

信用等级公告

联合[2015]801 号

吉林亚泰（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对吉林亚泰（集团）股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

吉林亚泰（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

吉林亚泰（集团）股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 三 月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

吉林亚泰(集团)股份有限公司

2016年公开发行公司债券(第一期)信用评级报告

本期公司债券信用等级: AA

公司主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期发行规模: 基础发行规模 5 亿元, 可超额配售不超过 5 亿元(含 5 亿元)

本期债券期限: 3+2 年

还本付息方式: 每年付息一次, 到期一次还本

评级时间: 2016 年 3 月 28 日

财务数据:

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额(亿元)	432.50	488.39	534.12	563.39
所有者权益(亿元)	115.99	120.46	120.91	145.28
长期债务(亿元)	71.21	93.18	113.48	66.55
全部债务(亿元)	267.22	296.68	347.26	356.74
营业收入(亿元)	116.25	134.48	144.55	87.64
净利润(亿元)	4.79	2.27	1.66	-1.40
EBITDA(亿元)	25.51	28.36	28.40	--
经营性净现金流(亿元)	-42.43	-15.28	-59.80	3.64
营业利润率(%)	23.55	21.55	20.98	19.56
净资产收益率(%)	4.28	1.92	1.37	-1.05
资产负债率(%)	73.18	75.33	77.36	74.21
全部债务资本化比率(%)	69.73	71.12	74.17	71.06
流动比率	0.97	0.96	1.00	0.92
EBITDA 利息倍数(倍)	1.86	1.94	1.44	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.10	0.10	0.08	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.55	2.84	2.84	--

注: 1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

3、2015 年 3 季度财务数据未经审计, 相关指标未年化。

4、公司未提供 2011 年财务数据, 所涉指标未计算。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对吉林亚泰(集团)股份有限公司(以下简称“公司”或“亚泰集团”)的评级反映了其作为集建材、房地产、金融、煤炭、医药、商贸等业务为一体的综合大型企业集团, 在行业地位、政府支持、区域竞争力、产能规模、技术水平、业务多元化等方面具备的显著优势。同时, 联合评级也关注到水泥行业景气程度下行, 公司债务规模持续增加、盈利能力弱化、经营性亏损不断扩大、获现能力较弱、未来资金支出压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着国家淘汰落后产能的推进, 公司作为东北地区重点水泥企业, 通过兼并重组, 水泥板块经营规模将不断扩大, 区域产业集中度提高。同时公司实施多元化、规模化等发展战略, 不断加大医药等其他板块投资规模, 其他各板块对公司收入支撑力度提高, 公司整体盈利能力有望得到增强。综上, 联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司所属的水泥行业是国民经济的重要基础原材料产业, 在经济建设、国防建设和社会发展中发挥着重要作用。

2. 公司作为东北地区大型水泥生产企业之一。近年来通过行业内并购整合, 公司在东北地区的控制能力得到进一步加强。

3. 公司已形成以石灰石开采, 骨料、熟料、水泥、商品混凝土、水泥预制构件、水泥包装制品生产销售为一体的完整产业链。

4. 公司业务运营多元化, 医药、金融板块保持较强的盈利能力, 对公司利润形成有效

补充。

关注

1. 公司所属水泥行业景气度下行，煤炭、电力及原材料价格波动增加了公司生产成本的控制难度；期间费用增长幅度较快也对公司盈利形成一定不利影响。

2. 公司房地产板块投资规模较大，未来将面临一定资金支出压力。

3. 公司有息债务规模持续增加，债务负担加重。

4. 近年来，公司主营产品价格下降，毛利率下滑，公司盈利能力不断弱化。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www. unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

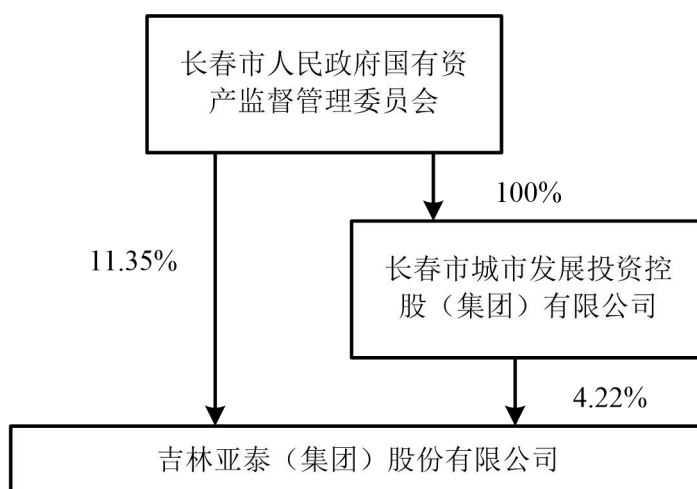
分析师：



一、主体概况

吉林亚泰(集团)股份有限公司(以下简称“公司”或“亚泰集团”)前身为成立于1984年的辽源市茶叶经销公司。1986年12月公司由集体所有制企业改制成为股份制企业,并更名为辽源市产业经销股份有限公司。1993年3月公司更名为吉林亚泰实业股份有限公司,并于当年4月吸收合并了长春龙达建筑实业公司。1994年11月公司更名为现名。1995年11月公司在上海证券交易所挂牌上市(股票名称:亚泰集团;股票代码:600881)。2015年4月,公司通过非公开发行人民币普通股70,521.37万股,共募集资金28.92亿元。截至2015年9月底,公司总股本为26亿股,其中长春市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“长春市国资委”)持有公司11.35%的股份,为公司的第一大股东,公司实际控制人为长春市国资委(股权结构如下图所示)。

图1 截至2015年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事建材、房地产开发、煤炭批发经营、药品生产及经营以及国家允许的进出口业务。

截至2015年9月底,公司下设总裁办公室、董事会办公室、党委办公室、发展规划部、综合计划部、人力资源部、财务资产管理部、法律部等多个职能部门;拥有全资及控股子公司101家,拥有职工22,364人。

截至2014年底,公司合并资产总额534.12亿元,负债总额413.21亿元,所有者权益(含少数股东权益)120.91亿元。2014年,公司实现营业总收入144.55亿元,实现净利润(含少数股东损益)1.66亿元;经营活动现金流量净额-59.80亿元,现金及现金等价物增加额-18.47亿元。

截至2015年9月底,公司资产总额563.39亿元,负债总额418.10亿元,所有者权益(含少数股东权益)145.28亿元。2015年1~9月,公司实现营业总收入87.64亿元,实现净利润(含少数股东权益)-1.40亿元;经营活动现金流量净额3.64亿元,现金及现金等价物增加额23.67亿元。

公司注册地址:吉林省长春市吉林大路1801号;法定代表人:宋尚龙。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“吉林亚泰(集团)股份有限公司2016年公开发行公司债券(第一期)”,本期

债券基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元）。本期债券存为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率，票面年利率将通过询价方式，由公司和主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。本期债券面向合格投资者公开发售。本期债券采用单利按年计息，不计复利，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。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充公司营运资金。

三、行业分析

公司主营业务涉及建材、房地产、金融、煤炭、医药、商贸等行业，其中水泥和房地产为其支柱产业，本报告将从水泥行业和房地产行业进行分析。

（一）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。自 1985 年起，中国水泥产量已连续 30 年居世界第一位，目前中国水泥产量占世界总产量的 60% 左右。

受 2008 年全球金融危机影响，我国水泥产量增速 2008 年出现明显下滑，但由于固定资产投资的不断增加以及国民经济的持续稳定发展，我国水泥产量 20 年来始终保持增长态势。2014 年水泥产量 24.76 亿吨，同比增长 1.77%，受宏观经济低迷和固定资产投资增速下滑影响，水泥产量增速下滑 7.99 个百分点，近几年中国水泥产量及增速情况如下图所示。

图 2 中国水泥产量及增速情况统计 单位：万吨



资料来源：国家统计局

从水泥行业投资情况来看，2010 年以来，在国家对新建产能的严控下，水泥投资增速持续大幅回落，2010 年全国水泥累计投资 1,754 亿元，同比增长仅为 3.19%。2011 年全国水泥累计投资 1,439 亿元，近 5 年来首次呈现水泥投资负增长的局面。2012 年，水泥行业投资额累计完成 1,379 亿元，较 2011 年下降 4%；2013 年全国水泥投资完成 1,329 亿元，同比下滑 3.6%；截至 2014 年 11 月底全国水泥累计完成投资 998 亿元，同比下滑 16%，是继 2011 年的大幅下滑后，水泥投资连续 4 年下降。

总体看，近年来，我国水泥产量保持增长态势，但增速放缓；水泥投资增速回落；伴随新建

产能控制和落后产能逐渐退出，未来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。

2. 行业上下游

(1) 行业供给

2014 年水泥产量 24.76 亿吨，同比增长 1.77%，受宏观经济低迷和固定资产投资增速下滑影响，水泥产量增速下滑 7.99 个百分点。同时，受国务院加大对水泥行业落后产能的淘汰力度影响，产能抑制政策效果明显，但产能利用率仍不高。2014 年全国新增投产水泥熟料生产线 54 条，新增熟料产能 7,030 万吨，较 2013 年下降 25%。2014 年新增 54 条熟料生产线中，日产 5,000 吨以上熟料生产线 31 条；日产 4,000 吨 4 条，日产 2,500~4,000 吨 17 条，日产 2,000 吨 2 条，平均规模达到日产 4,200 吨。分企业看，新增产能位居前三位的企业分别是海螺水泥、中国建材和云南昆钢，合计占当年新增产能的 43%。截至 2014 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1,758 条（含部分已停产但未拆项目），设计熟料产能达 17.7 亿吨；累计产能较上年增长 4%，产能利用率不足 70%，较 2013 年下降 3 个百分点。

(2) 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 35%，电费接近总成本的 1/3。

煤炭

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。随着煤炭行业产能过剩，中国煤炭价格自 2012 年开始逐步下跌；进入 2014 年，煤炭市场化进程继续深入，煤炭价格持续下降，以环渤海动力煤价格为例，其 2014 年 12 月 24 日价格报收 525 元/吨，较年初 610 元/吨下跌 85 元/吨；进入 2015 年后环渤海动力煤价格持续下降，于 2015 年 5 月 20 日降至最低点 414 元/吨；5 月 27 日起微幅增长至 418 元/吨，但于 7 月 15 日又回落至 417 元/吨。煤炭价格下跌促进水泥生产成本的降低，从而使得水泥价格也相应下降。

图 3 中国煤炭价格指数



资料来源：wind 资讯

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。2011~2014年中国多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。2015年4月国务院常务会议决定，在全国范围清理规范涉企收费、下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格、按照煤电价格联动机制，下调全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时约0.02分钱。实行商业用电与工业用电同价，将全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约0.018元。

由于煤电联动政策，煤价的波动有可能导致电价调整。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50%的用电。因此，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。

受能源价格下降和产能充分释放影响，水泥价格继续下降。2014年，中国水泥价格指数（CEMPI）从年初的116.77点下跌到年末的99.8点，下跌幅度为14.53%；分区域看，全年水泥价格下跌幅度最大的为华东地区，全年跌幅达到20.02%，中南、西北地区次之，分别为14.27%和12.4%，西南、东北地区跌幅分别为7.19%和7.33%，华北地区跌幅最小，为4.82%。

（3）下游需求

拉动水泥需求主要靠固定资产投资和房地产投资。

2014年，中国固定资产投资增速放缓。全年全社会固定资产投资512,761亿元，较2013年增长15.3%，增速下滑3.36个百分点。其中，基础设施投资（不含电力）86,669亿元，同比增长21.5%，水利管理业投资增长26.5%，增速下降0.4个百分点；公共设施管理业投资增长23.1%，增速下降1.7个百分点；道路运输业投资增长20.3%，增速提高3.4个百分点；铁路运输业投资增长16.6%，增速下降8.1个百分点。从施工和新开工项目情况看，施工项目计划总投资968,785亿元，同比增长11.1%；新开工项目计划总投资406,478亿元，增长13.6%。

2014年，受宏观经济低迷影响，房地产投资增速下滑，全年房地产开发投资95,036亿元，比上年增长10.5%，增速下滑9.3个百分点。其中，住宅投资64,352亿元，增长9.2%；办公楼投资5,641亿元，增长21.3%；商业营业用房投资14,346亿元，增长20.1%。房屋施工面积726,482万平方米，同比增长9.2%。按照行业普遍认定的1平方米消耗0.2吨水泥的测算标准，2014年中国房地产市场消费水泥达14.53亿吨，占水泥产量的58.68%，高于2012年的49.25%。2014年，房地产行业不景气对水泥行业发展带来一定负面影响，但政府大力投资保障性住房和棚改房的建设在一定程度上产生了对水泥的新增需求。

总体看，中国固定资产投资、房地产投资增速放缓，对水泥行业发展带来一定负面影响；但随着工业化、城镇化和基础设施建设进一步发展，水泥的需求总量仍将保持一定的增长

3. 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，受原材料价格下降和产能充分释放影响，水泥价格呈波动下降走势，如下图所示。

图4 近年中国国内水泥价格指数



资料来源：中国水泥网

2014年，中国水泥价格指数（CEMPI）从年初的116.77点下跌到年末的99.8点，下跌幅度为14.53%；2014年1月，水泥价格指数达到年内最高值116.64点，之后波动下跌至9月达到最低值99.45点。分季度看，水泥价格指数在一、二、三、四季度均呈下跌走势，其中一季度跌幅最大，下跌达5.18%，二、三季度下跌幅度分别为4.58%和4.63%，四季度属于水泥销售旺季，但价格也下跌了0.95%，虽较前三季度跌幅大大降低，但仍难改下跌走势。进入2015年，中国水泥价格指数继续下跌，至2015年7月20日降至83.82。

分区域看，全年水泥价格下跌幅度最大的为华东地区，全年跌幅达到20.02%，中南、西北地区次之，分别为14.27%和12.4%，西南、东北地区跌幅分别为7.19%和7.33%，华北地区跌幅最小，为4.82%。

总体看，近年来受原材料价格下降和产能充分释放影响，水泥价格呈波动下降走势；2014年水泥价格继续下滑，下滑幅度以华东地区最为严重。

4. 竞争格局

水泥市场的区域性明显，全国水泥市场的地区差异较大。近年来，中国水泥工业经历了高速发展，形成了成熟的七大市场竞争格局，如下表所示。

表1 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、辽源金刚，外来企业冀东水泥、天瑞水泥、山水集团，外资企业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），冀东、祁连山	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）、海螺水泥为主；上海建材、江苏金峰、山水集	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。

	团区域内企业	
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

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。

近年来，中国水泥产业的集中度不断提高，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。据中国水泥协会，截至 2014 年底，我国（不含港澳台）前 50 家水泥企业集团的水泥熟料设计产能共 13 亿吨，占全国总产能的 74%。其中，前 10 家大企业的水泥熟料产能占全国总产能的 52%。2012~2014 年，市场需求低迷，行业产能过剩，水泥企业并购重组进程加快。并购活动的主力主要为上市公司，而被并购对象除了传统中小型水泥企业外，还包括跨界经营水泥业务的非水泥企业，其因资产调整，剥离盈利能力下降的水泥资产。从并购目的上看，最多的就是横向整合，以大型水泥企业收购单体小企业为主，在削弱或消灭竞争对手的同时，又增强其在区域范围内的协同效应，扩大经济规模。通过并购重组，中国水泥产业的集中度有所提高，大企业核心竞争力进一步增强。

表 2 2015 年中国水泥熟料产能前 11 家企业排名

排名	企业名称	熟料产能（万吨/年）
1	中国建筑材料集团有限公司	31,047
2	安徽海螺水泥股份有限集团	18,836
3	中国中材集团有限公司	8,706
4	唐山冀东水泥股份有限公司	7,080
5	华瑞水泥控股有限公司	5,906
6	山东山水水泥集团有限公司	5,150
7	华新水泥股份有限公司	4,495
8	台湾水泥股份有限公司	4,067
9	红狮控股集团有限公司	3,543
	北京金隅股份有限公司	3,543
11	天瑞水泥集团有限公司	3,364

资料来源：数字水泥网

注：截至2014年12月31日实际投产的新型干法生产线，按新型干法的窑型和设计规模统计，统计排名前后的企业之间熟料产能相差1%以内的采取并列排名，并列不分前后。

总体看，水泥的区域性明显，全国水泥市场的地区差异较大；近年来水泥产业行业集中度有

所提高，并购成为企业扩大市场规模，提高行业集中度的主导手段。

5. 行业政策

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。

2011年11月，工信部正式向社会发布《水泥工业“十二五”发展规划》，根据规划，水泥行业发展的主要目标是：1、规模以上企业年均工业增加值增长10%以上，到2015年，前十大企业集中度达到35%以上；2、淘汰落后产能2.5亿吨，42.5级及以上产品消费比例达50%以上；3、协同处置取得明显进展，协同处置线比例达到10%，综合利用废弃物总量提高20%。

2014年7月，国家工信部发布了《工业和信息化部关于做好部分产能严重过剩行业产能置换工作的通知》（工信部产业[2014]296号），提出了对水泥等产能过剩行业新（改、扩）建项目实施产能等量或减量置换的要求，遏制产能盲目扩张势头，并发布了《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》要求各地按照规定的程序和要求，加强与发改、国土、环保等部门的沟通和衔接，组织企业制定产能置换方案。

总体看，水泥行业政策集中在从严新项目审批、清理未开工项目、淘汰落后产能等方面，通过压缩落后产能、清理未开工产能、控制新增产能，推动水泥产业结构调整，提高行业集中度，将推动水泥行业的良性调整和健康发展。

6. 行业关注

全行业产能过剩、产能利用率不高

2009年~2013年水泥产能集中释放，每年新增产能均超过3.40亿吨，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。2014年水泥产能利用率不足70%，较2013年下降3个百分点。水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。

行业集中度不高

水泥行业集中度发展不均衡，目前国内水泥企业的区域集中度平均在30%~40%，华东地区的水泥企业行业集中度最高，甚至占有整个东部的70%。海螺、中建材两家龙头企业的行业集中度达到近50%。在细分市场，仅海螺水泥或是中建材一家企业，在浙江省某地区的集中度就达到50%。由于西南地区水泥企业行业集中度较低，对于水泥业的全面发展造成了障碍。虽然，中建材、海螺水泥和台泥正在西部地区进行并购整合，但过程将相当漫长。

水泥生产能耗高、污染严重

水泥生产过程对环境的污染较为突出，每年向大气排放的粉尘和烟尘量近1,000万吨，严重污染环境。新型干法水泥生产企业的环保设施比较完善管理比较到位，基本可以做到达标排放，但仍有部分落后生产工艺的水泥企业仍处于粗放型生产段，工人劳动环境恶劣，加上环保设施投入不足，难以做到达标排放。同时，部分新建成的新型干法水泥生产线企业管理不规范，为了节约成本，环保设备白天开、夜晚关，不能严格实行达标排放，部分地方存在环保监管不严的问题。

电力能源不足、石灰石资源浪费

目前，水泥用石灰石仍多采用民采或外购方式，多数企业不重视矿山建设与开采，少数拥有矿山的企业，也缺少正规矿山设计与规范开采，缺乏对矿山的投入，开采技术落后，作业环境恶劣，生产效率低，劳动强度大，矿产资源得不到有效合理的利用，同时易造成资源浪费和环境破坏，并存在较大的安全隐患。我国电力供应紧张的局面，短期内难以彻底改观，这使得部分水泥

企业不能连续生产，不但产量、效益受损，回转窑停开，致使耐火砖脱落，也造成较大经济损失。

总体看，目前我国水泥行业面临能耗高、环境污染重、石灰石资源浪费等问题；同时电力能源供应紧张、产能过剩也制约了水泥行业的发展。

7. 行业发展

随着工业化、城镇化和社会主义新农村建设进程加快，城乡居民住房水平升级，基础设施建设进一步发展，水泥的需求总量仍将保持一定的增长。但另一方面，随着全面贯彻落实科学发展观，转变经济增长方式，加强资源节约与综合利用等相关政策的落实，全社会固定资产投资规模增长过快的势头将受到抑制，因此水泥消费需求仍将保持总量上升，增速趋于稳定的局面。

我国水泥行业面临产能过剩和行业集中度低等问题，而我国宏观经济增长方式正从出口和投资驱动的高消耗增长模式向消费导向的节约型增长模式转变。因此，无论是作为固定资产投资的上游基本原材料，还是水泥行业本身的高耗能、高污染性，都为其未来的发展带来必然的政策性障碍。提高行业内部生产集中度，促进行业规范化和规模化发展也合理地成为了国家宏观调控的目标，兼并与收购将成为未来行业内部整合的主线。传统立窑水泥生产线能耗高，污染重，目前，全国多地区相继也开展了关闭立窑生产线的行动。新型干法水泥由于其生产过程重的低污染、低耗能以及较高的生产效率依然是我国水泥行业目前的投资重点。同时，水泥生产企业将逐步向规模化发展，并购行为增加。

总体看，随着国民经济进入较低速增长阶段，以及国家政策对行业的控制，水泥行业仍将低速增长；随着落后产能的退出以及并购行为的增加，结构调整将进一步深化。

8. 东北地区水泥行业概况

近年来，东北地区固定资产投资增速放缓。2014年，东北地区累计完成固定资产投资（不含农户）45,268.76亿元，同比增加2.89%，相较2013年增速同比下降15.80个百分点并低于全国固定资产投资增速12.81个百分点。由于经济增速放缓，东北地区水泥需求下降。

水泥供给方面，东北地区水泥市场集中度较高。区域内主要的水泥生产企业有中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）下属的北方水泥有限公司（以下简称“北方水泥”）、亚泰集团、唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“冀东水泥”）、山东山水水泥集团有限公司（以下简称“山水水泥”）。中国建材用联合重组方式打造的北方水泥现已拥有20多家企业，所属企业遍布东北三省，截至2014年底年产能约为3,300万吨；冀东水泥目前是中国北方最大的水泥生产企业，截至2015年3月底水泥年产能约12,528万吨，在东北地区主要布局“长春、吉林、哈尔滨”三角区域和辽宁省的沈阳市、鞍山市及周边地区；山水水泥自2007年开始进入东北市场，产能主要集中在辽宁省。截至2015年6月底，山水水泥在辽宁省的水泥产能约为1,734万吨/年，主要集中在大连、辽宁、营口等地。总体而言，东北水泥行业市场集中度较高，行业竞争较为有序。

近年来东北地区经济增速放缓，2015年上半年辽宁省经济增速仅为2.60%，居全国末位，而吉林、黑龙江的经济增速也分别只有6.10%和5.10%。为深化改革、促进经济结构调整、推动经济增长，国家发展改革委员会东北司制定了《近期支持东北地区发展的十个方面政策举措（草案）》，将从多个方面，解决东北地区经济增速大幅放缓的问题。水泥作为主要建材产品之一，主要应用于土木、建筑及国防等工程，属于强周期性产业。未来东北地区水泥产品价格能否继续保持高位，将主要取决于区域经济发展情况。

总体看，东北地区经济增速放缓，水泥需求下降，水泥价格走低。

（二）房地产行业

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

2014 年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。

2015 年 1~9 月份，全国房地产开发投资 70,535 亿元，同比名义增长 2.60%。其中，住宅投资 47,505 亿元，较上年同期增长 1.7%，增速回落 9.6 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.35%。2015 年 1~9 月份，房地产开发企业房屋施工面积 693,652 万平方米，同比增长 3.00%。其中，住宅施工面积 482,919 万平方米，较上年同期增长 0.80%。房屋新开工面积 114,814 万平方米，较上年同期下降 12.60%，降幅扩大 3.30 个百分点。其中，住宅新开工面积 79,345 万平方米，较上年同期下降 173.50%。房屋竣工面积 50,967 万平方米，较上年同期下降 9.80%。其中，住宅竣工面积 37,792 万平方米，较上年同期下降 12.70%。

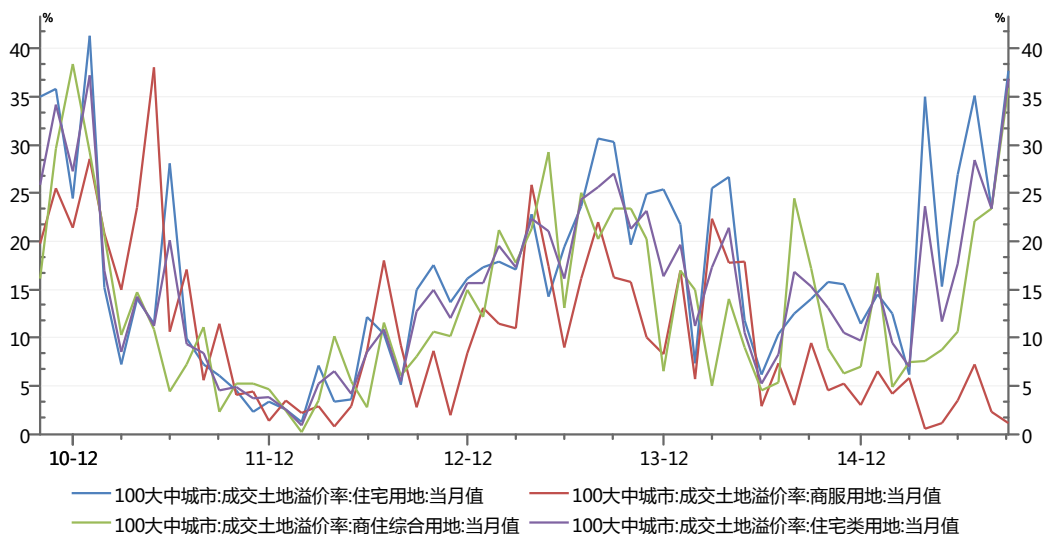
总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，2014 年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。

2. 市场供需

土地供应状况

2014 年以来，全国 100 大中城市土地溢价率整体呈走高趋势，其中住宅用地、商住综合用地及住宅类用地土地溢价率均呈上升趋势，商服用地土地溢价率震荡下行。截至 2015 年 9 月末，全国 100 个大中城市住宅用地土地出让溢价率为 37.75%，较上年末（为 11.42%）大幅上升近 26.33 个百分点；商服用地土地出让溢价率为 1.07%，较上年末（为 3.05%）下降 1.98 个百分点；2014 年末，主要城市楼面地价 3,522 元/平方米，较上年末（为 3,349 元/平方米）增长了 5.17%。

图 5 2010 年以来全国 100 个大中城市土地成交溢价率（单位：%）



资料来源：wind 资讯

值得关注的是，2014年，在全国土地市场低迷，供需矛盾突出的背景下，房企为避险纷纷自三四线城市向一线城市回归，从而结构性的推高一线城市地价。根据国家统计局公布的数据显示，一线城市的住宅地块的出让金额高达3,438亿元，主要原因是楼面地价的上涨。相比2013年，2014年一线城市土地推出面积和成交均下降，同比分别减少26%、27%；与此同时，楼面均价却高达为7,705元/平方米，同比上涨41%。，一线城市土地市场的这一特征在北京表现得尤其突出。2014年北京土地市场供需下降，其中推地面积同比减少44%；成交面积同比减少42%，但2014年北京土地出让金总额达1,917亿元，创历史新高，其中宅地出让金额为1,311亿元，占总额的68%。

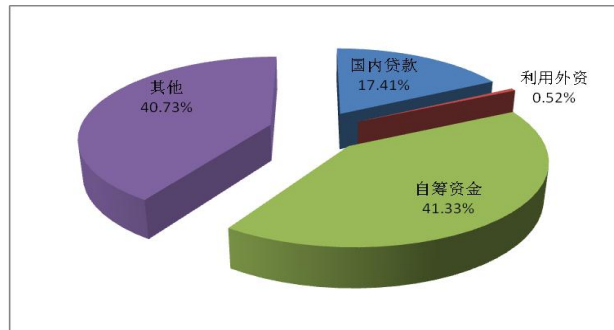
截至2015年9月底，全国100大中城市成交土地溢价率为27.32%，较去年同期下降1.42个百分点；其中，住宅类用地全国100大中城市成交土地溢价率42.09%，较去年同期上升10.89个百分点。

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013年以来由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

开发资金来源状况

从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，较2013年增长26.5%。其中，国内贷款21,243亿元，同比增长8.0%；利用外资639亿元，同比增长19.7%；自筹资金50,420亿元，同比增长6.3%；其他资金49,690亿元，同比下降8.8%。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，同比下降12.4%；个人按揭贷款13,665亿元，同比下降2.6%。

图 6 2014 年房地产行业资金来源构成



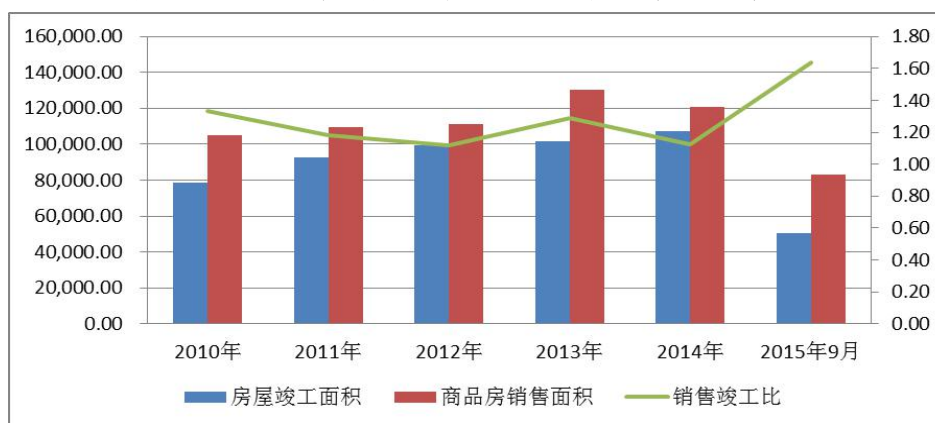
资料来源：国家统计局

市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

2015年1~9月份，商品房销售面积82,908万平方米，较上年同期增长7.50%。其中，住宅销售面积较上年同期增长8.20%，办公楼销售面积较上年同期上升11.40%，商业营业用房销售面积较上年同期增长1.80%。商品房销售额56,745亿元，较上年同期增长15.30%。其中，住宅销售额较上年同期增长18.20%，办公楼销售额较上年同期上升18.70%，商业营业用房销售额较上年同期下降1.70%。

图7 2010~2015年9月全国商品住宅供求情况（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

总的来看，在经历了几年来的景气后，2014年以来，随着限购限贷等政策的逐步产生效果，行业增速放缓、景气度有所下降，2015年上半年，房地产开发景气指数有所回升。

销售价格情况

从商品房销售价格看，2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，进入2015年年初，全国百城住宅平均价格在维持在2014年底以来的低位运行，2015年5月以来，随着房地产行业限购限贷政策的放宽，全国百城住宅平均价格逐步回升，截至2015年9月底，百城住宅均价升至10,817元/平方米。

总的来看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，2015年房初价维持在相对地位运行，2015年5月以来，房价走势有所回暖，未来房价走势仍待进一步观察。

3. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会

利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

供需转变，城市分化增大；部分城市库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大；而受需求量大、资源集中的影响，一线城市房地产业预计仍将保持平稳。

综合来看，在未来一段时期，针对房地产行业的调控政策将更加市场化、灵活化，但由于供需转变、库存高位等原因可能导致二三线城市房价下行压力较大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

经过二十余年的发展，公司已成为集建材、房地产、金融、煤炭、医药、商贸等业务一体的跨行业的大型企业集团，公司目前是国家重点支持的十二家水泥企业之一，也是吉林省最大的房地产开发企业。2014年，公司位列中国500强企业第281名。

公司建材产业形成以石灰石开采、熟料生产、水泥生产、商品混凝土生产、水泥预制构件、水泥包装制品和水泥销售为一体的完整产业链，规模效应明显。公司水泥产品在黑龙江省和吉林省具有比较明显的竞争优势，占据了长吉经济带、哈大齐经济带的主要市场和辽宁省的部分市场，占东北三省约20%的市场份额。2014年公司熟料约占吉林省熟料市场份额的35%，第二名北方水泥和第三名冀东水泥分别占31%和15%左右，前三大水泥企业合计控制了吉林省81%的市场份额，市场集中度很高，公司具有较高的话语权。2014年公司在黑龙江地区市场份额大幅提升，占比达51%，为区域内第一大水泥生产企业。北方水泥位居第二位，市场份额为38%，前2家合计控制了89%的市场份额，可形成较为有效的价格协同机制。

公司房地产业务运营主体吉林亚泰房地产开发有限公司（以下简称“亚泰地产”）具备国家房地产开发一级资质，为吉林省最大的房地产开发企业，业务布局长春、沈阳、天津、南京、海

南等多地，逐步实现从区域向全国的发展。

同时公司医药、商贸、金融等板块发展良好，子公司吉林大药房药业股份有限公司是吉林省内规模最大医药连锁零售企业；公司通过参股东北证券股份有限公司和吉林银行股份有限公司，每年均可获得稳定的利润分红，有效增强了整体盈利能力。多元化的生产经营方式分散了公司的经营风险，提高了整体抗风险能力。

总体看，公司主营业务板块主要包括建材、房地产、金融、煤炭、医药、商贸等，公司水泥业务在黑龙江和吉林地区市场占有率较高，区域控制力较强；房地产业务运营主体为吉林省最大的房地产开发企业；医药、商贸、金融等板块形成对主营业务的有效补充。公司经营规模较大，业务运营多元化，具有较强的竞争力。

2. 人员素质

截至 2014 年底，公司主要高级管理人员包括董事长（兼总裁）1 人、副总裁 7 人、总会计师（兼常务副总裁）1 人等共 9 人。

公司董事长、总裁宋尚龙先生，1953 年生，本科学历，研究员、高级经济师、高级工程师，中共党员；历任长春市二道区城建局副局长，长春龙达建筑实业公司总经理，吉林亚泰（集团）股份有限公司副董事长、总裁；现任公司董事长、总裁。

公司副董事长、副总裁孙晓峰先生，1962 年生，研究生学历，研究员，中共党员；历任重工吉林省委党校经济学讲师，吉林亚泰（集团）股份有限公司证券部经理、投资部经理、董事会秘书；现任公司副董事长、副总裁。

截至 2015 年 9 月底，公司本部及主要子公司在职员工 22,364 人。从学历构成看，本科及以上学历占 20.29%，大专学历的占 22.48%，中专技校及高中学历占 28.17%，其他学历占 29.06%；从岗位构成看，生产人员占 75.66%，销售人员占 5.54%，技术人员占 5.62%，财务人员占 1.82%，行政人员占 11.36%；从年龄构成看，30 岁以下员工占 33.50%，30~50 岁员工占 56.00%，50 岁以上员工占 10.50%。

总体看，公司主要高层管理人员具有良好的专业背景和丰富的管理经验；公司员工生产人员所占比重较高，学历和年龄结构合理，符合公司主营行业特点，能够满足公司发展需求。

3. 技术水平

建材产业

公司下属水泥企业均采用国际上先进的新型干法水泥生产工艺，窑尾采用带有 DD 分解炉的预热器系统，使石灰石在入窑前分解率达到 90%以上，大大地节约了能源，比传统工艺节能 40%以上，另外，窑头窑尾采用德国鲁奇技术生产的电收尘器，使环保指标大大优于国家标准，粉尘排放量不到国家规定的一半。目前公司的熟料电耗在 65~70 度/吨，熟料煤耗平均在 106~110 公斤标煤/吨，水泥粉磨电耗平均在 34~38 度/吨。公司拥有省级技术中心，受国家委托技术援建了孟加拉、老挝、马来西亚的多条大型干法水泥生产线。

公司坚持走“低能耗、低污染、低排放”的低碳经济之路，是全国水泥行业中首批获得“国家循环经济试点单位”、“国家环境友好企业”称号的企业。在发展循环经济方面，公司率先在东北进行尝试并取得成功，现在可消化 10 多种工业垃圾和废弃物，年处理粉煤灰等废弃物超过了 300 万吨，占吉林省水泥生产企业废弃物利用总量的 50%。公司按照“老线改造、新建配套”的原则，加大对生产热能的再利用，回收水泥生产过程中产生的中低温余热进行发电。公司目前年

耗电量约 17 亿度左右，2014 年自有熟料生产线余热发电量约占公司生产用电总量的 28%，电力不足部分由各水泥企业向所在地区电力局购得。近年来公司大力建设余热发电系统，截至 2015 年 9 月末，公司所有自建生产线和大部分收购生产线均已配备余热发电系统，剩余生产线也将陆续建设余热发电系统。2015 年 1~9 月，公司余热发电系统发电量为 7,496 万度。

医药产业

公司医药产业以科技创新为先导，打造生物制品、化药、现代中药和保健食品四大研发平台，以医药产业园为载体，构建“以药研为主导、药企为主体、药商为主流”的大型医药专业投资开发园区；以营销创新为手段，强化品牌推广、营销网络和电子商务三大业务的整合，以提升公司医药产业品牌价值和创新能力。公司“一类单体中药新药参一胶囊创制的关键技术及应用”荣获 2013 年度国家技术发明二等奖，“人用禽流感 H5N1 全病毒灭活疫苗（Vero 细胞）项目”被纳入“吉林省重大科技攻关项目”，该疫苗获得国家食品药品监督管理总局颁发的药物临床试验批件（批件号为 2014L01842）。公司医药产业累计获得专利 46 个，其中发明专利 31 个。

总体看，公司水泥生产工艺先进，有助于公司降低生产成本、提高资源利用率和产品质量、减少三废排放，医药产业研发能力较强，有助于提升公司的综合竞争力。

4. 环境保护

公司所从事的水泥业务为高耗能、污染行业，公司努力实现低消耗、低排放、低污染、高效率的生产环境，在各下属企业及生产车间均安装了环保设施。公司使用新型干法水泥窑进行生产，实现了水泥生成过程自动化和高效、优质、低耗和环保。

公司下属企业均经过环境保护部门检查，排放达标，符合环保要求。公司下属水泥企业均采用国际上先进的新型干法水泥生产工艺，比传统工艺节能 40%以上，粉尘排放量不到国家规定的一半。同时对已投产和在建项目均同步配套了余热发电系统，在回收水泥生产线过程中产生的大量余热的同时，减少水泥厂对环境的热污染以及粉尘污染，起到良好的环境保护作用。

根据国家环境保护总局环发[2005]118 号《关于授予中电国华电力股份有限公司北京热电分公司等 21 家单位“国家环境友好企业”称号的决定》，亚泰水泥成为全国水泥行业中首家取得“国家环境友好企业”称号的水泥生产企业。近 3 年，公司建材板块未发生环保事故。

总体看，近年来公司大力开展节能减排工作，积极发展循环经济发展模式，环保风险较低。

5. 外部支持

政策支持

根据国家发展和改革委员会、国土资源部、中国人民银行发布的《关于公布国家重点支持水泥工业结构调整大型企业（集团）名单的通知》，公司是国家重点支持的 12 家全国性水泥企业之一（东北地区唯一一家），将在项目核准、土地审批和贷款投放上享受优先支持。

财政支持

公司作为吉林省重点企业之一，每年享受到长春市财政局、二道区财政局等地方财政金额不等的财政补贴，通常以扶持资金的形式直接划转给公司。此外，公司节能减排项目及医药研究项目也可获得地方财政相应的补贴。2012~2014 年，公司分别获得政府补助 2.67 亿元、1.28 亿元和 1.59 亿元，政府财政支持具有一定可持续性。

税收优惠

根据财政部、国家税务总局财税[2001]198 号文件《关于部分资源综合利用及其他产品增值税政策问题的通知》的规定，“在生产原料中掺有不少于 30%的煤矸石、石煤、粉煤灰、烧煤锅炉

的炉底渣及其他废渣生产的水泥，实行增值税即征即退的政策”。目前，公司现有的水泥生产线因采用粉煤灰进行配料，而享受资源综合利用给予即征即退增值税的优惠政策。

根据财政部、国家税务总局财税[2011]118号文件，公司下属子公司长春亚泰热力有限责任公司免征增值税、房产税、土地使用税。公司医药产业子公司吉林亚泰制药股份有限公司、吉林亚泰明星制药有限公司、吉林压来生物药业股份有限公司被认定为高新技术企业，执行15%的所得税税率。

总体看，公司业务发展在国家政策、财政补贴和税收优惠方面得到一定的外部支持，外部经营环境较好。

五、公司管理

1. 治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》和中国证监会有关法律、法规和规章，按照《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》、《上海证券交易所主板上市公司规范运作指引》的要求，不断完善法人治理结构，建立健全以公司章程、股东大会议事规则、董事会议事规则、监事会议事规则为行为准则，以股东大会、董事会、监事会、经营层为主体结构的管理体系。

股东大会为公司最高权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，审议批准董事会的报告，审议批准年度财务决算方案，利润分配方案等。公司每年至少召开一次年度股东大会，在《公司法》及《公司章程》规定的情形下召开临时股东大会。股东大会确保所有股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司设董事会，董事会为公司决策机构，对股东大会负责。公司董事会严格按照《公司章程》等制度，在规定的职责范围内行使经营决策权，并负责公司内部控制体系的建立和监督，对公司内部控制制度的制定和有效执行负责。公司董事会由15名董事组成，其中独立董事5名。董事任期三年，任期届满，可连选连任。

公司监事会是公司的监督机构，监事会由9名监事组成，其中监事会主席1人，副主席1人。监事会包括股东代表和适当比例的公司职工代表，监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会严格按照《公司章程》等制度履行对公司董事和高管的行为进行监督、检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、向股东大会提出提案等职权。

总体看，公司已建立了较为规范的法人治理结构。

2. 管理体制

目前公司本部设总裁办公室、董事会办公室、党委办公室、发展规划部、综合计划部、人力资源部、财务资产管理部、法律部等多个职能部门。

对下属公司管控方面，公司采用集权式管理方式，并对财务实行统一集中管理。公司通过委派总经理和财务经理的方式对下属子公司进行严格管理，尽可能地规避运营风险和财务风险。同时在整体战略规划目标指导下，公司通过各产业部对下属相关企业的日常运营以及未来投资进行监督管理。

财务管理方面，公司制定并实施了包括存货管理、固定资产及折旧管理、在建工程管理、应收款项管理、无形资产管理、投融资管理以及成本与费用管理等一系列内部管理规定，定期对应收账款、存货、固定资产、在建工程、无形资产等项目进行清理并合理计提资产减值准备。公司

财务管理制度较为健全，并能有效实施。

项目管理方面，公司制定了《项目管理制度》以提高投资管理水平、降低项目风险。公司将符合公司发展方向和投资收益率标准的项目列入各产业部年度项目计划，通过严格的审核及论证后决定是否投资。在项目具体实施过程中，公司根据不同项目类型明确管理部门和实施单位，并对项目实施过程中的进度、质量、安全、成本、合同等工作进行监督管理，最大限度的确保项目顺利实施。

对外担保管理方面，公司章程中对担保管理作了较为详细的规定。根据《公司章程》第 128 条，董事会可以决定单笔或为单一对象提供不超过公司最近一期经审计净资产 5% 的对外担保。超过公司最近一期经审计净资产 5% 的对外担保，公司应组织有关专家、专业人员进行评审，报股东大会批准。对外担保应当取得董事会全体成员 2/3 以上签署同意，同时公司对外担保必须要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力。

环境保护方面，公司为加强和规范公司环境保护管理，保护生态环境和工作环境，控制环境污染，公司制定了《环境保护管理规定》。公司环境保护管理工作遵循预防为主、防治结合、综合治理的方针。公司总工办为公司环境保护管理部门，负责组织公司企业污染物排放量、环境保护治理项目申报，并监督检查公司各产业的环境保护管理工作。实行三级管理制度，即实行厂级、车间（部门）及班组控制，按照排放 达标标准逐级进行考核，统计排污情况并提出相应治理措施。公司建立了较为完善的环境保护管理网络和应急预案，当发生环境污染时，将根据污染等级启动相应应急预案，控制产生环境污染的因素，消除环境污染危害。公司对生产经营过程中产生的废水、废气、粉尘、噪声、振动、电磁波和固体废弃物等数值进行重点监控，以确保达到国家和地方规定的排放标准。

安全生产管理方面，为加强投资公司安全生产监督管理，防止和减少生产安全事故，保障员工生命和企业财产安全，根据《中华人民共和国安全生产法》及相关法律法规，公司制定《安全生产管理制度》，坚持“安全第一、预防为主”的方针，建立健全安全生产管理制度和安全生产责任制度，完善安全生产条件，确保安全生产。公司由主要负责人和相关部门参加的安全生产委员会，并建立安全生产委员会工作制度、生产安全事故应急救援体系，并组建各车间、各有关部门互相配合的应急救援组织、建立事故应急救援预案。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务涉及建材、房地产、煤炭、医药、商贸、金融等。随着公司经营规模的扩大，2012~2014 年，公司营业收入稳步增长，分别实现营业收入 116.25 亿元、134.48 亿元和 144.55 亿元，其中，主营业务收入占营业收入比重分别为 97.00%、97.10%和 98.11%，公司主营业务突出。公司其他业务收入主要为无形资产转让、固定资产出租等业务收入。

表 3 2012~2014 年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建材	66.65	59.10	27.50	72.57	55.58	25.14	70.55	49.75	24.63
房地产	16.85	14.94	22.61	12.49	9.56	25.20	23.37	16.48	21.76
医药	8.24	7.30	46.73	9.28	7.11	47.51	10.37	7.31	43.51
煤炭	3.35	2.97	15.38	20.32	15.56	8.06	20.61	14.53	9.03

其他	17.68	15.68	15.21	15.92	12.19	17.17	16.92	11.93	19.07
合计	112.77	100.00	25.89	130.58	100.00	23.10	141.82	100.00	22.61

资料来源：公司年报，联合评级整理。

从主营业务收入构成来看，2012~2014年，建材板块收入占主营业务收入比重分别为59.10%、55.58%和49.75%，为公司主营业务收入的主要构成部分。2012年在中国宏观经济增速放缓，水泥产业处于市场结构与产品结构的双向调整中，水泥及熟料价格出现下滑，公司建材板块收入较2011年有所下降；2013年伴随公司区域内行业并购效果初显，水泥及熟料销售量增长，带动该板块收入提升；2014年公司受国家宏观调控及水泥行业产能过剩影响，建材板块收入较2013年有所下降。2012~2014年，房地产板块收入占主营业务收入比重分别为14.94%、9.56%和16.48%，房地产板块营业收入和收入占比均呈波动上升态势。受国家宏观调控影响，2012年公司商品房销量减少，导致2013年结转收入较2012年有所下降；2014年受沈阳亚泰城、松原澜熙郡项目当期确认收入增长影响，公司房地产板块收入较2013年大幅增长。2012~2014年，医药板块收入占主营业务收入的比重分别为7.30%、7.11%和7.31%，医药板块收入呈逐年稳步增长态势，未来随着公司对医药板块的进一步投入和该板块在规模上的扩张，该板块对公司营业收入的贡献程度将逐步增加。2012~2014年，公司煤炭板块收入占主营业务收入的比重分别为2.97%、15.56%和14.53%，2012年煤炭板块收入主要为公司矿井采掘收入，营业收入较少、收入占比较低，2013年起公司成立的煤炭贸易公司规模效应显现，营业收入大幅增长，收入占比大幅上升。其他业务板块收入主要为百货、酒店、超市等商贸收入，收入规模呈波动减少态势。

从主营业务毛利率来看，2012~2014年，受水泥及熟料市场价格下滑的影响下，建材板块毛利率持续下降，由于该板块收入占比大，因此带动公司整体毛利率持续下滑。公司房地产板块毛利率呈波动下降趋势，且处于较低水平，主要系公司房地产项目分布在二三线城市，为实现资金快速回笼和快速周转，产品定价较低所致。公司医药板块毛利率水平较高，2014年毛利率有所下降，主要系在国家医药产业政策影响下，医药产业进行结构性调整，医药价格下降所致。2012年，公司煤炭板块主要为煤炭开采业务，收入规模较小，但毛利率水平较高。2013年以来，公司煤炭板块以煤炭贸易为主，收入规模扩大，但受煤炭行业不景气影响，毛利率水平大幅下降。

2015年1~9月，公司实现主营业务收入87.64亿元，其中建材和房地产板块仍是公司收入主要来源，但收入占比有所下降，收入规模较上年同期也有所减小。2015年1~9月，公司建材板块实现收入34.88亿元，较上年同期大幅减少38.74%，主要系水泥行业产能过剩、水泥价格下滑所致；房地产板块实现收入15.71亿元，较上年同期减少11.11%，主要系受房地产行业下行、去化压力大所致；医药板块实现收入10.81亿元，较上年同期大幅增长43.08%，主要系公司加快对医药公司的收购，扩大医药板块经营规模所致；煤炭板块实现收入15.01亿元，较上年同期下降17.94%，主要系煤炭价格持续下降所致；其他业务收入11.23亿元，较上年同期下降6.21%。

总体看，近三年公司营业收入稳步增加，建材和房地产板块为主要收入来源，但受宏观经济下行及行业产能过剩影响，建材板块收入占比下降；医药板块毛利率较高，对公司利润具有一定贡献，未来随着公司大力发展医药板块，其收入对公司营业收入支撑力度有望进一步提高。

2. 建材板块

吉林亚泰建材投资有限公司（以下简称“亚泰建材”）为公司建材板块主要运营主体，公司建材板块主要为水泥熟料的生产和销售，目前公司建材产业由33家企业、1个研发中心和1个研究院组成，已形成以石灰石开采、骨料、熟料、水泥、商品混凝土、水泥预制构件、水泥包装制品

生产销售为一体的完整产业链，规模效应明显。公司是东北地区最大的熟料、水泥生产基地和国家重点支持的十二大水泥企业集团之一，名列第 12 位。

产品生产

目前公司生产销售模式主要是以销定产，公司综合考虑往年销售情况、市场情况、国家政策等因素制定总生产计划，下属水泥生产企业以计划产量为目标制定月度计划，公司下属水泥销售公司与水泥生产企业就月度计划进行产销对接，以保证销量当期最大化。公司生产的通用水泥产品主要包括普通硅酸盐水泥、低碱硅酸盐水泥、矿渣硅酸盐水泥、复合硅酸盐水泥等，等级分为 52.5R、52.5、42.5R、42.5、32.5R、32.5 六个等级；生产的特性水泥有中热硅酸盐水泥、道路硅酸盐水泥、油井水泥等。公司拥有“鼎鹿”牌、“天鹅”牌两个中国驰名商标，“山泉”牌、“龙潭”牌、“铁新”牌三个省级著名商标和“金鼎鹿”牌建材制品商标。产品包括熟料、水泥、预拌混凝土、砂石骨料、地铁管片、轨枕、预制墙板、塑编袋 8 大类近百个品种。

近三年，伴随公司多条生产线的建成投产及并购活动的开展，公司水泥及熟料产能均有不同程度的提高。2014 年，公司继续加大并购整合力度，以加强其在东北地区的区域控制能力。2014 年 1 月公司完成了对哈尔滨三岭水泥有限公司 100% 股权的收购，受益于此公司水泥产能增加 473 万吨/年；由于淘汰落后产能，公司熟料产能减少 30 万吨/年至 1,938 万吨/年。截至 2015 年 9 月末，公司共拥有水泥熟料生产线 17 条，水泥粉磨生产线 33 条，商品混凝土基地 3 个，骨料基地 2 个。水泥熟料生产线全部为新型干法生产工艺，合计熟料产能达 1,999 万吨/年，其中单线产能在日产 4,000 吨及以上的有 8 条，水泥合计产能达 2,438 万吨/年。公司产能全部分布在吉林、黑龙江和辽宁三省。2012~2014 年公司主要建材产品产能情况如下表所示。

表 4 2012~2015 年 9 月公司主要建材产品产能情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
熟料产能(万吨/年)	1,658	1,968	1,938	1,999
水泥产能(万吨/年)	1,689	1,885	2,358	2,438
商混产能(万立方米/年)	445	404	405	405
骨料产能(万吨/年)	280	255	255	225

资料来源：公司提供

2012 年，公司共生产水泥 1,303 万吨，生产熟料 1,355 万吨；2013 年，在公司区域内行业并购、化解产能效果初步显现以及哈齐高铁等重大工程的带动下，水泥及熟料产量明显提升，生产水泥 1,709 万吨，同比增长 30.06%，生产熟料 1,466 万吨，同比增长 8.19%；2014 年，公司生产水泥 1,626 万吨，较 2013 年减少 5.56%，主要系市场需求不足所致，生产熟料 1,614 万吨，较 2013 年增长 10.91%，外销部分较 2013 年有所增长。

从产能利用率情况来看，2012~2014 年，公司熟料产能利用率分别为 80.52%、74.49%和 83.28%，呈波动上升趋势，主要是 2013 年较 2012 年公司规模扩张使熟料产能增长较快、2014 年公司淘汰落后产能使熟料产能略有下降；近三年公司水泥产能利用率波动较大，分别为 77.80%、90.66%和 68.96%，2014 年公司加快行业内并购进程使水泥产能大幅增长，而水泥市场受宏观经济影响需求不足，导致公司水泥产量同比下降，产能利用率也大幅下降。水泥产能与实际产量之间差异较大主要是因为一般生产线的运转率为 80%~90%，产能得不到最大释放；同时，部分熟料直接销售，占用了部分产能，不统计在水泥产量之中。2015 年 1~9 月，公司熟料产能 1,999 万吨/年，熟料产量 943 万吨；水泥产能 2,438 万吨/年，水泥产量 1,082 万吨。公司 2015 年前三季度熟料和水泥产量均未达到 2014 年的 75%，预计 2015 年全年产量较 2014 年将有所下降。

表 5 公司水泥及熟料生产情况（单位：万吨/年、吨、%）

产品	项目	2012 年	2013 年	2014 年
熟料	产能	1,658	1,968	1,938
	产量	1,335	1,466	1,614
	产能利用率	80.52	74.49	83.28
水泥	产能	1,689	1,885	2,358
	产量	1,303	1,709	1,626
	产能利用率	77.80	90.66	68.96

资料来源：公司提供

从地域分布来看，公司为东北地区较大的水泥生产企业，且生产基地主要分布在东北地区。受水泥和熟料运输半径的限制，公司产品主要销往吉林、辽宁和黑龙江地区。公司水泥产品在长春地区市场占有率达 70%。

总体看，公司水泥产能逐年提高，受行业产能过剩影响，水泥产量波动较大。

原材料采购

生产水泥所需的主要原材料为石灰石、天然石膏等，所需能源动力主要为原煤和电力。其中，石灰石通过公司自有矿山进行开采；公司生产所需煤炭 1/3 可以自给，2/3 依靠外购；而电力主要依靠外购。其中煤炭采购成本约占总采购成本的 58%，电力采购成本约占 20%，石灰石采购成本约占 2%，石膏、钢渣、粉煤灰等辅助材料采购成本约占 20%。

公司采用集中采购模式，建材板块原材料采购主要通过吉林亚泰集团物资贸易有限公司（以下简称“亚泰物贸”）采购，主要采取货到付款或次月结算上月货款和运费的结算方式，其中货到付款的结算方式约占 10%，次月结算上月货款和运费的结算方式约占 90%。

石灰石是水泥生产最主要的原材料，且属不可再生的资源。公司拥有的石灰石资源储量大、距离近、品位好。公司现有矿山 12 座，已探明储量 172,897 万吨。公司在哈尔滨阿城区现有的矿山，是黑龙江省最大的石灰石矿山，现有储量 11,300 万吨，占黑龙江省可开采储量的 23%。公司石灰石矿山均分布在生产线周边，主要依靠传送带进行运输。根据亚泰集团战略发展规划，现有石灰石储量可供服务 60 年，为公司的建材产业发展提供了有力保障。截至 2015 年 9 月底，公司自有石灰石矿山情况如下表所示。

表 6 截至 2015 年 9 月底公司自石灰石有矿山情况（单位：万吨、年）

石灰石矿名称	已探明储量	剩余开采年限	年开采量
吉林亚泰水泥有限公司羊圈顶老矿山	21,284	60	352
吉林亚泰水泥有限公司羊圈顶新矿山	48,818	158	308
吉林亚泰明城水泥有限公司元宝山矿	8,866	54	165
吉林亚泰明城水泥有限公司杨木顶子矿	25,396	107	238
亚泰集团哈尔滨水泥（阿城）有限公司新明矿	10,881	26	418
亚泰集团伊通水泥有限公司土门岭矿	1,750	58	30
亚泰集团通化水泥股份有限公司小梨树沟矿	6,337	48	131
亚泰集团图们水泥有限公司碧水矿	5,880	--	探转采
亚泰集团铁岭水泥有限公司石灰石矿	8,925	30	300
辽宁交通水泥有限公司长条沟矿	18,179	135	134
辽宁富山水泥有限公司石灰石矿	16,228	--	在建
哈尔滨三岭水泥有限公司石灰石矿	353	--	未采
合计	172,897	--	2,076

资料来源：公司提供

公司目前的煤炭供应包括自给和外采，外采主要来自东北地区最大的煤炭生产企业黑龙江龙煤矿业控股集团有限责任公司（简称“龙煤集团”）和地煤（小煤矿）。公司从 2004 年开始涉足煤炭产业，投资设立了双鸭山亚泰煤业有限公司（以下简称“双鸭山煤业”），双鸭山煤业所拥有

的宝山矿煤炭资源丰富，可采储量为 2,571 万吨，设计产能为年产 120 万吨，出产原煤发热量在 5,500 大卡以上。自 2008 年起双鸭山煤业开始为公司供应煤炭，2010 年公司设立了鸡西亚泰选煤有限公司。随着公司煤炭产量的逐步提高，在降低水泥产品生产成本的同时，已经成为公司水泥产业稳定的燃料来源，将为今后公司水泥产业的发展提供充足的燃料保障。2013 年起，公司利用自身煤炭资源及供应商资源发展煤炭贸易，除一部分供应公司建材板块使用外，主要为外采外销。煤炭外购方面，近年来受外部市场环境的影响，煤炭采购价格（含运输费在内）逐年下降，有效降低了公司的生产成本。公司通过与龙煤集团建立长期合作关系，在确保燃料供应稳定的同时降低了采购价格。2015 年 1~9 月，公司煤炭使用总量、煤炭采购量分别为 2014 年全年的 59.47% 和 62.80%，均未达到 75%。2012~2015 年 9 月公司煤炭使用及采购情况如下表所示。

表 7 2012~2015 年 9 月公司煤炭使用及采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
煤炭使用总量	229.35	233.00	232.30	138.14
其中：煤炭自给量	160.55	168.00	123.80	70.00
煤炭采购量	68.80	65.00	108.50	68.14
煤炭采购价格	692.06	607.81	595.80	533.20

资料来源：公司提供

电力方面，公司目前年耗电量约 16 亿度左右，电力主要由各水泥企业在所在地区电力局购得。公司对现有的水泥熟料生产线逐步进行纯低温余热发电技术改造，回收窑头窑尾的废气进行发电，将电力循环使用到水泥生产过程中，以较大幅度降低水泥生产成本，2014 年自有熟料生产线余热发电量约占公司生产用电总量的 28%。公司外购的煤炭和电力主要以汇款和银行承兑汇票的方式结算。

从采购集中度看，公司所需原材料主要通过亚泰物贸进行采购，2014 年亚泰物贸向前 5 名供应商采购的金额总计为 7.20 亿元，占公司采购总额的 6.32%。不存在向单一供应商采购金额超过采购总额 50% 的情况，不存在严重依赖个别供应商的风险。

表 8 2014 年亚泰物贸前五大供应商情况（单位：万元、%）

供应商名称	采购额	采购品种	占同类原材料采购金额比例
阜新矿业集团煤炭销售有限公司	28,338	动力煤	19.90
吉林省龙家堡矿业有限责任公司	12,568	动力煤	8.83
黑龙江龙煤瑞隆能源有限责任公司	11,637	动力煤	8.17
黑龙江龙煤矿业集团股份有限公司	10,151	动力煤	7.13
吉林博晟塑业有限公司	9,336	塑编袋	56.09
合计	72,030	--	--

资料来源：公司提供

总体看，原材料方面，公司主要生产基地均自备矿山，实现石灰石自给自足；能源方面，可实现一部分煤炭和电力自给，而近年来煤炭价格降低，采购成本有所下降。

市场销售

公司在全国建材行业中率先通过了 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001 三大体系认证，一直坚持严格的质量控制，水泥产品质量高于国家标准，拥有较稳定的客户群。公司实施“统一管理、分区营销”的营销管理模式，拥有销售公司、销售部、驻外办事处、经销商四位一体的销售网络，销售比例分别为 50%、20%、20%、10%。与经销商结算方式主要为先款后货，与重大工程、政府等议价能力较强的客户结算周期约为一个月。公司与客户按市场价采取现金或银行承兑汇票方

式结算。

2012~2014 年，公司分别销售水泥 1,308 万吨、1,704 万吨和 1,607 万吨，销量存在波动；熟料在满足自身水泥生产需要外，近三年实现对外销量 300 万吨、385 万吨和 450 万吨，外销部分逐年增长，主要系公司熟料产量逐年增长，而水泥产量 2014 年开始减少，导致熟料外销量逐年增长。从产销率来看，2012~2014 年，公司水泥产销率逐年小幅下降，但均维持在较高水平，分别为 100.38%、99.71%和 98.83%；熟料产销率分别为 22.47%、26.26%和 27.68%，呈逐年递增趋势。销售价格方面，受行业产能过剩、市场需求减弱和产品价格下跌等因素的影响，公司水泥和熟料的销售均价呈逐年下降趋势。2015 年 1~9 月，熟料和水泥价格较 2014 年进一步下跌，销量较 2014 年同期也有所下降。2012~2015 年 9 月公司水泥及熟料销售情况如下表所示。

表 9 2012~2015 年 9 月公司水泥及熟料销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
熟料	销量（外销）	300	385	450	302
	产销率	22.47	26.26	27.68	32.03
	销售均价	349.70	304.48	266.79	210.53
水泥	销量	1,308	1,704	1,607	1,048
	产销率	100.38	99.71	98.83	96.86
	销售均价	446.17	398.08	361.57	298.43

资料来源：公司提供

公司水泥的销售市场集中在东北地区，公司建立了较完善的营销网络，公司水泥产品在吉林省和黑龙江省具有较强的竞争优势，占据了吉黑两省的长吉经济带、哈大齐经济带的主要市场和辽宁省的部分市场，其中 2014 年公司在三大主要市场长春、吉林、哈尔滨的市场份额分别为 65%、31%和 28%。公司拥有的“鼎鹿”、“天鹅”品牌是吉、黑两省的知名水泥品牌，均被中国工商总局授予“中国驰名商标”。分区域来看，吉林省为公司主要销售区域，2014 年，吉林省共实现水泥销售收入 30.56 亿元，占 2014 年水泥销售收入总额的 52.58%。

表 10 2014 年公司水泥销售区域分布（单位：万元、%）

区域名称	2014 年	
	金额	占比
长春区域	192,951	33.20
吉林区域	112,621	19.38
黑龙江	132,693	22.83
辽宁	142,844	24.58
合计	581,109	100

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，由于水泥产品具有运输半径受限的特点，公司产能较为分散，因此不存在对单一客户的销量占整个营业额比重很大的情况。2014 年公司向前 5 名销售商销售金额为 5.24 亿元，占公司此板块全部销售收入的 9%，集中度较低，公司没有对单一客户产生销售依赖。

表 11 截至 2014 年底公司水泥销售前五大客户情况（单位：万元、%）

客户名称	销售额	销售额占总销售额的比例
中吉林省高等级公路建设局	19,857.81	3
哈齐高铁	10,272.88	2
沈阳铁西友利商贸有限公司	9,264.15	2
吉林亚泰建筑工程有限公司	6,717.84	1

吉林省康诚商品混凝土有限公司	6,280.32	1
合计	52,393.00	9

资料来源：公司提供

总体看，公司熟料产量逐年上升，水泥产量波动较大，产能利用率维持在较高水平；公司在黑龙江和吉林省市场占有率较高。

3. 房地产板块

公司为吉林省本土最大的房地产企业，具有国家房地产综合开发一级资质。吉林亚泰房地产开发有限公司（以下简称“亚泰地产”）、吉林亚泰物业管理有限公司（以下简称“亚泰物业”）和吉林亚泰建筑工程有限公司（以下简称“亚泰建筑”）等子公司为公司房地产业务主要运营主体。公司房地产业务全部为自主开发，现已形成集土地一级整理、城市基础建设、房地产开发、建筑施工、装饰装修、环境工程、物业管理和供热服务为一体，专业分工明确、结构完整的产业链。

项目开发

项目分布区域方面，公司以长春为立足点，逐步向外辐射，主要定位二三线城市进行项目开发。目前公司房地产业务主要分布在吉林、辽宁、天津、江苏、山东、海南这六个省市，以长春为主要市场。公司在吉林省内已形成一定的品牌和市场影响力，客户对“亚泰地产”的品牌认知度较高。2014年以来，东北地区经济增速延续下滑态势，多地域发展将有效提升公司房地产板块的抗风险能力。

开发产品方面，公司房地产开发集中于住宅业务，目标客户群主要定位在有较强购力、具有刚性和改善性需求的中等偏高收入家庭。根据客户定位，公司主要在城市近郊开发住宅项目，以户型设计、园林绿化、物业服务、供热等物业配套及较优惠的价格吸引客户。

项目开发模式方面，公司坚持快速开发、快速周转的经营开发模式，且对开发新项目相对审慎，以防冒进风险。一般情况下，公司拿地项目分期进行开发，减少资金占用，前期项目资金回笼后，滚动开发后期项目，以实现资金的快速周转，提高资金利用效率和项目开发效率。各项目子公司联合亚泰地产每年年底制定项目开发计划并上报总部，经总部审核通过后再进行层层分解，由各项目子公司负责具体项目开发计划的执行。

承包商选择方面，分为内部建筑公司和外部建筑公司。内部建筑公司（即亚泰建筑）所承包项目约占公司所开发项目总量的 60%。外部建筑公司主要为具有一级或特级资质、信誉较好、实力较强、有丰富施工经验、与公司建立长期合作关系的建筑公司，外部建筑公司所承包项目约占公司所开发项目总量的 40%。工程材料采购方面，项目开发过程中所需大宗原材料以及对项目安全质量影响较大、集团议价能力较强的工程材料均由亚泰物贸统一进行公开招标采购，其他材料由承包商自行采购。

2012 年，公司逐步对原有储备土地进行开发整理，当年公司新开工面积达 101 万平方米，合计施工面积为 160 万平方米。2012~2014 年，公司建设项目数量有所波动，但总施工面积、新开工项目及新开工面积呈逐年大幅减少趋势，主要系公司项目主要布局在二三线城市，受房地产市场下行影响较大所致。2012~2014 年，公司项目竣工面积呈逐年增长趋势，平均建安成本随土地价格呈逐年增长趋势。2012~2014 年，公司完成交付项目数量逐年增加，完成交付面积有所波动，主要系受交付项目规模大小影响所致。2012~2014 年，公司房地产开发完成投资分别为 26.20 亿元、20.90 亿元和 24.50 亿元，除 2013 年公司实现预售金额可覆盖完成投资外，公司预售金额不足以覆盖房地产开发完成投资，公司房地产板块存在外部融资需求。

表 12 2012~2014 年公司房地产经营数据

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
建设项目 (个)	8	13	12	9
施工面积 (万平方米)	160	157	101	110
新开工项目 (个)	7	4	1	2
新开工面积 (万平方米)	101.00	24.00	5.50	28.88
竣工面积 (万平方米)	27	32	43.4	20.5
平均建安成本 (元/平方米)	2,352	2,380	2,667	2,667
完成交付项目 (个)	2	4	5	4
完成交付面积 (万平方米)	26.57	55.29	43.38	23.35
房地产开发完成投资 (亿元)	26.20	20.90	24.50	17.20

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产开发规模较小，项目主要分布在二三线城市，受房地产行业景气度影响，新开工项目有所减少。

房屋销售

销售模式方面，公司采取以代理销售为主（约占 90%）、自行销售为辅（约占 10%）的销售模式，回款方式分为一次性购房、银行按揭和分期付款。公司开发规模相对较小，如采用自行销售则不具规模效益，同时管理成本较高，为有效降低管理成本并提高销售效率，公司采用以代销为主、自销为辅的销售模式。代理销售主要与中原地产、新景祥、世联等代理商合作，房屋实现销售后向代理商返回 1%左右的代理佣金。自行销售主要由各项目子公司负责，作为对代销的补充。营销方面，公司充分利用媒体进行宣传，并通过报纸、网络、平台发布会、主题活动等多种线上和线下方式进行全方位营销，提升公司品牌知名度。

在产品定价、销售策略及销售计划制定等方面，公司销售部门在公司拿地决策时介入，与其他相关职能部门合作，全面考虑地方政策、当地市场容量、自身产品类型、产品定位、产品意向客户及竞争项目等因素，形成定价方案，最终由公司实际控制人和高层管理人员决定通过。在制定销售策略、销售计划时，同样充分考虑项目所在区域总量、竞争项目、公司项目库存、公司客户群定位等因素，参考历史销售数据，制定总体销售计划和销售策略，再层层分解。2012~2015 年 9 月公司房地产销售数据如下表所示。

表 13 2012~2015 年 9 月公司房地产销售数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
实现预售项目 (个)	7	9	10	9
协议销售面积 (万平方米)	23.00	34.00	23.40	20.47
协议销售金额 (亿元)	15.00	25.00	14.00	14.44
协议销售均价 (元/平方米)	6,390	7,350	6,172	7,053
结转收入面积 (万平方米)	26.37	16.99	37.86	22.27
结转收入 (亿元)	16.85	12.49	23.37	15.71

资料来源：公司提供

从销售数据来看，2012~2014 年，公司实现预售项目数量逐年增长，主要为当年在建项目；公司协议销售均价波动较大，主要系受当年销售项目规格、定价不同影响所致。受协议销售价格和协议销售面积波动影响，公司协议销售价格也存在较大波动。截至 2015 年 9 月底，公司主要已完工在售项目分布在长春、沈阳、南京和松原等地，项目总投资为 111.86 亿元，总销售面积 195.34 万平方米，已销售面积 170.72 万平方米，公司已完成大部分销售。

表 14 截至 2015 年 9 月底公司主要已完工在售项目情况（单位：亿元、元/平方米、万平方米）

项目名称	项目所在地	项目性质	项目总投资	销售均价	总销售面积	截至 2015 年 9 月底已销售面积	2015 年计划销售回款
亚泰杏花苑	长春	商品住宅	7.93	3,364.89	36.3	34.10	0.1
亚泰豪苑	长春	商品住宅	2.91	4,396.78	7.7	7.46	0.3
亚泰鼎盛国际	长春	商品住宅	8.80	10,189.47	4.9	4.75	0.09
亚泰樱花苑	长春	商品住宅	9.43	4,645.62	25	24.91	0.02
亚泰桂花苑	长春	商品住宅	8.63	7,828.54	16	15.60	0.4
长春亚泰梧桐公馆	长春	商品住宅	26.34	7,245.94	41.17	36.41	2.3
松原亚泰澜熙郡	松原	商品住宅	14.9	4,698	34	29.93	2.9
沈阳亚泰城一期	沈阳	商品住宅	11.0	5,578.70	18.44	8.64	3.8
天津津澜项目	天津	商品住宅	14.72	9,264	3.99	3.99	3.3
蓬莱兰海公馆项目	蓬莱	商品住宅	3.2	4,794.36	3.84	1.23	0.3
南京先锋青年公寓	南京	商品住宅	4.0	11,248	4	3.7	4.00
合计			111.86	--	195.34	170.72	17.51

资料来源：公司提供

总体看，公司在售项目数量较少，受实现预售项目类型不同，公司销售回款情况波动较大。

土地储备和在建项目

土地储备方面，公司采用以“招、拍、挂”为主、合作开发为辅的方式来获得土地，其中通过“招、拍、挂”获取的土地约占 80%，通过合作开发获取的土地约占 20%。合作开发包括直接收购和增资控股两种方式，获取土地后全部由亚泰地产独立操盘，项目收益按股权比例来进行分配。

考虑到目前房地产行业的不景气、去化压力较大等因素，公司拿地态度相对谨慎，短期内不会进行大规模投资。土地储备的目标区域仍定位于吉林、辽宁、江苏、山东、海南等已有开发项目的省市。受限于公司项目开发规模，公司储备地块面积相对较小，主要位于城市近郊、旅游胜地，用于开发住宅项目。

公司土地获取全部由总部负责，各项目子公司根据当地市场情况向总部反馈相关信息，并负责与当地政府进行对接。公司综合考虑销售收入、房地产市场行情、土地市场行情、公司现有土地配置等因素，在每年年底制定下一年拿地计划。获取相关土地信息后，公司对项目、产品和市场进行深入研究，并经过“四个审核、一个审批¹”后决定是否拿地并确定拿地价格。公司 2012~2015 年 9 月取得土地储备情况如下表所示。

表 15 2012 年~2015 年 9 月公司土地储备情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
新增土地储备面积（万平方米）	25	2	7	14.8
土地购置支出（亿元）	8.2	0.3	2.8	8.3
新增土地楼面均价（元/平方米）	1,458	1,074	2,214	3,120
剩余可售面积（万平方米）	18.45	24.74	32.49	29.88

资料来源：公司提供

公司于 2010 年前后在吉林、辽宁等地集中储备土地约 200 万平方米进行项目开发，近年来土地储备规模较小。因公司项目开发主要定位于二三线城市，土地楼面均价相对较低，2015 年 1~9 月新增土地楼面均价较高主要系公司在南京江北地区亚泰山语湖项目楼面地价（4,057 元/平方米）较高所致。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备情况如下表所示。

¹ “四个审核、一个审批”指经过项目子公司、亚泰地产、集团专业部门、集团风险控制委员会的四个审核，及总裁办公室的审批。

表 16 截至 2015 年 9 月底公司土地储备情况（万平方米）

序号	项目名称	项目所在地	土地取得时间	物业类型	占地面积	规划建面	已开发规划建筑面积	未开发规划总建筑面积
1	沈阳亚泰城三期	沈阳市沈北新区	2010 年 12 月	住宅	8.5	23	0	23
2	长春亚泰山语湖	长春市净月区	2012 年 10 月	住宅	13.2	25.2	0	25.2
3	长春亚泰华府	长春市净月区	2015 年 8 月	住宅	14.8	23.1	0	23.1
合计					36.5	71.3	0	71.3

资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至 2015 年 9 月底，公司在建项目全部为住宅项目，分布在沈阳、天津、南京、海南等地，规划总建筑面积 105.42 万平方米，总投资 66.38 亿元，已投资 41.08 亿元，未来仍需投资 25.30 亿元。从拟建项目来看，公司拟建项目集中在长春和沈阳，未来计划投资 81.82 亿元。

表 17 截至 2015 年 9 月底公司在建项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	规划总建筑面积	预计竣工时间	类别	总投资	资金来源		截至 2015 年 9 月末已投资额
					自有资金	贷款融资	
沈阳亚泰城二期	32.82	2017 年 6 月	商品住宅	17.32	14.42	2.9	8.5
天津亚泰澜公馆	26	2017 年 6 月	商品住宅	17	12.3	4.7	11.44
南京亚泰梧桐世家	32	2018 年 5 月	商品住宅	18.3	16.7	1.6	12.5
南京亚泰山语湖项目	9.6	2016 年 12 月	商品住宅	7.9	7.9	--	3.6
海南亚泰温泉海岸	5	2015 年 12 月	商品住宅	5.86	5.86	--	5.04
合计	105.42	--	--	66.38	57.18	9.2	41.08

资料来源：公司提供

表 18 截至 2015 年 9 月底公司拟建房地产项目情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目名称	地理位置	土地面积	单位地价	规划建筑面积	计划开工时间	计划竣工时间	规划用途	计划投资
沈阳亚泰城三期	沈北新区蒲河路	8.5	2,105	23.6	2016 年 3 月	2018 年 9 月	商品住宅	10.77
长春山语湖项目	长春市南部城区	13.19	2,643	25.20	2016 年	2018 年	商品住宅	17.73
亚泰淞山湖项目	以原电冰箱厂址为中心，东至阿什庄园西边界线，南至滨江南路，西至礼尚街（规划），北至景苑路（规划）	尚未拿地	--	--	2016 年 4 月	2018 年	商品住宅	31.5
亚泰华府项目	长春市净月区生态大街	14.81	3,744	23.15	2016 年	2018 年	商品住宅	17.48

长春亚泰兰海公馆	长春市宽城区嫩江路	项目原“五环新闻大厦”为闲置多年建筑物，公司以 0.7 亿元的价格，竞拍续建	4.33	2015 年 9 月	2016 年 10 月	商品住宅	4.34
合计			76.28	--	--	--	81.82

资料来源：公司提供

2014 年以来，公司与各地方政府合作，通过合作开发、代建等形式进行了多个项目的土地开发整理工作。地方政府编制项目征地拆迁安置方案及项目区域内控制性详细规划，并实施土地整理工作。从回款上来看，公司土地开发整理主要通过和政府签订项目协议，根据协议条款对土地出售回款进行分成。土地整理过程中，由公司及其下属子公司筹集资金垫付，待土地整理完成并交由地方政府出让后，双方按照协议进行收益分配。一般情况下，地方政府将土地整理成本按照相应比例加成作为公司整理土地的回报。

截至 2015 年 9 月底，公司主要土地开发项目有莲花山土地整理项目、天津泉州水城项目等。公司计划总投资 314 亿元，截至 2015 年 9 月底已投资 93.42 亿元，未来投资规模较大。其中，莲花山项目仍处于规划阶段，由于其包含一级土地开发整理和二级房地产建设项目，因此投资总额较大。未来该项目将以逐步开发、资金滚动式投入的方式进行运作。截至 2015 年 9 月底，公司以一级土地开发整理项目情况如下表所示。

表 19 截至 2015 年 9 月底公司一级土地开发整理项目情况（单位：亿元）

项目	项目主要内容或开发模式	总投资	截至 2015 年 9 月底已投资	截至 2015 年 9 月底已回款	2015 年 10~12 月预计投资	2016 年及以后预计投资	2015 年 10~12 月预计回款	2016 年及以后预计回款
蓬莱沙河西片区土地一级整理项目	与政府合作开发	10.00	8.50	4.00	0.13	--	0.80	5.61
海南三亚崖州湾渔港项目	代建	11.00	8.98	--	--	1.20	0.00	12.46
莲花山土地整理项目	一级整理及二级开发	220.00	15.82	--	--	待定	0.00	待定
天津泉州水城项目土地一级开发	与政府合作开发	73.00	60.12	29.63	3.16	12.88	45.91	45.91
合计		314.00	93.42	33.63	3.29	14.08	0.80	63.98

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备较少，公司在建和拟建项目未来投资较大，存在一定资金支出压力；公司一级土地开发整理项目未来投资金额较大，对公司资金形成占用，未来将对公司资金流动性造成一定压力。

4. 其他业务板块

医药

2014 年公司医药板块营业收入占公司营业收入总额的 7.13%，实现营业毛利率 43.51%。公司主要从事天然药物的研发、生产和营销业务，现拥有 2 个药物研究与开发中心、5 家药物生产企业、1 家药品连锁零售企业、1 家医药产业管理公司和 1 家医药科技公司，现已形成了集研发、生产、销售于一体的完整产业链。吉林亚泰制药股份有限公司（以下简称“亚泰制药”）、吉林大药房药业股份有限公司（以下简称“吉林大药房”）及吉林亚泰生物药业股份有限公司（以下简称“亚

泰生物”)为公司医药产业主要运营主体。

公司药物研究与开发中心主要从事预防类生物制品和抗肿瘤系列新药的开发研究,其中抗癌生物导弹比欧米赛已经进入临床试验阶段,Rg3 针剂已申报 I 期临床试验,出血热疫苗、梦醒安神片已完成临床试验,维卡格雷(氯吡格雷的替代品)已进入 I 期临床试验。累计获得专利 46 个,其中国内发明专利 30 个,国际发明专利 1 个。

亚泰制药目前有四个剂型生产线,分别为原料药、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂,截至 2014 年底拥有生产品种文号 26 个。亚泰制药主导产品为自行研究开发并拥有完全自主知识产权的人参皂苷 Rg3 及其制剂参一胶囊。参一胶囊为主治肺癌、肝癌、肠癌等癌症的肿瘤新生血管抑制剂,国家药品监督管理局于 2000 年 1 月批准的中药一类单体抗癌新药。此外,亚泰制药还生产销售复方氨酚烷胺片、茶碱缓释片、心脑血管胶囊、肾复康胶囊、利肝隆颗粒等普药品种。

亚泰生物是以生产生物制品、生化药品为主的高新技术企业,目前拥有疫苗、生化药品、小容量注射剂、冻干粉针剂等多条生产线,主导产品为人用狂犬病疫苗和新型免疫调节剂卡介菌多糖核酸注射液。人用狂犬病疫苗年生产能力为 80 万人份,卡介菌多糖核酸注射液年生产能力为 1,000 万支。公司的 Vero 细胞流感疫苗是国家一类新药,用于预防人禽流感(H5N1),是国内首次采用 Vero 细胞为病毒培养基质研制的人用禽流感疫苗。2014 年 Vero 细胞流感疫苗获得国家食品药品监督管理总局颁发的药物临床试验批件。

公司医药产品生产模式为以销定产,由于医药产品有效期较短,导致产能利用率较低。2012~2015 年 9 月公司主要产品的产能、产量情况如下表所示。

表 20 2012~2015 年 9 月公司主要产品产能利用情况

企业	产品	项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
亚泰东北亚	0.37 克消栓通络胶囊	产能(万粒)	25,000	25,000	25,000	25,000
		产量(万粒)	13,366	13,043	14,292	9,056
		产能利用率(%)	53.46	52.17	57.17	36.22
	0.54 克消栓通络胶囊	产能(万粒)	15,000	15,000	15,000	15,000
		产量(万粒)	12	104	505	374
		产能利用率(%)	0.08	0.69	3.37	2.49
	黄芩茎叶解毒胶囊	产能(万粒)	12,500	12,500	12,500	12,500
		产量(万粒)	513	1,046	1,072	716
		产能利用率(%)	4.10	8.37	8.58	5.73
	鸡胆口服溶液	产能(万支)	2,500	2,500	2,500	2,500
		产量(万支)	1,065	1,225	1,079	721
		产能利用率(%)	42.60	49.00	43.16	28.84
亚泰龙鑫	丹黄	产能(万粒)	11,130	20,000	20,000	20,000
		产量(万粒)	10,731	11,123	9,431	9,112
		产能利用率(%)	96.41	55.61	47.15	45.56
	柏子	产能(万片)	7,500	7,500	7,500	7,500
		产量(万片)	1,650	2,296	1,237	1,305
		产能利用率(%)	21.99	30.61	16.49	17.40
	舒筋	产能(万丸)	900	900	900	900
		产量(万丸)	480	4550	277	255
		产能利用率(%)	53.31	50.60	30.78	28.37
	荨麻疹	产能(万袋)	720	720	720	720
		产量(万袋)	486	567	583	485
		产能利用率(%)	67.51	78.76	80.91	67.30
亚泰生物	人用狂犬病疫苗(地鼠肾细胞)	产能(万人份)	40	35	35	--
		产量(万人份)	41	6	2	0
		产能利用率(%)	102.50	17.14	5.71	--

	卡介菌多糖核酸注射液	产能（万支）	1,000	1,000	1,000	--
		产量（万支）	246	654	0	0
		产能利用率（%）	24.60	65.40	--	--
亚泰制药	参一胶囊	产能（万盒）	300	300	300	300
		产量（万盒）	178	124	200	193
		产能利用率（%）	59.49	41.36	66.72	61.21
亚泰明星	片剂	产能（万片）	20,000	20,000	20,000	15,000
		产量（万片）	1,9580	19,630	19,870	14,950
		产能利用率（%）	97.90	98.15	99.35	99.67
	颗粒剂	产能（万粒）	500	500	500	375
		产量（万粒）	450	486	496	310
		产能利用率（%）	90.00	97.20	99.20	82.67
	胶囊剂	产能（万粒）	10,000	10,000	10,000	7,500
		产量（万粒）	9,240	9,380	9,870	7,200
		产能利用率（%）	92.40	93.80	98.70	96.00

资料来源：公司提供

公司医药产业所需原材料主要在当地进行采购，其中使用量较大的原材料通过亚泰物贸进行市场询价、比价、集中招标进行采购，同时在中标采购单位中进行价量质的综合比较，在供应商符合国家 GMP 要求条件的前提下，确定价格合理、质量有保证的单位进行采购。为降低采购成本，公司近几年加大厂家直采规模，逐步取消部分中间供应商，对价格不稳定的原材料采用反季节采购的方式降低采购价格。

医药销售方面，公司医药销售渠道包括临床渠道、OTC 渠道（药房渠道）、医药代理和 CDC 渠道（疾控中心渠道），其中临床渠道销售收入规模最大，公司年销售收入过亿的单品如参一胶囊等均通过临床渠道进行销售。

吉林大药房为国家食品药品监督管理局确定的吉林省唯一一家全国药品零售跨省连锁试点企业，全国首批通过 GSP 认证的医药连锁零售企业，在全国药品连锁零售百强企业中名列第 12 位。目前，吉林大药房在吉林省内共有 452 家连锁店，拥有万平米立体药品仓储配送中心，经营药品万余种，是吉林省内规模最大的医药连锁零售企业。2014 年吉林大药房获得了吉林省食品药品监督管理局颁发的吉林省首个互联网药品交易服务资格证书，为其后续拓展电商渠道奠定了基础。

总体看，公司医药板块具备自主研发能力，已形成了集研发、生产、销售于一体的完整产业链；未来随着公司对医药产业投入的增加，该板块对公司收入和利润的贡献将进一步加大。

煤炭

2014 年，公司煤炭板块实现收入 20.61 亿元，占公司营业收入的 14.53%。公司煤炭板块主要从事煤炭开采、洗选和贸易业务，现煤炭板块拥有 2 家煤炭开采企业、1 家煤炭洗选企业和 2 家煤炭贸易公司。吉林亚泰集团煤炭投资有限公司（以下简称“亚泰煤炭”）、双鸭山亚泰煤业有限公司（以下简称“双鸭山”）、科尔沁左翼中旗宝龙山金田矿业有限公司（以下简称“宝龙山”）、亚泰东北亚能源有限公司（以下简称“东北亚能源”）等为公司煤炭板块主要运营主体。

公司自采煤炭主要供应公司建材板块使用，目前公司拥有双鸭山和宝龙山两个煤矿，合计产能 180 万吨，2014 年煤炭产量 251 万吨。此外，公司煤炭洗选业务主要为将部分自采煤炭和外购煤炭进行加工，加工后煤炭主要供应公司建材板块，小部分对外出售获利。截至 2014 年底，公司煤炭洗选产能为 210 万吨，2014 年煤炭洗选产量为 61 万吨。

表 21 截至 2014 年底公司所属煤矿情况

煤矿名称	地理位置	产能 (万吨/年)	生产情况 (在产/技改)	剩余服务年限 (年)	2014年产量 (万吨)
双鸭山煤矿	双鸭山	90	在产	25	83
宝龙山煤矿	科尔沁	90	在产	25	168
合计	--	180	--	--	251

资料来源：公司提供

公司煤炭贸易业务为外采外销，通过对外购煤炭小幅加价后出售获利。东北亚能源为公司煤炭贸易板块运营主体，于 2013 年开始经营。近年来，受宏观经济下行影响，煤炭价格一路下跌，导致公司煤炭板块处于微利状态，2015 年 1~9 月公司煤炭板块更是出现亏损。近两年公司煤炭贸易经营情况如下表所示。

表 22 2013~2014 年公司煤炭贸易经营情况

项目	2013年	2014年
采购量（万吨）	253	295
采购单价（元/吨）	884	604
采购额（万元）	223,531	178,266
销量（万吨）	253	295
销售单价（元/吨）	897	615
销售额（万元）	226,997	181,283

资料来源：公司提供

总体看，公司煤炭板块包括煤炭开采、洗选和贸易业务，自采煤炭和洗选煤炭主要内销，煤炭贸易为外采外销；受宏观经济影响，煤炭板块盈利能力持续下降。

金融投资

近年来，公司通过参股方式持有多家金融公司股权，包括持有东北证券股份有限公司（以下简称“东北证券”，股票代码：000686）30.71%的股权，为东北证券的单一第一大股东；持有吉林银行股份有限公司（以下简称“吉林银行”）9.96%的股权，是吉林银行第三大股东。东北证券是东北地区最大的规范类和 B 类 BBB 级券商，在自营、资产管理等领域具有较强的行业竞争优势；在经纪、承销等领域具有很强的区域竞争优势。截至 2014 年底，东北证券总资产 346.56 亿元，总负债 258.32 亿元，所有者权益 88.24 亿元；2014 年实现营业收入 30.91 亿元，利润总额 13.91 亿元，净利润 10.75 亿元。截至 2015 年 9 月底，东北证券总资产 718.82 亿元，总负债 609.71 亿元，所有者权益 109.11 亿元；2015 年 1~9 月实现营业收入 50.09 亿元，利润总额 28.95 亿元，净利润 22.66 亿元。东北证券为 A 股上市公司，截至 2015 年 9 月底，公司持有其 30.71%的股权，为单一第一大股东。

吉林银行成立于 2007 年，近年来业务规模快速发展。2013 年 1 月，公司成功受让吉林银行股份 6,200 万股，占其总股本的 0.88%。截至 2015 年 9 月底，公司持有吉林银行 9.96%股权。截至 2014 年底，吉林银行资产总额为 2,837.83 亿元，所有者权益为 183.70 亿元，资本充足率 11.17%，不良贷款率 1.07%，拨备覆盖率 287.82%。2014 年吉林银行实现营业收入 89.57 亿元，净利润 26.70 亿元。

2012~2014 年，公司投资收益分别为 4.51 亿元、4.15 亿元和 6.23 亿元，2012-2014 年，公司取得现金分红分别为 0.91 亿元、0.55 亿元、0.74 亿元。

总体看，通过参股各类金融机构，公司获取了稳定的投资收益，对其经营利润形成了有效补充，有助于盈利能力的提高。

5. 经营效率

2012~2014 年，公司应收账款周转次数持续下降，分别为 13.69 次、9.45 次和 6.53 次。近年来水泥行业产能严重过剩，公司为了扩大销售建材板块赊销规模有所扩大；此外公司土地一级开发整理业务垫付资金较多，未能及时收回，导致应收账款有一定增加。

2012~2014 年，公司存货周转次数持续下降，分别为 1.29 次、1.24 次和 1.21 次，主要系公司房地产板块开发产品库存增大所致。

2012~2014 年，公司总资产周转次数持续下降，分别为 0.30 次、0.29 次和 0.28 次，主要系公司资产规模快速增长，而受宏观经济下行影响，公司收入增速较慢所致。

总体看，公司经营效率有所下降，但仍保持适宜水平。

6. 经营关注

宏观经济及政策

公司所在水泥行业属投资拉动型行业，其需求与国家政策、宏观经济环境特别是和固定资产投资具有较强相关性。房地产行业下行、宏观经济波动、国家产业政策变化、市场竞争等因素将给公司现有业务经营带来风险。

能源价格波动风险

煤炭、电力在水泥制造成本中占比较高。煤炭、电力价格波动将对公司盈利产生一定影响，不利于保持公司生产经营稳定。

盈利能力下降风险

公司所属水泥行业和煤炭行业景气度下行，煤炭、电力及原材料价格波动增加了公司生产成本的控制难度；期间费用增长幅度较快也对公司盈利形成一定不利影响。公司营业利润持续下降，营业外收入对公司利润影响大。

未来资金支出压力大

公司近年来加快水泥板块行业并购进程，并加大水泥生产线技改力度；房地产板块在建项目及未来拟建项目较多，投资规模较大，公司未来将面临一定资金支出压力。

7. 未来发展

建材业务方面，公司将坚持“内涵式提升和外延式扩张并举”的可持续发展模式，采取新建及战略收购等手段，加速推进水泥、熟料、商品混凝土以及建材制品等四大系列产品深加工和一体化进程，实现产业结构整体升级；强化市场运作力，增强资源控制力，将建材产业打造成以“熟料水泥、骨料机砂、商品混凝土、水泥构件”为主导，具有国际竞争力的大型产业集群。

地产业务方面，公司将坚持“立足长春、面向全国、规范运作、快速发展”的经营策略和“小面积、多户型、快周转”的产品策略，以资金密集型房地产开发业务为核心，有效发挥产业链经营一体化优势。公司将东三省经济圈、环渤海经济圈、长三角经济圈及海南国际旅游岛作为主要目标区域。公司将通过全国性布局，降低系统性风险，实现资金有效周转，房地产板块的良性健康发展。

医药产业方面，公司将逐步打造生物制品、化药、现代中药和保健食品四大研发平台，以医药产业园为载体，构建“以药研为主导、药企为主体、药商为主流”的大型医药专业投资开发园区。2014 年公司投资设立亚泰长白山医药保健科技开发有限公司，为公司向保健食品方向发展奠定基础。

金融产业方面，公司坚持“加强资本运营，强化参股公司管理，提高投资收益”的发展策略，

支持参股公司做大做强；以证券为基础，通过收购、兼并和重组等方式投资银行、信托及其他金融创新领域；推动吉林银行尽早实现上市，东北证券进入全国前十强，发挥金融资本对产业资本的促进作用。

此外，公司将逐步退出对资金占用较大的一级土地开发整理业务和处于微利状态的煤炭贸易业务，集中资金发展其他产业。截至 2015 年 9 月底，公司未来计划投资情况如下表所示。

表 23 截至 2015 年 9 月底公司计划投资情况（单位：亿元）

业务板块	投资总额	已投资	2015 年 10~12 月	2016 年	2017 年
建材板块	4.51	1.22	0.20	0.81	2.28
房地产板块	174.70	98.00	9.00	29.00	38.70
合计	179.21	99.22	9.20	29.81	40.98

资料来源：公司提供

根据战略规划，公司未来总投资规模较大，其中绝大部分资金投向房地产板块，同时该业务板块易受政策调控影响，收益具有一定不确定性。公司目前负债规模已处于较高水平，资金压力较大，联合评级将对公司未来资金状况以及项目开发进度等保持关注。

总体看，公司未来将重点发展建材、医药、金融等产业，逐步退出煤炭产业；公司未来发展思路清晰，可行性较高；近期内资金主要投向房地产板块，资金需求较大，存在一定资本支出压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表经立信会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年三季度财务报表未经审计。公司根据 2014 年财政部颁布的《企业会计准则第 2 号-长期股权投资》等八项会计准则变更了相关会计政策并对比较财务报表进行了追溯重述。截至 2012 年底，公司纳入合并范围的子公司共 80 家；截至 2013 年底，公司纳入合并范围的子公司共 94 家，较 2012 年新增 14 家；截至 2014 年底，公司纳入合并报表范围的子公司共 99 家，较 2013 年增加 5 家。近几年公司合并范围内新增或减少子公司资产规模相对较小，收入和利润对公司总收入和总利润影响较小，总体看，合并报表范围对公司财务数据影响较小，公司财务数据连续性和可比性较好。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 534.12 亿元，负债总额 413.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）120.91 亿元；2014 年，实现营业收入 144.55 亿元，净利润（含少数股东损益）1.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.84 亿元；经营活动现金流量净额为-59.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-18.47 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 563.39 亿元，负债总额 418.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）145.28 亿元；2015 年 1~9 月，实现营业收入 87.64 亿元，净利润-1.40 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.51 亿元；经营活动现金流量净额为 3.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.67 亿元。

2. 资产质量

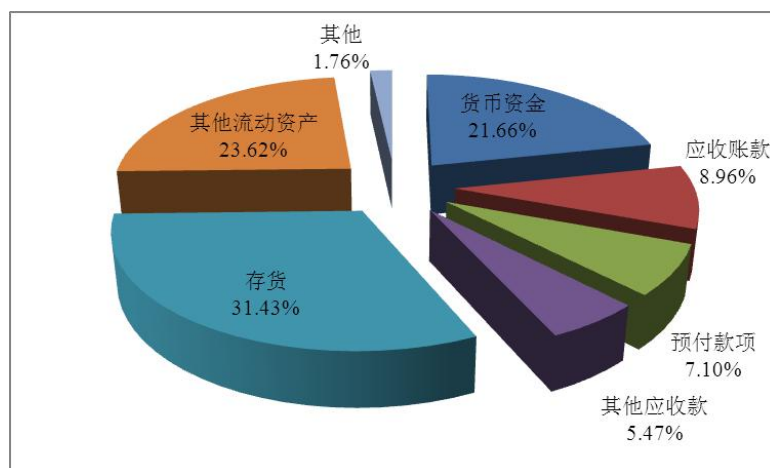
2012~2014 年，随着公司经营规模的不断扩大，公司资产总额保持高速增长态势，年均复合增长 11.13%。截至 2014 年底，公司资产总额 534.12 亿元，其中流动资产 296.11 亿元（占比 55.44%），

非流动资产 238.01 亿元（占比 44.56%）。公司资产构成较为均衡。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产逐年快速增长，年均复合增长 14.13%，主要系应收账款和其他流动资产的增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产 296.11 亿元，主要由货币资金（占比 21.66%）、应收账款（占比 8.96%）、预付款项（占比 7.10%）、其他应收款（占比 5.47%）、存货（占比 31.43%）和其他流动资产（占比 23.62%）构成。

图 8 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司货币资金波动中微幅增长。2012~2014 年，公司货币资金分别为 63.01 亿元、48.07 亿元和 64.13 亿元，货币资金的波动主要系公司 2013 年结算方式改变，减少了银行承兑汇票的使用，导致银行承兑汇票保证金减少所致。截至 2014 年底，公司货币资金中库存现金占比 0.05%，银行存款占比 52.50%，其他货币资金占比 47.45%。公司货币资金中受限的货币资金 50.82 亿元，占比 79.24%，占比较高。受限货币资金主要为保证金和定期存款。

2012~2014 年，公司应收账款呈逐年大幅增长态势，年均复合增长 57.29%，主要系公司建材板块为促进销售，增加对客户的赊销所致。截至 2014 年底，公司应收账款余额 28.60 亿元，计提坏账准备 2.06 亿元，应收账款账面价值 26.54 亿元。从账龄结构看，1 年以内应收账款余额 23.84 亿元，占比 83.36%；1~3 年应收账款余额 3.66 亿元，占比 12.80%；3~5 年应收账款余额 0.31 亿元，占比 1.09%；5 年以上应收账款余额 0.40 亿元，占比 1.41%。应收账款账龄较长，无法收回的应收账款余额 0.21 亿元，已全部计提坏账准备。从集中度看，期末余额前五名应收账款金额合计 4.34 亿元，占比 15.15%，集中度较低。整体看，公司应收账款账龄较短，集中度较低，计提坏账准备较充分，未来回收风险较低。截至 2014 年底，公司应收账款前五名情况如下表所示。

表 24 截至 2014 年底公司应收账款前五名单位情况（单位：万元、%）

公司	应收账款余额	占应收账款期末余额比例
四平盛合实业有限公司	171,059,392.64	5.98
大连天阳盛光贸易有限公司	79,654,051.65	2.78
吉林国文医院	67,353,318.31	2.35
吉林省高等级公路建设局	59,891,989.39	2.09
吉林省康诚商品混凝土有限公司	55,686,300.47	1.95
合计	433,645,052.46	15.15

资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司预付款项呈波动减少趋势，年均复合减少 26.03%。2013 年末公司预付款项较上年末大幅减少 52.43%，主要系预付土地款取得的土地使用权转入开发成本所致。截至 2014 年底，公司预付款项 21.01 亿元。从账龄结构看，1 年以内占比 62.66%；1~3 年占比 13.43%；3 年以上占比 23.91%。从集中度看，按预付对象归集的期末金额前五名的预付款合计 10.78 亿元，占比 51.30%，集中度较高。公司预付款主要系预付的土地款、石料款、拆迁款和货款等。

表 25 截至 2014 年底公司预付账款前五名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	账面余额	占预付款期末余额
吉林鑫达钢铁有限公司	262,481,154.55	12.49
四平现代钢铁有限公司	131,699,000.00	6.27
吉林省华玺房地产开发有限公司	447,482,400.00	21.30
长春市凯程投资有限公司	143,630,000.00	6.84
三亚蓝钻混凝土配送有限公司	92,547,348.04	4.40
合计	1,077,839,902.59	51.30

资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司其他应收款呈波动增长态势，年均复合增长 10.89%。截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额 17.95 亿元，计提坏账准备 1.74 亿元，其他应收款账面价值 16.21 亿元。期末金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额 2.39 亿元，主要系融资租赁保证金、税费返还、土地复垦费保证金、环境恢复治理保证金、矿山治理保证金和收购款预留，其中收购款预留计提坏账准备 96.24 万元，其他均预期无坏账故未计提坏账准备。期末金额不重大但单项计提坏账准备的其他应收款账面余额 0.20 亿元，其中账龄较长预期无法收回故计提 100%坏账准备的其他应收款 0.09 亿元。从账龄结构来看，1 年以内其他应收款余额占比 41.91%；1~3 年占比 25.86%；3~5 年占比 14.55%；5 年以上占比 3.26%，整体账龄较长。从集中度看，按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款余额合计 7.22 亿元，占比 40.56%，集中度较高。整体看，公司其他应收款整体账龄较长，集中度较高，未来能否及时回收值得关注。

2012~2014 年，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长 10.68%。截至 2013 年底，公司存货账面价值 90.02 亿元，较上年末大幅增长 18.49%，主要系公司房地产项目的开发成本增加所致。截至 2014 年底，公司存货余额 93.79 亿元，计提跌价准备 0.72 亿元，存货账面价值 93.06 亿元，较 2013 年底小幅增长 3.38%，主要系房地产开发产品增加所致。截至 2014 年底，公司存货主要由原材料（占比 11.52%）、开发成本（占比 55.88%）和开发产品（18.69%）构成。公司存货主要集中在房地产板块。

2012~2014 年，公司其他流动资产呈大幅增长态势，年均复合增长 79.37%。截至 2013 年底，公司其他流动资产 63.09 亿元，较 2012 年底大幅增长 190.25%，主要系子公司海南亚泰兰海投资集团有限公司的子公司兰海泉州水城（天津）发展有限公司支付 35.86 亿元天津泉州水城项目土地整理项目支出所致。截至 2014 年底，公司其他流动资产 69.94 亿元，较 2013 年底小幅增长，其他流动资产构成如下表所示。

表 26 截至 2014 年底公司其他流动资产构成情况(单位：亿元)

项目	期末余额
蓬莱沙河西片区土地一级整理项目支出	5.90
海南三亚崖州湾渔港项目支出	7.46
莲花山土地整理项目支出	14.57
待出售清欠土地使用权	0.10
天津泉州水城项目土地一级开发	38.71

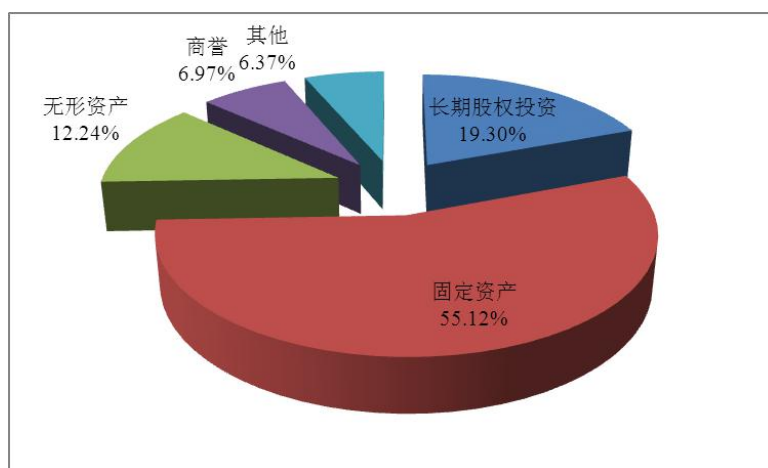
清欠房产	0.06
待抵扣进项税及预缴税金	3.13
合计	69.94

资料来源：公司年报

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 7.71%。截至 2013 年底，公司非流动资产 232.54 亿元，较 2012 年底增长 13.34%，主要系无形资产和商誉大幅增长所致；截至 2014 年底，公司非流动资产 238.01 亿元，较上年底小幅增长 2.35%。截至 2014 年底，公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 19.30%）、固定资产（占比 55.12%）、无形资产（12.24%）和商誉（占比 6.97%）构成。

图 9 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司长期股权投资波动中小幅减少。截至 2013 年底，公司长期股权投资 43.32 亿元，较 2012 年底减少 10.02%，主要系出售了兰海泉州水城（天津）发展有限公司的全部股权所致。截至 2014 年底，公司长期股权投资 45.94 亿元，较 2013 年底增长 6.03%。公司长期股权投资主要是对东北证券（占比 61.38%）和吉林银行（占比 37.12%）的股权投资，确认方法为按权益法确认。

2012~2014 年，公司固定资产账面价值呈大幅增长态势，年均复合增长 12.48%。截至 2013 年底，公司固定资产账面价值 131.08 亿元，较 2012 年底大幅增长 26.42%，主要系辽宁中北水泥有限公司、辽宁交通水泥有限公司纳入合并范围所致。截至 2014 年底，公司固定资产账面原值 131.19 亿元，累计折旧 56.76 亿元，成新率 69.90%，成新率一般；计提减值准备 0.58 亿元，固定资产账面价值 131.19 亿元。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 67.10%）和机器设备（占比 29.90%）构成。

2012~2014 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 18.02%，主要系公司收购子公司带来土地使用权以及采矿权等增加所致。截至 2014 年底，公司无形资产 29.12 亿元，构成主要是土地使用权（占比 60.91%）、煤矿采矿权（占比 18.08%）和石灰石采矿权（占比 18.80%）。

2012~2014 年，公司商誉呈大幅增长态势，年均复合增长 52.49%。截至 2013 年底，公司商誉 16.36 亿元，较 2012 年底增长 129.36%，主要系新增兰海泉州水城（天津）发展有限公司（以下简称“泉州水城”）商誉 5.53 亿元、吉林亚泰集团（辽宁）建材有限公司商誉 2.22 亿元和辽宁交通水泥有限责任公司 1.47 亿元所致。泉州水城位于天津市武清开发区，经营范围为以自有资产对房地产业、园林绿化业、基础设施、酒店等进行投资等，目前主营一级土地整理。截至 2014

年底，泉州水城资产总额 3.92 亿元，负债 3.66 亿元；2014 年实现营业收入 0.74 亿元，实现净利润 0.60 亿元，公司合并泉州水城形成的商誉质量较好。截至 2014 年底，公司商誉 16.59 亿元，较 2014 年变化不大。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 563.39 亿元，较年初增长 5.48%，主要系流动资产增长所致。资产构成中，流动资产占比 56.61%，非流动资产占比 43.39%。公司流动资产的增长，主要是货币资金增长所致。公司流动资产和非流动资产的构成较年初变化不大。

资产抵、质押方面，截至 2015 年 9 月底，公司将其持有的东北证券股份有限公司 52,900 万股股权（占其所持股份的 88.02%）进行质押；并以账面价值为 6.09 亿元的房地产进行抵押，在一定程度上降低资产的流动性。

总体看，公司资产结构较为均衡。公司流动资产主要由房地产开发成本、开发产品、土地整理支出和货币资金构成，货币资金中受限资金占比较高，资产流动性一般。公司非流动资产主要由固定资产、长期股权投资和无形资产构成。公司整体资产质量一般。

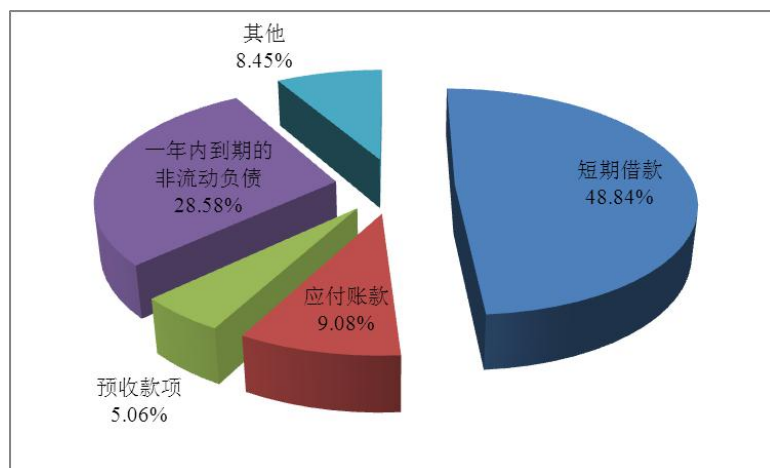
3. 负债和所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债总额逐年大幅增长，年均复合增长 14.26%。截至 2014 年底，公司负债合计 413.21 亿元，其中流动负债占比 71.76%，非流动负债占比 28.24%。公司负债以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债呈逐年大幅增长态势，年均复合增长 12.29%。截至 2014 年底，公司流动负债 296.54 亿元，构成主要是短期借款（占比 48.84%）、应付账款（占比 9.08%）、预收款项（占比 5.06%）和一年内到期的非流动负债（占比 28.58%）。

图 10 截至 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司短期借款有所波动，三年分别为 144.45 亿元、113.61 亿元和 144.82 亿元。公司 2013 年短期借款大幅减少，主要系部分质押贷款到期得到偿还所致。截至 2014 年底，公司短期借款中，质押借款占比 1.95%、抵押借款占比 6.46%、保证借款占比 19.75%、信用借款占比 26.30%、票据贴现借款占比 45.54%，票据贴现借款占比较高的原因是票据贴现借款成本较低。

2012~2014 年，公司应付账款逐年大幅增长，年均复合增长 18.67%。截至 2014 年底，公司应付账款 26.92 亿元。从账龄看，1 年以内占比 74.31%、1~2 年占比 14.04%、2~3 年占比 4.67%、

3 年以上占比 6.98%。公司账龄超过 1 年的重要应付账款如下表所示。

表 27 截至 2014 年底，账龄超过 1 年的重要应付账款情况（单位：亿元）

项目	期末余额	未偿还或结转的原因
中交第二航务工程局有限公司	0.44	暂未结算
江苏省苏中建设集团股份有限公司	0.29	暂未结算
长春建工集团吉泓建筑有限公司	0.21	暂未结算
长春建设股份有限公司	0.18	暂未结算
山东新煤机械装备股份有限公司	0.16	暂未结算
合计	1.29	--

资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司预收款项呈波动增长态势，年均复合增长 33.67%。截至 2013 年底，公司预收款项 20.58 亿元，较 2012 年底大幅增长 144.91%，主要系房地产项目预收房款大幅增长所致。截至 2014 年底，公司预收款项 15.01 亿元，较上年末减少 27.04%。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债呈大幅增长态势，年均复合增长 242.61%。截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债 80.76 亿元，较上年末大幅增长 10.19 倍，主要系部分长期借款和应付债券转入所致。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 84.75 亿元，构成主要是一年内到期的长期借款 13.01 亿元（占比 15.35%）和一年内到期的应付债券 66.89 亿元（占比 78.93%）。公司短期偿债压力较大。

2012~2014 年，公司非流动负债逐年大幅增长，年均复合增长 19.79%。截至 2014 年底，公司非流动负债 116.67 亿元，主要由长期借款（占比 22.11%）和应付债券（占比 75.15%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款呈波动减少态势，三年分别为 37.44 亿元、25.61 亿元和 25.80 亿元。截至 2013 年底，公司长期借款大幅减少，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2014 年底，公司长期借款 25.80 亿元，其中质押借款 9.00 亿元、抵押借款 6.07 亿元、保证借款 8.18 亿元、信用借款 2.55 亿元。

2012~2014 年，公司应付债券呈逐年大幅增长趋势，年均复合增长 61.12%，主要系近年来公司扩大直接融资规模，发行债券增多所致。截至 2014 年底，公司应付债券 87.68 亿元，其中应付中期票据占比 26.04%、应付私募债占比 73.96%。公司应付债券偿还期限主要分布在 2016 年（39 亿元），存在一定集中偿付压力。

表 28 截至 2014 年底公司主要应付债券明细

债券简称	发行规模（亿元）	期限（年）	起息日	到期日
14 亚泰 PPN005	5	2	2014.9.12	2016.9.12
13 亚泰 PPN006	15	3	2013.9.25	2016.9.25
11 亚泰 MTN2	14	5	2011.11.25	2016.11.25
14 亚泰 PPN006	5	2	2014.12.5	2016.12.5
15 亚泰 PPN001	10	2	2015.2.4	2017.2.4
13 亚泰 MTN1	9	5	2013.5.13	2018.5.13
15 亚泰 MTN1	10	5	2015.4.13	2020.4.13
合计	68	-	-	-

资料来源：公司提供

有息债务方面，2012~2014 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长率 14.00%。截至 2014 年底，公司全部债务 347.26 亿元，其中短期债务 233.78 亿元（占比 67.32%）、长期债务 113.48 亿元（占比 32.68%），公司有息债务以短期债务为主。2012~2014 年，公司资产负债率分别为 73.18%、

75.33%和 77.36%；全部债务资本化比率分别为 69.73%、71.12%和 74.17%；长期债务资本化比率分别为 38.04%、43.62%和 48.41%。

截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 418.10 亿元，较年初微幅增长 1.18%，变化不大。负债构成中，由于部分长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债，因此流动负债和非流动负债占比有所变化，流动负债占比较年初增长 11.28 个百分点至 83.05%，非流动负债占比为 16.95%。流动负债构成仍以短期借款（占比 39.67%）和一年内到期的非流动负债（占比 42.88%）为主；非流动负债构成中长期借款占比 26.57%，应付债券占比 67.33%。截至 2015 年 9 月底，公司长期借款 18.83 亿元，到期日主要集中在 2016 年（11.06 亿元）和 2018 年（7.72 亿元），集中偿付压力不大，公司长期借款明细如下表所示。

表 29 截至 2015 年 9 月底公司长期借款明细

合作银行	借款金额（万元）	借款利率（%）	起息日	到期日
工行二道支行	14,100.00	6.72	2012.11.20	2017.11.17
建行二道支行	30,000.00	8.10	2014.10.21	2017.04.20
建行二道支行	40,000.00	8.10	2014.10.21	2017.10.20
兴业银行	450.00	--	2013.12.30	2016.12.29
招行哈尔滨南岗支行	53,000.00	6.40	2013.03.29	2018.03.20
建行二道支行	12,500.00	6.14	2009.2.11	2017.2.12
国家开发银行	2,000.00	6.12	2008.12.10	2016.11.10
国家开发银行	2,000.00	6.12	2008.12.10	2017.6.10
国家开发银行	2,000.00	6.12	2008.12.10	2017.11.10
国家开发银行	2,000.00	6.12	2008.12.10	2018.6.10
国家开发银行	2,000.00	6.12	2008.12.10	2018.12.10
工商银行	700.00	6.70	2014.09.23	2016.10.08
工商银行	1,300.00	6.70	2014.09.28	2016.10.08
农业银行	5,000.00	7.00	2014.5.4	2017.5.1
农业银行	2,000.00	7.00	2014.5.4	2017.5.1
农业银行	3,000.00	7.00	2014.7.18	2017.7.1
紫金农商行	8,500.00	8.00	2015.5.8	2018.4.20
工行二道支行	11,400.00	6.681	2014.1.21	2019.9.30
国家开发银行	11,700.00	6.55	2008.7.23	2018.7.22
合计	203,650.00	--	--	--

资料来源：公司提供

注：部分长期借款已提前偿还，导致借款金额合计值与账面长期借款不等。

有息债务方面，截至 2015 年 9 月底，公司全部债务 356.74 亿元，较年初小幅增长 2.73%。由于公司货币资金的大幅增长导致公司资产大幅增长，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 74.21%、71.06%和 31.42%，均较年初有所下降。

总体看，公司负债以流动负债为主，有息债务规模相对公司资产规模较大，且公司债务以短期债务为主，短期偿债压力较大。公司债务结构有待优化。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益逐年小幅增长，年均复合增长 2.10%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 120.91 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 81.56 亿元。归属于母公司的所有者权益中，主要由股本（占比 23.23%）、资本公积（占比 41.90%）和未分配利润（占比 28.72%）构成。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益 145.28 亿元，较年初大幅增长 20.16%，主要系股本和资本公积的增长所致。归属于母公司的所有者权益 117.33 亿元，其中股本占比 22.16%、资本公积

占比 53.27%、未分配利润占比 20.40%。

总体看，公司所有者权益逐年稳步增长，股本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长 11.51%。2013 年公司实现营业收入 134.48 亿元，同比增长 15.68%；2014 年公司实现营业收入 144.55 亿元，同比增长 7.49%。受宏观经济下行影响，公司水泥产品价格下降，导致公司营业收入增速有所放缓。2012~2014 年，公司营业成本变动趋势与营业收入基本一致，逐年增长，年均复合增长率 13.48%。其中 2013 年公司营业成本 102.83 亿元，同比增长 19.48%；2014 年营业成本 110.84 亿元，同比增长 7.79%。

期间费用方面，2012~2014 年，公司期间费用总额逐年增长，年均复合增长 11.96%，主要系人员工资的增加以及业务费和包装费用的上涨带动销售费用的增长，同时由于公司债务规模逐渐扩大导致财务费用逐年增长所致。2014 年公司期间费用总额 35.25 亿元，其中销售费用 8.64 亿元（占比 24.50%）、管理费用 12.27 亿元（占比 34.81%）、财务费用 14.34 亿元（占比 40.69%）。同期费用收入比分别为 24.19%、22.77%和 24.38%，公司费用控制能力有待提高。

公司投资收益主要是对联营企业和合营企业的投资取得的收益。2012~2014 年，公司投资收益呈波动增长态势，年均复合增长率 17.53%。公司投资收益主要是参股东北证券和吉林银行取得资本利得，2013 年投资收益同比小幅减少 7.88%，2014 年投资收益 6.23 亿元，同比增长 49.96%，其中按照权益法分别确认东北证券投资收益 3.20 亿元以及吉林银行投资收益 2.50 亿元。公司投资收益与宏观经济、资本市场行情关联较大，未来投资收益具有不确定性。

2012~2014 年，受期间费用的快速增长所致，公司营业利润呈逐年大幅减少态势，年均复合减少 76.26%，三年分别为 2.78 亿元、1.70 亿元和 0.16 亿元。

2012~2014 年，公司营业外收入相对稳定，三年分别为 4.70 亿元、4.10 亿元和 4.37 亿元。2013 年政府补助有所减少导致当年营业外收入有所下降；2014 年营业外收入构成主要是政府补助（占比 36.38%）、综合利用三废增值税退税（占比 36.64%）和违约赔偿收入（占比 20.73%）。公司作为长春市重点企业，在政府支持方面具有较强可持续性，预期未来营业外收入仍将保持稳定。

2012~2014 年，公司利润总额和净利润逐年减少。同期利润总额分别为 7.18 亿元、4.95 亿元和 3.66 亿元；净利润分别为 4.79 亿元、2.27 亿元和 1.66 亿元。

从盈利指标看，2012~2014 年，公司营业利润率逐年下降，三年分别为 23.55%、21.55%和 20.98%。同期公司总资本收益率波动下降，三年分别为 4.60%、3.16%和 3.70%；总资产报酬率也呈波动下降态势，三年分别为 4.58%、3.33%和 3.60%；净资产收益率逐年下降，三年分别为 4.28%、1.92%和 1.37%。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 87.64 亿元，较上年同期减少 30.94%，主要系公司主营产品价格下降所致；同期期间费用总额 27.73 亿元，较上年同期小幅增长 2.94%。2015 年 1~9 月公司投资收益 9.21 亿元，较上年同期大幅增长 146.26%，主要系东北证券净利润大幅增加所致。2015 年 1~9 月公司营业外收入 0.82 亿元，利润总额和净利润分别为-0.87 亿元和-1.40 亿元，较上年同期分别减少 5.32 亿元和 3.96 亿元。

总体来看，2014 年以来，受水泥需求不足影响，公司盈利能力下降，同时由于费用支出的增长，公司持续处于经营性亏损状态，利润总额主要来源于投资收益和营业外收入。公司参股金融资产质量较好，投资收益稳定，是公司利润的重要来源。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014 年公司经营活动净现金流分别为-42.43 亿元、-15.28 亿元和-59.80 亿元。2013 年公司盈利能力下滑，但由于房地产板块预收账款的增长以及股权收购事项完成使预付账款的下降，当年公司经营活动净现金流为-15.28 亿元，处于净流出状态。此外，2013 年公司收到、支付其他与经营活动有关现金流金额较大，主要为公司与地方政府企业往来款项。2013 年公司收到其他与经营活动有关现金流同比增加 102.36%至 40.90 亿元，主要由于与长春市元通汽车零部件制造有限公司、长春市吉盛投资有限公司等公司往来款增加所致。2013 年公司支付其他与经营活动有关现金 43.34 亿元，同比增长 10.14%，主要为兰海泉洲水城（天津）发展有限公司合并前发生部分未抵消款 16.13 亿元与长春市元通汽车零部件制造有限公司往来款。2014 年，宏观经济增速放缓，下游需求减弱，公司盈利能力弱化，货款回收难度加大，同时由于房地产开发支出的增加，公司经营活动净现金流再次回落至-59.80 亿元。

投资活动方面，2012~2014 年公司投资活动现金净流出分别为 28.35 亿元、6.08 亿元和 0.61 亿元。2013 年以来公司投资规模明显放缓，主要由于 2013 年以来公司新开工建设面积同比大幅下降，同时由于竣工面积的增加，公司当年施工面积下降，房地产开发支出减少。2014 年由于盈利、获现能力弱化，公司进一步放缓投资支出。

筹资活动方面，由于近期经营活动获现能力的大幅波动，加之对外投资规模维持高位，公司主要通过银行借款以及发行债券来筹措资金，筹资活动净现金流入保持较大规模。2012~2014 年公司筹资活动现金净流量分别为 56.31 亿元、24.74 亿元、41.94 亿元。

2015 年 1~9 月受存货规模的下降、公司加大货款回收力度等因素影响，公司经营活动净现金流转正，为 3.64 亿元；公司投资活动净现金流为-4.14 亿元，未来公司资本支出仍将以房地产为主，但将根据其自身经营状况，适时选择、谨慎投放；筹资活动净现金流入 24.18 亿元。

总体看，由于房地产项目资金占用率较大，回款周期较长，因此公司现金获取能力较弱，公司资金需求主要通过对外借款补足。公司未来房地产项目依然较多，仍需面临一定规模的外部融资，公司整体资金压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012~2014 年公司流动比率分别为 0.97 倍、0.96 倍和 1.00 倍；速动比率分别为 0.64 倍、0.62 倍和 0.68 倍。同期公司现金短期债务比分别为 0.34 倍、0.27 倍和 0.30 倍；经营活动现金流动负债比分别为-18.04%、-5.71%和-20.17%。整体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 25.51 亿元、28.36 亿元和 28.40 亿元，逐年增长。2014 年公司 EBITDA 构成中，折旧 8.52 亿元（占比 29.99%）、摊销 1.50 亿元（占比 5.27%）、计入财务费用的利息支出 14.73 亿元（占比 51.86%）、利润总额 3.66 亿元（占比 12.88%），公司 EBITDA 中利息支出占比较大。2012~2014 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.86 倍、1.94 倍和 1.44 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.10 倍、0.10 倍和 0.08 倍。EBITDA 对利息的保护能力较强，对全部债务的保护能力一般。整体看，公司长期债务能力尚可。

截至 2015 年 9 月底，公司无对外担保方面。截至 2015 年 10 月 30 日，公司对控股子公司担保金额累计为 94.67 亿元，占公司截至 2014 年底经审计的净资产的 78.30%。

截至 2015 年 9 月底，公司无重大诉讼等因素而造成的或有负债风险。

根据公司提供的 2015 年 12 月 9 日的企业信用报告，公司对过往债务的履约情况良好，无不良信用记录。

截至 2015 年 9 月底，公司及其下属子公司共获得各金融机构授信额度共计人民币 185.32 亿元，其中已使用额度 149.02 亿元，未使用额度 36.30 亿元。公司融资渠道较为畅通，但目前财务弹性较弱。

总体看，公司债务以长期为主，EBITDA 对公司债务保障程度较高，公司整体偿债能力尚可。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至 2015 年 9 月底，公司全部债务合计 356.74 亿元，本期债券拟发行额度为 10 亿元，相对于公司目前债务规模，本期债券发债额度较低。

以 2015 年 9 月财务数据为基础，假设募集资金为 10 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别由 31.42%、71.06% 和 74.21% 上升至 34.51%、71.63% 和 74.66%。

总体看，本期债券发行后，公司债务负担将有一定程度的加重，但公司债务水平尚属合理。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 28.40 亿元，为本期公司拟发行额度（10 亿元）的 2.84 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2014 年经营活动产生的现金流入量为 163.87 亿元，为本期发债额度（10 亿元）的 16.39 倍，对本期债券的覆盖程度较高；截至 2014 年底公司现金类资产 69.34 亿元，为本期发债额度（10 亿元）的 6.93 倍，对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司经营规模、政策支持、技术水平、业务多元化等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力较强。

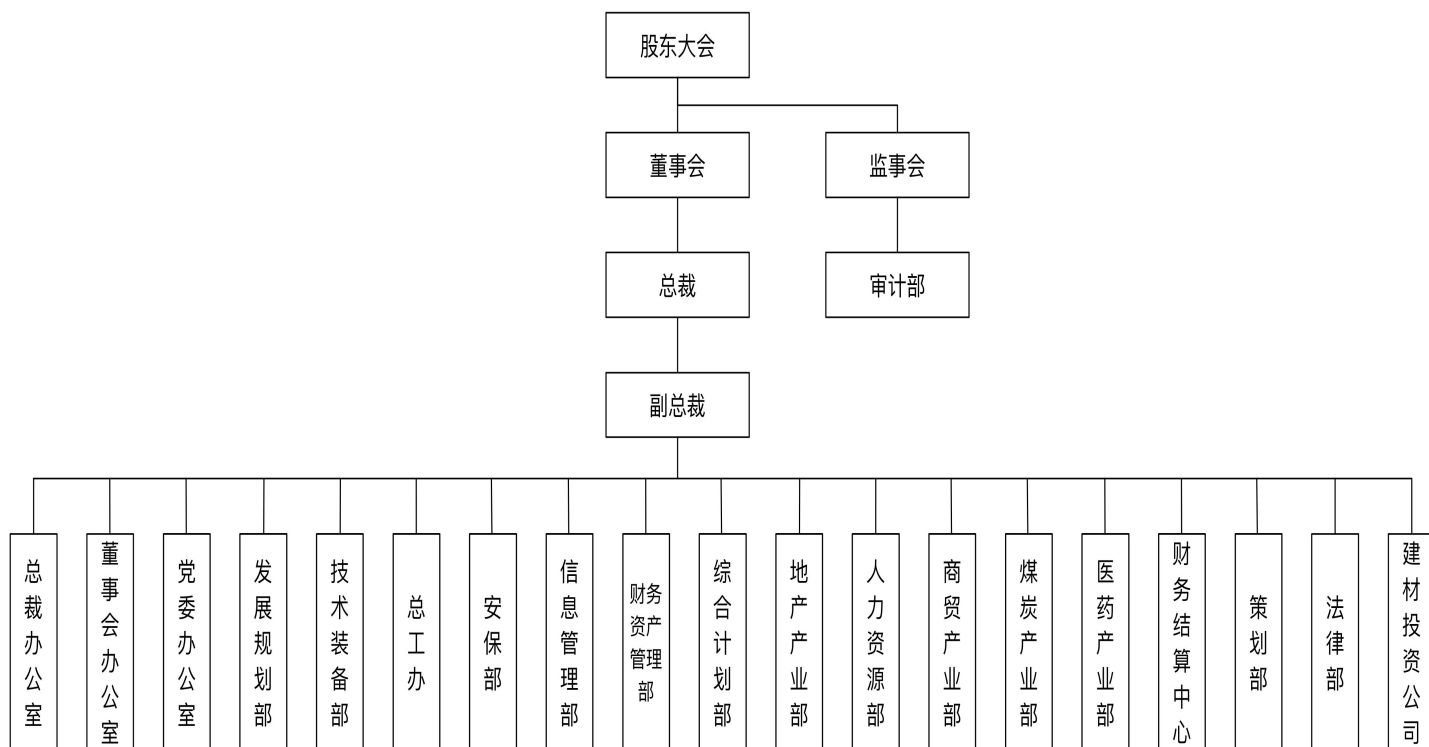
九、综合评价

公司作为集建材、房地产、金融、煤炭、医药、商贸等业务为一体的综合大型企业集团，在行业地位、政府支持、区域竞争力、产能规模、技术水平、业务多元化等方面具备的显著优势。同时，联合评级也关注到水泥行业景气程度下行，公司债务规模持续增加、盈利能力弱化、经营性亏损不断扩大、获现能力较弱、未来资金支出压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着国家淘汰落后产能的推进，公司作为东北地区重点水泥企业，通过兼并重组，水泥板块经营规模将不断扩大，区域产业集中度提高；加之公司实施多元化、规模化等发展战略，不断加大医药等其他板块投资规模，其他各板块对公司收入支撑力度提高，公司整体盈利能力有望得到增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 吉林亚泰(集团)股份有限公司组织结构图



附件 2 吉林亚泰(集团)股份有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额 (亿元)	432.50	488.39	534.12	563.39
所有者权益 (亿元)	115.99	120.46	120.91	145.28
短期债务 (亿元)	196.00	203.50	233.78	290.19
长期债务 (亿元)	71.21	93.18	113.48	66.55
全部债务 (亿元)	267.22	296.68	347.26	356.74
营业收入 (亿元)	116.25	134.48	144.55	87.64
净利润 (亿元)	4.79	2.27	1.66	-1.40
EBITDA (亿元)	25.51	28.36	28.40	--
经营性净现金流 (亿元)	-42.43	-15.28	-59.80	3.64
应收账款周转次数 (次)	13.69	9.45	6.53	--
存货周转次数 (次)	1.29	1.24	1.21	--
总资产周转次数 (次)	0.30	0.29	0.28	0.16
现金收入比率 (%)	120.20	107.31	90.20	110.94
总资本收益率 (%)	4.60	3.16	3.70	--
总资产报酬率 (%)	4.58	3.33	3.60	-0.16
净资产收益率 (%)	4.28	1.92	1.37	-1.05
营业利润率 (%)	23.55	21.55	20.98	19.56
费用收入比 (%)	24.19	22.77	24.38	31.64
资产负债率 (%)	73.18	75.33	77.36	74.21
全部债务资本化比率 (%)	69.73	71.12	74.17	71.06
长期债务资本化比率 (%)	38.04	43.62	48.41	31.42
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.86	1.94	1.44	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.10	0.10	0.08	--
流动比率 (倍)	0.97	0.96	1.00	0.92
速动比率 (倍)	0.64	0.62	0.68	0.66
现金短期债务比 (倍)	0.34	0.27	0.30	0.32
经营现金流动负债比率 (%)	-18.04	-5.71	-20.17	1.05
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.55	2.84	2.84	--

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	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
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
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 吉林亚泰（集团）股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年吉林亚泰（集团）股份有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

吉林亚泰（集团）股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。吉林亚泰（集团）股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注吉林亚泰（集团）股份有限公司的相关状况，如发现吉林亚泰（集团）股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如吉林亚泰（集团）股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至吉林亚泰（集团）股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送吉林亚泰（集团）股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年三月二十八日