

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 1205 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持吉林亚泰(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,维持“10亚泰MTN1”、“11亚泰MTN1”与“11亚泰MTN2”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月二十七日



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>

吉林亚泰（集团）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
10 亚泰 MTN1	10 亿元	2010/10/13-2013/10/13	AA	AA
11 亚泰 MTN1	10 亿元	2011/3/29-2014/3/29	AA	AA
11 亚泰 MTN2	14 亿元	2011/11/25-2016/11/25	AA	AA

跟踪评级时间：2012 年 12 月 27 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
现金类资产(亿元)	24.92	33.63	57.86	57.15
资产总额(亿元)	190.61	265.24	339.77	379.35
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	79.69	86.99	107.86	115.69
短期债务(亿元)	62.76	101.29	127.55	145.84
全部债务(亿元)	78.35	136.09	174.51	212.57
营业收入(亿元)	61.21	81.36	117.00	82.85
利润总额(亿元)	10.51	7.70	14.68	8.01
EBITDA(亿元)	17.68	17.45	26.36	--
经营性净现金流(亿元)	6.14	-15.14	15.16	-13.11
营业利润率(%)	26.79	23.70	30.31	28.92
净资产收益率(%)	10.90	6.62	9.94	--
资产负债率(%)	58.19	67.20	68.25	69.50
全部债务资本化比率(%)	49.58	61.01	61.80	64.76
流动比率(%)	81.09	89.54	101.60	99.13
全部债务/EBITDA(倍)	4.43	7.80	6.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.13	3.62	5.47	--
经营现金流负债比(%)	6.84	-11.32	8.73	--

注：公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

赵 杰

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

跟踪期内，吉林亚泰（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）通过区域整合提升竞争力，水泥板块盈利情况有所好转，整体资产规模与营业收入保持增长。同时，房地产行业调控以及公司资本支出规模较大等因素将对公司未来经营及发展带来一定不利影响。

综合分析，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“10亚泰MTN1”、“11亚泰MTN1”与“11亚泰MTN2”AA的信用等级。

优势

1. 国家限制新建产能、淘汰落后产能以及促进行业并购重组的产业政策，有助于改善水泥行业供求失衡局面，增强大型水泥企业竞争力。
2. 跟踪期内，公司产能建设不断推进，以兼并重组方式对区域市场进行整合，规模优势得以提升。
3. 跟踪期内，公司向上游的资源领域及下游的水泥深加工领域拓展，产业链进一步完善，抵御风险能力增强。

关注

1. 中国水泥行业供求关系趋于改善，但仍面临下游需求变动风险。
2. 公司房地产板块受国家宏观调控影响较大。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金净流量波动性较大。
4. 公司资本性支出规模较大，有息债务增长较快，债务负担较重。

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）与吉林亚泰（集团）股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与吉林亚泰（集团）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，未因吉林亚泰（集团）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吉林亚泰（集团）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吉林亚泰（集团）股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

吉林亚泰（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）前身为1984年成立的辽源市茶叶经销公司，1986年，公司以社会募集方式改制成为辽源市茶叶经销股份有限公司。1993年3月5日，经吉林省经济体制改革委员会吉改股批（1993）41号文批准，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，经吉林省经济体制改革委员会吉改股批字（1994）139号文批准，公司名称变更为现名。

1995年11月15日，经中国证监会证监发审字（1995）68号文批准，公司社会公众股股票在上海证券交易所挂牌交易，股票简称“亚泰集团”，股票代码600881。公司于2007年11月7日以非公开发行股票的方式向9家特定投资者发行了10416万股人民币普通股（A股），截至2012年9月底，公司股本为189473.21万股，其中第一大股东长春市人民政府国有资产监督管理委员会持股15.57%。

公司以水泥、房地产为支柱产业，下设总裁办公室、发展规划部、综合计划部、人力资源部、财务资产管理部、结算中心、法律部等15个管理职能部门。

截至2011年底，公司（合并）资产总额339.77亿元，所有者权益合计107.86亿元（其中少数股东权益29.67亿元）；2011年公司实现营业收入117.00亿元，利润总额14.68亿元。

截至2012年9月底，公司（合并）资产总额379.35亿元，所有者权益合计115.69亿元（其中少数股东权益35.48亿元）；2012年1~9月，

公司实现营业收入82.85亿元，利润总额8.01亿元。

公司注册地址：长春市吉林大路1801号；法定代表人：宋尚龙。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012年1-9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1-9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1-8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量（M2）94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上

年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量（M1）28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业分析

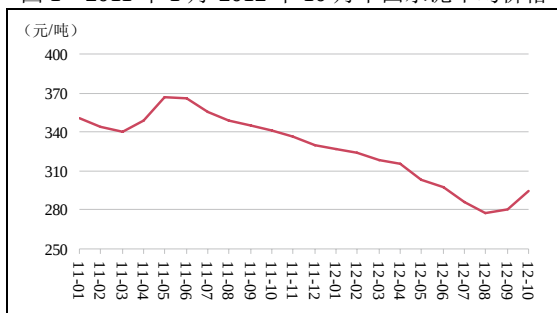
水泥行业现状

2010年，中国实施了一系列楼市新政，对建材行业需求抑制作用逐渐显现。同期国家重申淘汰落后产能，建材水泥行业面临重整兼并，尤其部分省市针对高耗能行业施行拉闸限电以来，水泥产能扩张受限，产量增幅已呈下行趋势，价格上涨在所难免。进入2011年，在保证经济平稳较快发展的前提下，全社会固定资产投资增速仍然保持在高位，加之中国水泥企业的日益成熟，水泥市场供需仍保持较高水平，2011年全国水泥产量为20.63亿吨，同比增长10.5%，水泥销量20.34亿吨，同比增长9.6%。

2012年1-9月，在严控水泥产能政策的引导下，水泥行业投资增速一直呈负增长，前三季

度水泥行业累计完成固定资产投资1020亿元，同比下降3.69%。其中，西北地区投资增长强劲，完成投资227.71亿元，同比增长17.13%，主要是由于新疆和甘肃地区增长较快。在此背景下，2012年前三季度中国水泥产量保持低速增长，但增速同比下滑明显。2012年1-9月，中国水泥产量15.91亿吨，同比增长6.7%。

图1 2011年1月-2012年10月中国水泥平均价格



资料来源: Wind 资讯

预计随着2012年下半年政策效果的发挥，水泥供需关系将有所缓和，但整体上供过于求的局面仍将维持，通过价格协同和兼并重组来稳定区域水泥价格将是行业未来的发展方向。另外，在国家“十二五”规划对保障房、高铁、水利、水电和农村基建重视程度加大的背景下，相关投资将对水泥价格形成一定支撑。

房地产行业现状

房地产调控政策的升级和货币政策的继续趋紧，使得2011年房地产市场出现积极变化。中国统计局发布的数据显示，2011年，中国商品房销售面积10.99亿平方米，同比增长4.9%，增幅同比下降5.7个百分点；商品房销售额59119亿元，同比增长12.1%，增幅同比下降6.8个百分点。市场供需方面，2011年，中国完成房地产开发投资61740亿元，同比增长27.9%，增幅同比回落5.3个百分点；房屋新开工面积19.01亿平方米，同比增长16.2%；施工面积50.80亿平方米，同比增长25.3%；竣工面积8.92亿平方米，同比增长13.3%。2012年1~9份，中国商品房销售面积68441万平方米，同比下降4.00%，其中，住宅销售面积下降4.30%；商品房销售额40353亿元，同比增长

2.70%，其中，住宅销售额同比增长3.30%；房地产开发投资51045亿元，同比增长15.40%，其中，住宅投资35126亿元，增长10.50%，占房地产开发投资的比重为68.81%。房地产投资增速放缓，但仍维持在高位，商品房成交量逐渐萎缩，调控政策初步成效已有所显现。伴随宏观调控累计效应的体现，房地产将步入平稳发展时期。

总体看，在信贷逐步收紧和政府加大调控执行力度的背景下，开发商的资金链将受到影响，有助于促使其提高土地使用效率、加快项目周转，从而抑制房价非理性上涨，中长期有利于规范市场健康发展，但短期内市场也面临因需求观望而导致成交量萎缩的风险，区域市场走势将产生分化。预计未来几年国家房地产调控政策将得到延续。

未来国内房地产行业将进入快速整合期，房地产行业竞争的重心将倾向融资能力及品牌影响力，品牌地产商将通过盈利模式复制及合作兼并等方式逐步扩大市场份额，行业集中度将逐步提高。随着房地产行业市场竞争的升级，资本实力将成为企业竞争的主导因素，实力雄厚、具有相当规模和品牌优势、规范成熟的房地产企业将成为市场的领导者。

五、基础素质分析

公司经过自建与收购之后，实现了产能扩张。截至2012年9月底，公司拥有吉林省双阳、明城、伊通、通化、哈尔滨、阿城、铁岭7个熟料生产基地（共17条新型干法生产线）、13个水泥生产基地（双阳、鼎鹿、伊通、龙潭、安达、农安、通化、海伦、哈尔滨、明城、铁岭、图们、调兵山）、3个商品混凝土基地（长春、哈尔滨、沈阳），2个骨料公司（哈尔滨、沈阳），1个预制建筑管片公司。目前，公司已具备年产1823万吨熟料，2114万吨水泥，410万立混凝土，295万立骨料的生产能力。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司水泥板块业务收入占公司主营业务收入的比重一直保持在60%左右，为公司支柱产业和主要收入来源。公司水泥、房地产、医药业务毛利率水平均保持在较高水平，公司水泥板块经过一系列并购整合，2011年该板块业务量迅速增长，收入增至81.48亿元，同比增长71.61%。随着国家对房地产市场宏观调控的趋紧，公司房地产业务因此受到一定影响，

2011年房地产业务收入较2010年下滑，盈利水平在2012年三季度也大幅下滑。

在水泥板块收入的拉动下，2011年公司实现主营业务收入114.63亿元，同比增长44.10%；主营业务毛利率亦升至32.51%，较2010年提高了26.94个百分点。2012年1~9月，公司实现主营业务收入82.85亿元，为2011年全年的72.28%；水泥、医药等业务毛利率维持在较高水平；公司主营业务毛利率31.06%。

总体看，跟踪期内，公司主营业务收入持续增长，水泥板块在并购整合之后表现出强势回升，房地产业务由于受宏观调控影响，收入与利润均有所下滑；公司主营业务整体毛利率水平伴随水泥毛利率提高而有所增长。

表1 公司主营业务收入与毛利率（单位：亿元、%）

业务板块	2010年			2011年			2012年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	47.48	59.69	22.75	81.48	71.08	33.99	55.73	67.27	31.49
房地产	14.17	17.81	26.18	7.33	6.40	32.52	9.28	11.21	22.69
医药	4.82	6.06	46.06	6.33	5.52	46.92	6.10	7.36	46.72
商贸	7.68	9.65	16.02	5.33	4.65	39.27	6.26	7.55	25.28
其他	5.40	6.79	44.71	14.16	12.35	15.02	5.48	6.61	30.10
合计	79.55	100.00	25.61	114.63	100.00	32.51	82.85	100.00	31.06

资料来源：公司年报；注：统计口径为内部往来抵销后数据。

水泥业务

跟踪期内，公司水泥年产量有所增加，熟料大部分自用，部分外销；水泥板块业务收入整体保持增长，盈利水平改善。2011年公司水泥板块营业收入81.48亿元，同比大幅增长；2012年三季度，该板块实现主营业务收入55.73亿元，占2011年全年的68.40%。

2010~2012年9月，公司技术升级，城市、乡镇两级销售网络建设不断推进，水泥和熟料产销量稳步增长，2011年公司水泥销量和熟料外销量分别较上年提高25.75%和88.86%。跟踪期内，公司水泥和熟料销售价格上升，2012年9月底分别为445.13元/吨和365.19元/吨，较2011年底上涨了35.54元和10.30元。

表2 公司水泥板块销售情况

项 目	2010年	2011年	2012年1~9月
水泥产量（万吨）	1299.05	1646.77	1111.00
水泥销量（万吨）	1316.93	1656.05	1082.00
水泥售价（元/吨）	339.43	409.59	445.13
熟料产量（万吨）	1327.60	1771.10	1147.00
熟料外销（万吨）	308.88	583.36	257.00
熟料售价（元/吨）	254.38	354.89	365.19

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司通过兼并重组方式对区域市场实施整合，产销量与销售价格均有所回升，水泥板块业务实现盈利，整体情况有所好转。

房地产业务

跟踪期内，公司房地产板块2011年实现营业收入7.33亿元，房地产开发完成投资大幅下

降，整体开发进度放缓。2012年1-9月，随着公司亚泰桂花苑、松原亚泰澜熙郡及长春亚泰梧桐公馆项目的预售，公司房地产板块实现营业收入9.28亿元，占公司主营业务收入总计的11.21%，收入已超2011年全年水平，但由于销售单价走低，房地产板块毛利率有所下降。

表3 公司房地产板块经营情况

	2010年	2011年	12年1-9月
房地产开发完成投资（万元）	282722	144898	230852
房屋施工面积（万平方米）	31.75	79.72	109.76
房屋竣工面积（万平方米）	10.05	25.83	5.05
房屋销售面积（万平方米）	19.91	10.45	14.76
平均售价（万元/平方米）	6853	6606	6140
新增土地储备面积（万平方米）	83.92	26.40	59.30

资料来源：公司提供

2011年公司房地产板块收入主要来自亚泰桂花苑商品房收入（占比35.00%）、长春亚泰梧桐公馆（占比19.00%），另外，南京先锋青年公寓、亚泰樱花苑以及松原亚泰澜熙郡商品房销售收入占比也较高（合计占比19.35%）。

截至2012年9月底，公司已完工尚未售完房地产项目分别为亚泰杏花苑、亚泰豪苑、亚泰鼎盛国际、亚泰樱花苑和南京亚泰先锋青年公寓，受调控影响，以上项目销售进度较为缓慢。在建但已开始销售项目有亚泰桂花苑、松原亚泰澜熙郡及长春亚泰梧桐公馆，公司整体在建项目较为丰富。

表4 截至2012年9月底公司未售完房地产项目

项目名称	建设期 (年/月~年/月)	总规划面积 (平方米)	年销售进度			未售比例
			2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月	
完工项目						
亚泰杏花苑	2001.3-2004.10	395252	1.71%	0.70%	0.20%	12%
亚泰豪苑	2002.7-2004.7	28296	4.43%	2.00%	7.00%	14%
亚泰鼎盛国际	2001.3-2005.12	42927	2.79%	1.00%	--	10%
亚泰樱花苑	2007.3-2009.7	250710	14.46%	4.00%	1.00%	5%
南京亚泰先锋青年公寓	2008.8-2010.10	44895	73.71%	7.00%	0.20%	19.09%
在建项目						
亚泰桂花苑	2009.4-2011.9	158146	41.93%	35.00%	14.00%	14%
松原亚泰澜熙郡	2009-2013	320000	16.76%	8.35%	10.00%	66.03%
长春亚泰梧桐公馆	2010-2014	446000	--	19.00%	18.00%	63%
松原亚泰城（一期）	2011.3-2018.9	186670	--	--	7.00%	93%
亚泰兰海公馆（长春）	2012-2013	42575	--	--	---	100%
亚泰澜公馆	2012.5-2014.4	58909	--	--	0%	100%
亚泰兰海公馆（蓬莱）	2012.7-2016.7	265593	0%	0%	0%	100%
南京亚泰梧桐世家	2012-2016	323643	--	--	--	100%
亚泰温泉海岸	2011-2013	21707	--	--	--	100%

资料来源：公司提供

注：未售比例是以会计核算收入为计算基础。

截至2012年9月底，公司独立拥有未开发土地储备59.30万平方米，位于沈阳、南京和天津，土地款均已支付完毕。

总体看，跟踪期内，公司房地开发放缓，在建和新建项目的陆续开发为房地产业绩提供支撑，同时公司也面临一定的资金压力。

八、财务分析

公司提供的2010年度财务报表已经中准会计师事务所有限公司审计，2011年度财务报表

经立信会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2012年三季度财务数据未经审计。

2011年，公司合并范围较2010年底增加21家子公司，主要原因为公司以自有资金11.29亿元对海南兰海投资集团有限公司进行增资，增资完成后持有其股权比例51%，达到控股，将海南亚泰兰海投资集团有限公司及其12家子公司纳入本期合并范围。整体看，跟踪期内，公司合并范围变动对公司财务数据可比性有一定影响。

1. 盈利能力

2011年公司水泥板块收入增长迅猛，推动公司营业收入较2010年同比增长43.80%，为117.00亿元。同期，由于水泥产品价格上升，使得水泥产品毛利率有所提高，公司整体利润总额亦回升至14.68亿元，同比增长90.75%。

2011年公司期间费用合计22.26亿元，占营业收入比重的19.03%，较2010年基本持平。

2011年，公司获得投资收益0.06亿元，同比大幅下降，主要原因为公司联营企业东北证券及江海证券利润下滑，致使公司按持股比例享有的投资收益下降。2010~2011年，公司获得政府补助与退税共计2.40亿元和1.91亿元，分别占利润总额的24.81%与16.32%，比重有所降低。

从盈利指标看，2011年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为30.31%、5.50%和9.94%，较2010年盈利水平提高。

2012年1~9月，公司实现营业收入与利润总额82.85亿元与8.01亿元，分别占2011年全年的70.81%与54.59%。前三季度，公司投资收益增加主要是出售江海证券股权、长春市政荣昌地铁管片有限公司股权获得收益，以及对东北证券投资收益增加所致。

总体看，跟踪期内，受水泥板块收入与毛利率大幅上升影响下，公司营业收入与盈利能力逐步上升；投资收益、政府补助与退税对公司利润总额的贡献度下降。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2011年，公司经营活动产生的现金流入量增长62.83%，2011年为147.25亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金。同期，公司现金收入比由2010年的107.99%升至2011年的170.10%，收入的实现质量有所提高。跟踪期内，公司收到其他与经营活动有关的现金增长较快，主要为往来款增加所致；公司支付的其他与经营活动有关的现金2011年为19.44亿元，同比增长36.31%，主要由于合并范围增加所致。受公司业务规模扩张影

响，公司经营活动产生的现金流量净额波动性较大，2011年增至15.16亿元。

从投资活动来看，公司投资流入主要为取得投资收益收到的现金，支出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及取得子公司及其他营业单位支付的现金净额等。2011年公司投资活动产生的现金流量净额减少，主要是公司上期转让吉林亚泰集团建材投资有限公司26%股权收到了股权转让价款所致。2010~2011年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-15.13亿元和-15.00亿元。

公司筹资方式主要为借款筹资。随着公司有息债务规模的增长，偿还债务支付的现金上升。2010~2011年，公司筹资活动现金流量净额分别为38.63亿元和21.01亿元。总体看，公司外部融资需求较大。

2012年1~9月，经营活动产生的现金流量净额-13.11亿元，较2011年同期有所减少，主要是由于公司本期支付银行承兑汇票保证金及开发成本支出增加所致；收回投资收到的现金增长主要是因为注销山兰海旅业开发有限公司和五指山兰海云雾山庄有限公司，收回投资；由于公司对外投资项目增加，投资支付的现金规模有大幅提高，同期投资活动产生的现金流量净额较上年同期减少，为-11.87亿元；筹资活动产生的现金流量净额增加主要是由于公司增加银行借款所致。

总体看，跟踪期内，随着销售规模扩大，公司经营活动现金流入规模增长较快，受销售规模扩大以及合并范围变动导致的支付其他经营活动现金增加影响，经营活动产生的现金流量净额波动性较大；投资规模和外部融资需求均较大。

3. 资本及债务结构

截至2011年底，公司资产总额339.77亿元，同比增长28.10%，其中流动资产合计占51.93%，非流动资产合计占48.07%。

2010~2011年，公司流动资产增长47.37%，

主要源于货币资金、存货和其他流动资产的增长。截至2011年底，公司流动资产合计176.45亿元，其中货币资金、预付款项和存货占比较大。

截至2011年底，公司货币资金54.43亿元，较上年增长65.66%，主要原因为公司筹资增加的货币资金尚未完全投入使用所致，其中银行存款占货币资金总额的78.75%。截至2011年底，公司存货57.35亿元，同比增长11.20%，主要由原材料与开发成本构成，增加部分也主要是公司原材料储备增加以及新增房地产开发项目开发成本增加。截至2011年底，公司其他流动资产21.57亿元，同比大幅增长，由于新并入的子公司投入土地整理及前期征地等项目支出增加、同期将持有的江海证券股权转入可待售资产所致。

公司非流动资产主要包括固定资产、长期股权投资、在建工程 and 无形资产。2010~2011年，公司非流动资产增长12.23%，2011年底为163.31亿元，主要由固定资产与无形资产增长所致。

截至2011年底，公司固定资产账面价值100.34亿元，其中以房屋及建筑物（占58.01%）和通用机器设备（占35.26%）为主，同比增加12.20亿元，主要由在建工程转固定资产所致。2010年底公司固定资产成新率为75.79%，计提减值准备合计0.29亿元。2010年底公司用于抵押贷款的固定资产价值为19.98亿元。截至2011年底，公司无形资产11.27亿元，增加2.85亿元，主要由于公司购买的土地使用权增加所致。

截至2012年9月底，公司资产总额379.35亿元，同比增长11.65%，其中流动资产合计占48.79%，非流动资产合计占51.21%，非流动资产增长较快，占资产的比重较大。2012年9月底，公司认购东北证券非公开发行股票，长期股权投资较2011年底增加17.00亿元；在建工程增加主要是公司本期收购铁岭铁新水泥等公司股权导致合并范围变化所致；由于公司本期合并范围变化使采矿权、土地使用权增加，无

形资产也相应增长。

截至2011年底，公司负债总额231.91亿元，同比增长30.10%，其中流动负债74.89%，非流动负债25.11%。非流动负债较2010年比重有所增加，主要为应付债券的增长，公司发行“10亚泰MTN1”、“11亚泰MTN1”以及“11亚泰MTN2”所致；公司预收款项增长由于公司房地产项目预售所获得收入。2012年9月底，公司负债总额263.66亿元，较2011年底增长13.69%，流动负债占70.81%，非流动负债占29.19%，公司长期借款大幅增加导致非流动负债占比有所上升。

债务结构方面，截至2011年底，公司债务总额174.51亿元，其中短期债务占73.09%，长期债务占26.91%，债务结构有待进一步改善。2011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68.25%、61.80%和30.33%，公司债务规模不断增长，债务负担趋重。

截至2012年9月底，公司全部债务212.57亿元，较2011年底增长21.81%；其中短期债务占比68.61%，长期债务占比31.39%，债务结构较2011年底有所改善。2012年9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分别为69.50%、64.76%和36.58%，债务负担有所上升。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，流动资产中存货和货币资金占比大，非流动资产以固定资产为主，整体资产质量良好；公司水泥板块新建、并购整合对投资的资金需求较大，有息债务增长较快，债务负担有所加重，债务结构有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011年公司流动比率和速动比率分别为101.60%和68.57%，与上年相比，流动比率与速动比率有所上升；2012年1-9月，流动比率与速动比率分别99.13%与58.74%。受经营性现金净流量波动大影响，2011

年，经营现金流动负债比为8.73%。总体看，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2011年公司EBITDA为26.36亿元，同比增长63.89%；EBITDA利息倍数从2010年的3.62倍提高至5.47倍；全部债务/EBITDA倍数从2010年的7.80倍降至6.62倍。总体看，公司对全部债务的保护能力有所提升。

截至2012年9月底，公司未对集团外企业进行担保。

公司与各家银行保持合作关系。截至2012年9月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为180.08亿元，尚未使用的额度为3.72亿元。公司为境内A股上市公司，直接、间接融资渠道通畅。

存续期债券偿还能力分析

截至2012年9月底，公司现金类资产57.15亿元，为三期中期票据发行额度的1.68倍。公司现金类资产对三期中期票据保护程度尚可。

2011年，公司EBITDA为26.36亿元，为三期中期票据的0.78倍；同期，公司经营活动产生的现金流入量为三期中期票据的4.33倍，公司经营活动现金流入对三期中期票据覆盖程度较高；公司经营活动产生的现金流量净额为三期中期票据发行额度的0.45倍，对三期中期票据保障能力一般。

总体看，公司现金类资产与经营活动现金流入量对存续期内三期中期票据保障能力较好。

5. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，截至2012年9月底，无发生其他未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及所处水泥行业发展前景、经济运行情况的综合判

断，联合资信认为，公司整体抗风险能力较好。

十、结论

综合以上，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）确定维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“10吉林亚泰MTN1”、“11吉林亚泰MTN1”与“11吉林亚泰MTN2”AA的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	245664.57	328539.08	544269.98	48.85	526797.16
交易性金融资产					
应收票据	3522.47	7805.80	34307.93	212.09	44743.68
应收账款	23767.95	53589.49	62512.27	62.18	73732.85
预付款项	168674.90	202323.64	223441.79	15.10	194311.32
应收利息	1260.00	1260.00	1260.00	0.00	0.00
应收股利					
其他应收款	37793.25	88015.73	109448.19	70.18	104346.58
存货	246545.15	515784.55	573549.97	52.52	754053.18
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产			215731.62	0.00	152767.79
流动资产合计	727228.29	1197318.29	1764521.75	55.77	1850752.56
非流动资产：					
可供出售金融资产	479.40	358.80	274.80	-24.29	232.20
持有至到期投资	60000.00	60000.00	60000.00	0.00	0.00
长期应收款					
长期股权投资	256614.10	269782.49	264813.52	1.59	434830.71
投资性房地产					
固定资产	701856.79	881447.69	1003430.47	19.57	1010180.11
在建工程	60369.89	88652.19	97783.82	27.27	188070.14
工程物资	3888.83	3269.31	3515.33	-4.92	3619.32
固定资产清理	48.83	104.85	1318.41	419.61	1443.12
无形资产	64628.34	84139.85	112651.57	32.03	199885.25
开发支出			29.87	0.00	554.49
商誉	24560.50	59288.20	66443.53	64.48	73784.60
长期待摊费用	774.48	1255.97	3687.43	118.20	13143.43
递延所得税资产	5661.56	6829.72	13759.24	55.89	14085.35
其他非流动资产			5440.61	0.00	2880.58
非流动资产合计	1178882.73	1455129.07	1633148.59	17.70	1942709.32
资产总计	1906111.01	2652447.35	3397670.34	33.51	3793461.88

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	486544.50	809354.50	955340.42	40.13	1074508.50
交易性金融负债					
应付票据	71510.00	183500.00	238100.00	82.47	359400.00
应付账款	111137.01	164058.10	192030.51	31.45	184928.26
预收款项	91717.30	78182.19	138332.33	22.81	104160.58
应付职工薪酬	7248.36	10483.53	12820.30	32.99	6056.96
应交税费	2184.79	-605.03	7115.93	80.47	-1189.01
应付利息		928.27	6286.99	0.00	15075.51
应付股利	436.80	0.30	0.30	-97.38	0.00
其他应付款	56498.22	71250.33	104661.11	36.11	99606.63
一年内到期的非流动负债	69570.00	20093.00	82077.45	8.62	24467.23
其他流动负债					
流动负债合计	896846.98	1337245.18	1736765.35	39.16	1867014.66
非流动负债：					
长期借款	155860.45	248817.45	132832.45	-7.68	329832.45
应付债券		99165.75	336736.82	0.00	337501.82
长期应付款	51645.50	92234.17	103311.21	41.44	95133.00
专项应付款	1784.19	1560.00	3508.69	40.23	2566.22
预计负债					
递延所得税负债	326.87	275.31	239.99	-14.31	242.52
其他非流动负债	2734.76	3251.43	5664.42	43.92	4281.06
非流动负债合计	212351.77	445304.11	582293.58	65.59	769557.08
负债合计	1109198.75	1782549.30	2319058.93	44.59	2636571.73
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	189473.21	189473.21	189473.21	0.00	189473.21
资本公积	345538.28	345467.38	344574.86	-0.14	344517.75
减：库存股					
专项储备	1402.1	1106.45	711.42	0.00	375.49
盈余公积	24578.27	26436.31	27301.22	5.39	27301.22
未分配利润	137843.32	164864.39	219896.06	26.30	240427.56
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	698835.17	727347.74	781956.76	5.78	802095.22
少数股东权益	98077.09	142550.31	296654.65	73.92	354794.93
所有者权益（或股东权益）合计	796912.27	869898.06	1078611.41	16.34	1156890.15
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1906111.01	2652447.35	3397670.34	33.51	3793461.88

附件 3 合并利润表

(单位: 万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	612109.32	813637.34	1169981.98	38.25	828455.83
减: 营业成本	434815.98	600060.68	793595.02	35.10	571107.82
营业税金及附加	13317.98	20757.34	21800.65	27.94	17733.02
销售费用	36341.16	46721.35	61319.10	29.90	50771.36
管理费用	47318.58	66679.66	84589.04	33.70	69889.66
财务费用	27296.52	46049.13	76736.39	67.67	75694.95
资产减值损失	1939.11	3928.70	3646.54	37.13	1593.83
加: 公允价值变动收益 (损失以 “—”号填列)					
投资收益 (损失以“—”号填 列)	35874.33	26266.94	605.45	-87.01	25401.50
其中: 对联营企业和合营企 业的投资收益	34507.39	21187.09	-4482.35	0.00	6296.95
汇兑收益 (损益以“—”号添 列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	86954.32	55707.41	128900.70	21.75	67066.68
加: 营业外收入	23417.84	25092.21	22579.89	-1.81	16559.52
减: 营业外支出	5257.82	3830.05	4664.71	-5.81	3480.68
其中: 非流动资产处置损失	3199.84	1907.91	2911.75	-4.61	2.04
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填 列)	105114.33	76969.57	146815.89	18.18	80145.52
减: 所得税费用	18213.81	19358.25	39591.54	47.44	23550.69
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	86900.52	57611.32	107224.35	11.08	56594.84
五、归属于母公司所有者的净利润	74587.81	49203.00	74843.90	0.17	39478.82
少数股东损益	12312.71	8408.31	32380.45	62.17	17116.02

附件 4-1 合并现金流量表
 (单位: 万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	723273.13	859014.99	1353099.67	36.78	934733.29
收到的税费返还	10451.02	9950.97	17354.70	28.86	7596.63
收到其他与经营活动有关的现金	41789.16	35384.69	102058.14	56.28	30907.65
经营活动现金流入小计	775513.31	904350.65	1472512.51	37.80	973237.56
购买商品、接受劳务支付的现金	518674.98	753728.83	900728.13	31.78	786810.47
支付给职工以及为职工支付的现金	50747.41	63957.19	80710.54	26.11	85665.83
支付的各项税费	98731.51	95482.00	145036.70	21.20	104026.15
支付其他与经营活动有关的现金	45997.51	142611.18	194395.41	105.58	127878.73
经营活动现金流出小计	714151.41	1055779.20	1320870.78	36.00	1104381.18
经营活动产生的现金流量净额	61361.90	-151428.55	151641.73	0.00	-131143.61
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	208220.54	0.00	0.00	-100.00	158560.00
取得投资收益收到的现金	5414.48	12856.36	9014.42	29.03	7820.85
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	111.30	547.54	1674.84	287.91	220.44
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					200.00
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	213746.32	13403.90	10689.26	-77.64	166801.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	118042.90	142480.25	167906.83	19.27	49352.93
投资支付的现金	90202.00	0.00	11725.91	-63.95	236162.19
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	43400.72	22271.11	-18897.61	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	311645.63	164751.36	160735.14	-28.18	285515.12
投资活动产生的现金流量净额	-97899.30	-151347.46	-150045.87	23.80	-118713.83
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	23261.20	35938.80	13462.00	-23.93	9860.00
取得借款收到的现金	778490.00	1131900.00	1162430.77	22.20	1167839.69
收到其他与筹资活动有关的现金		50000.00	290.52		
筹资活动现金流入小计	801751.20	1217838.80	1413183.28	32.76	1177699.69
偿还债务支付的现金	613198.00	746010.00	1083764.63	32.94	917460.04
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	51017.53	70038.54	96261.09	37.36	101755.02
支付其他与筹资活动有关的现金	2017.12	15533.18	23021.91	237.84	0.00
筹资活动现金流出小计	666232.65	831581.72	1203047.63	34.38	1019215.07
筹资活动产生的现金流量净额	135518.56	386257.08	210135.66	24.52	158484.62
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-79.72	-606.56	-0.62	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	98901.43	82874.51	211730.90	46.32	-91372.82
加: 期初现金及现金等价物余额	146763.14	245664.57	217039.08	21.61	428769.98
六、期末现金及现金等价物余额	245664.57	328539.08	428769.98	32.11	337397.16

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	86900.52	57611.32	107224.35	11.08
加: 资产减值准备	1939.11	3928.70	3646.54	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	34780.31	46053.61	64385.88	36.06
无形资产摊销	2123.38	2605.50	3390.46	26.36
长期待摊费用摊销	327.94	718.40	794.43	55.64
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减: 收益)	3092.91	1604.32	2432.07	-11.32
固定资产报废损失				
公允价值变动损失(减: 收益)				
财务费用(减: 收益)	34481.36	48190.49	74555.40	47.04
投资损失(减: 收益)	-35874.33	-26266.94	-605.45	-87.01
递延所得税资产减少(减: 增加)	-841.67	-1168.16	-6929.52	0.00
递延所得税负债增加(减: 减少)	-14.32	-21.01	-35.32	57.04
存货的减少(减: 增加)	-48941.52	-258895.59	-108752.17	49.07
经营性应收项目的减少(减: 增加)	-23014.51	-100694.48	-78022.14	84.12
经营性应付项目的增加(减: 减少)	6402.72	74905.29	180680.78	431.22
其他			-91123.57	0.00
经营活动产生的现金流量净额	61361.90	-151428.55	151641.73	0.00
二、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	245664.57	328539.08	428769.98	32.11
减: 货币资金的期初余额	146763.14	245664.57	217039.08	21.61
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	98901.43	82874.51	211730.90	46.32

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	20.59	18.35	14.79	--
存货周转次数(次)	1.97	1.57	1.46	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.36	0.39	--
现金收入比(%)	120.55	107.99	170.10	112.83
盈利能力				
营业利润率(%)	26.79	23.70	30.31	28.92
总资本收益率(%)	7.68	4.74	5.50	--
净资产收益率(%)	10.90	6.62	9.94	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	16.36	28.57	30.33	36.58
全部债务资本化比率(%)	49.58	61.01	61.80	64.76
资产负债率(%)	58.19	67.20	68.25	69.50
偿债能力				
流动比率(%)	81.09	89.54	101.60	99.13
速动比率(%)	53.60	50.97	68.57	58.74
经营现金流动负债比(%)	6.84	-11.32	8.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.13	3.62	5.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.43	7.80	6.62	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.05	-0.22	0.00	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.06	-6.28	0.03	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

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

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

主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级含义。