计划“十二五”期间淘汰 170 万吨左右，将通过新建和改扩建生产线来淘汰落后产能，实现公司生产工艺的改进，降低生产成本。

4. 产品销售

公司依托品牌、规模供货能力、服务、信誉等核心优势，形成了以民航、水利、公路和铁路等重点工程为主的客户群体。根据公司总体战略布局，形成了以销售总公司为主，部分片区设立销售公司，其余公司自行销售和专项销售为补充的销售格局。销售总公司成立于 2003 年，主要负责公司整体销售策略的安排以及乌一昌地区水泥产品销售，专项销售主要负责新疆境内重大建设项目的物料供应。新疆地区采用以直销为主，代理商为辅的销售模式；华东地区采用以代理商为主的销售模式。

近年来，新疆地区基础设施建设的大力投入和工业的迅速发展，给新疆水泥行业加快发展带来了广阔空间。公司作为新疆地区最大的水泥企业，水泥销量稳步增长，2008~2010 年水泥销量年均增长 23.20%，其中新疆地区水泥销量增量高于总体平均值。2010 年底公司水泥销量 1480 万吨，新疆和江苏地区分别占比

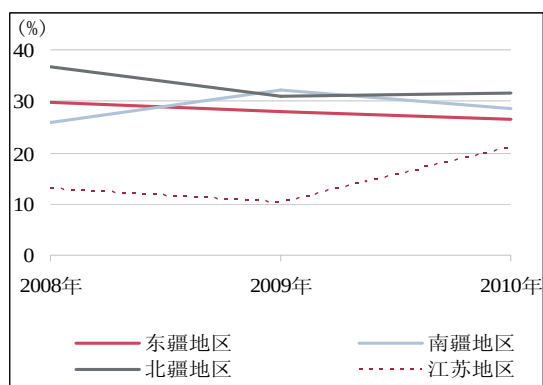
69.45%和 30.55%。2011 年一季度，公司水泥销量 147 万吨，其中新疆和江苏地区分别占比 47.62%和 52.38%，受新疆地区冬歇期较长影响，江苏地区水泥销量在一季度高于新疆地区。

由于区域性特点，各地区销售的水泥品种不同，近三年新疆地区低标号水泥（即标号在 42.5 以下水泥）的销量较大，江苏地区高标号水泥（即标号在 42.5 及以上水泥）销量占比大。

从价格来看，新疆地区市场较封闭，运输成本较大，水泥价格较江苏地区高，近三年新疆地区水泥价格呈稳步上升趋势；而江苏地区水泥价格受供需影响呈现波动。2010 年底，新疆地区水泥平均价格较江苏高出 1.3 倍，特别是高标号水泥价格两地相差 1.7 倍。

从毛利率来看，2008~2010 年公司江苏地区水泥毛利率较疆内低，受 2009 年江苏地区水泥价格下降的影响，2009 年江苏地区水泥毛利率为 10.13%。新疆境内水泥毛利率变化幅度不大，2010 年东疆、南疆和北疆地区毛利率为 26.58%、28.44%和 31.54%。

图 6 近三年公司各地区水泥销售毛利率情况



资料来源：公司财务报表

商业混凝土在公司业务中所占比重较小，2010 年公司销售商业混凝土 174 万方，其中新疆地区销售 122 万方。

表 7 公司水泥销售情况（单位：万吨）

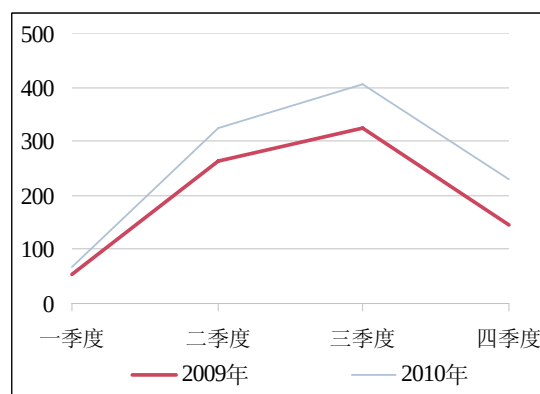
水泥	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月
疆内	641	787	1028	70
低标号水泥	449	480	622	48
高标号水泥	192	307	406	22

江苏	334	434	452	77
低标号水泥	93	70	79	14
高标号水泥	241	364	373	62
合计	975	1221	1480	147

资料来源：公司提供

受新疆地区气候影响，冬歇期较长，一般基础建设项目集中在第二、三季度，从而使新疆地区水泥需求较集中。具体来看，公司第一季度销量最低，2009 年和 2010 年一季度销量只占全年销量的 6%左右；第二季度销售占比开始上升，第三季度达到最大值，第四季度略有下降。新疆地区水泥销售呈现的季节性特点对水泥行业集中供应带来压力，公司主要依靠实施冬存水泥策略来缓解集中的压力。

图 7 2009 年和 2010 年公司水泥季度销售情况



资料来源：公司提供

公司水泥产品销售在新疆地区有明显的竞争优势，2008~2010 年在新疆地区的市场占有率分别为 37.30%、38.90%和 42.10%。江苏地区市场竞争较为激烈，公司长期占有 3%左右的市场。

公司产品主要供给水利、民航、公路和铁路等重大工程，2010 年前五大客户销售收入占总销售收入的 5.50%，客户较分散。未来三年公司重点项目包括兰新双线项目和高速公路交通管理局项目，兰新双线项目 2011 年水泥中标 232 万吨，预计 2012 和 2013 年水泥用量合计 240 万吨；高速公路交通管理局项目 2011 年-2013 年模拟水泥用量 710 万吨，上述项目的中标可为公司产品的销售提供可靠保障。

5. 经营效率

2008~2010 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数呈现上升趋势，2010 年分别为 15.04 次、7.35 次和 0.63 次，总体看，公司经营效率较高。

6. 在建项目

未来几年国家将持续加大对新疆的投入，为了提高公司综合竞争能力，加大市场控制力，公司将通过新建产能扩大规模，提高市场占有率，提高市场占有率支撑公司可持续发展战略。

截至 2010 年底，公司主要在建项目包括投资新建新型干法水泥生产线 7 条，预计新增熟料产能 688.20 万吨/年，新增水泥产能 948.87 万吨/年，预计 2011 年 4 月到 2012 年 2 月陆续投产；2010 年 9 月公司投资新建 100 万吨/年粉磨站 1 个，预计 2011 年 6 月投产；2010 年公司新建 4 个余热发电项目，发电量总计 16.5MW，预计 2011 年 5 月到 8 月陆续投产。公司主要在建项目总投资 39.98 亿元，截至 2011 年 3 月底已投资 21.6 亿元，未来还需要 18.38 亿元的投资。

根据证监会《关于核准新疆天山水泥股份有限公司非公开发行股票的批复》，公司于 2010 年非公开发行人民币普通股股票 7691.15 万股（每股面值 1 元），募集资金总额为 15.39 亿元，扣除各项发行费用后实际募集资金净额为 15.00 亿元，募集资金主要用于阿克苏天山多浪水泥有限责任公司 3200t/d 水泥生产线项目和哈密新天山水泥有限责任公司 2500 t/d 水泥熟料生产线项目等在建项目。

表 8 2010 年底公司主要在建项目情况

项目分类	单位及项目名称	投资总额(万元)
新型干法水泥生产线	喀什天山水泥有限责任公司 4000t/d 新型干法水泥生产线项目	67963
	叶城天山水泥有限责任公司 4000t/d 新型干法水泥生产线项目	70547
	伊犁天山水泥有限责任公司 4500t/d 熟料水泥生产线工程	75521.33
	新疆阜康天山水泥有限责任公司阜康工业园 3×2500t/d 新型干法熟料水泥生产线一期电石渣制水泥项目	34454.04

	米东二期 2×2000 吨/日电石渣制水泥项目	70847.00
	阿克苏天山多浪水泥有限责任公司 3200t/d 水泥生产线建设工程	55618
粉磨站	吐鲁番天山水泥有限责任公司年产 100 万吨水泥粉磨项目	9998.82
余热发电	新疆屯河水泥有限责任公司布尔津分公司 4.5MW 发电项目	3816
	新疆天山水泥股份有限公司塔里木分公司塔什店 4.5MW 发电项目	4500
	喀什 3MW 发电项目	2725
	哈密新天山水泥有限责任公司 2500t/d 熟料水泥生产线纯低温余热发电项目	3800

资料来源：公司提供

根据公司发展战略，未来三年公司还将新建 10 条熟料水泥生产线，预计新增水泥年产量 1676 万吨，总投资 62.85 亿元。

从以上分析来看，公司在建和新建项目较多，未来三年还需投资 86.01 亿元，投资规模较大。公司资金筹措渠道包括 2011 年拟在 A 股市场通过非公开发行股票募集不超过 28 亿元资金；2011 年发行 5 年期中期票据 8 亿元；2011 年发行短期融资券 8 亿元；其余通过银行贷款和自有资金来筹集。总体看，公司资金来源基本能覆盖在建项目的投资需求。

7. 未来发展

公司战略定位为“水泥主业做优做强”，通过运营过程精细化管理和品种结构差异化、客户聚焦、总成本领先三个战略来保证水泥主业发展壮大。运营过程精细化管理计划结合公司战略，针对公司的研发、采购、制造、物流、销售和服务六个价值连环节实施精细化管理，全面降低成本：公司计划结合水泥品种结构差异化特点，以特种和高标号水泥占领各类重点工程市场；公司关注某些特殊客户群的需求，大力拓展高端客户群，并与其建立战略合作伙伴关系；通过整合运营体系，对共同市场、资源、装备，科学合理的配置物流、品种、客户资源，提升公司总体效率。

在水泥主业发展的同时，辅业定位为：快速延伸并发展水泥下游产业链，商混产业由行业追随者迈向有实力的竞争者。公司辅业的布局是以乌鲁木齐为发展中心，同时向金三角地

区、昌吉州、阿克苏重点城市群、喀什、哈密和库尔勒进行商混布局，加快阜康、奇台、富蕴、伊犁、库车等地商品混凝土建设。

根据公司规模，“十二五”期间公司计划总投资 80 多亿元。根据公司规模，至“十二五”末，水泥产能达到 4600 万吨（其中疆内 3900 万吨）。公司在推进水泥业务布局的同时，加快阜康、奇台、富蕴、伊犁、库车等地的商品混凝土建设工作，待上述规划项目实施后，预计到“十二五”末，公司商品混凝土生产能力将超过 1000 万方。预计到“十二五”末，公司销售收入可达到一百亿以上，净利润预计可达到十个亿以上。

总体来看，公司在建、拟建项目若顺利实施，实现经营计划的可能性较大。

七、财务分析

公司提供的2008~2010年度财务报表已经信永中和会计师事务所有限责任公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2011年1~3月财务报表未经审计。

公司原根据国家相关规定在税后利润中提取安全生产费，2009年起根据《财政部关于印发企业会计准则解释第3号的通知（财会[2009]8号）的规定》，对提取的安全生产费计入相关产品的成本或当期损益，同时记入“专项储备”科目，并对2008年度相关科目予以追溯调整。2009年公司新设立全资子公司哈密新天山水泥有限责任公司，2010年公司新设立吐鲁番天山水泥有限责任公司、喀什天山水泥有限责任公司和叶城天山水泥有限责任公司等7家二级子公司，合并范围变化较大，以下分析以2010年数据为主。

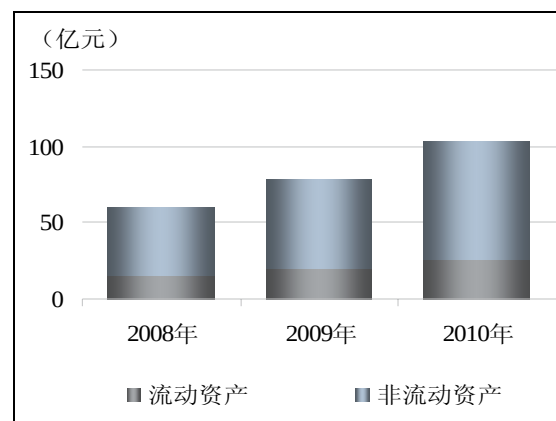
以下财务分析以 2008~2010 年财务数据为主，2011 年 1~3 月财务数据仅作为补充。

1. 资产质量

2008~2010年，公司资产总额年复合增长

31.34%。截至2010年底，公司（合并）资产总额103.60亿元，其中流动资产合计占25.22%，非流动资产合计占74.78%，公司资产以非流动资产为主。截至2011年3月底，公司（合并）资产总额 121.79 亿元，其中流动资产合计占 30.28%，非流动资产合计占69.72%，流动资产占比较2010年底有所上升，但整体资产结构变化不大。

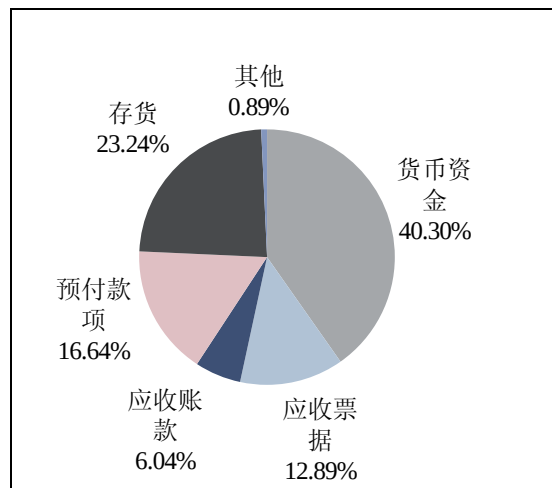
图8 2008~2010年公司资产构成



资料来源：公司审计报告

流动资产

图9 2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2008~2010年，公司流动资产年复合增长29.67%。截至2010年底，公司流动资产合计26.13亿元，其中货币资金、应收票据、预付款项和存货占比较大。

截至2010年底，公司货币资金10.53亿元，

其中银行存款占86.23%。除在其他货币资金中核算的银行承兑汇票保证金、保函保证金和矿山环境恢复治理保证金等合计1.45亿元资金外，公司货币资金无因抵押或冻结等对使用有限制、存放在境外或有潜在回收风险的款项。

截至2010年底，公司应收票据3.37亿元，主要为银行承兑汇票（占99.55%），此外，2010年底公司已经背书给他方但尚未到期的应收票据共计8.62亿元，主要用于支付采购款；随着票据方式结算比例的提高，公司应收账款呈减少趋势，2008~2010年年复合减少5.91%。2010年底，公司应收账款余额为2.02亿元，前五名欠款单位欠款金额合计占应收账款余额的21.63%。其中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额1.70亿元，从账龄上看，1年以内的占83.30%，1~3年的占14.11%，3年以上的占2.59%。2010年底公司对应收账款提取4392.52万元坏账准备，计提较充分。

截至2010年底，公司预付款项4.35亿元，同比增长26.01%，主要是预付工程款及原燃料增加所致。公司预付款项以1年以内为主（占94.12%）。

截至2010年底，公司存货余额6.15亿元，其中原材料、库存商品和在产品占比较大，分别为60.58%、23.33%和12.25%，其中原材料占比较高，主要是受新疆市场的季节性特征影响，第一季度与第四季度水泥产成品需求较少，而公司石灰石矿仍可继续开采，以应对第二季度与第三季度的水泥需求高峰期，相应也使得年底存货余额较高。截至2010年底，公司共计提存货跌价准备829.43万元，计提比例为1.35%。

截至2011年3月底，公司流动资产36.88亿元，较2010年底增长41.15%，主要是货币资金、应收账款和存货增加所致。其中存货10.03亿元，较2010年底增长65.23%，主要系一季度为新疆地区水泥销售淡季，公司为销售储备原物料及半成品所致。

非流动资产

2008~2010年，公司非流动资产年均增长

31.91%，2010年底为77.47亿元。公司非流动资产主要包括固定资产和在建工程，分别占67.70%和20.97%。

公司于以前年度以初始投资成本800.00万元取得新疆西部建设股份有限公司的股权，2009年10月新疆西部建设股份有限公司上市成功，截至2010年12月31日，公司根据持有的1331.78万股的市值确认公允价值变动2.55亿元，公司可供出售金融资产2.63亿元。

近年来公司在重点区域新建、续建生产线，同时积极推进节能降耗工作，在熟料生产线上配套建设余热发电项目，固定资产投入持续增加。2008~2010年，公司固定资产和在建工程年复合增长率分别为24.78%和64.30%。截至2010年底，公司固定资产原值77.47亿元，其中以通用机器设备（占56.52%）和房屋建筑物（占38.66%）为主。2010年底公司累计折旧23.68亿元，计提减值准备合计1.35亿元，固定资产成新率偏低，为67.70%；截至2010年底，公司在建工程16.25亿元，主要为阿克苏3200t/d熟料生产线、哈密新天山2500t/d熟料生产线、喀什天山4000t/d水泥生产线和米东2*2000t/d电石渣制水泥二期综合利用工程等。2011年一季度，公司新建项目及续建项目陆续开工，投资支出持续增加，截至2011年3月底在建工程较2010年底增长48.57%，为24.14亿元。

总体看，公司资产构成稳定，规模持续增长；流动资产中存货和货币资金占比大，存货构成中主要为原材料，跌价风险较小；公司整体资产质量良好。

2. 负债及所有者权益

截至2010年底，公司所有者权益合计42.75亿元，较2009年增加23.73亿元，主要来自资本公积的增加。从构成来看，其中实收资本和资本公积分别占9.10%和50.94%，专项储备和盈余公积分别占0.35%和2.11%，未分配利润占22.05%，少数股东权益占15.45%。公司所有者权益稳定性尚可。

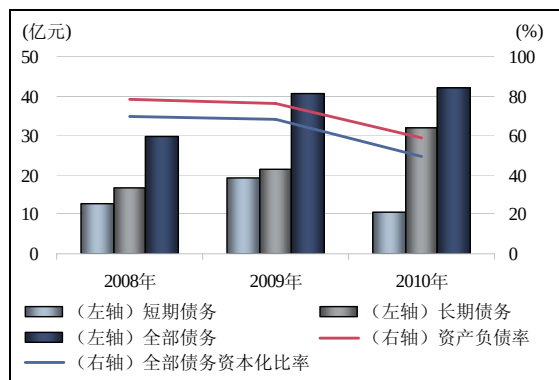
2010年，公司非公开发行人民币普通股7691.15万股，扣除各项发行费用实际募集资金净额15.00亿元，其中新增注册资本0.77亿元，股本溢价14.23亿元计入资本公积。此外，公司收到节能减排补助资金3.27亿元，上述因素是导致2010年公司资本公积增加17.34亿元的主要原因。

2008~2010年，公司负债总额年复合增长13.55%，低于所有者权益增幅。截至2010年底，公司负债合计60.85亿元，其中流动负债占45.58%，非流动负债占54.42%。

截至2010年底，公司流动负债合计27.74亿元，主要为短期借款和应付账款，占比分别为31.29%和43.95%；截至2010年底，公司非流动负债合计33.11亿元，其中长期借款占95.93%。

截至2010年底，公司债务总额42.09亿元，其中短期债务占24.54%，长期债务占75.46%；和2008年底相比，公司长期债务占比上升18.78个百分点，债务结构明显改善。受益于非公开发行引起的权益大幅增加，2010年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较2009年大幅下降，分别为58.74%、49.61%和42.63%，公司债务负担减轻。

图10 2008~2010年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

截至2011年3月底，公司债务总额52.77亿元，其中短期债务占34.33%，长期债务占65.67%。2011年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，分别为65.03%、55.34%和44.87%。

总体看，公司所有者权益较为稳定；2010年公司非公开发行股票有效降低公司债务负担，目前负债水平适宜。

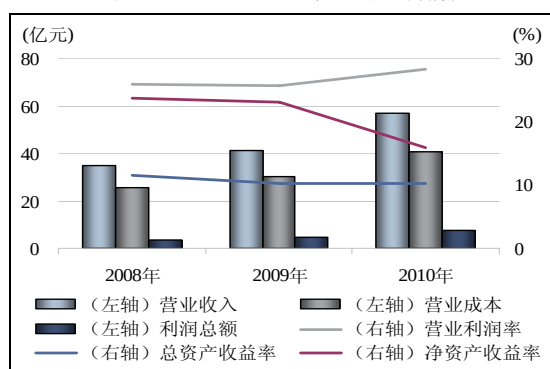
3. 盈利能力

水泥业务是公司收入和利润的主要来源，2008~2010年，公司业务快速增长，营业收入年复合增长27.78%，其中2010年实现营业收入57.05亿元，同比增长38.63%，主要是下游需求拉动水泥产销量增加以及水泥产品价格提升所致。2008~2010年，公司营业成本年复合增长25.59%，略低于同期收入增幅。公司主业盈利能力保持稳定，2008~2010年营业利润率分别为25.61%、25.76%和28.25%，2010年营业利润率有所上升，主要系该年度水泥销售价格上涨所致。

公司期间费用主要为销售费用和管理费用，2008~2010年，期间费用年复合增长19.41%，2010年合计为9.83亿元，占营业收入比重为17.23%，较2008年占比（为18.92%）略有下降，但期间费用占比仍较高。

2008~2010年，公司营业外收入分别为1.93亿元、1.75亿元和2.07亿元，主要为公司享有增值税即征即退的优惠政策带来的补助收入。

图11 2008~2010年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

随着营业收入的增加，2010年公司利润总额和净利润同比分别增长60.29%和54.63%，分别为7.77亿元和6.75亿元。从盈利指标看，2010年公司总资产收益率和净资产收益率分别为

10.18%和15.80%，尽管受权益增加的影响，整体盈利指标有所下降，公司盈利能力仍保持较高水平。

2011年1~3月，公司实现营业收入6.95亿元，占2010年全年的12.18%，营业利润率为25.68%，较2010年水平略有下降；受季节性因素影响，公司一季度收入占全年收入比例较低，而管理费用、财务费用等期间费用的支出受季节因素影响不大，2011年一季度期间费用合计1.92亿元，占2010年全年的19.52%；上述因素导致一季度利润总额为负值（-1379.07万元）。

总体看，剔除季节因素的影响，公司营业收入和盈利规模稳步增长，盈利能力较强。

4. 现金流

从经营活动来看，2008~2010年，公司经营活动产生的现金流入量年复合增长23.20%，2010年为54.04亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金。从收入实现质量指标看，2008~2010年，公司现金收入比平均值为90.40%，2010年为89.35%，指标较低的原因主要系公司提高票据方式结算比例，并将较大金额应收票据背书给他方用于支付采购款，公司实际收入实现质量高于指标值。2008~2010年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为6.26亿元、6.32亿元和10.85亿元，其中2010年增长明显。

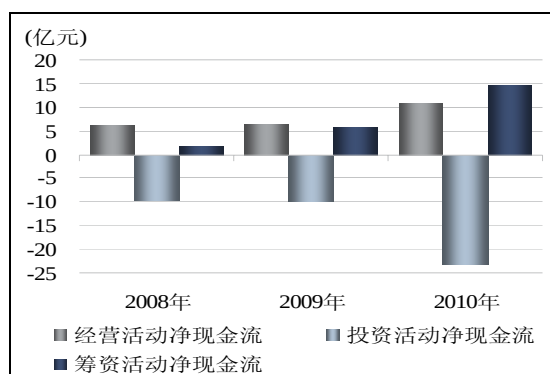
从投资活动来看，2008~2010年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-9.61亿元、-9.82亿元和-23.14亿元，均表现为净流出。2010年公司投资活动净流出规模增长迅速，主要为新建熟料和水泥生产线投资支出大幅增加所致。

2008~2010年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-3.34亿元、-3.50亿元和-12.29亿元，随着固定资产投入加大，公司对外筹资需求明显增加。

2008~2010年，公司筹资方式主要为借款筹资，此外，2008年和2010年公司还分别通过向股东借款（反映在收到的其他与筹资活动有

关的现金）和非公开发行股票等方式筹集资金。2008~2010年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为1.77亿元、5.70亿元和14.61亿元。

图12 公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

2011年1~3月，公司经营活动产生的现金流入量为12.91亿元，净额为1.90亿元。2011年以来疆内水泥市场需求量大，2011年1~3月公司预收帐款较2010年底增长508.04%，使得现金收入比大幅提高至177.87%。随着在建工程支出的增加，公司投资活动产生的现金流量净额为-5.26亿元。2011年一季度的筹资活动主要是取得借款收到的现金，筹资活动净额为8.49亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，经营活动产生的现金流量净额呈现持续增长；近年来，公司投资规模和外部融资需求较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010年底公司流动比率和速动比率分别为94.19%和72.31%，均较2008年底的54.36%和40.87%有较大提升。受短期借款和预收账款等流动负债大幅增长影响，2011年3月底流动比率和速动比率分别降至85.75%和62.42%。2008~2010年，公司经营现金流动负债比均值为28.94%，其中2010年底为39.11%。总体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，2008~2010年，公司EBITDA年复合增长32.40%，2010年公司EBITDA为13.11亿元。公司EBITDA利息倍数逐年上升，2010年为5.31倍；全部债务/EBITDA

倍数有所波动, 2010年为3.21倍。总体看, 公司对全部债务的保护能力较强。

截至2011年3月底, 公司未对公司外企业进行担保。

截至2011年3月底, 公司共获得银行授信额度总量为59.10亿元, 尚未使用的额度为9.41亿元。公司为境内A股上市公司, 直接、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

公司本期中期票据发行额度为8亿元, 占2011年3月底全部债务的15.16%, 对公司现有债务有一定影响。

截至2011年3月底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为65.03%和55.34%, 以公司2011年3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67.19%和58.80%, 公司债务负担有所上升。

2. 本期中期票据偿还能力分析

截至2011年3月底, 公司现金类资产18.11亿元, 为本期中期票据发行额度的2.26倍, 公司现金类资产对本期中期票据保护程度较好。

2008~2010年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据的4.45倍、5.00倍和6.75倍; 同期, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据的0.78倍、0.79倍和1.36倍, 经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较高。

2008~2010年, 公司EBITDA对本期中期票据的保障倍数分别为0.93倍、1.18倍和1.64倍, EBITDA对本期中期票据保障程度较好。

九、债权保护条款分析

作为外部增信机构, 中债增为本期中期票

据提供了无条件不可撤销连带责任保证担保。保证的范围包括本期中期票据本金及相应票面利息。

联合资信评估有限公司评定中债增主体长期信用等级为AAA, 中债增主体长期信用评级报告见附件。该信用等级反映了中债增代偿能力很强, 投资与担保业务风险管理能力极强, 风险极低。中债增对本期中期票据提供的担保有助于提高本期中期票据本息偿付的安全性。

综合看, 本期中期票据不能按期还本付息的风险极低。

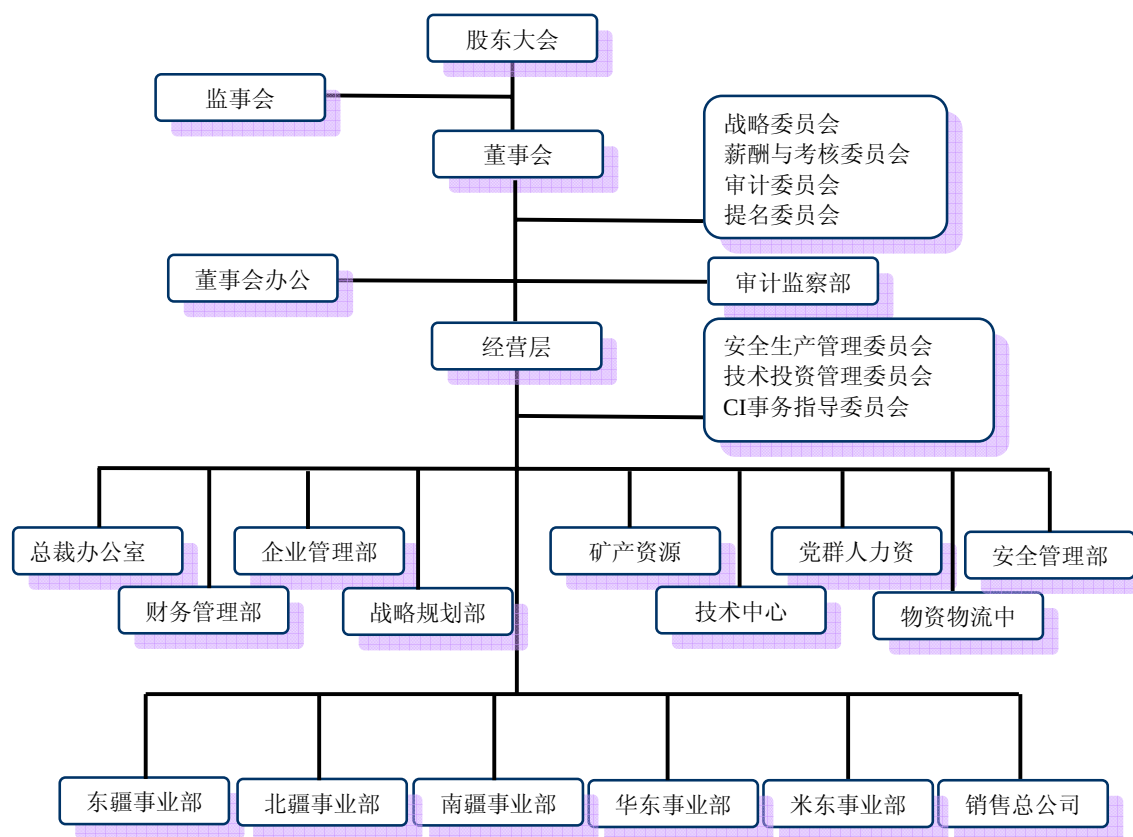
十、综合评价

近年来, 中国城镇化建设、以交通运输为主的基础设施建设、国家重点工程、新农村建设等固定资产投资项目带动了水泥行业的快速发展。

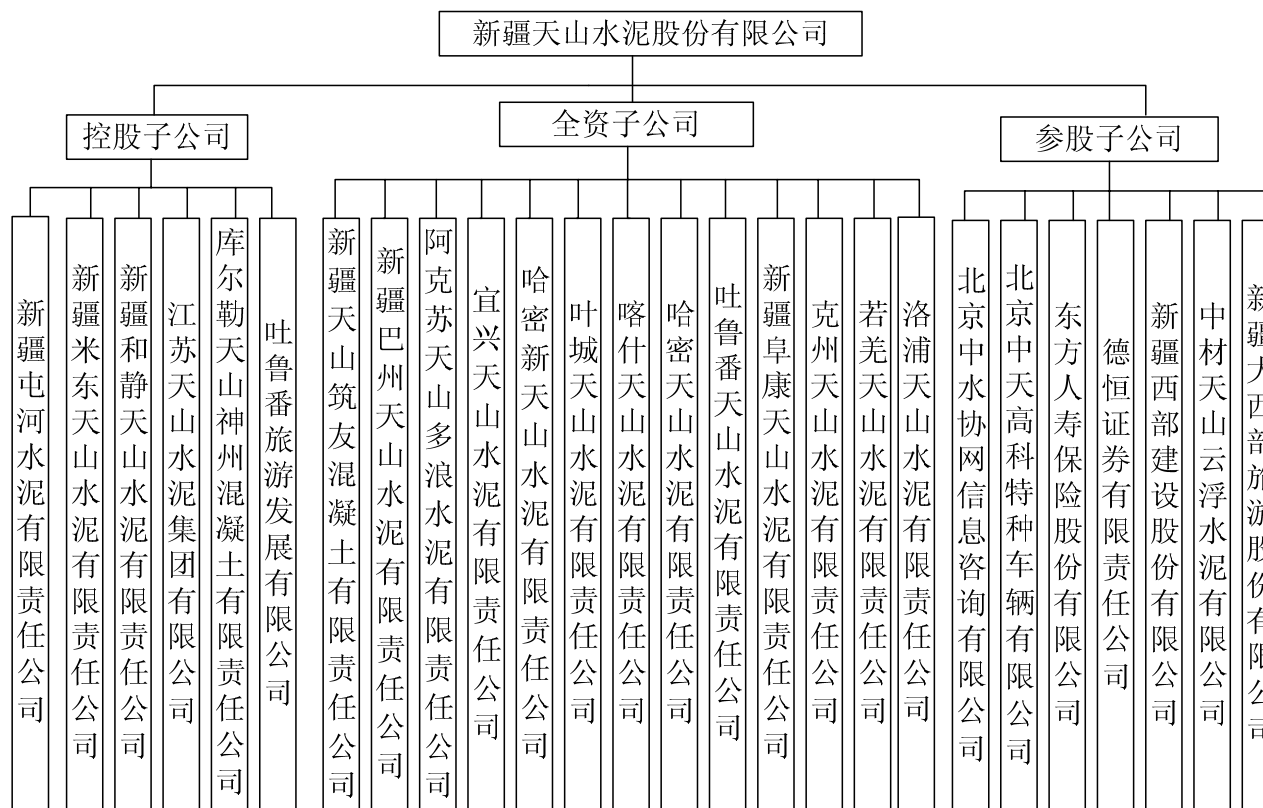
公司作为新疆地区最大的水泥企业, 在产能扩张和下游需求增加的带动下, 水泥销量和营业收入持续增长。作为上市公司, 公司法人治理结构完善, 整体管理水平较高。公司资产质量良好, 盈利能力较强, 负债水平适宜。总体看, 公司主体信用风险低。

公司现金类资产充裕, 经营活动现金流量和EBITDA对本期拟发行中期票据覆盖程度较高。本期中期票据由中债信用增进投资股份有限公司提供连带责任保证担保, 中债增担保实力强, 显著提升本期中期票据的安全性。总体看, 本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 公司股权结构图



附件 3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月底
流动资产：					
货币资金	66654.95	87746.53	105310.30	25.70	152446.54
交易性金融资产	278.66			-100.00	
应收票据	9442.19	12380.81	33692.11	88.90	28654.58
应收账款	17816.13	14027.88	15773.59	-5.91	31964.47
预付款项	15390.31	34513.64	43490.25	68.10	51210.27
应收利息					
应收股利	784.77		738.51	-2.99	738.51
其他应收款	1848.45	1887.46	1571.15	-7.81	3468.26
存货	43168.77	49701.69	60709.91	18.59	100313.18
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	155384.23	200258.00	261285.81	29.67	368795.81
非流动资产：					
可供出售金融资产		28224.75	26289.24		29299.05
长期应收款					
长期股权投资	21499.00	21261.25	20870.94	-1.47	21482.12
投资性房地产	1869.14	2050.69	1958.49	2.36	1935.44
固定资产	336877.74	375861.92	524479.51	24.78	515689.35
在建工程	60182.51	128080.16	162463.58	64.30	241374.79
工程物资	3679.39	132.71	1257.36	-41.54	50.30
无形资产	16906.71	25783.00	31613.54	36.74	32711.14
开发支出					
商誉	2271.86	2271.86	2271.86	0.00	2271.86
长期待摊费用	181.23	543.26	548.16	73.92	524.21
递延所得税资产	1771.34	2659.66	2980.60	29.72	3778.65
其他非流动资产					
非流动资产合计	445238.93	586869.27	774733.30	31.91	849116.91
资产总计	600623.16	787127.27	1036019.11	31.34	1217912.72

附件 3-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 3 月底
流动负债：					
短期借款	99100.14	158863.14	86792.14	-6.42	148692.14
交易性金融负债	3659.04	458.59	341.46	-69.45	179.13
应付票据	20617.03	25951.42	13865.50	-17.99	30660.91
应付账款	63356.09	93322.65	121910.11	38.72	112826.90
预收款项	7426.65	14257.68	18281.14	56.89	111156.72
应付职工薪酬	8502.03	10353.48	11390.31	15.75	6274.19
应交税费	6678.63	1340.42	3476.45	-27.85	-4087.35
应付利息	310.39	1078.50	1675.88	132.36	1835.51
应付股利	3538.31	925.01	1169.10	-42.52	870.75
其他应付款	77719.26	55668.88	16175.34	-54.38	20058.86
一年内到期的非流动负债	5037.25	6172.73	2312.00	-32.25	1632.00
其他流动负债					
流动负债合计	295944.81	368392.49	277389.43	-3.19	430099.77
非流动负债：					
长期借款	168025.82	215098.67	317637.45	37.49	346583.98
应付债券					
长期应付款	3153.83	6614.78	6620.17	44.88	8005.60
专项应付款	1250.47	2446.29	2468.48	40.50	2474.16
预计负债	3584.68	23.70	301.51	-71.00	309.39
递延所得税负债		4113.71	3823.39		4274.86
其他非流动负债		260.00	274.22		269.89
非流动负债合计	176014.80	228557.15	331125.22	37.16	361917.87
负债合计	471959.61	596949.64	608514.66	13.55	792017.63
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	31203.36	31203.36	38894.51	11.65	38894.51
资本公积	20898.46	44336.64	217784.74	222.82	220343.08
专项储备	593.37	1055.67	1505.69	59.30	
盈余公积	4502.44	7051.87	9007.73	41.44	9007.73
未分配利润	27801.37	55050.86	94275.52	84.15	93534.10
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	84999.00	138698.41	361468.20	106.22	363386.51
少数股东权益	43664.54	51479.23	66036.26	22.98	62508.58
所有者权益合计	128663.55	190177.64	427504.45	82.28	425895.08
负债和所有者权益总计	600623.16	787127.27	1036019.11	31.34	1217912.72

附件 4 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~3 月
一、营业收入	349396.80	411511.93	570478.14	27.78	69469.78
减: 营业成本	257159.21	302866.45	405635.98	25.59	51245.22
营业税金及附加	2769.93	2650.28	3682.00	15.29	381.33
销售费用	25797.23	30416.80	33900.33	14.63	4766.10
管理费用	25299.79	32296.50	45921.27	34.73	9300.25
财务费用	17848.09	15148.50	18482.35	1.76	5120.97
资产减值损失	2058.07	198.69	8958.59	108.64	2073.24
加: 公允价值变动收益	-3380.39	2921.80	117.12		162.33
投资收益	1732.84	1053.83	3799.85	48.08	431.84
汇兑收益					
二、营业利润	16816.94	31910.34	57814.59	85.42	-2823.18
加: 营业外收入	19276.09	17510.21	20746.56	3.74	1703.64
减: 营业外支出	3114.13	976.16	908.59	-45.98	259.54
其中: 非流动资产处置损失	1151.74	399.06	527.80	-32.30	0.00
三、利润总额	32978.90	48444.39	77652.56	53.45	-1379.07
减: 所得税费用	3055.42	4768.03	10115.34	81.95	386.31
四、净利润	29923.48	43676.36	67537.22	50.23	-1765.38

附件 5-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~3 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	327329.71	370204.67	509717.61	24.79	123567.40
收到的税费返还	16374.01	14740.15	16345.88	-0.09	873.03
收到其他与经营活动有关的现金	12325.32	14771.29	14319.68	7.79	4653.46
经营活动现金流入小计	356029.04	399716.12	540383.18	23.20	129093.89
购买商品、接受劳务支付的现金	205395.87	241027.87	301350.40	21.13	77834.02
支付给职工以及为职工支付的现金	29533.41	32143.38	44439.62	22.67	15656.54
支付的各项税费	40882.55	42033.67	50490.20	11.13	9943.99
支付其他与经营活动有关的现金	17579.01	21288.58	35616.96	42.34	6637.13
经营活动现金流出小计	293390.83	336493.49	431897.18	21.33	110071.68
经营活动产生的现金流量净额	62638.21	63222.63	108485.99	31.60	19022.21
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金	362.20	845.90	1104.45	74.62	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	329.41	485.65	1506.80	113.88	8.09
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	2222.29	441.57	886.82	-36.83	353.41
投资活动现金流入小计	2913.89	1773.12	3498.07	9.57	361.50
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	61028.18	93934.61	234414.46	95.99	52363.82
投资支付的现金		2561.19	221.67		210.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	35851.56			-100.00	
支付其他与投资活动有关的现金	2100.00	3457.91	263.28	-64.59	348.65
投资活动现金流出小计	98979.74	99953.71	234899.41	54.05	52922.47
投资活动产生的现金流量净额	-96065.84	-98180.59	-231401.34	55.20	-52560.98
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金		1544.67	183661.00		
取得借款收到的现金	116065.44	283660.14	271717.59	53.01	110005.28
收到其他与筹资活动有关的现金	60000.00	0.00	7968.54	-63.56	3000.00
筹资活动现金流入小计	176065.44	285204.81	463347.12	62.22	113005.28
偿还债务支付的现金	106872.98	197014.49	245110.55	51.44	19838.75
分配股利、利润或偿付利息支付现金	27097.38	28315.24	32028.31	8.72	8272.52
支付其他与筹资活动有关的现金	24364.03	2895.28	40100.76	28.29	0.00
筹资活动现金流出小计	158334.40	228225.02	317239.62	41.55	28111.27
筹资活动产生的现金流量净额	17731.04	56979.79	146107.51	187.06	84894.01
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			14.94		
五、现金及现金等价物净增加额	-15696.59	22021.83	23207.10		51355.24

附件 5-2 合并现金流量表（续）
 （单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	29923.48	43676.36	67537.22	50.23
减：未确认的投资损失				
加：计提的资产减值准备	2058.07	198.69	8958.59	108.64
固定资产折旧	22948.08	27375.86	32936.11	19.80
无形资产摊销	711.94	1076.16	1545.11	47.32
长期待摊费用摊销	220.35	87.97	85.69	-37.64
待摊费用减少(减：增加)				
预提费用增加(减：减少)				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减：收益)	988.27	263.30	-738.71	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失（减：收益）	3380.39	-2921.80	-117.12	
财务费用	19094.32	17739.70	18875.92	-0.57
投资损失(减：收益)	-1732.84	-1053.83	-3799.85	48.08
递延所得税资产减少（减：增加）	-1497.25	-888.32	-320.94	-53.70
递延所得税负债增加（减：减少）		4113.71		
存货的减少(减：增加)	-12904.80	-6747.99	-11136.39	-7.10
经营性应收项目的减少(减：增加)	7351.05	-18858.10	-90026.16	
经营性应付项目的增加(减：减少)	-7902.85	-839.08	84686.52	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	62638.21	63222.63	108485.99	31.60
二、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	45592.66	67614.49	90821.60	41.14
减：货币资金的期初余额	61289.25	45592.66	67614.49	5.03
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	-15696.59	22021.83	23207.10	

附件 6 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	12.74	15.34	15.04	--
存货周转次数(次)	6.96	6.52	7.35	--
总资产周转次数(次)	0.67	0.59	0.63	--
现金收入比(%)	93.68	89.96	89.35	177.87
盈利能力				
营业利润率(%)	25.61	25.76	28.25	25.68
总资本收益率(%)	11.26	10.29	10.18	--
净资产收益率(%)	23.26	22.97	15.80	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	56.63	53.07	42.63	44.87
全部债务资本化比率(%)	69.73	68.13	49.61	55.34
资产负债率(%)	78.58	75.84	58.74	65.03
偿债能力				
流动比率(%)	52.50	54.36	94.19	85.75
速动比率(%)	37.92	40.87	72.31	62.42
经营现金流动负债比(%)	21.17	17.16	39.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.17	4.59	5.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.96	4.29	3.21	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.11	-0.09	-0.29	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.86	-1.69	-4.97	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.93	1.18	1.64	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	4.45	5.00	6.75	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.78	0.79	1.36	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.42	-0.44	-1.54	--

注：2008 年数据采取 2009 年审计报告经调整的期初数，且 EBITDA 利息倍数未考虑资本化利息因素。2011 年 1-3 月财务报表未经审计。

附件 7 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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/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%
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(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
 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 8 中长期债券信用等级设置及其含义

注：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

关于新疆天山水泥股份有限公司

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。

新疆天山水泥股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。新疆天山水泥股份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，新疆天山水泥股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注新疆天山水泥股份有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现新疆天山水泥股份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。

如新疆天山水泥股份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，直至新疆天山水泥股份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新疆天山水泥股份有限公司、主管部门、交易机构等。



中债信用增进投资股份有限公司

2010 年信用评级分析报告

评级结果

主体信用等级：AAA

评级时间

2010 年 12 月 20 日

主要数据

项 目	2010 年 9 月	2009 年
资产总额（万元）	662388.69	607727.79
负债总额（万元）	33892.55	5293.82
所有者权益（万元）	628496.14	602433.97
营业收入（万元）	9021.57	85.00
利润总额（万元）	22138.71	3085.05
净利润（万元）	17385.35	2309.25
增信余额（万元）	2129000.00	30000.00
净资产增信倍数（倍）	3.39	0.05
净资本增信倍数（倍）	5.31	0.07
资本覆盖率（%）	201.34	-
净资产收益率（%）	3.77	1.02

注：①净资产增信倍数=期末增信余额/净资产；
②净资本增信倍数=期末增信余额/净资本；
③收益率指标经过年化计算得到。

分析师

蒋建国

Tel: 010-85679696-8812

E-mail: jiangjg@lhratings.com

田 兵

Tel: 010-85679696-8821

E-mail: tianbing@lhratings.com

何 璐

Tel: 010-85679696-8819

E-mail: iris.he@lhratings.com

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）

Fax: 010-85679228

Http: //www.lhratings.com

评级观点

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2009 年 9 月，是国内首家专业债券信用增进机构，其市场定位是成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者。经过一年多的发展，公司增信业务发展迅速，业务不断创新，这同时也使公司在风险管理方面面临压力。基于公司强大的股东背景和资本实力、高管层较高的专业素质、良好的业务发展前景等因素，联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA，该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

优势

- 公司资本实力雄厚，股东背景强大；股东有能力和意愿在需要时增加公司资本。
- 公司高管层拥有较高的专业素质，这有助于提高公司的专业化运作水平。
- 公司信用增进业务发展快速，且具备较强的创新能力及市场推动力。

关注

- 公司处于发展初期，制度体系及定价方法尚在完善过程中；增信业务存在一定的客户集中风险，创新业务的风险控制措施尚待完善；公司投资规模较大，对资产流动性形成负面影响。公司整体风险管理水平面临压力。
- 目前，我国尚未出台有关信用增进机构设立和监管的法律法规，信用增进业务中潜在风险的控制有待完善。

一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2009 年 9 月，由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。公司注册资本 60 亿元，均为货币出资，股东持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构，业务接受中国人民银行监管。

表 1 公司股东及持股情况表

序号	股 东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	中国石油天然气集团公司	9.90	16.50
2	国网资产管理有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	首钢总公司	9.90	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合 计		60.00	100.00

公司主营业务包括：投资及融资的信用增进；信用增进的评审、培训、策划、咨询服务；信用产品发行和交易；金融资产投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；与信用增进有关的新技术、新产品的开发、授权使用及转让等业务。

公司内设风险管理部、计划财务部、投资部、综合部、审计部、业务营运部、法律事务部、董事会办公室八个部门。

截至 2010 年 9 月末，公司资产总额 662388.69 万元，负债总额 33892.55 万元，所有者权益 628496.14 万元。2010 年 1 月-9 月，公司实现营业收入 9021.57 万元，利润总额 22138.71 万元，净利润 17385.35 万元。截至 2010 年 9 月末，公司增信余额合计 2129000.00 万元。

二、运营环境

1. 宏观经济概况

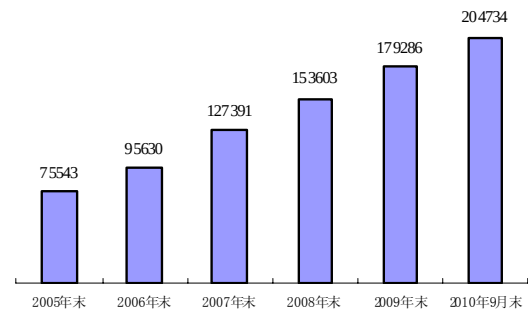
经历了一轮快速增长后，在 2008 年全球经济危机的冲击下，我国经济增速出现回落。针对宏观经济形势的变化，我国政府采取了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，先后推出

投资刺激政策、多次下调存贷基准利率及存款准备金率等多项配套措施。2009 年的多项经济指标显示，我国国民经济运行中的积极因素不断增多。2010 年 1-3 季度，我国经济继续朝着宏观调控的预期方向发展，经济平稳较快发展的势头进一步巩固。但在世界经济仍面临不确定性、国内物价上涨压力加大等背景下，中央经济工作会议于 2010 年 12 月初提出，我国 2011 年将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，以防通胀为调控重心，坚持经济结构调整为主线，加快转变经济发展方式。

2. 行业发展概况

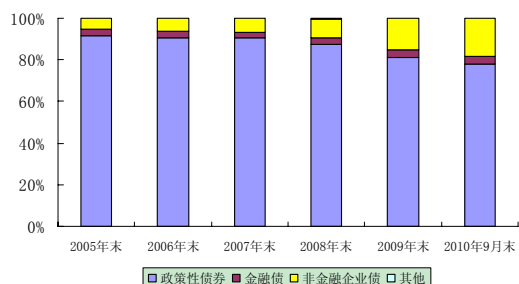
随着经济的增长，我国债券市场发展较快，债券规模明显扩大（见图 1）。其中，涵盖企业债、中期票据、短期融资券、公司债和可转债等品种的非金融企业债务融资市场快速发展，在债券总额中的占比不断上升（见图 2），截至 2010 年 9 月末这一比重提高至 18.05%。债券市场作为企业直接融资渠道的作用日益显现。

图 1 债券总体规模 单位：亿元



注：数据来自中国债券信息网。

图 2 债券构成情况



注：数据来自中国债券信息网。

从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体的信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用等级发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使为资本市场提供外部信用增级服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2009 年 9 月，公司作为国内首家专业债券信用增进机构成立，这对于发展直接融资市场，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，公司还承担着建立银行间债券市场风险分担机制、进行风险专业化管理模式创新的重任。

2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（以下简称“《指引》”）。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业业务创新开辟了新的空间。

3. 政策与监管

我国目前尚未出台有关专业信用增进机构设立和监管的法律法规，信用增进业务中潜在风险的控制有待完善。作为首家专业债券信用增进机构，公司的经营实践活动将为相关监管法规的出台提供重要参考。未来，信用增进行

业管理办法的出台将为该行业规范发展奠定基础。

三、法人治理结构与内部控制

1. 股权结构及公司治理

公司注册资本 60 亿元，股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的银行间市场成员组成。公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到了股东的大力支持。公司董事会从经营情况、业务创新及对交易商协会交付任务的完成情况等三个方面对公司经营层进行考核。同时，公司股东还承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。

公司按照市场化模式运作。公司初步搭建了由股东会、董事会和监事会组成的公司治理架构。股东会是公司最高权力机构，由全体股东组成，股东会由董事会依法召集。自成立以来，公司股东大会先后就股东大会、董事会及监事会议事规则、授权董事会进行对外股权投资等议案进行了审议。

公司董事会由 9 名董事组成。其中，交易商协会提名 2 名董事候选人，其余 6 家股东各提名 1 名董事候选人，经由股东会选举产生该 8 名董事；另设 1 名职工董事，由职工通过民主选举产生。董事会设董事长 1 人，由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会每年至少召开 2 次会议，负责公司重大事项的决策。公司尚未实行独立董事制度。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验，这有助于董事会进行科学决策。自成立以来，公司董事会先后审议了公司股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案等多项议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、会计政策及会计核算办法等多项基本管理制度。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事。股东监事由股东大会选举产生，职工监事由职工选举产生。监事会

主席由全体监事选举产生。监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员执行公务的行为进行监督等职权。监事会每 6 个月至少召开 1 次会议。公司尚未执行独立监事制度。公司监事会相继审议通过监事会议事规则、选举监事长等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，在董事会授权范围内行使职权，包括主持公司日常经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等，并接受董事会的指导和监事会的监督。公司高管层设有执行副总裁、风险总监、财务总监、投资总监、营运总监、总法律顾问、董事会秘书各 1 名，由总裁提名、经董事会通过后任命，分别承担相应的管理职能。公司注重高水平的专业团队建设，高管均为拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士，这有助于确保公司运营水平的专业化。

由于成立时间较短，公司治理架构仍处于持续规范过程中，股东大会、董事会及监事会对公司经营活动的指导作用尚待进一步加强。

2. 组织架构及内部控制

公司目前设立了业务营运部、投资部、风险管理部、计划财务部、审计部、法律事务部、综合部、董事会办公室八个职能部门，部门及岗位职责尚在完善和修订中。

公司内部控制初成体系。公司出台了风险管理指引，制定了针对业务种类细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等；并规定了涉及资金、经费、人力资源、薪酬、印章、预算等方面的内控制度。公司风险管理部负责统一管理公司运营过程中所面临的各种风险。公司的 IT 系统建设尚处于招标阶段，目前内部信息处理依靠手工完成，这对内部控制带来一定的风险。此外，创新业务的推出对公司内控体系建设提出了更高要求。

公司成立时，虽大多数高管人员到位，但员工缺口较大。2010 年，公司通过公开招聘引

进了部分专业人员，但业务的快速发展使员工工作量较重。根据规划，公司还将在未来一两年内加快队伍建设，以满足业务发展需要。

总的看来，公司内部控制体系亟待完善，人才队伍建设尚待加强，内审及稽核体系待逐步建立。

3. 战略规划

公司的市场定位是立足于债券市场，成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者。根据规划，公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别的大型企业债务融资工具发行提供信用增进服务。随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的完善，公司将通过适当扩大增进服务范围、创新信用增进手段等方式扩大服务范围，逐步实现多方式全方位提供债券信用增进业务的经营目标。

经过一年来的发展，公司短期规划得到了有效落实，增信业务规模快速上升，逐步树立起良好的市场形象，积累了较丰富的项目和客户资源，创新业务取得突破性进展。但以业务创新为主的中长期发展规划在一定程度上依赖于债券市场及相关法律法规的进一步完善，尚需在实践过程中逐步明确。

四、风险管理分析

1. 业务风险管理体系

公司聘请了风险管理方面的专家，初步构建起全面风险管理体系，制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险和集中风险的全面风险管理政策，搭建了风险管理组织架构。公司董事会承担风险管理的最终责任，监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况，高管层负责制定和审查公司风险管理政策和程序。公司建立起抵御风险的“三

道防线”，明确了相关部门的风险管理职责和业务流程；风险管理部负责对各类风险进行管理，制订相应的制度，并向风险总监报告工作。

公司确定了较为稳健的风险偏好，并设定了增信业务及投资业务的风险偏好指标，总的原则是积极规避增信业务的高违约风险，实施稳健的资金投资策略，通过专业风险管理系统和专家决策，形成符合公司风险收益控制政策的产品组合，保证公司稳定运营并保持良好的盈利能力。

公司将增信业务目标客户的信用评级限定在 BBB 及以上。公司将优先考虑高新技术企业、环保节能企业以及属于国家鼓励支持行业的中小企业，不涉及房地产开发类企业，并限制单一行业大类及单一客户的风险集中度。

公司出台了增信业务管理办法，规定了业务受理、调查、审批、合同签订、增信后管理和档案管理等流程的操作方法。客户经理受理业务申请后，就客户准入条件、申请材料 and 风险缓释措施进行初步审查。符合初审条件的项目，由项目经理和风险经理共同进行现场调查，分别出具意见。公司实行有权审批人会议审批制度，每次审批会议至少由随机产生的 5 名审批人参加，其中审批牵头人一名，项目通过需经牵头审批人同意并有超过 2/3 全部参会的审批人同意，公司总裁有权否决审批同意的增信业务。项目经理每季度对客户进行跟踪检查，至少每半年实地检查一次，并依照信贷业务五级分类原则对业务风险进行初分，风险管理部对分类结果进行认定。公司从客户、行业和资产组合三个层次实施项目监控，分散业务风险。此外，公司正着手建立客户内部信用风险评价体系，评价范围将涵盖客户评级和债项评级，这将有助于公司有效防范和控制风险。

公司明确了投资业务以确保增信业务代偿需要、保证流动性的前提下开展。目前公司将投资杠杆比例限定在自有资本的 1.5 倍以内，杠杆的放大在一定程度上加大了公司投资业务的风险。公司初步制定了投资业务管理办法，

对投资交易业务的范畴、决策、授权、限额、监测、报告等环节作了明确规定，以降低投资交易各环节中的风险。公司投资组合限额种类包括交易限额、止损限额、集中度限额、风险价值限额和压力测试限额等。公司处于发展初期，投资重点以金融市场上的固定收益类工具为主，目前也初步开展了信用衍生产品做市交易业务。公司需要进一步完善投资业务相关管理办法，打造专业化的投资团队，为全面开展投资业务奠定基础。

总体看，公司初步搭建起全面风险管理架构，目前正结合增信业务特点，制定和完善多项风险管理办法，如风险分类办法、差异化的准备金计提办法、资本覆盖和风险缓释工具管理办法等，以提高风险管理精细化水平。此外，作为首家信用增进公司，公司在运营中面临一定的法律风险。未来公司还将致力于推动信用增信行业相关法律规范的建立，为实现长足发展寻求法律保障。

2. 业务发展状况及风险管理水平

自成立以来，为迅速做大做强，公司通过多种渠道积极营销，与一批信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模增长快速。截至 2010 年 9 月末，公司共为 19 个已完成发行的项目提供了增信服务，项目标的包括 3 支短期融资券、13 支中期票据和 3 支中小企业集合票据，增信余额合计 2129000 万元，是公司注册资本的 3.55 倍。

截至 2010 年 9 月末，公司增信项目共涉及汽车、化工、机械、纺织、通讯等行业的 36 家企业，行业分布较广。发行人主体评级在 AA 及以上的债券金额合计占 82.20%。期限以 3 年期和 5 年期为主，合计占 77.74%。

截至 2010 年 9 月末，公司已生效的增信客户多为资质较好的大型企业，因而存在客户集中度较高的问题。单一最大客户增信余额为 250000 万元，是注册资本的 41.67%；最大五家客户增信余额合计 1020000 万元，是注册资本

的 170%。

2010 年下半年以来，公司在占据一定市场份额后，逐步将业务重心下移，与一批信用等级较低的企业开展了增信业务（目前该些业务尚在推进过程中），这给公司增信业务的风险控制带来压力。

在传统增信业务快速增长的同时，公司结合战略导向，注重发展产品创新，并具备较强的创新能力及市场推动力。公司是经交易商协会认定的 17 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 14 家信用风险缓释凭证创设机构之一。2010 年下半年以来，公司相继推出中债 I 号、中债 II 号、中债 III 号、中债 IV 号创新产品。

中债 I 号是可选的信用增进型票据，即投资者在买入票据的同时可选择买入保护，若票据到期，发行人违约，公司将以约定方式对投资人进行损失补偿。截至 2010 年 9 月末，公司共发行该类票据 3 支，合计增信余额 140000 万元。

中债 II 号和中债 III 号分别是以银行贷款和债券为标的债务的信用风险缓释合约。2010 年 11 月 5 日，公司共签订了 10 笔合约，名义本金合计 100000 万元。前者以工商银行为交易对手，后者以光大银行和兴业银行为交易对手。从买卖方向上看，公司共卖出保护 9 笔，名义本金合计 80000 万元；买入保护 1 笔，名义本金合计 20000 万元。信用保护卖方向买方定期收取固定费用，并向买方提供贷款或债券违约信用保护。公司将中债 II 号产品纳入增信业务流程进行风险控制；将中债 III 号产品归入投资业务范畴，计划以大型银行为交易对手，并结合授信、抵质押品及买入保护等措施防范风险。

中债 IV 号是信用风险缓释凭证。2010 年 11 月 19 日，公司创设出 2010 年度第一期和第二期信用风险缓释凭证，并于 2010 年 11 月 24 日开始在银行间债券市场交易流通。凭证标的分别为中国联通发行的 2010 年度第一期中期票据和第二期短期融资券，名义本金分别为 13000 万元和 10000 万元。

公司目前创新业务更多的是以培育市场为出发点，创新产品规模相对较小，结构较为简单、透明，风险尚在可控范围内，但风险缓释措施尚待完善。由于债券市场及相关法律法规的不甚健全等因素，预计公司创新业务在短期内不会实现规模化发展。

截至目前，公司未发生代偿。但公司处于业务快速发展阶段，同时也是风险积累阶段，这将使公司的风险管理水平面临考验。

五、财务分析

公司提供了 2009 年度及 2010 年 3 季度财务报表。公司 2009 年度财务报表的会计期间为 2009 年 9 月 7 日（公司注册登记日）-2009 年 12 月 31 日，该报表经信永中和会计师事务所审计并出具了标准无保留的审计意见。公司 2010 年 3 季度财务报表未经审计。

1. 财务概况

截至 2010 年 9 月末，公司资产总额 662388.69 万元，负债总额 33892.55 万元，所有者权益 628496.14 万元。2010 年 1-9 月，公司实现营业收入 9021.57 万元，利润总额 22138.71 万元，净利润 17385.35 万元。

2. 资金来源

公司目前资金来源以资本金为主，另有部分负债。公司目前注册资本为 60 亿元，资本实力较强。此外，公司股东承诺在公司发展需要时将及时补充资本，相关资本补充方案将于 2011 年股东大会出台。

2010 年，公司通过卖出回购融入资金的力度加大，导致负债规模明显上升（见表 2）。公司负债以流动负债为主，占负债余额的 89.88%。公司流动负债中，卖出回购金融资产占 59.01%，另包括部分预收增信项目款项、用于办公场所的租金及装修的其他应付款。公司非流动负债占负债余额的 10.12%，以计提的未到期责任准

备金为主。公司目前按照增信业务收入的 30% 计提未到期责任准备。截至 2010 年 9 月末，公司共计提未到期责任准备金 2731.97 万元，占同期增信余额的 0.13%。截至 2010 年 9 月末，公司资产负债比为 5.12%，债务负担较轻。

表 2 公司负债构成情况表

项 目	2010 年 9 月末		2009 年末	
	金额 (万元)	比重 (%)	金额 (万元)	比重 (%)
卖出回购金融资产款	20000.00	59.01	-	-
预收账款	3371.81	9.95	1415.00	26.73
其他应付款	3049.47	9.00	2425.05	45.81
专项应付款	2731.97	8.06	25.50	0.48
其他	4739.29	13.98	1428.27	26.98
合 计	33892.54	100.00	5293.82	100.00

总体看，公司目前资金来源以资本金为主，债务负担较轻，资本补充机制有望建立。

3. 资金运用与资产质量

表 3 公司资产构成情况表

项 目	2010 年 9 月末		2009 年末	
	金额 (万元)	比重 (%)	金额 (万元)	比重 (%)
货币资金	61678.99	9.31	224204.16	36.89
买入返售金融资产	30197.36	4.56	-	-
投资资产	556788.91	84.06	379666.29	62.47
其中：交易性金融资产	6865.16	1.04	-	-
可供出售金融资产	464323.85	70.10	89666.29	14.75
持有至到期投资	35600.00	5.37	290000.00	47.72
长期股权投资	49999.90	7.55	-	-
应收类资产	11849.85	1.79	3110.15	0.51
其他资产	1873.57	0.28	747.19	0.12
合 计	662388.69	100.00	607727.79	100.00

2010 年以来，公司资金运用力度加大，投资资产比重明显提高。截至 2010 年 9 月末，公司资产总额 662388.69 万元，较年初增长 8.99%。公司资产主要由货币资金和投资资产组成（见表 3），分别占资产总额的 9.31% 和 84.06%。

公司投资资产主要由可供出售金融资产、持有至到期投资及长期股权投资组成。截至 2010 年 9 月末，公司可供出售金融资产余额 464323.85 万元，其中债券投资账面价值

455171.85 万元，二级市场股票投资账面价值 9152.00 万元（浮盈 20.34%）。公司以可供出售为目的持有的债券共 60 只，品种涵盖短期融资券、中期票据和企业债券；债券发行人主体评级均在 AA⁻ 及以上，其中 AA⁺ 及以上债券面额占比超过 80%；债券剩余期限主要集中在 3-5 年，该期限内的债券面额合计占 78.79%；固定利率、浮动利率债券面额分别占 82.92% 和 17.08%。持有至到期投资余额 35600 万元，是公司持有的信托理财产品。长期股权投资余额 49999.90 万元，是公司对光大银行的战略投资，采用成本法核算。

总体看来，公司投资规模较大，虽以高信用等级债券投资为主，发生减值的可能性不大，但对资产的流动性带来一定影响，且目前利率处于上升通道的市场行情给公司收益水平带来压力。

4. 经营效率及盈利能力分析

表 4 公司收入情况表

项 目	2010 年 1-9 月		2009 年	
	金额 (万元)	比重 (%)	金额 (万元)	比重 (%)
营业收入	9021.57	29.03	85.00	2.11
投资收益	19561.26	62.94	1836.96	45.63
利息收入	1845.61	5.94	2103.74	52.26
公允价值变动收益	650.91	2.09	-	0.00

经过一年的发展，公司增信业务收入增长较快（见表 4）。2010 年 1-9 月，公司实现增信业务收入 9021.57 万元。对增信业务的定价，公司参考债券市场不同信用级别主体的发行利差，同时结合增信对象的具体情况进行主观调整。凭借自身良好的资信水平，公司增信业务议价能力较强。

2010 年 1-9 月，公司实现投资收益 19561.26 万元，是公司目前最主要的收入来源。

公司营业费用以人员经费、计提的未到期责任准备、租赁及物业费为主。公司计划加快员工队伍建设，人工成本预计将有大幅增长。

2010 年 1-9 月，公司实现利润总额 22138.71

万元，净利润 17385.35 万元，经年化的净资产收益率和资产收益率分别为 3.77%和 3.65%。预计未来几年，随着业务的发展，公司整体盈利水平有望提高。

5. 资本充足率及代偿能力

公司目前面临的风险主要是增信项目的代偿和投资损失。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的增信业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于增信业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

2010 年 1-9 月，公司投资活动现金流出量较大，导致整体现金流表现为净流出。截至 2010 年 9 月末，公司现金及现金等价物余额为 61678.99 万元，现金流仍较充裕（见表 5）。

表 5 公司现金流量情况表

项 目	2010 年 1-9 月	2009 年
经营活动产生的现金流量净额（万元）	5360.84	3852.80
投资活动产生的现金流量净额（万元）	-434843.78	-379648.63
筹资活动产生的现金流量净额（万元）	-5711.94	600000.00
现金及现金等价物净增加额（万元）	-435194.88	224204.16
期末现金及现金等价物余额（万元）	61678.99	224204.16

根据公司 2010 年 9 月末的资产状况，估算出公司净资本 400661.91 万元，净资本比率为 63.75%。公司净资产增信倍数和净资本增信倍数分别为 3.39 倍和 5.31 倍（见表 6）。经测算，截至 2010 年 9 月末，在一定的概率水平下，公司净资本覆盖率为 201.34%，公司目前资本充足。公司处于成长期，增信及创新业务的快速发展都将使公司放大倍数进一步提高。基于公司股东较强的财务实力和明确的增资意愿，预计公司未来几年资本充足性应能保持在较好水平。

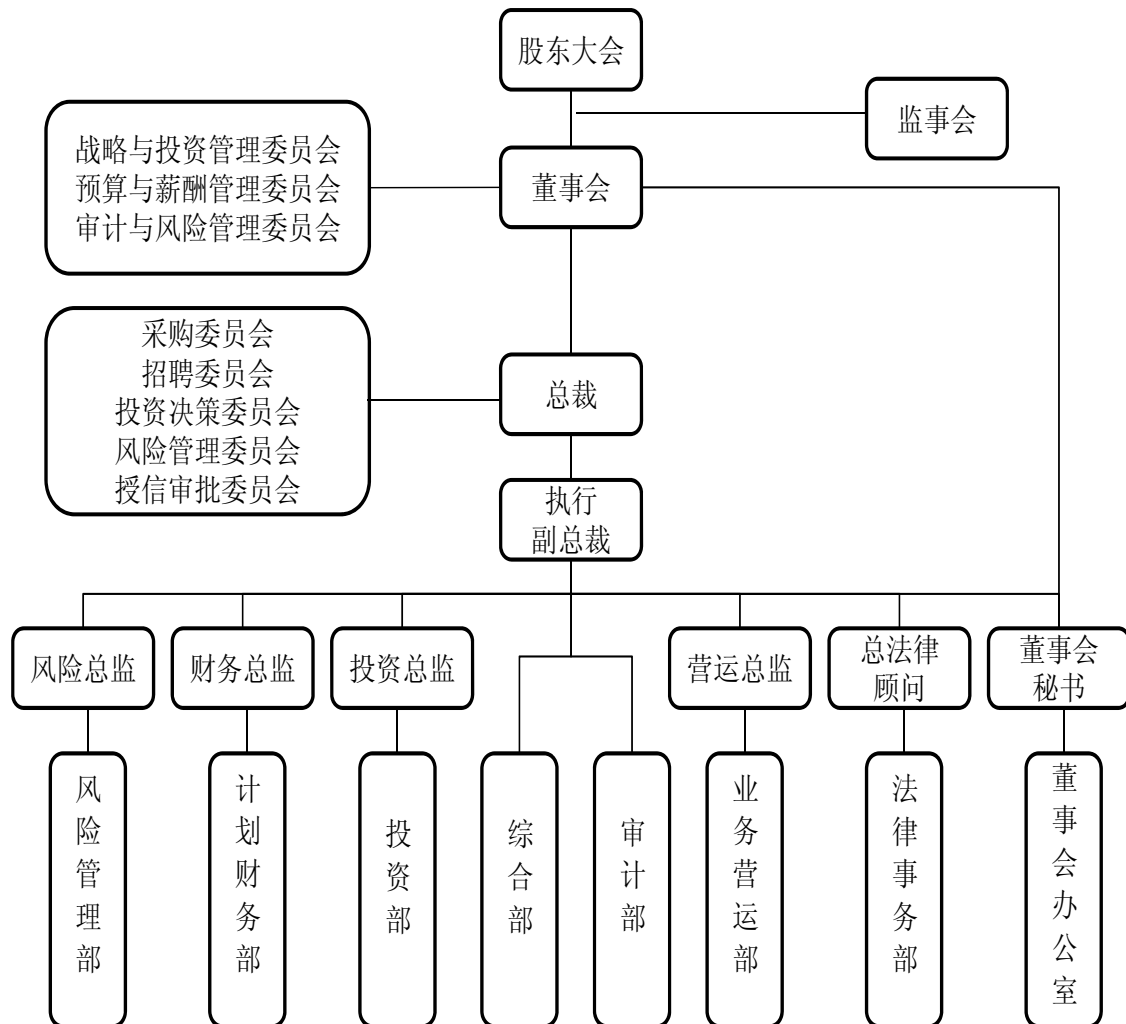
表 6 公司资本充足性指标表

项 目	2010 年 9 月末	2009 年末
增信余额（万元）	2129000.00	30000.00
净资产（万元）	628496.14	602433.97
净资本（万元）	400661.91	426702.24
净资产增信倍数（倍）	3.39	0.05
净资本增信倍数（倍）	5.31	0.07
净资本比率（%）	63.75	70.83

注：①净资产增信倍数=期末增信余额/净资产
 ②净资本增信倍数=期末增信余额/净资本

总体看来，公司拥有强大的股东背景和资本实力，市场定位与经营策略明确，内控与风险管理体系初步建立并逐步完善，增信业务发展快速，创新能力及市场推动能力较强，盈利能力逐步显现；但公司法人治理结构尚待健全，专业队伍尚待进一步加强，未来发展举措尚需在实践中摸索，风险管理能力有待观察。综合上述因素，联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA，该评级结论反映了公司的代偿能力极强。

附录 1 公司组织架构图



附录 2 资产负债表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

资产	2010 年 9 月末	2009 年末	负债和所有者权益	2010 年 9 月末	2009 年末
流动资产：			流动负债：		
货币资金	61678.99	224204.16	短期借款		
交易性金融资产	6865.16		交易性金融负债		
应收票据			应付票据		
应收账款	338.81		应付账款		
买入返售金融资产	30197.36		卖出回购金融资产款	20000.00	
预付账款	127.80		预收账款	3371.81	1415.00
应收股利			应付职工薪酬	2298.40	157.50
应收利息	11128.17	2792.86	应交税费	1742.68	530.98
其他应收款	382.87	317.29	应付利息		
存货			应付股利		
一年内到期的非流动资产			其他应付款	3049.47	2425.05
其他流动资产			一年内到期的非流动负债		
流动资产合计	110719.17	227314.31	其他流动负债		
非流动资产：			流动负债合计	30462.36	4528.53
可供出售金融资产	464323.85	89666.29	非流动负债：		
持有至到期投资	35600.00	290000.00	长期借款		
长期应收款			应付债券		
长期股权投资	49999.90		长期应付款		
投资性房地产			专项应付款	2731.97	25.50
固定资产	516.95	335.03	预计负债		
在建工程			递延所得税负债	698.21	739.79
工程物资			其他非流动负债		
固定资产清理			非流动负债合计	3430.18	739.79
生产性生物资产			负债合计	33892.55	5293.82
油气资产			所有者权益：		
无形资产	9.03		股本	600000.00	600000.00
开发支出			资本公积	8806.80	124.72
商誉			减：库存股		
长期待摊费用	807.63		盈余公积	230.93	230.93
递延所得税资产	412.16	412.16	一般风险准备		
其他非流动资产			未分配利润	19458.42	2078.33
非流动资产合计	551669.52	380413.48	所有者权益合计	628496.14	602433.97
资产总计	662388.69	607727.79	负债和所有者权益合计	662388.69	607727.79

附录 3 利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

项 目	2010 年 1-9 月	2009 年度
一、营业收入	9021.57	85.00
减：营业成本		
营业税金及附加	496.19	4.68
营业费用	8444.46	935.97
管理费用		
财务费用	-1845.61	-2103.74
资产减值损失		
其 他		
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	650.91	
投资收益（损失以“－”号填列）	19561.26	1836.96
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	22138.71	3085.05
加：营业外收入		
减：营业外支出		
其中：非流动资产处置损失		
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	22138.71	3085.05
减：所得税费用	4753.36	775.80
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	17385.35	2309.25

附录 4 现金流量表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

项 目	2010 年 1—9 月	2009 年
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	10639.57	1500.00
收到的税费返还	4.40	
收到其他与经营活动有关的现金	1913.94	3388.77
经营活动现金流入小计	12557.91	4888.77
购买商品、接受劳务支付的现金	1548.09	798.29
支付给职工以及为职工支付的现金	1320.57	201.00
支付的各项税费	4325.54	1.00
支付其他与经营活动有关的现金	2.87	35.68
经营活动现金流出小计	7197.07	1035.97
经营活动产生的现金流量净额	5360.84	3852.80
二、投资活动产生的现金流量：		
收回投资收到的现金	2592463.20	100000.00
取得投资收益收到的现金	13630.98	189.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		
收到其他与投资活动有关的现金		
投资活动现金流入小计	2606094.18	100189.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1025.32	337.92
投资支付的现金	3035597.42	479500.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		
支付其他与投资活动有关的现金	4315.22	
投资活动现金流出小计	3040937.96	479837.92
投资活动产生的现金流量净额	-434843.78	-379648.63
三、筹资活动产生的现金流量：		
吸收投资收到的现金		600000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金		
取得借款收到的现金	1606389.43	
收到其他与筹资活动有关的现金		
筹资活动现金流入小计	1606389.43	600000.00
偿还债务支付的现金	1611565.43	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	535.94	
其中：子公司支付少数股东的股利、利润		
支付其他与筹资活动有关的现金		
筹资活动现金流出小计	1612101.37	-
筹资活动产生的现金流量净额	-5711.94	600000.00
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		
五、现金及现金等价物净增加额	-435194.88	224204.16
加：期初现金及现金等价物余额	496873.88	
六、期末现金及现金等价物余额	61678.99	224204.16

附录 5 金融机构主体长期信用等级设置及其含义

联合资信金融机构主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。各等级含义如下表所示：

级 别	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，有较高违约风险。
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。