

跟踪评级公告

联合[2015] 812 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持新疆天山水泥股份有限公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,维持“11新天山MTN1”AAA和“13新天山MTN1”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月十七日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

新疆天山水泥股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 新天山 MTN1	8 亿元	2011/11/23-2016/11/23	AAA	AAA
13 新天山 MTN1	5 亿元	2013/06/06-2016/06/06	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 17 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.48	24.88	27.13	24.22
资产总额(亿元)	191.57	213.29	216.28	216.98
所有者权益(亿元)	75.95	79.24	80.85	80.47
短期债务(亿元)	40.82	55.57	71.51	73.29
全部债务(亿元)	83.88	102.58	107.47	109.44
营业收入(亿元)	76.99	79.11	65.44	4.82
利润总额(亿元)	4.98	4.47	3.15	-2.94
EBITDA(亿元)	15.10	17.66	18.40	--
经营性净现金流(亿元)	3.29	2.12	4.27	-1.76
营业利润率(%)	19.62	20.72	19.93	4.70
净资产收益率(%)	6.35	4.82	3.15	--
资产负债率(%)	60.35	62.85	62.62	62.91
全部债务资本化比率(%)	51.26	53.88	57.07	55.27
流动比率(%)	56.09	53.53	50.08	51.42
全部债务/EBITDA(倍)	5.55	5.81	5.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	3.15	3.00	--
经营现金流/负债比(%)	4.81	2.53	4.49	--

注: 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

焦洁 程晨 刘珺轩
 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

新疆天山水泥股份有限公司(以下简称“公司”或“天山股份”), 作为新疆地区最大的水泥企业在新疆及江苏两地设立基地进行生产; 近年来公司资产及权益规模稳步增长。跟踪期内, 受新疆区域内产能过剩、供求失衡及竞争激烈等因素影响, 公司水泥及混凝土销量下降, 2015 年一季度出现亏损。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到跟踪期内水泥行业低迷, 公司短期支付压力较大及公司债务负担加重等因素对其信用水平带来不利影响。

考虑到, 未来随着“一带一路”战略的推进及亚洲基础设施投资银行带来的外部金融资本涌入, 新疆作为基础设施建设的优先领域及向西开放的重要窗口, 预计铁路等基础设施建设项目将大力拉动疆内水泥行业的需求, 公司收入及盈利能力有望回升, 公司长期发展前景良好。联合资信对公司评级展望为稳定。

“11 新天山 MTN1”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。

综合分析, 联合资信维持公司主体长期信用等级 AA, 评级展望为稳定, 并维持“11 新天山 MTN1”AAA 和“13 新天山 MTN1”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司维持区域竞争优势, 资产规模稳步增长; 随着公司在建项目的投产, 公司经营规模有望扩大。
2. 未来随着“一带一路”战略的推进及亚投行带来的外部金融资本涌入, 新疆作为基础设施建设的优先领域及向西开放的重要窗口,

预计铁路等基础设施建设项目将大力拉动疆内水泥行业的需求,公司长期发展前景良好。

3. 公司现经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内,公司短期债务规模上升较快,债务负担有所加重。
2. 公司经营性净现金流规模较小,存在外部融资压力,短期支付压力较大。
3. 跟踪期内,受新疆区域内产能过剩、供求失衡及竞争激烈等因素影响,公司水泥及混凝土销量下降,2015 年一季度出现亏损。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于新疆天山水泥股份有限公司主体长期信用及“11 新天山 MTN1”和“13 新天山 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“公司”或“天山股份”）成立于 1998 年，1999 年在深圳证券交易所上市（股票简称“天山股份”，股票代码 000877）。经过 2010 年配股、2006 年的股权分置改革、2007 年股权转让、2010 年非公开发行股票、2012 年公开增发股票，截至 2015 年 3 月底，公司总股本 88010.13 万股，其中中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）持股 35.49%。中材股份是全球最大的水泥技术装备与工程服务供应商，截至 2014 年底，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。截至 2015 年 3 月底，公司下设 22 家子公司。

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 2014 年底，公司合并资产总额 216.28 亿元，所有者权益 80.85 亿元（其中少数股东权益 12.46 亿元）；2014 年公司实现营业收入 65.44 亿元，利润总额 3.15 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 216.98 亿元，所有者权益 80.47 亿元（其中少数股东权益 11.86 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 4.82 亿元，利润总额 -2.94 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。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平

稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货

币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 水泥行业

（1）行业概况

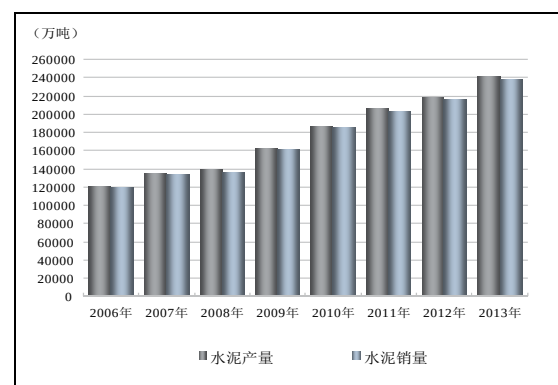
水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前中国水泥产量占世界总产量的 60% 左右。

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、固定资产投资迅速增长，带动了水泥需求较快增长，中国水泥产销量逐年提高（见图 1）。水泥产销率维持在 98% 以上，其中，2011~2013 年分别为 98.58%、98.97% 和 98.97%。

根据国家统计局数据，2014 年全年水泥产量为 24.76 万吨，同比增长 1.8%，增速显著放缓，是自 1991 年以来的历史最低增速；2014 年 1~9 月，全国累计销售水泥 17.92 万吨，较 2013 年同期增长 4.25%。

图 1 中国水泥行业产销量



资料来源：Wind 资讯

从区域市场来看，2014 年 1~11 月产量增长整体呈现“南高北低”的特点。西南和中南增长相对较快，分别达到 8% 和 5% 以上，北部大部分省份为负增长。尤其是华北地区 5 省，全部负增长，需求形势较为严峻。产量下降最快的是河北省，已经连续 3 年呈现负增长，且下降幅度逐年扩大。

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的 30% 和 25%。2012 年以来，中国固定资产投资增速有所下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速有所下降，中国水泥需求出现阶段性转弱。近年来，各区域中，华东、中南供需改善最为明显，三北地区则维持底部徘徊。

截至 2014 年 11 月底，全国水泥投资完成 998 亿元，同比下降 16%，水泥投资连续 4 年下降；据中国水泥协会统计，2014 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 54 条，合计年度新增熟料产能 7030 万吨，比 2013 年新增减少 2400 万吨。截至 2014 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1758 条（含部分已停产但未拆项目），设计熟料产能达 17.7 亿吨，累计产能比上年增

长 4%；但由于 2014 年的整体需求形势差于预期，仅增长 2%左右，使得产能增长又一次快于需求增长，造成供需形势更加严峻。

图 2 历年水泥投资与投资增速情况



资料来源：数字水泥网

持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。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，加之行业整合提速，行业供需结构将获得改善。

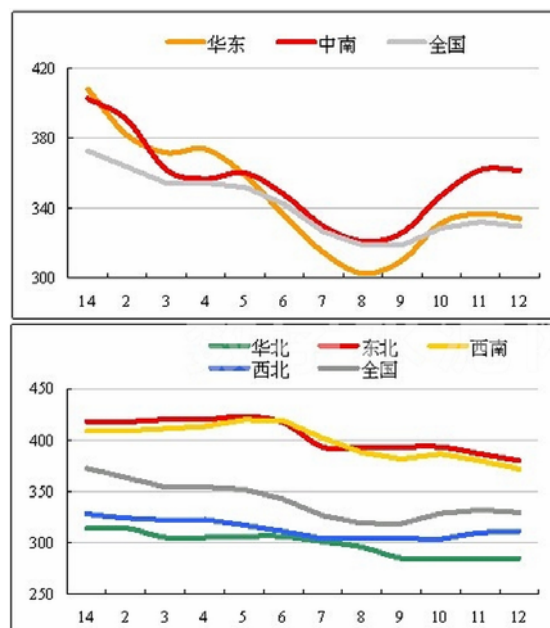
水泥价格

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。

2013 年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机以来的最低水平，整体表现出较好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。

进入 2014 年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势；月度走势表现为前高后低形态，与 2013 年走势相反，与 2012 年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。

图 3 2014 年六大区域 P.O42.5 价格走势（元/吨）



资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

从区域水泥价格方面看，对全国利润贡献最大的华东和中南地区 2014 年价格表现活跃，走势与全国一致，整体价位而言，中南地区尤其是两广地区好于华东各省，但年底两广地区受北方沿海低价水泥流入影响价格又有所松动。东北地区价格表现为震荡走低，进入需求期后，市场需求表现乏力，区域间低价水泥交叉销售频繁，企业竞争激烈，尤其是辽宁省水泥价格跌入近三年来最低值。华北地区 2014 年延续 2013 年的需求弱势，在产能严重过剩的背景下，企业间竞争越发激烈，行业自律依旧不显著，水泥价格是六大区最低区域。西南地区整体表现震荡走低，四川和贵州，高位回调；尤其是贵州，虽然需求增量依旧连续保持全国各省第一，但过快的产能增长，使得从年初到年底价格下滑幅度超过 100 元/吨。西北地区表现各异，新疆和陕西市场价格整体低迷，甘肃、青海表现较为稳定。

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。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拉动，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，水泥行业供求关系将会逐步改善。

水泥行业经济效益

2013 年房地产和基础设施建设投资增速双双回升，全年保持稳定增长，拉动了全国水泥需求的 60% 左右，在此带动下，2013 年在全国水泥供需格局改善和行业有序竞争下，行业景气度提升，水泥量价齐升，尤其是从三四季度水泥价格上涨，全行业取得了可观的经济效益。

进入 2014 年，水泥需求增长大幅放缓，水泥市场价格仍然是低位运行，需求动力明显不足。得益于煤炭价格下滑而得以进行低成本生产，2014 年前 11 个月全行业利润总额达 696 亿元，比去年同期增长 5.5%，表现出利润增长前高后低态势，主要原因是在需求整体疲软的情况下，下半年水泥价格没能走出 2013 年大幅反弹的行情，尤其是中国主要利润贡献区域的华东地区，虽然价格呈现环比上升趋势，但上升幅度与去年同期相比有明显差距。2014 年前 11 个月，盈利水平南北分化越加明显：南部的华东、中南和西南地区持续保持较好的利润增长趋势；然而，北部的华北、东北和西北三个地区比 2013 年有较大幅度的下滑。

造成中国北方地区利润走低的主要原因：

①北部市场需求更低迷，北方地区固定资产投资和房地产投资增速均小于南部省份（华东、中南、西南）的增速。②北部省份企业间竞争环境无根本改善：整体集中度偏低，尤其是华北地区；然而，2014 年南部的兼并重组更为活跃，南部主导企业台泥水泥、海螺水泥、亚洲水泥、葛洲坝水泥等均有表现积极，先后在四川、湖南、湖北等有产能收购；北部省份联合并购行为明显较弱，在市场下滑的情况下，企业间竞争激烈，缺乏龙头企业引导，恶性竞争不断，价格滑至低谷。③北部个别省份新增产能集中释放，新疆和山西由于前两年新增产能建设项目过多，造成 2014 年产能集中产能释放，产能过剩进一步加剧。

水泥行业中，公司盈利水平差距较大。如，

水泥上市公司中，2013 年海螺水泥的毛利率达 32.73%，而福建水泥毛利率仅为 12.58%；但部分非上市且处于产能严重过剩地区的水泥企业亏损程度严重，根据国家统计局发布的数据，2013 年，水泥、石灰和石膏的制造行业亏损企业 943 家，占行业总企业单位的比重为 21.38%，亏损总额 81.16 亿元，同比下降 0.02%，2014 年 1~8 月，水泥、石灰和石膏的制造行业亏损企业 1061 家，占行业总企业单位的比重为 25.73%，亏损总额 76.35 亿元，同比下降 0.17%。盈利水平差距及 25% 以上的企业亏损说明，目前中国水泥行业两极分化趋势明显，在国家淘汰落后产能及水泥企业兼并重组进程中，中小型水泥企业利润状况恶化。

资产负债率方面，在产能快速扩张的背景下，水泥行业资产负债率水平一直保持在 60% 左右高位，2013 年底及 2014 年 6 月底，水泥行业资产负债率分别为 59.99% 和 60.65%。

综合来看，2013 年房地产和基础设施建设投资拉动了全国水泥需求，在此带动下，2013 年全国水泥行业景气度较 2012 年的萧条状态有较大改善，进入 2014 年，水泥行业需求动力不足，得益于成本压力缓解，水泥企业利润仍有所上升。但需要注意的是负债水平较高位运行、经营效率整体有待改善以及两极分化趋势明显给水泥生产企业带来一定的经营风险，特别是短期内对一些中小型水泥生产企业形成较大压力；但长期来看，大型水泥生产企业仍可通过扩大规模、提高区域竞争力等手段维持其信用质量的稳定。

（2）竞争格局

从全国范围来看，近年来，由于新建产能受到限制，并购成为企业扩大生产规模以增强其市场控制力的主要发展方式，中国水泥产业的集中度不断提高。同时市场集中度的提高也使水泥行业的竞争环境逐步规范，在一定程度上解决了企业产能盲目扩张，价格无序竞争等问题。中国水泥产业集中度较低，全国前十大生产厂商市场占有率不到 20%，但随着大型水

泥企业兼并重组的推进，行业集中度在逐步提升。

根据中国水泥网的统计，2014年中国水泥

企业熟料产能排名中，中国建材、海螺水泥产能以绝对优势位居第一和第二。

表 1 截至 2014 年底全国水泥企业熟料产能排名（单位：万吨/年）

序号	企业名称	熟料产能	序号	企业名称	熟料产能
1	中国建材	29986.3	11	天瑞水泥	3270.5
2	海螺水泥	17877.7	12	亚洲水泥	2867.5
3	中材集团	8794.7	13	拉法基瑞安	2300.0
4	冀东水泥	7030.8	14	亚泰水泥	1937.5
5	华润水泥	5849.7	15	尧柏水泥	1798.0
6	台泥水泥	5446.7	16	青松建化	1627.5
7	山水集团	5328.9	17	云南昆泥	1608.9
8	华新水泥	4417.5	18	葛洲坝水泥	1413.6
9	红狮水泥	3534.0	19	金圆水泥	1410.5
10	北京金隅	3366.6	20	江西万年青	1333.0

资料来源：中国水泥网

注：统计截至 2014 年底已建成点火的新型干法熟料生产线产能，不统计其他窑型及粉磨站产能；全年窑的运转率按 310 天计算产能；中国建材产能统计包含其合并范围内南方水泥、西南水泥、中联水泥、北方水泥；中材集团产能统计包含其合并范围内中材水泥、天山股份、祁连山、宁夏建材。

与其他行业不同的是，水泥行业有典型的销售半径，一般来看，水泥的销售辐射在周边 300 公里左右（华东地区在 500 公里左右），超过这个半径，其运输成本的增加将使其销售优势大幅削弱。因此，水泥市场的区域性更为明显，形成了目前多范围、多格局并存的区域水泥市场。

根据地理区位和水泥市场竞争条件的差

异，将中国分成 7 个区域分析，其中华东区域为较为稳定的成熟类区域，每年的水泥产销增速基本保持稳定，以新建为主的发展方式已经结束。西南地区受宏观经济环境和地区基本情况影响，水泥行业处于较快增长阶段，虽然水泥产量占比不大，但每年增速较高。西北地区在资源拉动下市场步入发展的快车道。

表 2 水泥行业区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥、金隅集团等	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	中国建材（子公司北方水泥、宾州水泥）、亚泰集团、辽源金刚，冀东水泥、天瑞水泥、山水集团，CRH	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、祁连山水泥）、冀东水泥、西部水泥	受益于西部大开发，此市场在 2008 年金融危机中逆市崛起，基础设施建设的高投入拉动水泥需求，中材集团对此市场主控力强。
华东	中国建材（子公司南方水泥和中联水泥）、海螺水泥、山水集团、江苏金峰、红狮集团	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、华润、台湾水泥、中材集团、拉法基瑞安、塔牌、越秀、鱼峰	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、天瑞水泥、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	中国建材（子公司西南水泥）、拉法基等	除中国建材、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

目前中国国内水泥市场的竞争已从区域化竞争逐步进入全国性竞争阶段：如目前海螺水泥在取得华东地区霸主地位后，将其重心转到两广市场；冀东水泥的三北战略“华北、东北、西北”；华新水泥在巩固其在湖北的龙头地位后，积极向北发展等。大型水泥企业集团对各区市场市场的争夺呈梯队演进，之前在华东地区、西南地区，目前在华南地区，继而是河南、华北地区，其后的顺序为东北、西北市场；目前，海螺水泥、中材股份和冀东水泥等大型企业均加大了对西北市场开拓力度，通过新建、兼并等方式大力布局西北市场。各大水泥企业转移发展目标至西北市场，同时辅以近年来愈发大力推进的去产能政策，预计未来全国水泥产能重心将逐步向西移动。

大型水泥企业通过区域拓展，在提高行业集中度的同时降低行业竞争的无序性，从而有助于中国水泥行业的有序发展。

（3）上下游分析

上游原材料

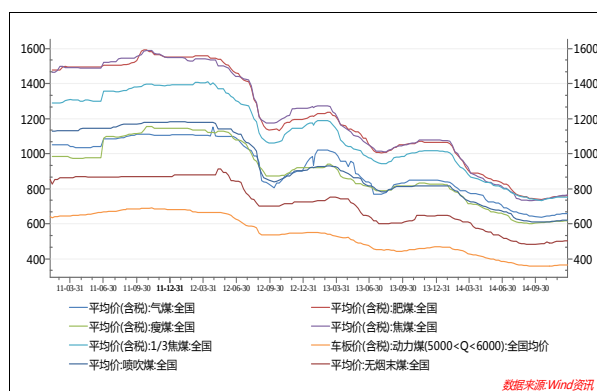
水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响也不大，成本都相对刚性，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的36%，电费接近总成本的16%。

煤炭

近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年

四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年12月31日环渤海动力煤价为525元/吨，较2013年底下降16.80%。总体上，2012年至今煤炭价格呈下滑趋势。

图4 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind资讯

电力

基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等27省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省（区、市）天然气发电上网电价，于9月25日起执行，此次下调为自2009年11月起中国首次下调上网电价。

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30%的用电。

下游需求

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%，工业、农业生产建设以及公共事业分别各占水泥市场需求的15%。因此，基础设施建设、房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量。

基础设施建设是水泥需求的主要动力，其中，交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，以及电力、燃气和水的生产和供应业是对水泥需求拉动最直接的行业，2013年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为9.35万亿元，同比增长21.18%，较2012年提高7.46个百分点；2014年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为11.22万亿元，同比增长19.93%，较2013年增速下降1.25个百分点。

房地产投资也是影响水泥需求的关键因素之一。2013年，全国房地产开发投资8.60万亿元，比上年名义增长19.8%（扣除价格因素实际增长19.4%），进而对水泥需求形成一定拉动。2014年全国房地产开发投资9.50万亿元，同比名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速较2013年显著放缓，增速为近10年来的最低值；其中住宅投资增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿平方米，比上年下降10.7%，其中住宅新开工面积下降14.4%。由此看出，基建投资的较快增长，为2014年水泥需求总量的稳定提供了重要支撑，但房地产投资增速的快速下滑是导致2014年水泥需求增速大幅下降的主要因素。

根据国家统计局公布的数据显示，2014年全国水泥产量仅增长1.8%，状况低迷，为近24年新低；同时由于行业新增产能的不断投放及全面的产能过剩，以及下游房地产新开工项目增量不足，水泥行业供给端压力增大，造成水泥价格的持续低迷。

（4）行业政策和关注

水泥产业政策集中于五个方面：一是提高行业准入条件；二是严格控制新增产能，实行等量淘汰原则；三是促进企业产品质量的提高；

四是大力推行清洁生产，降低污染物排放；五是促进行业兼并重组。“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调。

2013年1月，根据工信部、国家发改委等有关部门联合下发的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，到2015年前，前10家水泥企业产业集中度达到35%，形成3-4家熟料产能1亿吨以上，矿山、骨料、商品混凝土、水泥基材料制品等产业链完整的建材企业集团。鼓励水泥企业延伸上下游产业链，优化物流配送、整合发展预拌砂浆、商品混凝土及建筑预制构件产业。

2013年10月，根据国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，伴随着环保压力（大气污染治理）和国家整顿过剩产能行业力度的加大，将逐步取消32.5复合水泥标准、减量置换、进一步增加淘汰力度等新的治理手段，力度空前。

2014年3月，国务院出台《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，强调兼并重组是化解产能严重过剩矛盾、调整优化产业结构的重要途径，后续将更加侧重于兼并重组市场环境的改善、逐渐减少行政审批事项，取消下放部分审批事项，取消上市公司收购报告书事前审核，强化事后问责。取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批（构成借壳上市的除外）等。

2014年5月8日，工信部下发《2014年淘汰落后产能任务》，其中，淘汰水泥（熟料及磨机）5050万吨。

2014年9月1日，发改委、财政部、环保部就调整排污费征收标准等问题发布通知，要求2015年底前水泥等行业严格核定排污费。具体内容包括：调整排污费征收标准，促进企业治污减排；加强污染物在线监测，提高排污费收缴率；实行差别收费政策，建立约束激励机制；加强环境执法检查，主动接受社会监督等。

“十二五”期间，产品结构调整以及市场

优化整合仍是水泥行业的主要基调，有利于大力推进节能减排、兼并重组、淘汰落后和技术进步，提高水泥工业发展质量和效益，促进水泥工业转型升级，水泥行业将进入价值回归的健康发展态势。

（5）行业发展

根据2014年底召开的中央经济工作会议精神，2015年投资将进入新常态，投资驱动的经济增长模式发生变化，投向将更加精细化，而不再强调过高的增长速度。投资将转向城市改造、基建投资重点突出在中西部铁路与城市轨道交通。分结构来看，基建投资维持高位并有上行趋势，房地产和制造业投资增速将继续低位运行，但总体来说房地产和制造业投资将拖累整体投资增长，投资增长仍将低位运行。作为与固定资产投资密切相关的水泥行业，需求增速放缓将成为必然趋势。

短期内，水泥行业供需关系难以得到根本改善，盈利形势面临一定的短期压力。未来，“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大经济战略的推进，将带动基建投资增速上行，对水泥需求总量形成有力的支撑，但预计房地产投资复苏缓慢，水泥整体需求预计保持平稳。此外，随着新环保法的实施，为应对高标准的环保要求，水泥行业存在整体行业利润降低的可能性。长期看，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，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇，进而大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。

2. 商品混凝土行业

现代混凝土是由水泥、矿物掺合料、砂、石、空气、水和外加剂等组成的多相聚集体。

目前国内的混凝土行业极为不规范，各种投资模式都有，主要以建筑施工企业、水泥企业、房地产等企业为背景，大多是粗放式管理经营，由于缺乏统一的建设设计规范与环保要求，站点规模一般不大，装备布置各异，人员

素质参差不齐，短期经营与快速盈利的目的性强，砂石骨料的料场多为面积不大的敞开式非封闭料场，土地多为租用，运输车辆如罐车、泵车等多为个人产权的挂靠车辆，总体来讲投资额不大，建设周期短，门槛不高，行业秩序也不规范。

混凝土行业是个高垫资、低回款的行业，拖欠款问题十分严重，也一直是困扰混凝土企业的一大难题，大部分混凝土企业的应收账款每立方米混凝土 140 元以上，而应收账款状况比较好的企业，如华润、华新的混凝土每立方米约 90 元左右，几乎所有进入混凝土行业的企业都要面临应收账款的问题。

随着国家对工程质量及环境问题的日益重视，全国由上而下逐步禁止混凝土、砂浆现场搅拌，政府加大了对商品混凝土的推广力度，商品混凝土行业发展提速。中国商品混凝土产量由 2011 年的 7.26 亿立方米增长到 2013 年的 11.43 亿立方米，年均复合增长率达到 25.47%，中国商品混凝土行业处于高速发展阶段。但是，当前中国混凝土行业仍然存在着产业集中度低、产品附加值低、生产工艺比较简单等制约行业发展的问題。近年来，水泥企业积极向下游延伸，混凝土业务对水泥企业的贡献不断增加。

2014 年以来，受基础设施建设、房地产等固定资产投资增速放缓影响，商品混凝土市场需求偏弱，行业整体经济增长动力不足，行业毛利率下滑。随着新型建筑工业化、绿色环保节能建材等新的市场需求和日益严厉的节能减排、清洁生产等产业政策倒逼企业必须加快产品结构调整步伐。

从未来发展趋势看，受工业化和城市化推动，住宅房产、工商业房产和基础设施建设均会持续增长，混凝土消费量会因此保持在较高水平并在未来一段时间保持持续增长。

3. 区域经济概况

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 2011-2015 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。

2013 年 12 月，习近平总书记在中央经济工作会议上指出推进“丝绸之路经济带”建设，抓紧制定战略规划，加强基础设施互联互通建设；建设“21 世纪海上丝绸之路”，加强海上通道互联互通建设，拉紧相互利益纽带。“一带一路”这条世界上跨度最长的经济大走廊，发端于中国，贯通中亚、东南亚、南亚、西亚乃至欧洲部分区域，东牵亚太经济圈，西系欧洲经济圈；“一带一路”将构筑新一轮对外开放的“一体两翼”，在提升向东开放水平的同时加快向西开放步伐，助推内陆沿边地区由对外开放的边缘迈向前沿。2014 年 12 月召开的中央经济工作会议中强调，要重点实施“一带一路”战略，该战略的加快推进，必然带来基础设施项目的启动，基建投资力度有望加大。同时，由我国倡议筹建的亚洲基础设施投资银行（以下简称“亚投行”）侧重于基础设施基建，亚投行的筹建将对我家“一带一路”战略实施发挥重要的推动作用。新疆作为丝绸之路经济带核心区，必将从中受益。

此外，在 2014 年 5 月召开的第二次中央新疆工作座谈会中，李克强总理提出要加强铁路等基础设施建设，发展现代物流，立足区位优势，建设好丝绸之路经济带核心区的发展方向。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区对新疆

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，截至 2014 年底，全疆规模以上水泥企业 86 家（建材行办统计）水泥产能 9855 万吨，新型干法比例为 99%。新疆水泥市场竞争以大企业为主，集中度高，其中天山股份（市场份额占全疆 32%以上）、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 70%以上的市场份额。近两年，受产能过剩、供求失衡、行业内竞争激烈等因素影响，新疆地区水泥行业整体盈利水平有所下降，基础设施投资、房地产及固定资产投资增速的放缓导致水泥需求量下降，行业景气度较往年有所下降。预计未来随着“一带一路”战略的推进及亚洲基础设施投资银行带来的外部金融资本涌入，新疆作为基础设施建设的优先领域及向西开放的重要窗口，预计铁路等基础设施建设项目将大力拉动疆内水泥行业的需求。

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。

根据《新疆维吾尔自治区 2014 年国民经济和社会发展统计公报》，全年实现地区生产总值（GDP）9264.10 亿元，比上年增长 10.0%。其中，第一产业增加值 1538.60 亿元，增长 5.9%；第二产业增加值 3927.82 亿元，增长 10.8%；第

三产业增加值 3797.68 亿元，增长 10.9%。按常住人口计算，人均地区生产总值 40607 元，增长 8.4%。

新疆地区全年实现工业增加值 3179.60 亿元，增长 10.0%。在规模以上工业中，按轻重工业划分，轻工业增加值 272.49 亿元，增长 8.6%；重工业 2806.48 亿元，增长 10.2%。按石油非石油工业划分，石油工业增加值 1422.76 亿元，增长 7.2%；非石油工业 1656.21 亿元，增长 12.6%。全社会固定资产投资（不含农户）9744.68 亿元，比上年增长 25.2%。其中，第一产业投资 300.74 亿元，增长 27.8%；第二产业投资 4855.86 亿元，增长 22.0%；第三产业投资

4588.08 亿元，增长 28.6%。在第二产业中，工业投资 4760.42 亿元，增长 22.0%。房地产开发投资 1014.81 亿元，增长 22.9%，其中，住宅投资 616.30 亿元，增长 10.9%。房屋施工面积 11288.65 万平方米，增长 19.3%；竣工面积 2086.08 万平方米，增长 21.1%。商品房销售面积 1815.88 万平方米，下降 10.0%；销售额 840.47 亿元，下降 2.4%。全口径财政收入 2457.78 亿元，比上年增长 9.4%。地方财政收入 1710.56 亿元，增长 9.9%，其中，公共财政预算收入 1282.65 亿元，增长 13.7%；基金预算收入 426.13 亿元，下降 0.04%；国有资本经营预算收入 1.78 亿元，增长 2.3%。

表 3 近三年新疆地区经济增长情况（单位：亿元、%）

	2012 年		2013 年		2014 年	
	数额	同比增幅	数额	同比增幅	数额	同比增幅
地区生产总值	7530.32	12.0	8510	11.1	9264.10	10.0
基础设施投资	1639.82	36.5	2335.55	59.0	3506.15	41.5
房地产开发投资额	606.09	17.4	825.69	36.2	1014.81	22.9
固定资产投资总额	6258.38	35.1	8148.41	30.2	9744.68	25.2

资料来源：国民经济和社会发展统计公报

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。2014，江苏省水泥产量 1.94 亿吨，继续蝉联全国产量第一位，熟料产量 5493.83 万吨。

江苏省水泥行业总体规模、生产技术和装备水平位居全国前列。当前存在三个方面的主要问题：一是产能增长较快，特别是水泥、粉磨产能利用率仅为 68%；二是产业集中度偏低，全省 300 家水泥企业的前十强集中度仅为 45%；三是相当一部分企业氮氧化物排放不达标，节能减排和资源综合利用任务艰巨。

在国家“节能减排”政策的逐步实施下，江苏省水泥市场竞争日趋激烈。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。

总体看，江苏水泥市场呈现需求大，竞争激烈的特点。

根据《2014 年江苏省国民经济和社会发展统计公报》，全年实现地区生产总值 65088.3 亿

元,比上年增长 8.7%。其中,第一产业增加值 3634.3 亿元,增长 2.9%;第二产业增加值 31057.5 亿元,增长 8.8%;第三产业增加值 30396.5 亿元,增长 9.3%。全省人均生产总值 81874 元,比上年增长 8.4%。三次产业增加值比例调整为 5.6:47.7:46.7。全年规模以上工业增加值比上年增长 9.9%,其中轻工业增长 9.8%、重工业增长 9.9%。分经济类型看,国有工业增长 3.2%,集体工业增长 4.3%,股份制工业增长 11.2%,外商港澳台投资工业增长 8.3%。在规模以上工业中,国有控股工业增长 5.0%,私营工业增长 11.7%。全年完成固定资产投资(不含农户)41552.8 亿元,比上年增长 15.5%。财政收入稳定增长,全年完成公共财政预算收入 7233.1 亿元,比上年增长 10.1%;上划中央四税 4583.3 亿元,增长 10.0%;基金预算收入 5416.9 亿元,增长 7.9%。

综合来看,新疆及江苏地区经济平稳增长及财政实力不断提升,为公司未来发展奠定良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为 A 股上市公司,截至 2015 年 3 月底,公司总股本 88010.13 万股,其中中材股份持股 35.49%。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。

2. 企业规模

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 2015 年 3 月底,公司拥有 8 家控股子公司、14 家全资子公司、4 家分公司和 4 家直接参股公司。截至 2015 年 3 月底,公司在全疆

14 个地州中的 12 个地州和江苏省有生产经营活动,其中疆内生产线布局已覆盖全疆范围,拥有各类回转窑 33 条(疆内 29 条、江苏 4 条),新型干法比例 99.6%,其中有 16 条回转窑生产线处于国内先进水平。截至 2015 年 3 月底,公司具备年产 3892 万吨水泥,1530 万方商品混凝土和 138MW 纯低温余热发电容量的生产能力。2014 年水泥疆内市场占有率达到 31%以上,华东地区市场占有率 3%左右。

技术水平方面,2014 年以来公司在技术研发方面的新成就 35 项。截至 2015 年 3 月底,公司已取得 35 个实用新型专利,11 个发明专利已被受理。

3. 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 2015 年 3 月底,中材股份给予公司委托银行借款共计 6 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。

4. 人员素质

截至 2015 年 3 月底,公司在职员工 10963 人。按教育程度分类,大专以上学历 2432 人(占 22.18%),高中及中专学历 2722 人(占 24.83%),初中及以下学历 5809 人(占 52.99%);按年龄划分,50 岁以上 850 人(占 7.75%),30~50 岁 5700 人(占 51.99%),30 岁以下 4413 人(占 40.25%);按职称划分,初级职称 455 人、中级

职称 299 人、高级职称 91 人。总体看，公司人员素质符合行业特点。

总体看，公司股东背景较好，跟踪期内，随着新型干法水泥生产线、粉磨站及余热发电项目的建成，公司生产基地布局逐步扩大，混凝土产能增幅较大，市场占有扩大。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、高级管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司实现营业收入65.44亿元，较上年下降17.28%。公司水泥和混凝土板块为收入的主要来源。2014年受新疆水泥市场产能过剩，供需失衡影响，公司实现水泥营业收入52.70亿元，较2013年下降16.92%；同期，受新疆基础设施建设、房地产及固定资产开发投资增速下滑，混凝土销量下降影响，公司实现混凝土营业收入12.10亿元，较2013年下降12.95%。整体看，水泥的销售收入仍然为公司收入的主要来源，2014年占主营业务收入比重

达80.53%，与上年基本持平。

从地区分布来看，新疆为公司产品销售的主要市场；2014年公司疆内收入占营业收入的74.60%，较上年的85.07%下降10.47个百分点，主要系新疆地区市场竞争激烈，水泥价格下降所致。跟踪期内，受江苏地区水泥销售竞争激烈影响，2014年江苏地区收入占27.48%。受季节性影响，2015年一季度，疆内收入占比下降至46.19%。

从毛利率分析，由于水泥是公司收入的主要来源，公司综合毛利率随着水泥的毛利率有所下降，2014年公司综合毛利率和水泥毛利率分别为20.56%和22.36%，分别较2013年的21.31%和24.42%有所下降，主要系新疆地区水泥销售竞争激烈、销售价格进一步下降所致。跟踪期内，受高标混凝土（价格相对较高）销量大幅提升影响，2014年公司混凝土板块毛利率为15.18%，较2013年的10.72%大幅提升。

受季节性需求量下降影响，2015年一季度公司实现营业收入4.82亿元，较同期下降25.85%，公司营业收入以水泥收入为主，占一季度总收入的94.19%。从毛利率来看，混凝土产销量较低，2015年一季度公司混凝土毛利率为-60.00%（同期为-86.36%，受季节性影响冬季停产，成本主要为折旧费及车辆保养费）。

表4 近两年及一期营业收入及成本（单位：亿元、%）

产品名称	2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
水泥	63.43	80.18	24.42	52.70	80.53	22.36	4.54	94.19	8.59
混凝土	13.90	17.57	10.72	12.10	18.49	15.18	0.25	5.19	-60.00
其他	1.78	2.25	-6.74	0.64	0.98	-45.45	0.03	0.62	33.33
合计	79.11	100.00	21.31	65.44	100.00	20.56	4.82	100.00	5.19

资料来源：公司审计报告

表5 近两年及一期公司各地区营业收入情况（单位：亿元、%）

地区分类	2013 年		2014 年		2015 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
东疆地区	22.41	28.33	14.27	21.80	0.47	9.66
南疆地区	23.54	29.76	16.00	24.46	1.26	26.19

北疆地区	21.34	26.98	18.55	28.34	0.50	10.34
江苏地区	23.3	29.45	17.98	27.48	2.68	55.66
小计	90.59	114.51	66.80	102.09	4.91	101.86
各地区抵消	-11.48	-14.51	1.37	2.09	0.09	1.86
合计	79.11	100.00	65.44	100.00	4.82	100.00

资料来源：公司提供

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。截至2015年3月底，公司在新疆境内拥有矿山权证72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约20000万吨，主要分布在东南北疆；公司江苏地区拥有石灰石矿山资源可采储量8526万吨，主要分布在江苏省溧阳市、溧水市。目前，公司石灰石主要采取内供方式。随着公司生产规模的逐步扩大，公司石灰石的采购量增加，采购价格有所下降。

表6 公司原材料采购价格变化情况（元/吨）

项目	2013年	2014年	2015年1~3月
石灰石	30.77	26.78	26.64
原煤（新疆）	216.70	207.20	213.44
原煤（江苏）	578.62	523.18	521.41
电力	0.48	0.47	0.54

资料来源：公司提供

表7 公司原材料采购量变化情况（万吨）

项目	2013年	2014年	2015年1~3月
石灰石	2915.65	2156.00	257.00
原煤（新疆）	287.31	197.82	26.83
原煤（江苏）	78.73	72.73	18.59

资料来源：公司提供

公司所需煤炭均为外购，由于新疆相对封闭，煤炭采购价格远低于国内其他地区，2014年新疆地区原煤采购价有所下降，均价为207.20元/吨，同比下降4.38%；2014年江苏地区煤炭平均采购价格随着市场价格下降至523.18元/吨，同比下降9.58%。2015年一季度，新疆地区原煤价格小幅增长，江苏地区原煤价格继

续保持下降趋势，为521.41元/吨。

总体看，公司石灰石资源丰富，跟踪期内新疆及江苏地区煤炭均价呈下降趋势，煤炭价格的波动对公司营业成本影响较大。

产品生产

截至2014年底，公司水泥产能为3846万吨，较2013年增长5.08%；商品混凝土产能为1530万方，较2013年增长18.60%。2014年公司水泥及混凝土总产量分别为2105万吨和412万吨，分别同比下降10.08%和13.70%。

分区域来看，2014年，江苏地区及新疆地区水泥产量的均有所下降，主要系上述两区域受市场需求下降、产能过剩等因素影响致销量下降。2015年一季度，公司水泥产量162万吨，较同期的194万吨有所下降。从混凝土产量来看，新疆地区为公司混凝土板块的主要市场，受新疆地区基础设施建成、房地产及固定资产投资额增速下降、区域内竞争激烈等因素影响，2014年新疆地区商品混凝土产量为412万方，较2013年的441.56万方有所下降，2015年一季度，受需求量下降影响新疆地区商品混凝土产量6.50万方，为2014年的1.58%。

从产能利用率来看，主要受新疆地区产能过剩、供求失衡影响，跟踪期内，公司水泥及混凝土产能利用率均呈下降趋势，2014年分别为54.73%和26.93%。

表8 公司水泥产能、产量和产能利用率情况

水泥		2012年	2013年	2014年	2015年1~3月
产能 (万吨)	新疆	2558.00	2960.00	3146.00	3192.00
	江苏	700.00	700.00	700.00	700.00
	合计	3258.00	3660.00	3846.00	3892.00
产量	新疆	2269.00	1768.00	1568.00	74.00

(万吨)	江苏	468.00	573.00	537.00	88.00
	合计	2737.00	2341.00	2105.00	162.00
产能利用率(%)	新疆	88.70	59.73	49.84	--
	江苏	66.86	81.86	76.71	--
	合计	84.01	63.96	54.73	--

资料来源：公司提供

表9 公司商品混凝土产能、产量和产能利用率情况

商品混凝土		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
产能 (万方)	新疆	1060.00	1210.00	1450.00	1450.00
	江苏	80.00	80.00	80.00	80.00
	合计	1140.00	1290.00	1530.00	1530.00
产量 (万方)	新疆	303.00	441.56	384.00	1.20
	江苏	39.00	32.39	28.00	5.30
	合计	342.00	473.95	412.00	6.50
产能利用率(%)	新疆	28.58	36.49	26.48	--
	江苏	48.75	40.49	35.00	--
	合计	30.00	36.74	26.93	--

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。2015 年 1~3 月，公司已淘汰落后产能 48 万吨。

总体看，跟踪期内，公司产品产能略有增长，受区域内产能过剩、供需失衡及竞争激烈等因素影响，水泥和混凝土的产量下降。公司淘汰落后产能工作正常运行，但整体产能利用率保持低位。

产品销售

跟踪期内，新疆地区基础设施建设投资、房地产及固定资产投资增速均较往年放缓，受此影响，公司水泥销量较上年有所下降；同期，受江苏地区水泥销售竞争激烈影响，公司江苏地区水泥销量小幅下降。2014 年，公司水泥销量 2145.00 万吨（较上年下降 7.86%），其中新疆和江苏地区分别占比 73.75% 和 26.25%。2015 年

一季度，公司水泥销量 163.00 万吨，其中新疆地区及江苏地区水泥销量占 2014 年的比重分别为 4.68% 和 15.81%。

表 10 公司水泥销售价格情况（元/吨）

水泥	2013 年	2014 年	15 年 3 月
新疆地区	314	234	251
江苏地区	298	251	216

资料来源：公司提供

表 11 公司水泥销售情况（单位：万吨）

水泥	2013 年	2014 年	2015 年 1~ 3 月
疆内	1752	1582	74
低标号水泥	1108	1063	58
高标号水泥	674	519	16
江苏	576	563	89
低标号水泥	94	85	11
高标号水泥	482	478	78
合计	2328	2145	163

资料来源：公司提供

新疆地区市场较封闭，运输成本较高，水泥价格较江苏地区高。2014 年受全国水泥行业价格波动下降影响，新疆地区水泥价格 234 元/吨较 2013 年的 314 元/吨下降 80 元/吨，江苏地区水泥价格 251 元/吨较 2013 年的 298 元/吨下降 47 元/吨。2015 年 1~3 月，受地区水泥行业价格变动影响，公司江苏地区水泥销售价格较 2014 年下降 35 元/吨，新疆地区水泥销售价格较 2014 年有所增长。

公司将商品混凝土作为业务拓展的重点，于 2013 年新增两家混凝土公司，近两年商业混凝土在公司业务中占比增加，2014 年为 18.49%；2014 年公司累计销售商业混凝土 412 万方较上年下降 13.08%，带动收入（为 12.10 亿元）较上年下降 12.95%。

公司产品主要供给水利、民航、公路和铁路等重大工程，2014 年前五大客户销售收入占总销售收入的 9.71%，客户较分散。2014 年公

司水泥产品在新疆地区及江苏地区市场占有率均小幅下降，分为 32.96%和 3.00%。未来三年公司重点项目包括兰新双线项目、高速公路交通管理局项目及南疆地区安居工程，上述项目的中标可为公司产品的销售提供可靠保障。

总体看，受新疆地区产能过剩、供求失衡、竞争激烈等因素影响，2014 年公司水泥及混凝土产品销售量均较上年有所下降；同时，受季节周期性及需求量下降影响，2015 年一季度公司出现亏损。但未来，随着“一带一路”等国

家战略的逐步落实，有望拉动新疆地区基础设施建设投资总量，从而带动公司水泥及混凝土板块的收入增长。

未来发展

截至 2015 年 3 月底，公司主要在建项目包括投资新建 2 条水泥生产线、3 个发电项目和 3 个矿山建设项目，总投资 24.92 亿元，已投资 18.80 亿元，未来尚需 6.12 亿元，公司仍存在一定的外部融资压力。

表12 截至2015年3月底公司主要在建项目（单位：万元）

项目分类	单位及项目名称	投资总额	截至 2015 年 3 月底已投资
水泥生产线	若羌天山 3000t/d 熟料水泥生产线	59564.04	41186.15
	达坂城天山一期熟料水泥生产线	129655.7	106744.53
发电	屯河公司 4000 吨熟料生产线低温余热发电及旁路放风技改项目	10860.81	10796.93
	洛浦天山低温余热发电及旁路放风技改项目	10688.91	8658.01
	哈密天山低温余热发电及旁路放风技改项目	11633.28	6454.15
矿山	伊犁加库布拉克石灰石矿山工程	9748.00	6605.78
	若羌公司尤勒滚萨依石灰岩矿项目	7278.67	3340.60
	多浪四石场石灰岩矿	9806.6	4167.2
合计		249236.01	187953.35

资料来源：公司提供

未来公司仍将以水泥为主业，以成本为核心，以利润为导向；精细管理，提升核心竞争力；责任为先，持续创新，打造国内一流企业。发展立足满足新疆市场需求，按照控制总量，调整结构、发展先进、淘汰落后、延伸产业链的思路，发展新型干法水泥。推动混凝土集料产业化，配套发展混凝土外加剂，推动新疆水泥工业现代化。以深化精细化管理和对标为切入点，努力提升公司盈利能力，做优做强水泥主业，不断提升竞争优势。充分借助设计单位、专家，积极组织攻关，快速提高熟料生产线吨熟料发电量，减少外购电，确保 12 兆瓦以上纯低温余热机组，吨熟料发电指标不低于 45 千瓦时，其他纯低温余热机组实现达标；同时积极推广节能、节电设备的使用，有效降低产品能

耗。

总体来看，未来随着公司在建项目的投产，公司产能及产量规模有望增强；同时，随着“一带一路”战略的推进及亚洲基础设施投资银行带来的外部金融资本涌入，新疆作为基础设施建设的优先领域及向西开放的重要窗口，预计铁路等基础设施建设项目将大力拉动疆内水泥行业的需求，公司产能利用率存在提升的空间，公司自身盈利能力有望增强。

八、募集资金使用情况

公司2011年成功发行“11新天山MTN1”，发行额度8亿元，期限5年，募集资金中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（以下简称“哈密天山项目”），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（以下简称“库车天山项目”）建设。截至2015年3月底，该募集资金已全部使用。

公司2013年6月成功发行“13新天山MTN1”，发行额度5亿元，期限3年，募集资金中3亿元用于补充流动资金，2亿元用于偿还银行贷款，该期中票无担保。截至2015年3月底，该募集资金已全部使用。

九、财务分析

公司提供的2013年和2014年财务报表已经信永中和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。公司提供的2015年一季度财务报表未经审计。

2014年纳入公司合并报表范围的子公司为昌吉天山屯河混凝土有限责任公司；不再纳入报表范围的子公司分别为苏州天山商品混凝土有限公司和额敏天山混凝土有限责任公司。2014年合并范围的变化对公司财务数据影响较小，可比性较强。

截至2014年底，公司合并资产总额216.28亿元，所有者权益80.85亿元（其中少数股东权益12.46亿元）；2014年公司实现营业收入65.44亿元，利润总额3.15亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额216.98亿元，所有者权益80.47亿元（其中少数股东权益11.86亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入4.82亿元，利润总额-2.94亿元。

1. 盈利能力

水泥业务是公司收入和利润的主要来源，2014年公司实现营业收入65.44亿元，同比下降17.28%，主要是受疆内水泥产量过剩、疆内水泥市场需求低迷、水泥价格下降影响所致；同期，公司营业利润率由2013年的20.72%下降至19.93%。

2014年，公司期间费用合计为14.65亿元，占营业收入比重为22.39%，较2013年德18.85%上升3.54个百分点，期间费用占比较高，

期间费用对营业利润侵蚀增大，公司对期间费用的控制力有待加强。2014年公司营业外收入为5.57亿元，主要为公司享有增值税即征即退的优惠政策及拆迁补偿带来的政府补助收入。

主要受营业收入下降、期间费用增加影响，2014年公司利润总额和净利润同比分别下降29.61%和33.23%，为3.15亿元和2.55亿元。从盈利指标看，2014年公司总资产收益率和净资产收益率分别为4.37%和3.15%，均较上年有所下降。

2015年1~3月，公司实现营业收入4.82亿元，较2014年同期下降25.85%，主要是受疆内需求量低迷影响，公司水泥销售量、销售价格均同比有所下降。2015年一季度，公司营业利润率为4.70%，较上年同期的20.93%大幅下降16.23个百分点；公司利润总额亏损规模较上年同期扩大至-2.92亿元。

总体看，跟踪期内公司营业收入较2013年大幅下降；期间费用占比较高，对营业利润侵蚀增大；公司盈利能力下降。近两年，疆内水泥行业产能过剩、市场需求低迷，公司收入及利润水平在短期内有所改善的可能性较低。考虑到，未来随着“一带一路”战略的推进及亚投行带来的外部金融资本涌入，新疆作为基础设施建设的优先领域及向西开放的重要窗口，预计铁路等基础设施建设项目将大力拉动疆内水泥行业的需求，公司收入及盈利能力有望得到提升。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金48.24亿元，较2013年下降15.77%，主要系公司销售收入下降所致。2014年公司现金收入比为73.73%，收现质量较低主要系公司提高票据方式结算比例及应收账款规模有所增长所致，但考虑到公司将较大金额应收票据背书给他方用于支付采购款，其实际收入实现质量高于指标值。公司经营活动现金流出主要以购买商品、接受劳务支付的现金为主，

达31.07亿元。2014年，公司经营活动产生的现金流量净额为4.27亿元。

从投资活动来看，2014年公司投资活动现金流出规模有所减少，为2.03亿元，较2013年的13.97亿元大幅减少；2014年公司投资活动产生的现金流量净额为0.19亿元；同期，筹资活动前现金流量净额4.46亿元。

2014年公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金及发行债券收到的现金为主，分别达53.75亿元和10.00亿元；筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金60.86亿元。2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-2.18亿元。

2015年1~3月，公司经营活动产生的现金流入量为9.43亿元，公司现金收入比为184.53%，较2014年大幅提升，主要系2015年一季度公司应收票据到期托收以及将部分票据贴现所致；受购买商品、接受劳务支付的现金相对较大影响，公司经营活动现金呈净流出状态。2015年1~3月，公司投资活动产生的现金净流量为-0.17亿元。随着公司在建项目的建成投产，公司目前在建项目规模相对较小，公司对外筹资力度有所减弱，2015年1~3月公司融资活动产生的现金流量呈净为3.45亿元。

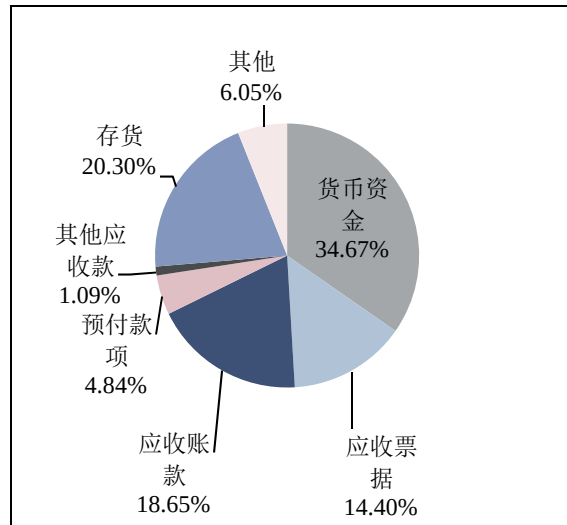
总体看，公司经营活动现金流入量保持在较大规模，但公司经营性净流量整体规模较小，短期支付压力较大，且新建生产线仍存在资金需求，公司对外融资存在一定压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司（合并）资产总额216.28亿元，其中流动资产合计占22.04%，非流动资产合计占77.96%，公司资产以非流动资产为主。截至2014年底，公司流动资产合计47.66亿元，其中货币资金、应收票据、应收款项和存货占比较大，如下图所示。

图5 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司货币资金15.00亿元，较2013年增长22.92%，主要系借款规模增长所致。货币资金中以银行存款为主，占69.60%；其他货币资金为4.56亿元，主要为保函保证金128.50万元，矿山安全生产风险抵押保证金725.27元，矿山环境恢复治理保证金3382.91万元，银行承兑汇票保证金41382.28万元，其他货币资金使用受限。

截至2014年底，公司应收票据12.13亿元，占流动资产的25.46%，主要系近年来公司提高票据方式结算比例所致。公司应收票据以银行承兑汇票为主，占97.44%，其中，已质押的应收票据合计1.91亿元。

截至2014年底，公司应收账款8.38亿元，较上年增长31.97%，主要系下游欠款增加所致；公司前五名欠款单位欠款金额合计占应收账款余额的11.64%。从账龄上看，以1年以内的为主，占80.07%。2014年公司对应收账款提取0.66亿元坏账准备，计提比例尚可。

截至2014年底，公司预付款项1.46亿元，同比减少62.71%，主要是预付原材料采购款减少所致。公司预付款项以1年以内为主（占78.95%）。

截至2014年底，公司存货余额7.38亿元，较上年下降15.80%。公司存货中原材料、在产

品和库存商品占比较大,分别为29.95%、40.65%和28.86%,其中原材料和在产品占比较高。2014年,公司共计提存货跌价准备417.31万元,计提比例为0.67%。

截至2014年底,公司非流动资产为168.61亿元,主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产,分别占87.65%、4.75%和3.78%。截至2014年底,公司固定资产账面价值185.43亿元,较上年增加13.24亿元,主要系在建项目完工转入固定资产12.05亿元所致;2014年公司累计折旧及减值准备合计37.64亿元,固定资产成新率为79.70%;截至2014年底,公司在建工程8.01亿元,较上年减少33.13%,主要系在建项目完工转入固定资产科目所致;公司在建工程主要为在建的水泥生产线、低温余热发电项目和矿山项目。

截至2014年底,公司无形资产账面净值6.37亿元,较上年变化不大。公司无形资产以土地使用权为主,2014年底公司无形资产累计摊销1.58亿元。

截至2015年3月底,公司(合并)资产总额216.98亿元,其中流动资产、非流动资产分别占22.75%、77.25%,流动资产占比较2014年底有所上升。截至2015年3月底,公司流动资产49.35亿元,较2014年底增长3.54%,主要来自货币资金及存货的增长。截至2015年3月底,公司应收票据较上年底大幅减少,为7.10亿元,主要系公司应收票据到期托收以及将部分票据贴现所致。截至2015年3月底公司非流动资产167.62亿元,较2013年底小幅下降0.59%。

总体看,跟踪期内,公司资产构成稳定,规模持续增长,其中流动资产中货币资金、应收票据、应收款项和存货占比较高;公司资产以非流动资产为主,固定资产和在建工程占比高,公司资产流动性一般。

所有者权益

截至2014年底,公司所有者权益合计80.85亿元,较2013年增长2.03%,主要来自其他综合收益和未分配利润的增加。2014年公司资本公

积34.19亿元,较上年减少4.37%,主要系公司根据修订后的《企业会计准则第30号—财务报表列报》,对原资本公积中属于可供出售金融资产公允价值变动的部分在其他综合收益中予以列报,并对年初数采用追溯调整法进行调整列报,2014年年初从资本公积中调整到其他综合收益中列报的金额为1.56亿元。从构成来看,以实收资本、资本公积和未分配利润为主,分别占12.87%、50.00%和30.70%。截至2015年3月底,公司所有者权益80.47亿元,较2014年减少0.46%,主要系未分配利润减少所致。

总体看,公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至2014年底,公司负债合计135.43亿元,较上年增长1.03%,主要来自一年内到期的非流动负债的增长;公司负债中流动负债占70.28%,非流动负债占29.72%。公司流动负债合计95.18亿元,以短期借款(占44.74%)、应付账款(占19.28%)和一年内到期的非流动负债(占11.71%)为主。其中,一年内到期的非流动负债11.15亿元,较上年大幅增长,主要系将2012年发行的9亿元3年期非公开定向债务融资工具转入所致。截至2014年底,公司非流动负债合计40.25亿元,以长期借款(占57.04%)和应付债券(占32.30%)为主。应付债券为公司2011年发行的8亿元5年期中期票据及2013年发行的5亿元3年期中票票据。

截至2014年底,公司全部债务107.47亿元,其中长期债务占33.46%。2014年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为62.62%、57.07%和30.79%,其中全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较2013年底有所上升,资产负债率较上年底略有下降。

截至2015年3月底,公司负债总额136.51亿元,较2014年底增长0.79%,各科目较上年底变化不大。截至2014年3月底,公司全部债务109.44亿元,其中长期债务占33.03%。2015年3月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率

和长期债务资本化比率均有所上升，分别为62.91%、55.27%和31.00%。

总体看，跟踪期内，公司短期债务规模上升较快，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014年底公司流动比率和速动比率分别为50.08%和42.33%；主要受短期借款增长影响，流动比率和速动比率分别较2013年底下降3.45个和0.73个百分点。2015年3月底流动比率和速动比率分别为51.42%和40.98%。2012~2014年，公司经营现金流动负债比加权平均值为3.97%，2014年底为4.49%。总体看，公司短期偿债能力偏弱，短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2014年公司EBITDA为18.40亿元，较2013年增长4.19%。2014年公司EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA倍数分别为3.00倍、5.84倍。总体看，公司对全部债务的保护能力尚可。

根据公司披露的2014年审计报告，截至2014年底，公司无重大或有事项。

截至2015年3月底，公司无对外担保。

截至2015年3月底，公司共获得银行授信额度总量为102亿元，尚未使用的额度为31亿元。公司为境内A股上市公司，直接、间接融资渠道通畅。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的2015年4月29日中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为G9965010300358350A），截至2015年4月29日，公司存在一笔未结清关注类信贷信息，金额为13538万元。根据中国工商银行乌鲁木齐钱塘江支行出具的说明，公司在工商银行乌鲁木齐经二路支行办理的流动资金贷款，此笔贷款是债务重组范围内的贷款，故被列入到关注类贷款中，但该笔贷款已在2012年到期结清。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及新疆区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到新疆维吾尔自治区对于公司在税收方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

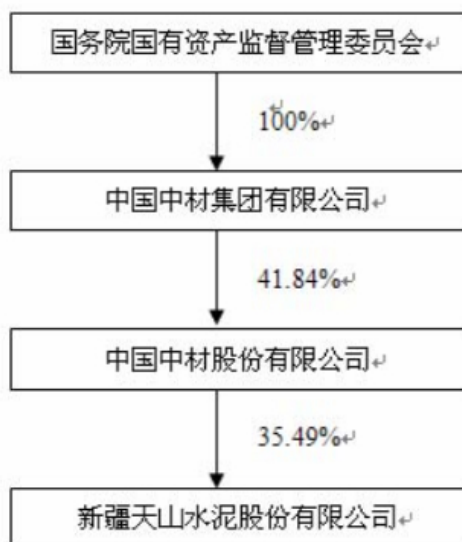
十、待偿还债务偿还能力分析

截至2014年底，公司现金类资产合计27.13亿元，在剔除4.56亿元受限资金后，为待偿还中期票据本金总额13.00亿元（“11新天山MTN1”8亿元、“13新天山MTN1”5亿元）的1.74倍。2014年公司经营活动现金流入和净额分别为待偿还中期票据本金总额的4.01倍和0.33倍。公司EBITDA为待偿还中期票据本金总额的1.42倍。公司现经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力较强，EBITDA对待偿还债券的保障能一般。

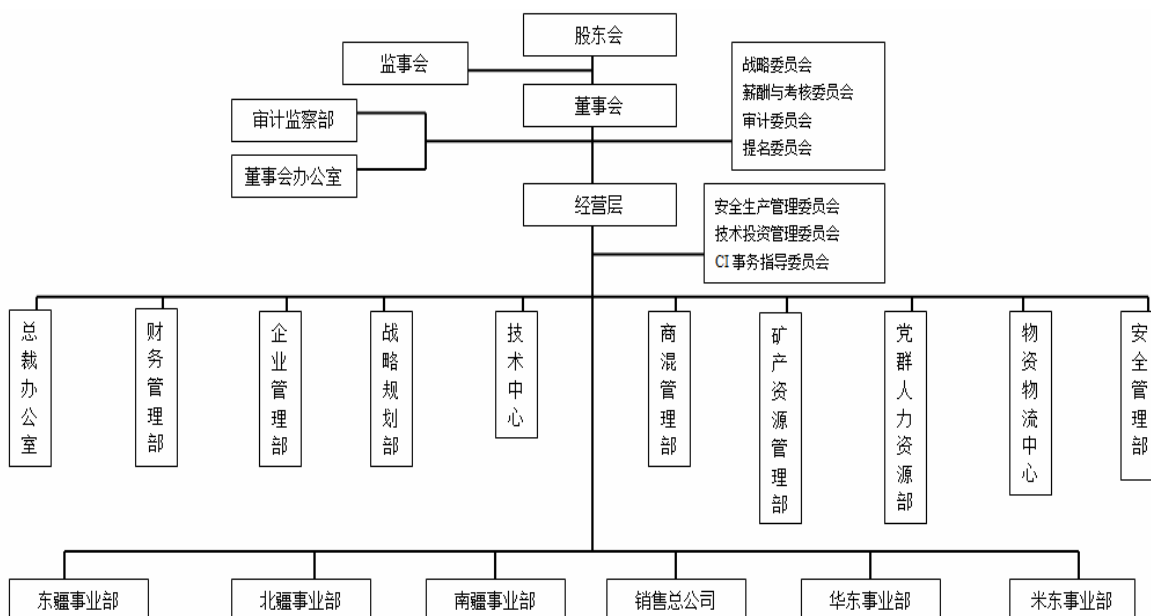
十一、结论

综合分析，联合资信维持公司主体长期信用等级AA，评级展望为稳定，并维持“11新天山MTN1”AAA和“13新天山MTN1”AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.48	24.88	27.13	24.22
资产总额(亿元)	191.57	213.29	216.28	216.98
所有者权益(亿元)	75.95	79.24	80.85	80.47
短期债务(亿元)	40.82	55.57	71.51	73.29
长期债务(亿元)	43.06	47.01	35.96	36.15
全部债务(亿元)	83.88	102.58	107.47	109.44
营业收入(亿元)	76.99	79.11	65.44	4.82
利润总额(亿元)	4.98	4.47	3.15	-2.94
EBITDA(亿元)	15.10	17.66	18.40	--
经营性净现金流(亿元)	3.29	2.12	4.27	-1.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.71	4.93	3.31	--
存货周转次数(次)	6.09	6.59	6.44	--
总资产周转次数(次)	0.80	0.39	0.30	--
现金收入比(%)	83.52	72.40	73.73	184.53
营业利润率(%)	19.62	20.72	19.93	4.70
总资本收益率(%)	5.28	4.62	4.37	--
净资产收益率(%)	6.35	4.82	3.15	--
长期债务资本化比率(%)	36.18	37.23	30.79	31.00
全部债务资本化比率(%)	51.26	53.88	57.07	55.27
资产负债率(%)	60.35	62.85	62.62	62.91
流动比率(%)	56.09	53.53	50.08	51.42
速动比率(%)	41.24	43.06	42.33	40.98
经营现金流动负债比(%)	4.81	2.53	4.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	3.15	3.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.55	5.81	5.84	--

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级