

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1400 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,评级展望由稳定调整为负面,并维持其“11亚泰MTN2”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十八日



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：负面
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 亚泰 MTN2	14 亿元	2011/11/25-2016/11/25	AA	AA

跟踪评级时间：2014 年 7 月 28 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
现金类资产(亿元)	57.86	67.31	54.78	51.43
资产总额(亿元)	339.77	432.50	488.39	488.91
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	107.86	115.99	120.46	121.77
短期债务(亿元)	127.55	196.00	203.50	203.14
全部债务(亿元)	184.84	274.90	302.23	301.00
营业收入(亿元)	117.00	116.25	134.48	26.74
利润总额(亿元)	14.68	7.18	4.95	1.14
EBITDA(亿元)	29.53	25.51	28.36	--
经营性净现金流(亿元)	15.16	-42.43	-15.28	-4.96
营业利润率(%)	30.31	23.55	21.55	25.07
净资产收益率(%)	9.94	4.13	1.89	--
资产负债率(%)	68.25	73.18	75.33	75.09
全部债务资本化比率(%)	63.15	70.33	71.50	71.20
流动比率(%)	101.60	96.66	95.60	96.72
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	10.78	10.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.58	2.29	2.67	--
经营现金流/流动负债(%)	8.73	-18.04	-5.71	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

孙晨歌 李 阳

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”）继续保持在东北地区水泥行业的龙头地位，同期，公司主业水泥板块收入有所增长，煤炭板块收入增长迅速，医药板块收入稳定增长，公司多元化经营模式发展迅速，产业链结构进一步完善。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，受水泥价格持续下跌等因素影响，公司营业利润有所下降，债务负担重，短期支付压力大；公司土地一级整理等暂不产生收入的项目占用过多资金，后期回款年限长且土地出让金受市场影响波动较大，存在一定的风险；同时，房地产行业调控、公司期间费用持续增加等因素对公司经营及发展也带来一定不利影响。

综合以上，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望调整为负面，并维持“11 亚泰MTN2”AA的信用等级。

优势

1. 公司是东北地区水泥行业的龙头企业，在行业竞争方面有一定的规模优势。
2. 公司经营活动现金流入及 EBITDA 对待偿还债券的覆盖程度较高。

关注

1. 跟踪期内中国水泥价格进一步下滑，企业经营压力大。
2. 公司经营性净现金流持续为净流出，公司筹资压力大。
3. 跟踪期内，非经常损益对公司利润影响大。
4. 跟踪期内，公司土地一级整理占用过多资金，后期回款年限长且土地出让金受市场影响波动较大。
5. 跟踪期内，公司有息债务进一步增长，债务负担重，短期支付压力大。

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2014年3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17个管理职能部门。

截至2013年底，公司合并资产总额为488.39亿元，所有者权益合计为120.46亿元。2013年，公司实现营业收入134.48亿元，利润总额4.95亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额为488.91亿元，所有者权益合计为121.77亿元。2014年1~3月，公司实现营业收入26.74亿元，

利润总额1.14亿元。

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

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会

保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改

变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析与区域经济

1. 水泥行业现状

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。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%。进入2013年，受“稳增长”政策的提振，尤其是3月以来新开工以及在建工程复工进度的加快，水泥产量增速有所提高，2013年水泥产量24.14亿吨，同比增长10.55%，增速比2012年提升4.69个百分点；销量23.89亿吨，同比增长10.54%。2014年一季度，水泥产量4.47亿吨。

水泥需求方面，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。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。

2013年，全国新增熟料产能0.94亿吨，较2012年新增产能1.6亿吨明显回落；全国水泥行业固定资产投资完成1421亿元，同比继续下

滑6.5%。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明显改善。

水泥价格方面，2013年前三季度，中南、西南、华北区域基本自2012年年底以来一直延续了震荡走低的趋势；西北地区在4-5月份小幅回暖；华东在3月中下旬到5月中上旬有过强劲表现，但之后快速下跌；东北地区前5个月走势平稳，6月以来走势偏强。2013年四季度，东北地区水泥价格震荡下行，西北地区价格企稳，其余地区水泥价格均有不同程度的回升，其中西南地区和中南地区涨势明显。

整体看，2013年以来全国水泥平均价格为金融危机以来的较低水平，2013年三季度末跌至最低水平，但抗跌性较好，截至2013年底，全国水泥产品平均价格约为349.06元/吨。2013年水泥行业实现利润766亿元，同比增长16.43%。2013年虽然水泥市场价格明显低于近年来的平均水平，但煤炭价格的走低使得水泥制造成本明显下降，四季度水泥价格见底反弹。四季度水泥在我国主要消费地区价格上涨是2013年获利的关键。

2014年一季度全国生产水泥4.47亿吨，同比增长4%，产量增速相比去年同期明显放缓。由于2013年四季度水泥价格基数较高，水泥价格在2014年一季度下滑幅度达到了40元/吨，但比去年同期均价仍高30元/吨以上。因此，大部分水泥上市企业在今年一季度仍然延续了去年的业绩回升态势。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。

政策方面，2013年1月，根据工信部、国

家发改委等多部门联合下发的《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。

“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。

总体看，受益于煤炭价格的下滑，2013 年水泥行业企业经营状况有所改善。未来，随行业兼并重组进程推进，行业集中度将逐步提高，行业龙头企业对区域市场的控制力将得到增强，水泥行业的淘汰落后产能和节能减排工作将继续推进，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇。

2. 房地产行业现状

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2009 年 12 月 9 日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。随着多轮房地产调控政策的陆续实施，房地产业景气度呈现持续震荡下滑的态势，尤其是 2011 年下半年，“新国八条”等一系列严厉的调控政策效果集中显现，国房景气指数大幅回落。2011 年 11 月开始，房地产开发综合景气指数继金融危机以来再次降至 100 点以下，且这一下行趋势持续到 2012 年 3 季度末。2012 年 10 月份开始，中国房地产市场呈现明显翘尾行情，国房景气指数明显回升，其中，房地产信贷环境逐步放松、部分城市调控政策继续微调、市场预期发生实质性转变等是支撑房地产行业基本面好转的主要因素。

为了防范房地产市场反弹，2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施。2013 年 3 月 1 日，中国政府网发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，要求人民银行当地分支机构根据价格控制目标和政策要求，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率。进一步完善现行住房限购措施；对执行住房限购和差别化住房信贷、税收等政策措施不到位、房价上涨过快的，要进行约谈和问责等。

从投资结构来看，在城市化迅速发展的背景下，作为居住用途的住宅仍是市场主导需求。但是受住宅市场调控影响，部分资金逐步向商业地产转移，商业地产成为楼市调控新政的受益者，办公楼和商业营业用房等商业地产投资呈高速增长态势。2013 年，房地产开发投资 86013.38 亿元，比上年增长 19.8%。其中，住宅投资 58950.76 亿元，增长 19.4%；办公楼投资 4652.45 亿元，增长 38.2%；商业营业用房投资 11945.00 亿元，增长 28.3%。从整体供应情况看，2013 年房地产市场整体呈快速上涨趋势，

商品房销售逐月增长，且增速较 2012 年大幅提高。2013 年，商品房销售面积 130550.59 万平方米，比上年增长 17.29%；其中，现房销售面积 31001.35 万平方米、期房销售面积 99549.24 万平方米。

2013 年商品房新开工面积 201207.84 万平方米，同比增长 13.48 个百分点；由于前两年快速增长的房地产项目 2013 年开始陆续、集中完工，全年商品房竣工面积累计 101434.99 万平方米，同比增长 2.01 个百分点；2013 年商品房施工面积增速上涨，全年商品房施工面积 665571.89 万平方米，同比增长 15.90 个百分点。

需求结构方面，2013 年办公楼销售保持较快增长势头均显著高于住宅和商业营业用房，办公楼销售 2883.35 万平方米，同比增长 27.92%；住宅销售同比增长 17.52%，商业营业用房同比增长 9.15%。总体看商业地产发展势头较好。

从整体需求情况看，2013 年房地产调控政策持续深化，在坚持了差别化的住房信贷、税收政策和限购措施这一主导政策的同时，房产税没有扩大试点范围和加大试点力度。2013 年底房地产市场持续回暖，城市住宅市场成交量同比增幅较高、重点城市房价普涨、土地市场量价齐升。2013 年全年商品房销售面积 130550.59 万平方米，较上年同期增长 17.29%。

2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38814.00 万平方米，比上年增长 8.80%，增速比 1-11 月份下降 1.10 个百分点；土地成交价款 9918.00 亿元，增长 33.90%，增速提高 2.40 个百分点。

2013 年，房地产开发企业到位资金 122122 亿元，比上年增长 26.5%，增速比 1-11 月份下降 1.1 个百分点，比 2012 年上涨 13.8 个百分点。其中，国内贷款 19673 亿元，增长 33.1%；利用外资 534 亿元，增长 32.8%；自筹资金 47425 亿元，增长 21.3%；其他资金 54491 亿元，增长 28.9%。在其他资金中，定金及预收款 34499 亿元，增长 29.9%；个人按揭贷款 14033 亿元，增长 33.3%。

总体上，2013 年房地产行业恢复较为明显，受到 2012 年 10 月份以来市场持续回暖影响，市场信心较强，房地产企业投资增长，全年住宅新开工等指标有明显提高，逐步转化为新建商品住宅供应以后，供需矛盾将出现一定的缓解。从房地产行业所处环境看，虽然政策调整较为频繁，但地方上既有收紧性调控出台，又有利于需求释放的政策放松。

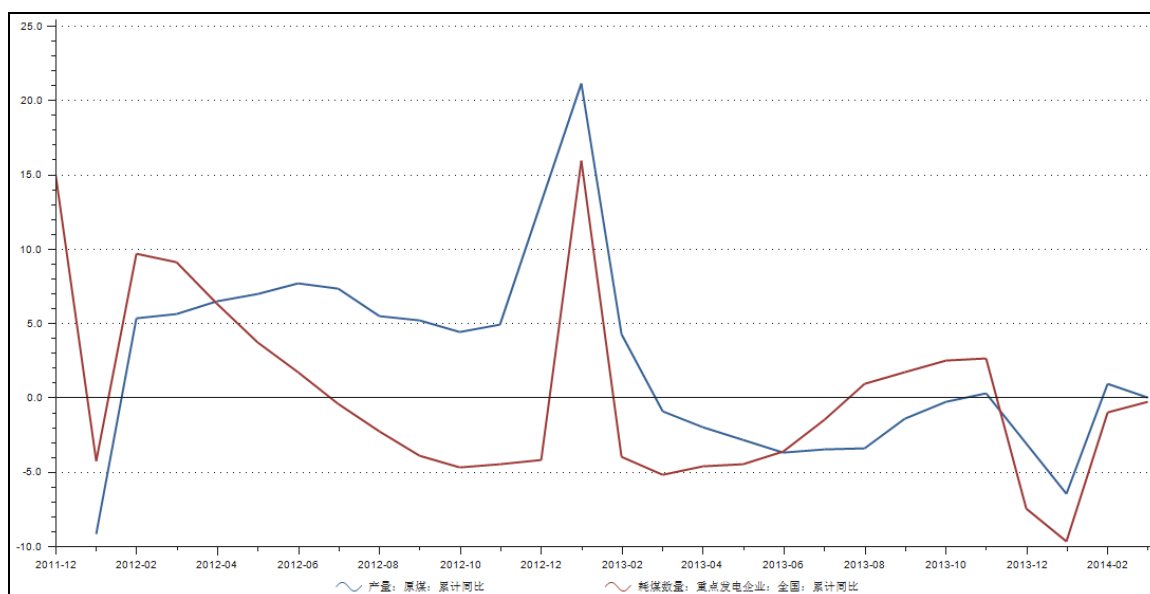
2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，部分地区房地产销售出现下滑，房地产市场较为疲软，而北上广深等一线城市，由于新增人口较多，房价相对平稳。由于不同区域房地产市场走势分化严重，针对不同城市，后续房地产市场可能呈现差异化分类调控趋势，对于房价涨幅大的一线和少数二线城市，调控仍从紧，并增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展；而对于房地产市场持续低迷的城市，在不突破调控底线的前提下，适当微调当地调控政策以促进需求释放。

3. 煤炭行业

行业供需

煤炭供需方面，2012 年全年，全国原煤产量累计同比增长均高于下游主要行业需求增速。2012 年全年重点发电企业月度耗煤量累计同比增速呈下行趋势，并在 2012 年 3 季度呈现同比负增长，但受前期在建产能大量投产影响，国内原煤产量累计同比增幅仍呈现稳定增长态势，在新增产能的投产压力下，煤炭行业供大于求格局逐步形成，并引发煤炭价格在 2012 年加速下行。在经历了 2012 年价格大幅下行后，部分高成本矿井阶段性停产或退出市场，在建矿井建设进度相应推后，2013 年国内原煤产量增速显著低于 2012 年，全年呈现产量累计同比负增长，但受制于下游需求不振，煤炭行业去产能化过程短期内仍将持续。

图1 2012年以来国内原煤产量与国内重点发电企业月度耗煤量累计同比变动



资料来源: 中国煤炭运销协会, 联合资信整理

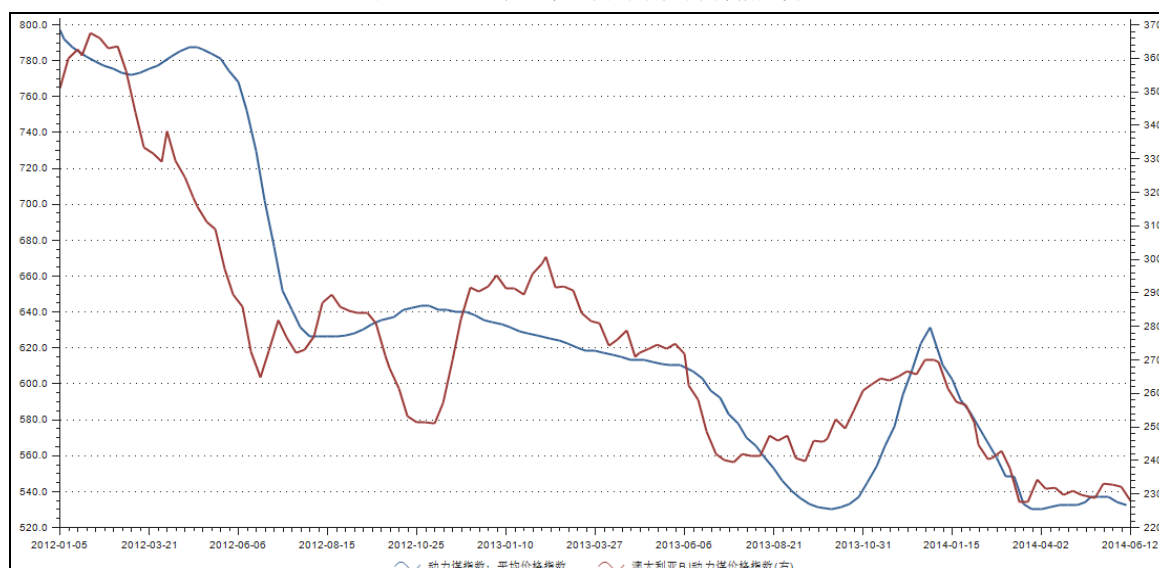
煤炭价格

煤炭价格方面, 剔除冬季供暖等季节性因素影响, 国内煤炭价格自2011年四季度起出现持续下行趋势, 2012年随着下游行业库存逐渐饱和, 煤炭价格下行速度加快。2013年受下游需求持续疲软影响, 煤炭价格持续下行, 但受

原煤产量增幅放缓影响, 煤炭价格快速下行态势得以遏制, 整体价格跌幅小于2012年跌幅。

国际价格方面, 受国际经济弱复苏影响, 国际煤炭价格近年呈持续下行趋势, 且国际煤炭价格下行时点稍早于国内价格, 国际国内市场煤炭价格联动趋势有一定程度增强。

图2 2012年至今国内外动力煤价格走势



资料来源: Choice 资讯

行业关注

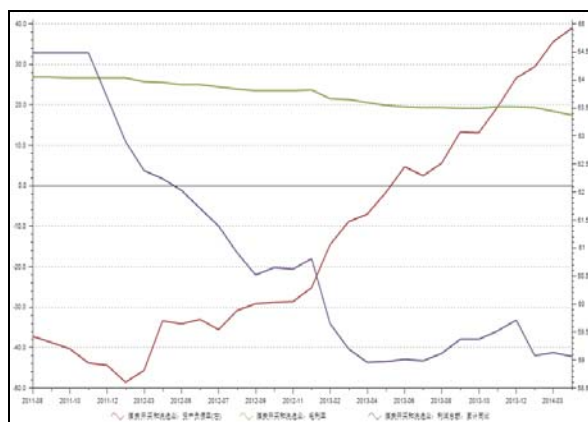
进口冲击

2010 年以来，随着美国“页岩气革命”的深化，美国能源结构出现重大调整，煤炭需求量显著下降，中国作为全球最大的煤炭消费国，成为世界主要煤炭生产国的重点出口贸易对象。2011 年四季度以来，受国际煤炭需求下滑影响，国际煤炭价格的大幅下跌，并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看，国内市场价格走势落后于国际市场 1~2 个月，呈现一定的滞后性。中国煤炭进口量占国内总需求量比例不足 10%，对国内煤炭市场的实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。2012 年国际煤价累计跌幅超过国内煤价，煤炭进口量快速上升，对国内煤炭供给形成一定挤出效应，部分生产成本低、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。

行业性亏损

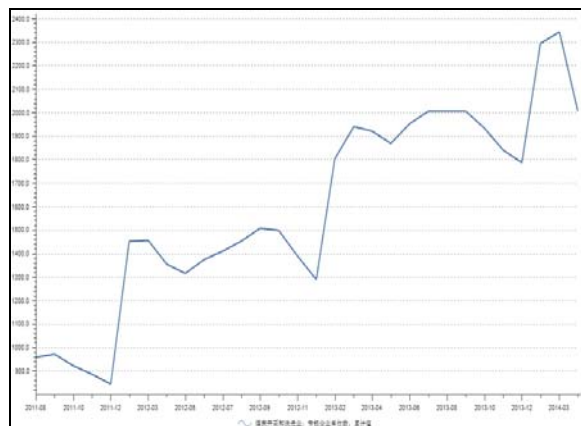
随着煤炭行业景气持续下滑，业内企业普遍出现资产负债率持续上升、毛利率持续下降，利润总额同比持续下滑情况。自 2012 年二季度起，全行业利润总额受此出现负增长，行业亏损面快速扩大，截至 2014 年 3 月，行业亏损企业累计达 2344 家，呈现全行业亏损态势，行业周期性风险突出。

图 3 全行业资产负债率、毛利率、利润总额变动情况



资料来源：国家统计局，联合资信整理

图 4 全行业亏损企业单位数累计值



资料来源：国家统计局，联合资信整理

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景长期向好。“十二五”期间，煤炭下游需求总体仍将保持上升趋势，但增幅将有所收窄，供给及存货上升与宏观经济增速放缓带来的需求疲弱将加剧行业波动，影响相关企业的盈利稳定性。

2013 年以来，煤炭行业景气趋势性下滑，出现全行业性亏损，行业周期性风险有所暴露。在盈利能力及经营性现金流恶化的背景下，业内企业普遍通过债务融资维持日常经营周转，但行业风险的上升也导致业内企业外部融资渠道趋紧，经营流动性风险上升，外部支持及外部融资渠道将成为判断煤炭企业风险的重要参考因素。

五、基础素质分析

公司是中国建材行业的大型骨干企业，是中国水泥行业国家政策重点支持的 12 家全国性大型水泥集团之一和东北地区最大的水泥生产企业，同时公司也是吉林省最大的房地产开发企业。

公司水泥业务在吉林省及黑龙江省具有比较明显的竞争优势，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，其中东北三省的占有率 20% 以上，东北地区市场占有率第一。公司在全国建材行

业中率先通过了ISO9001、ISO14001、OHSAS18001三大体系认证，公司水泥产品一直坚持严格的质量控制，质量高于国家标准，拥有较稳定的客户群。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”。

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

2013年，公司主营业务收入为130.58亿元，同比上升15.79%，主要是因为水泥板块与煤炭板块的回升。2013年公司水泥销售收入72.57亿元，同比上升8.88%，水泥板块的占比有所下降，占55.58%。房地产收入12.49亿元，同比下降25.88%；房地产的占比有所下降，占9.56%；医药收入9.28亿元，同比增长12.62%，占主营业务收入的比例下降为7.11%。煤炭板块收入20.32亿元，同比增长506.57%，快速增长原因

主要系2013年公司下属子公司东北亚能源有限公司（以下简称“东北亚能源”）煤炭贸易业务大幅增加所致。2011年~2012年水泥板块合计分别占主营业务收入的71.08%和59.10%，为公司支柱产业和主要收入来源，2013年，煤炭板块收入占比超过房地产板块收入，成为公司的第二大收入来源。2014年1~3月，公司实现主营业务收入26.61亿元，占2013年全年的20.38%。

毛利率方面，2013年公司整体毛利率为23.10%，比2012年下降了2.79个百分点，主要水泥和煤炭产业毛利率下降以及毛利率水平较低的煤炭产业占比上升所致；其中水泥的毛利率为25.14%，比2012年下降2.36个百分点；公司房地产项目毛利率波动较大，主要是受市场环境和拿地成本等因素影响。2014年1~3月，公司整体毛利率29.04%，比2013年提高了5.94个百分点，主要是因为水泥和房地产板块毛利率的提高。

跟踪期内，水泥板块收入有所增加，但受房地产调控影响，房地产板块收入有所下降，公司整体毛利率随水泥和煤炭板块毛利率下降而有所下降。

表1 公司主营业务收入与毛利率（单位：亿元、%）

业务板块	2011年			2012年			2013年			2014年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	81.48	71.08	33.99	66.65	59.10	27.50	72.57	55.58	25.14	7.70	28.93	30.94
房地产	7.33	6.40	32.52	16.85	14.94	22.61	12.49	9.56	25.20	7.02	26.38	39.41
医药	6.33	5.52	46.92	8.24	7.30	46.73	9.28	7.11	47.51	2.50	9.40	48.27
煤炭	5.33	4.65	39.27	3.35	2.97	15.38	20.32	15.56	8.06	5.02	18.85	7.25
其他	14.16	12.35	15.02	17.68	15.68	15.21	15.92	12.19	17.17	4.38	16.45	23.08
合计	114.63	100.00	32.51	112.77	100.00	25.89	130.58	100.00	23.10	26.61	100.00	29.04

资料来源：公司年报；

注：统计口径为内部往来抵销后数据；其他板块为商贸业务、热力供应、建筑施工和金融投资等

水泥业务

跟踪期内，公司水泥年产量有所上升，熟料大部分自用，部分外销；水泥板块业务收入整体有所上升。2013年公司水泥板块营业收入72.57亿元，同比有所增长；2014年一季度，该板块实现主营业务收入7.70亿元，占2013年全年的10.61%。

2013年，受市场需求回升的影响，公司水泥销量和熟料外销量分别较上年上升30.29%和26.66%；公司水泥销售价格同比下降10.78%，2014年一季度熟料的销售价格与2013年相比变化不大，水泥销售价格较2013年底有小幅下降。

2013年，公司收购辽宁中北水泥有限责任公司、辽宁交通水泥有限责任公司、辽宁富山

水泥有限公司和沈阳煤业集团黑牛沟采石有限公司等企业的部分及全部股权，公司的水泥、熟料在吉林、黑龙江和辽宁的竞争优势进一步增强。

表2 公司水泥板块销售情况

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
水泥产量（万吨）	1646.77	1314.10	1708.70	127.40
水泥销量（万吨）	1656.05	1307.60	1703.70	112.50
水泥售价（元/吨）	409.59	446.17	398.08	379.39
熟料产量（万吨）	1771.10	1334.60	1465.90	244.20
熟料外销（万吨）	583.36	304.20	385.30	80.60
熟料售价（元/吨）	354.89	349.70	304.48	296.38

资料来源：公司提供

总体看，受行业影响，水泥价格下降，毛利率下降。

房地产业务

跟踪期内，公司房地产板块 2013 年实现营业收入 12.49 亿元，同比下降 25.88%，主要是因为 2013 年，后续楼盘没达到预售状态，导致 2013 年销售面积较 2012 年有所下降，2014 年 1~3 月，公司房地产板块实现营业收入 7.02 亿

元，占 2013 年全年的 56.20%。2011~2013 年，公司房地产项目的平均售价变化不大，在 6500 元/平方米左右，2014 年 1~3 月，平均售价为 5900 元/平方米。

表3 公司房地产板块经营情况

	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
房地产开发完成投资（亿元）	14.49	26.7	21.00	5.00
房屋施工面积（万平方米）	79.72	155.82	157.00	101.00
房屋竣工面积（万平方米）	25.83	31.66	55.00	0.00
房屋销售面积（万平方米）	10.45	26.3	20.00	13.00
平均售价（万元/平方米）	0.66	0.65	0.65	0.59
新增土地储备面积（万平方米）	26.4	13.2	-	-

资料来源：公司提供

截至2014年3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、南京亚泰先锋青年公寓和亚泰桂花苑，目前未售比例都小于20%。在建但已开始销售项目有长春亚泰梧桐公馆、松原亚泰澜熙郡、沈阳亚泰城一期和海南亚泰温泉海岸项目，公司整体在建项目较为丰富。

表4 截至2014年3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
			2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月	
完工项目							
亚泰杏花苑	2001.3-2004.10	395252	1%	1%	4%	0.3%	6%
亚泰豪苑	2002.7-2004.7	28296	2%	2%	5%	0.0%	9%
亚泰鼎盛国际	2001.3-2005.12	42927	1%	0%	0%	0.0%	4%
亚泰樱花苑	2007.3-2009.7	250710	4%	2%	1%	0.4%	2%
南京亚泰先锋青年公寓	2008.8-2010.10	40541	7%	0.4%	1%	1%	17%
亚泰桂花苑	2009.4-2011.12	158146	26%	13%	3%	1%	4%
在建项目							
长春亚泰梧桐公馆	2011.3-2014.12	404378		45%	25%	7%	23%
长春亚泰兰海公馆	2013.8-2015.9	41710					100%
松原亚泰澜熙郡	2009.7-2014.10	343462	8%	12%	18%	6%	40%
沈阳亚泰城一期	2011.9-2014.12	188589				39%	61%
天津亚泰津澜项目	2012.5-2014.6	138040					100%
天津亚泰澜公馆	2012.3-2016.8	262743					100%
蓬莱亚泰兰海公馆	2012.5-2014.4	49541					100%
南京亚泰梧桐世家	2012.9-2016.8	323642					100%
海南亚泰温泉海岸	2011.7-2013.9	21721				3%	97%

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。

总体看，跟踪期内，公司房地产开发有所减缓，随着在建和新建项目的陆续完成，预计未来公司房地产板块收入将有所提升。

医药业务

公司医药板块经营主体为吉林亚泰制药股份有限公司、吉林大药房药业股份有限公司和吉林亚泰生物药业股份有限公司。2013年公司医药业务实现主营业务收入9.28亿元，毛利率47.51%；2014年1~3月，医药业务实现的营业收入和毛利润分别为2.50亿元和48.27%。

吉林亚泰制药股份有限公司核心产品参一胶囊是亚泰制药研制的拥有完全自主知识产权的中国第一个国家一类抗癌单体中药，其主要成分为人参皂甙Rg3，纯度达到95%以上。参一胶囊可显著提高化疗疗效、抑制肿瘤复发转移、延长患者生存期、改善生活质量。参一胶囊主要销售市场为吉林、辽宁、北京、天津、山东等省市综合性医院和肿瘤专科医院。

吉林大药房药业股份有限公司是吉林省内首家通过国家GSP认证的医药连锁零售企业，是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。公司拥有吉林省内400余家连锁店，是吉林省内规模最大的医药连锁零售企业。

吉林亚泰生物药业股份有限公司是以生产生物制品、生化药品为主的高新技术企业。现有产品人用狂犬病疫苗和新型免疫调节剂等产品。

2013年，公司先后成立了吉林省浩泰生物制品经销有限公司、吉林亚泰康派保健品有限公司，丰富了产品品种结构，提高了公司医药板块抗风险能力。

煤炭业务

公司煤炭业务主要是为水泥主业提供稳定的燃料来源。近年来，公司在已有的煤炭业务之上，大力发展煤炭贸易，跟踪期内，由于2013年，由于公司子公司东北亚能源煤炭贸易量大幅增长，公司煤炭板块收入迅速提高，成为公司主要收入来源之一。

总体看，跟踪期内，公司大力发展煤炭贸易业务，提升了公司的主营业务收入，但由于板块毛利率较低，一定程度上拉低了公司整体毛利率。

其他业务

公司其他业务主要包括土地一级整理业务和人工岛建设项目，2013年，公司土地一级整理主要项目包括：子公司海南亚泰兰海投资集团有限公司与蓬莱市人民政府合作开发蓬莱市沙河西片区、子公司吉林亚泰莲花山投资管理有限公司与长春莲花山生态旅游度假区管委会合作对长春莲花山生态旅游度假区进行土地一级开发、孙公司兰海泉洲水城（天津）发展有限公司与天津市武清区土地整理中心签订的对天津泉洲水城项目土地一级开发。截至2013年底，公司对上述项目共累计支付土地一级整理资金53.38亿元，计入其他流动资产科目。

公司人工岛项目规划用海770亩，形成土地631亩，其中可出让建设用地536.4亩，预计2015年底出让。项目计划总投资11.45亿元，实现土地出让总收入23.10亿元，净利润2.61亿元。2013年，公司孙公司三亚六道湾发展有限公司已发生人工岛子项目建设支出6.39亿元，计入其他流动资产科目。

总体看，公司土地一级整理业务占用资金较多，回款年限较长，对公司资金有较大占用。

八、财务分析

公司提供的2011~2013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。公司提供的2014年一季度财务数据未经审计。

2013年，公司合并范围较2012年底增加15家子公司，主要是通过增资、收购和设立新公司取得，影响较大的有吉林亚泰集团建材投资有限公司和吉林亚泰集团医药投资有限公司等公司，减少2家子公司。整体看，跟踪期内，公司合并范围变动导致合并报表所有者权益增加

15.68亿元，净利润为0.11亿元，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

2013年公司水泥板块收入有所上升，煤炭板块增长迅猛，导致公司营业收入较2012年同比上升15.68%，为134.48亿元；同期，公司营业成本同比增长19.48%。2014年1~3月，公司实现营业收入26.74亿元，较上年同期增长27.04%。

2013年公司期间费用合计30.62亿元，同比增长8.89%，销售费用、管理费用和财务费用均有所增长。2013年期间费用占营业收入比重的22.77%，较2012年下降1.42个百分点，公司对期间费用的控制仍有待加强。

2013年，公司获得投资收益4.15亿元，比2012年减少0.36亿元，主要系2013年公司取得东北证券股份有限公司、吉林银行股份有限公司等公司长期股权投资按照权益法核算后所产生的投资收益。

2013年公司资产减值损失0.81亿元，比2012年减少0.18亿元，其中坏账损失0.56亿元，无形资产减值损失0.20亿元。

2013年，公司实现营业外收入4.10亿元，以综合利用三废增值税退税和政府补助为主，其中政府补助主要为扶持基金。2013年非经常性损益对公司利润总额影响较大。

2013年，公司实现利润总额4.95亿元，同比下降31.06%。

从盈利指标看，跟踪期内，受盈利规模下降影响，2013年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为21.55%、3.05%和1.89%，同比均有不同幅度的下降。

2014年1~3月，公司实现营业收入26.74亿元，同比增长27.15%，实现利润总额1.14亿元，同比基本不变；同期，公司整体营业利润率下降至25.07%，较去年同期有小幅下降。

总体看，跟踪期内，公司收入快速增长，但由于营业成本增长过快，营业利润有所下降；

期间费用对公司利润形成较大侵蚀，但非经常性损益对公司利润贡献大。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013年公司销售商品、提供劳务收到的现金为144.32亿元，同比增长3.28%，实现经营活动产生的现金流入量187.15亿元，同比增长15.83%。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年公司支付的其他与经营活动有关的现金为43.34亿元，同比增长10.14%，主要系兰海泉州水城（天津）发展有限公司合并前发生部分未抵消款16.13亿元及与长春市元通汽车零部件制造有限公司等公司往来所致。经营活动产生的现金流量净额-15.28亿元。2013年公司现金收入比为107.31%，收入获现能力有所下降。

从投资活动来看，2013年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、无形资产等支付的现金等。2013年公司投资活动产生的现金流量净额为-6.08亿元。

公司筹资方式主要为借款筹资与发行债券筹资。随着公司有息债务规模的增长，偿还债务支付的现金上升。2013年，公司筹资活动现金流量净额24.74亿元，同比下降56.07%，主要是因为偿还债务支付的现金快速增长所致。总体看，公司外部融资需求较大。

2014年1~3月公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流量净额分别为28.07亿元和-4.96亿元。2014年1~3月，投资活动产生的现金流量净额为-1.10亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.52亿元。

总体看，跟踪期内，经营持续净流出，但由于往来净流出减少导致经营活动净流出规模有所收窄，虽对外投资规模有所减少，但外部融资需求仍保持在较大水平。

3. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司资产总额 488.39 亿元，同比增长 12.92%，其中流动资产合计占 52.39%，非流动资产合计占 47.61%。

2013 年公司流动资产同比增长 12.54%，主要源于存货和其他流动资产的增长，其中其他流动资产增加主要是公司孙公司三亚六道湾发展有限公司支付人工岛项目的后续建设资金，及公司孙公司兰海泉州水城（天津）发展有限公司、子公司海南亚泰兰海投资集团有限公司、子公司吉林亚泰莲花山投资管理有限公司支付土地一级开发资金所致。截至 2013 年底，公司流动资产合计 255.85 亿元，其中货币资金、存货和其他流动资产占比较大。

截至 2013 年底，公司货币资金 48.07 亿元，其中人民币资金占 91.99%，受限资金 16.29 亿元，同比下降 52.92%，主要是因为公司结算方式改变，减少了银行承兑汇票结算，导致保证金减少。

截至 2013 年底，公司应收账款余额 17.74 亿元，同比增长 65.33%，主要是因为公司子公司亚泰东北亚能源有限公司本年度贸易额增加及水泥产业本期增加对大客户的赊销所致。从账龄结构看，1 年以内占 81.53%，1~2 年占 11.27%；从集中度看，前 5 名客户应收账款占比为 20.07%，集中度一般。截至 2013 年底，公司已计提应收账款坏账准备 1.65 亿元，计提比例 8.51%，计提较为充分。

截至 2013 年底，公司存货账面价值 90.02 亿元，同比增长 18.49%，主要是库存商品增加与公司新增房地产开发项目使开发成本增加。存货中原材料占 13.72%，开发成本占 63.87%。2013 年底，公司计提存货跌价准备 0.03 亿元，其中对原材料和库存商品的计提分别占 83.36% 和 16.64%，主要是对长期积压的原材料和库存商品进行计提。

截至 2013 年底，公司预付款项 18.27 亿元，同比大幅下降 52.43%，主要为预付土地款、石料款、拆迁款与工程款等。

截至 2013 年底公司非流动资产 232.54 亿元，主要由固定资产、长期股权投资、在建工程、无形资产和商誉构成。2013 年公司非流动资产同比增长 13.34%，主要由固定资产、无形资产与商誉增长所致。

截至 2013 年底，公司固定资产账面价值 131.08 亿元，其中以房屋及建筑物（占 53.39%）和通用机器设备（占 37.54%）为主，同比增加 26.42%。2013 年底，公司对固定资产计提累计折旧 11.57 亿元。

截至 2013 年底，公司长期股权投资 43.32 亿元，同比下降 10.02%，主要系东北证券股份有限公司、吉林银行股份有限公司等企业的投资，长期股权投资中，按照权益法核算的占 99.99%。

截至 2013 年底，公司在建工程账面价值 6.00 亿元，较上年减少 66.97%，主要是因为：子公司科尔沁左翼中旗宝龙山金田矿业有限公司煤矿矿建工程本期完工转入固定资产 8.44 亿元；子公司五指山雨林度假酒店有限公司建设的亚泰五指山雨林度假酒店工程本期完工转入固定资产 2.90 亿元；子公司双鸭山亚泰煤业有限公司三矿改扩建工程完工转入固定资产 4.35 亿元；吉林亚泰鼎鹿水泥有限公司农安分公司扩建工程--150 万 t/a 技术改造项目完工转入固定资产 1.40 亿元。

截至 2013 年底，公司无形资产账面价值 26.21 亿元，同比增长 25.36%，主要是因为公司矿权（占 43.27%）和土地使用权（占 56.35%）的增加所致。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 488.91 亿元，较 2013 年底增长 0.10%，资产构成中，流动资产占 51.87%，非流动资产占 48.13%，与上年底相比变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产质量尚可。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益为 120.46 亿元，同比增长 3.86%，主要是因为少数股东权益的增长。其中股本占 15.73%、资本公积

占 28.18%、盈余公积占 2.87%、未分配利润占 19.79%；其中归属于母公司所有者权益占 69.31%，少数股东权益占 33.29%。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 121.77 亿元，较 2013 年底增长 1.09%，其构成与 2013 年基本相同。总体看，公司实收资本和资本公积占比较大，所有者权益稳定性较好。

负债

截至2013年底，公司负债总额367.93亿元，其中流动负债占72.74%，非流动负债27.26%。负债总额同比增长16.24%，主要是因为应付账款、预收账款、一年内到期的非流动负债和应付债券的增长。2014年3月底，公司负债总额367.14亿元，较2013年底减少0.21%，流动负债占71.41%，非流动负债占28.59%，其构成与2013年基本相同。

债务结构方面，截至2013年底，公司有息债务合计302.23亿元，其中短期债务占67.33%，长期债务占32.67%，债务结构仍有待改善。2013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75.33%、71.50%和45.04%，公司债务规模不断增长，债务负担趋重。

截至2014年3月底，公司全部债务301.00亿元，较2013年底下降0.41%；其中短期债务占比67.49%，长期债务占比32.51%，债务结构较2013年有所改善。2014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分别为75.09%、71.20%和44.56%，债务负担基本保持稳定。

总体看，跟踪期内，公司有息债务有所增长，债务负担重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年底公司流动比率和速动比率分别为95.60%和61.96%，与上年相比，流动比率与速动比率有所下降；2014年3月底，流动比率与速动比率分别96.72%与61.91%。受经营性现金净流量上升影响，2013

年，经营现金流流动负债比为-5.71%。总体看，公司存在很大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2013年公司EBITDA为28.36亿元，同比增长11.17%；EBITDA利息倍数从2012年的2.29倍上升至2.67倍；全部债务/EBITDA倍数从2012年的10.78倍下降至10.66倍。总体看，公司整体偿债能力一般。

公司于2011年11月25日发行五年期14亿元中期票据“11亚泰MTN2”。

公司2013年经营活动现金流入量为187.15亿元，为“11亚泰MTN2”发行总额度14亿元的13.37倍，经营活动现金流入量对债券覆盖程度好。2013年公司经营活动现金流净额为负，对存续期债券无保护。2013年公司EBITDA为28.36亿元，“11亚泰MTN2”发行额度的2.03倍，对存续期内债券覆盖程度好。

截至2014年3月底，公司及控股子公司对外担保金额累计为5.00亿元，占2014年3月底公司净资产的4.11%。

公司与各家银行保持合作关系。截至2014年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为332.00亿元，已使用额度为293.80亿元，尚未使用的额度为38.20亿元。公司为境内A股上市公司，具备直接融资渠道，间接融资渠道有待拓宽。

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2014年3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特点，以及所处水泥和房地产行业发展前景、经济运行情况的综合判断，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确定维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望由稳定调整为负面，并维持“11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 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	57.86	67.31	54.78	51.43
资产总额(亿元)	339.77	432.50	488.39	488.91
所有者权益(亿元)	107.86	115.99	120.46	121.77
短期债务(亿元)	127.55	196.00	203.50	203.14
长期债务(亿元)	57.29	78.90	98.73	97.86
全部债务(亿元)	184.84	274.90	302.23	301.00
营业收入(亿元)	117.00	116.25	134.48	26.74
利润总额(亿元)	14.68	7.18	4.95	1.14
EBITDA(亿元)	29.53	25.51	28.36	--
经营性净现金流(亿元)	15.16	-42.43	-15.28	-4.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.08	7.73	5.50	--
存货周转次数(次)	1.38	1.13	1.14	--
总资产周转次数(次)	0.34	0.27	0.28	--
现金收入比(%)	115.65	120.20	107.31	105.00
营业利润率(%)	30.31	23.55	21.55	25.07
总资本收益率(%)	6.48	4.08	3.05	--
净资产收益率(%)	9.94	4.13	1.89	--
长期债务资本化比率(%)	34.69	40.48	45.04	44.56
全部债务资本化比率(%)	63.15	70.33	71.50	71.20
资产负债率(%)	68.25	73.18	75.33	75.09
流动比率(%)	101.60	96.66	95.60	96.72
速动比率(%)	68.57	64.36	61.96	61.91
经营现金流动负债比(%)	8.73	-18.04	-5.71	
EBITDA 利息倍数(倍)	3.58	2.29	2.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	10.78	10.66	--

注：公司 2014 年一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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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%
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。