

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1967 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,评级展望由负面调整为稳定,并维持其“11亚泰MTN2”的信用等级为AA。

特此公告。



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：负面

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：2015 年 9 月 8 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
现金类资产(亿元)	67.31	54.78	69.34	78.74
资产总额(亿元)	432.50	488.39	534.12	549.51
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	115.99	120.46	120.91	146.07
短期债务(亿元)	196.00	203.50	233.78	254.38
全部债务(亿元)	274.90	302.23	347.95	341.92
营业收入(亿元)	116.25	134.48	144.55	52.63
EBITDA(亿元)	25.51	28.36	28.40	--
经营性净现金流(亿元)	-42.43	-15.28	-59.80	1.81
营业利润率(%)	23.55	21.55	20.98	19.88
净资产收益率(%)	4.13	1.89	1.37	--
资产负债率(%)	73.18	75.33	77.36	73.42
全部债务资本化比率(%)	70.33	71.50	74.21	70.07
流动比率(%)	96.66	95.60	99.85	97.96
全部债务/EBITDA(倍)	10.78	10.66	12.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.43	2.67	1.93	--
经营现金流/全部债务(%)	-18.04	-5.71	-20.17	--

注：公司 2015 年上半年财务数据未经审计。

分析师

孙晨歌 车 驰

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，公司房地产板块收入增幅大，医药板块收入稳定增长，公司多元化经营模式发展迅速。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司营业利润率下降，债务负担重，短期支付压力大，以及公司期间费用持续增加等因素对公司经营及发展带来一定不利影响。

公司在东北地区市场地位显著，但水泥行业整体景气度低迷在短期内难以得到快速改善，公司仍面临较大的经营压力。2015 年上半年，随着非公开发行股票完成，公司的资本结构相应改善，偿债压力下降，公司整体抗风险能力有所增强。

综上所述，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望调整为稳定，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，具备良好的规模优势。
2. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对待偿还债券的覆盖程度较高。
3. 2015 年上半年非公开发行股票的完成，有效缓解公司的资金压力，改善公司的资本结构。

关注

1. 跟踪期内公司水泥销售均价持续下降，企业经营压力大。
2. 公司土地一级整理业务对资金形成占用，后期回款年限长且土地出让金受市场影响波动较大。

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“11亚泰MTN2”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2015年3月底，公司股本为18.95亿元，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%。2015年4月22日，公司通过非公开发行人民币普通股70521.37万股，共募集资金28.92亿元，其中7.05亿元用于增加注册资本，21.87亿元用于增加资本公积，截至2015年6月30日，公司股本26.00亿元。

公司以水泥、房地产为支柱产业，下设董事会办公室、发展规划部、综合计划部、人力资源部、财务资产部、法律部等17个管理职能部门。

截至2014年底，公司合并资产总额为534.12亿元，所有者权益合计为120.91亿元（含

少数股东权益39.35亿元）。2014年，公司实现营业收入144.55亿元，利润总额3.66亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额为549.51亿元，所有者权益合计为146.07亿元（含少数股东权益28.26亿元）。2015年1~6月，公司实现营业收入52.63亿元，利润总额-0.75亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

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

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增

加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

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

四、行业分析

1. 水泥行业

行业概况

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

根据国家统计局数据，2014 年全年水泥产量为 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，增速显著放缓，是自 1991 年以来的历史最低增速。

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的 30% 和 25%。2012 年以来，中国固定资产投资增速有所下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速有所下降，中国水泥需求出现阶段性转弱。基础设施建设是水泥需求的主要动力，其中，交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，以及电力、燃气和水的生产和供应业是对水泥需求拉动最直接的行业，2014 年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为 11.22 万亿元，同比增长 19.93%，较 2013 年增速下降 1.25 个百分点。

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

表 1 2014 年分地区投资完成增速情况（单位：%）

地区	固定资产投资	房地产投资
全国	15.70	10.50
华北	13.32	9.41
东北	2.89	-17.73
华东	16.09	13.79
中南	18.04	16.21
西南	16.93	15.85
西北	19.18	11.49

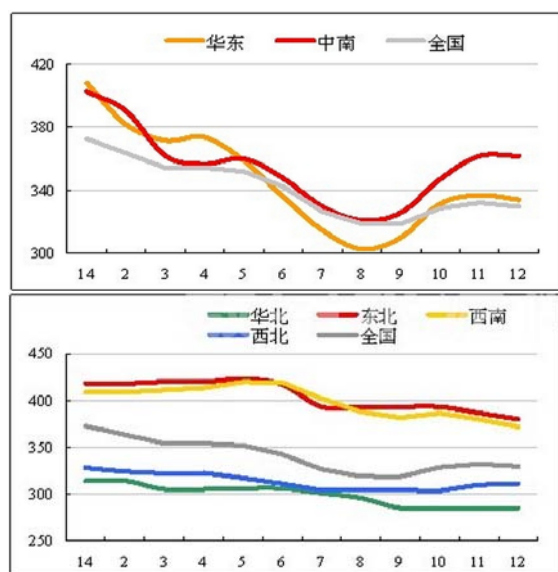
资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

从区域来看，投资区域分化依然明显，东北和华北固定资产投资增速明显低于全国增速；中南、西南和华东均高于全国增速；西北固定资产投资增速最高，高于全国增速近 4 个百分点。

2014 年房地产投资呈现出南高北低的特点，北部：东北房产投资表现为负增长，华北低于全国，西北略高于全国；南部：中南、西南和华东均高于全国。

2014 年全国水泥投资完成 1080 亿元，同比下降 19%，是继 2011 年的大幅下滑后，水泥投资连续 4 年下降。受政策和需求减弱以及当前资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。据中国水泥协会统计，2014 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 54 条，合计年度新增熟料产能 7030 万吨，比 2013 年新增减少 2400 万吨。截至 2014 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1758 条（含部分已停产但未拆项目），设计熟料产能达 17.7 亿吨，累计产能比上年增长 4%；但由于 2014 年的整体需求形势差于预期，仅增长 2% 左右，使得产能增长又一次快于需求增长，造成供需形势更加严峻。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。

图 1 2014 年六大区域 P.O42.5 价格走势（单位：元/吨）



资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

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

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

行业经济效益

根据国家统计局统计数据，2014 年，水泥全行业利润总额达 780 亿元，比 2013 年增长 1.8%。从月度看，利润同比增长表现出“前高后低”的特点。主要是由于 2013 年下半年价格“翘尾”明显，而 2014 年下半年价格以下跌为主，水泥行业盈利能力较去年同期下降。4~7 月份，虽水泥产品价格持续下跌，但成本端煤炭价格跌幅更大（煤炭均价同降 12%），单月盈利能力始终高于去年同期。9 月进入旺季，价格环升，但上升幅度不及 2013 年同期，盈利能力同比下降。12 月上中旬，库存高需求弱促水泥价格下滑，行业盈利能力 11 月起持续环比下降。

从区域来看,盈利水平南北分化愈加明显。盈利能力南部强于北部,华东、中南和西南地区持续保持较好的利润增长趋势。然而,华北、东北和西北三个地区区域景气度差,产能过剩、需求负增,产品价格降幅大,利润比去年有较大幅度的下滑。根据数字水泥网统计显示,华北五省的利润率均列全国倒数,山西、北京地区更是全行业亏损。

造成中国北方地区利润走低的主要原因:

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

2015年一季度水泥市场需求弱势开局,累计生产水泥4.28亿吨,同比2014年一季度下降3.4%,是本世纪以来首次在一季度出现负增长的年份。固定资产、房地产投资双双回落,尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓,投资失速致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧。

2015年一季度,水泥市场价格行情呈现逐月走低态势。据中国水泥协会数字水泥网监测数据显示,今年一季度国内水泥市场成交价为298元/吨(全品种含税落地价),降幅为13.5%,创下近7年以来同期新低。

多重因素叠加导致水泥价格深度下跌:一是,一季度水泥行业传统淡季,价格环比上年四季度均会有所回落,加之2015年开局便遭遇持续雨雪天气,对市场成交产生一定阻碍;二

是,固定资产、房地产投资双双回落,尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓,致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧;三是,大部分区域下游搅拌站上年度回款率只有50%左右,驱使2015年资金状况更加紧张,普遍不急开工;四是,西南和西北地区因新增产能释放影响,价格高位回落带动全国均价大幅下滑;五是,由于2014年四季度市场表现旺季不旺,行业对2015年一季度已有较差预期,为稳定行业效益,在中国水泥协会和地方水泥协会的引导下,从南到北实施了大面积的错峰停产措施。此外,煤炭价格不断走低,成本下降也为水泥价格下调腾出空间。受上述因素影响,全国各大区域水泥和熟料价格无一例外全线下跌。

量价齐跌,行业盈利堪忧,根据国家统计局统计,2015年前2个月,中国水泥行业累计实现利润仅为0.78亿元,同比去年大幅下滑97%。效益大幅下滑,主要是2015年1、2月份水泥价格延续了2014年底的水泥价格走低影响。从近10年来看,前2个月利润走势来看,目前已经是较差水平,仅次于2006年。从区域来看,表现为北方亏损加大,南方盈利收窄。前2个月是北方省份是行业最淡季节,大部分地区下游基本处于停工状态,如往年一样,华北、东北、西北整体亏损,但2015年亏损额比2014年进一步拉大,2015年前两个月北方省份总体亏损超过44亿元(去年亏损38亿元)。其中,亏损额最大的是河北省,整体亏损25亿元。4月份随着市场需求逐步恢复,利润有望小幅回升。预计上半年行业效益仍较为严峻。

行业政策

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

产购买、出售、置换行为审批（构成借壳上市的除外）等。

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

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

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

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。

行业发展

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

长期看，伴随新建产能扩张趋缓和落后产能的逐渐退出，水泥行业供需失衡的局面将有

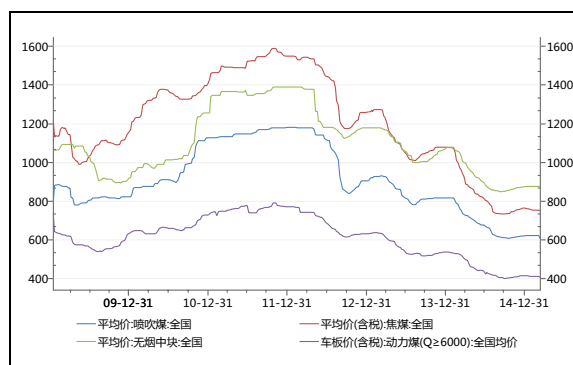
望得到缓解，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇，进而大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。但是未来相当一段时间内，北方地区水泥行业供需关系难以得到根本改善，景气度持续低迷，盈利形势面临较大的短期压力。此外，随着新环保法的实施，为应对高标准的环保要求，水泥行业存在整体行业利润降低的可能性。

2. 煤炭行业

行业概况

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

图2 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

据 WIND 资讯统计,截至 2015 年 3 月 13 日,全国喷吹煤、焦煤、无烟煤(中块)及动力煤(Q≥6000)均价分别为 605 元/吨、749 元/吨、877 元/吨和 407 元/吨,同比分别下跌 19.44%、21.98%、15.02%和 22.03%,较 2013 年同期分别下跌 34.95%、41.07%、25.30%和 35.60%,较 2012 年同期分别下跌 48.64%、51.46%、36.54%和 45.22%。

行业政策

2014 年 9 月 29 日,国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革,会议决定,在做好清费工作的基础上,从 2014 年 12 月 1 日起,在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征,税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求,停止征收煤炭价格调节基金,取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等,严肃查处违规收费行为,确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下,煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限,资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担,从而进一步加重煤企的成本压力,但商品煤终端价格上升幅度有限,预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后,煤企的税费负担已经有所下降,为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期,业内企业出现持续大面积亏损,大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象,煤企内部成本控制空间已极为有限,为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行,在完善清费工作的基础上,各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内,资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看,资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制,促进资源合理利用,对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时,清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理,避免行业内收费乱象,引导行业健康发展,税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

3. 房地产行业

2014 年中国房地产市场步入调整期,各地商品住宅库存量高企,对市场预期的转变进一步影响新开工节奏,房地产投资增速明显下滑。在此背景下,中央政策以“稳”为主,更关注民生保障和长效机制顶层设计,通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求,稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整,加速房地产市场化转型;限购、限贷手段逐步退出,并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入 2014 年,房地产行业外部大环境正在酝酿变化,众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显,土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度,如利率汇率的决定、投融资制度等的改革,都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷。其中,房地产开发方面,2014 年,全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元,同比增长 10.5%,增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中,住宅投资 6.4 万亿元,增长 9.2%,增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点;办公楼投资 0.6 万亿元,增长 21.3%,增速较 2013 年回落 16.9 个百分点;商业营业用房投资 1.4 万亿元,增长 20.1%,增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年,全国房屋新开工面积同比持续下降,全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米,同比下降 10.7%,其中,住宅新开工面积 12.5 亿平方米,同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米,同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米,同比增长 5.9%。房地产销售方面,全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年,全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米,同比下降 7.6%,销售额为 7.6 万亿元,同比下降 6.3%。分物业来看,仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米,同比下降 9.1%,销售额为 6.2 万亿元,同比下降

7.8%；办公楼销售面积为 2498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8906 亿元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年

末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014

年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11 月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

总体看，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，全国房地产市场整体呈现降温趋势。

在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

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。公司在中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，翟怀宇先生、秦音女士分别辞去公司第十届监事会监事职务，徐德复先生辞去公司副总裁职务，张国栋先生辞去公司副总

裁、总工程师职务，田奎武先生辞去公司董事会秘书职务，秦音女士辞去公司证券事务代表职务，张宝谦先生辞去公司监事会主席及监事职务，聘任翟怀宇先生、王友春先生为公司副总裁，秦音女士为公司董事会秘书，张绍冬女士为公司证券事务代表；选举姜余民先生为公司第十届监事会主席，于来富先生为公司第十届监事会副主席。

跟踪期内，公司治理结构等方面无重大变化。

七、经营分析

2014年，公司主营业务收入为141.82亿元，同比上升8.61%，主要是因为房地产板块收入的快速增长所致。2014年公司建材销售收入70.55亿元，同比下降2.78%，建材板块的占比有所下降，占49.75%。房地产收入23.37亿元，同比大幅上升87.11%；房地产的占比有所上升，占16.48%；医药收入10.37亿元，同比增长11.75%，

占主营业务收入的比例上升为7.31%。煤炭板块收入20.61亿元，同比增长1.42%。2015年1~6月，公司实现主营业务收入51.60亿元，受水泥行业不景气影响，公司建材板块收入同比下降40.12%，导致公司主营业务收入同比下降21.79%。

毛利率方面，2014年公司整体毛利率为22.61%，比2013年下降了0.49个百分点，主要系占比较高的建材和房地产板块毛利率下降所致，其中建材板块的毛利率为24.63%，比2013年下降0.51个百分点；公司房地产项目毛利率2014年为21.76%，较2013年的25.20%下降3.44个百分点，主要是受市场环境和拿地成本等因素影响。2015年1~6月，公司整体毛利率21.45%，比2014年降低了1.16个百分点，主要系建材板块、房地产板块和煤炭板块业务的毛利率进一步下降所致。

总体上，跟踪期内，公司房地产板块收入大幅上升，受建材板块和房地产板块的毛利率下降所致，公司整体毛利率有所下降。

表2 公司主营业务收入与毛利率（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 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
建材	66.65	59.10	27.50	72.57	55.58	25.14	70.55	49.75	24.63	16.54	32.05	21.03
房地产	16.85	14.94	22.61	12.49	9.56	25.20	23.37	16.48	21.76	10.28	19.92	13.78
医药	8.24	7.30	46.73	9.28	7.11	47.51	10.37	7.31	43.51	6.92	13.41	50.18
煤炭	3.35	2.97	15.38	20.32	15.56	8.06	20.61	14.53	9.03	10.20	19.77	3.96
其他	17.68	15.68	15.21	15.92	12.19	17.17	16.92	11.93	19.07	7.66	14.85	29.98
合计	112.77	100.00	25.89	130.58	100.00	23.10	141.82	100.00	22.61	51.60	100.00	21.45

资料来源：公司提供

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。

建材业务

公司的建材业务主要为水泥的生产和销售，跟踪期内，公司水泥年产量有所下降，熟料大部分自用，部分外销；建材板块业务收入整体有所下降。2014年公司建材板块营业收入70.55亿元，同比有所下降；2015年上半年，该板块实现主营业务收入16.54亿元，同比下降40.12%。

2014年，受行业持续低迷的影响，公司水泥销量较上年下降5.67%；公司水泥销售价格同

比下降9.17%。2015年上半年，公司水泥产量494.50万吨，同比有所下降，主要系由于一季度公司水泥产品按照落实国家节能减排和化解产能过剩政策的要求，组织开展错峰生产导致上半年整体产量下降，2015年上半年熟料的销售价格与2014年相比有所下降，水泥销售价格较2014年底进一步下降。

表3 公司水泥板块销售情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
-----	--------	--------	--------	--------------

水泥产量（万吨）	1314.10	1708.70	1625.70	494.50
水泥销量（万吨）	1307.60	1703.70	1607.10	448.40
水泥售价（元/吨）	446.17	398.08	361.57	324.33
熟料产量（万吨）	1334.60	1465.90	1614.20	488.60
熟料外销（万吨）	304.20	385.30	450.30	163.50
熟料售价（元/吨）	349.70	304.48	266.79	234.99

资料来源：公司提供

总体看，受行业影响，水泥销量和价格快速下降，整体毛利率持续下降。

房地产业务

跟踪期内，公司房地产板块 2014 年实现营业收入 23.37 亿元，同比增长 87.11%，主要是 2014 年公司的楼盘大多完工并达到销售状态，导致 2014 年房屋销售面积较 2013 年有大幅提升，2015 年 1~6 月，公司房地产板块实现营业收入 10.28 亿元，同比下降 20.47%。2014 年，公司房屋平均售价有所降低，为 6000 元/平方米。2015 年 1~6 月，平均售价为 6700 元/平方米，平均售价上升主要系 2015 年上半年公司销售的房型部分为高端户型，均价较高，2015 年上半年房地产板块毛利率较 2014 年底有所下

降，主要原因系高端户型建设成本较高所致。

表4 公司房地产板块经营情况

	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~6 月
房地产开发完成投资（亿元）	26.70	21.00	24.50	10.00
房屋施工面积（万平方米）	155.82	157.00	100.95	90.61
房屋竣工面积（万平方米）	26.60	31.89	43.38	20.52
房屋销售面积（万平方米）	26.30	19.60	36.90	15.90
平均售价（万元/平方米）	0.65	0.65	0.60	0.67
新增土地储备面积（万平方米）	25.00	2.00	7.00	--

资料来源：公司提供

截至2015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5 截至2015年3月底公司未售完房地产项目

项目名称	预计建设期 (年/月~年/月)	总规划面积 (平方米)	年销售进度				未售比例
			2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月	
完工项目							
亚泰杏花苑	2001.3-2004.10	395252	1%	1%	1%	0.24%	3%
亚泰豪苑	2002.7-2004.7	28296	2%	2%	--	--	1%
亚泰鼎盛国际	2001.3-2005.12	42927	1%	0%	0%	--	4%
亚泰樱花苑	2007.3-2009.7	250710	4%	2%	2%	0.05%	0.45%
南京亚泰先锋青年公寓	2008.8-2010.10	40541	26%	13%	2%	--	7%
亚泰桂花苑	2009.4-2011.12	158146	1%	1%	1%	0.87%	2%
在建项目							
长春亚泰梧桐公馆	2011.3-2014.12	404378	45%	25%	17%	3%	10%
长春亚泰兰海公馆	2013.8-2015.9	41710	--	--	--	--	--
松原亚泰澜熙郡	2009.7-2014.10	343462	12%	18%	22%	8%	16%
沈阳亚泰城一期	2011.9-2013.12	209996	--	--	39%	2%	59%
沈阳亚泰城二期	2012.9-2019.12	329482	--	--	7%	11%	82%
天津亚泰津澜项目	2012.5-2014.6	138040	--	--	--	18%	82%
天津亚泰澜公馆	2012.3-2016.8	262743	--	--	9%	7%	84%
蓬莱亚泰兰海公馆	2012.5-2014.4	49541	--	--	24%	2%	74%
南京亚泰梧桐世家	2012.9-2016.8	323642	--	--	23%	9%	69%
海南亚泰温泉海岸	2011.7-2013.9	21721	--	10%	2%	5%	83%

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，公司房地产开发板块收入大幅增长，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。2014年公司医药业务实现主营业务收入10.37亿元，毛利率43.51%；2015年1~6月，医药业务实现的营业收入和毛利率分别为6.92亿元和50.18%。

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。

2014年，公司购买了吉林龙鑫药业有限公司，同时新成立了亚泰长白山医药保健科技开发有限公司，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，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一，2014年，煤炭板块收入较2013年变化不大，为20.61亿元。2015年上半年，煤炭板块实现收入10.20亿元，毛利率为3.96%，同比下降1.44个百分点

总体看，跟踪期内，公司煤炭贸易业务稳健发展，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，2014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2014年底，公司对上述项目共累计支付土地一级整理资金63.00亿元，计入其他流动资产科目。

天津泉洲水城项目的整理范围为9065亩（约6.03平方公里）；可出让面积共计约6000亩（其中包含湿地公园配套用地1000亩）；确定收益分配原则为：出让价格在150元/亩以下时，泉洲水城公司收益分配比例为50%；土地出让价格超出150万元/亩时，泉洲水城公司分配收益比例为40%。截至2014年底，该项目已经投资38.00亿元，已回款29.00亿元，未来两年，该项目预计投资34.00亿元。

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11.00亿元，实现土地出让总收入23.10亿元，净利润2.61亿元。2014年，公司孙公司三亚六道湾发展有限公司已累计发生人工岛子项目建设支出7.00亿元，计入其他流动资产科目。

表6 公司目前土地一级整理情况和人工岛项目建设情况

项 目	开发模式	总投资	已投资	已回款	2015 年预计投资	2016 年及以后投资	2015 年预计回款	2016 年及以后回款
蓬莱沙河西片区土地一级整理项目	与政府合作开发	10.00	6.00	1.90	4.00	0.00	1.00	9.00
海南三亚崖州湾渔港项目	代建	11.00	7.00	--	2.00	2.00	--	--
莲花山土地整理项目	一级整理及二级开发	220.00	12.00	--	5.00	203.00	--	230.00
天津泉州水城项目土地一级开发	与政府合作开发	73.00	38.00	29.00	7.00	27.00	23.00	51.00
合计	--	313.00	63.00	30.90	18.00	232.00	24.00	290.00

资料来源：公司提供

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。

未来发展

公司未来在建项目主要集中于矿山和水泥生产线改造以及土地一级整理方面，投资规模较大，未来存在较大的外部融资需求。

八、重大事项

2014年5月19日及2014年7月21日，公司召开了2014年第六次临时董事会和2014年第四次临时股东大会，审议通过了《关于公司2014年度非公开发行股票发行方案的议案》（公告详见2014年5月21日和2014年7月22日《上海证券报》、《中国证券报》、《证券时报》和《证券日报》）；2014年10月24日及2014年11月18日，公司2014年第十次临时董事会和2014年第五次临时股东大会，审议通过了《关于调整公司2014年度非公开发行股票发行方案的议案》。

2015年4月8日，公司收到了中国证券监督管理委员会《关于核准吉林亚泰（集团）股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2015]516号），核准公司非公开发行不超过705213679股新股。

2015年5月4日，公司披露了《吉林亚泰（集团）股份有限公司非公开发行股票发行结果暨股本变动公告》，公司本次发行新增股份已于2015年4月29日在中国证券登记结算有限责任

公司上海分公司办理完毕登记手续。本次发行新增股份为有限售条件流通股，发行对象认购的股份自发行结束之日起36个月内不得转让，预计上市流通时间为2018年4月29日。

2015年5月11日，公司召开了2015年第六次临时董事会及2015年第二次临时监事会，审议通过了《关于使用部分募集资金置换预先已投入募集资金投资项目自筹资金的议案》、《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，截至2015年5月11日，公司以自筹资金预先投入募集资金项目的金额为25000万元，董事会同意公司使用募集资金25000万元置换预先已投入募集资金投资项目的自筹资金，将闲置募集资金不超过100000万元的资金暂时借出，用于补充流动资金，补充流动资金时间不超过12个月，并根据拟偿还银行贷款的到期情况实时安排借出资金的提前归还，仍继续用于偿还银行贷款项目。

截止2015年6月30日，公司实际使用募集资金2892116246.48元，其中募投项目投入1892116246.48元（包括补充流动资金592116246.48元，置换预先投入募集资金的自筹资金2500000000元，偿还银行贷款1050000000元），闲置募集资金暂时补充流动资金1000000000元。

本次非公开发行股票后，公司的资本结构相应改善，偿债压力下降，公司整体抗风险能力有所增强。

九、财务分析

公司提供的2012~2014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2015年上半年财务数据未经审计。

2014年，公司合并范围较2013年底增加7家新子公司，减少2家原子公司，由于新增子公司资产规模较小，对公司整体财务影响不大，公司财务数据具有可比性。

截至2014年底，公司合并资产总额为534.12亿元，所有者权益合计为120.91亿元（含少数股东权益39.35亿元）。2014年，公司实现营业收入144.55亿元，利润总额3.66亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额为549.51亿元，所有者权益合计为146.07亿元（含少数股东权益28.26亿元）。2015年1~6月，公司实现营业收入52.63亿元，利润总额-0.75亿元。

1. 盈利能力

2014年公司房地产板块收入增长迅猛，带动公司营业收入较2013年同比上升7.49%，为144.55亿元；同期，公司营业成本同比增长7.79%。

2014年公司期间费用合计35.25亿元，同比增长15.08%，销售费用、管理费用和财务费用均有所增长。2014年期间费用占营业收入比重的24.38%，较2013年上升1.61个百分点，公司对期间费用的控制有待加强。

2014年，公司获得投资收益6.23亿元，同比增长49.96%，主要系2014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。

2014年，公司实现营业外收入4.37亿元，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企业扶持基金、电能补贴等。2014年非经常性损益对公司利润总额影响较大。

2014年，公司实现利润总额3.66亿元，同比下降26.13%。公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为20.98%、3.50%和1.37%。

2015年1~6月，公司实现营业收入52.63亿元，实现利润总额-0.75亿元，亏损较2015年第一季度的-2.05亿元有所收窄；公司整体营业利润率为19.88%，较2014年有小幅下降。从各主营业务板块盈利能力来看，虽然受到行业不景气的影响，公司建材板块和房地产板块的毛利率都有不同程度的下降，但建材板块毛利率仍然维持在较好水平，同时受到近年来公司大力发展医药板块的影响，公司医药板块收入及毛利率快速提升，逐渐成为公司主要的盈利增长点，未来随着公司医药板块的进一步扩大，公司总体盈利能力有望得到提升。

总体看，跟踪期内，公司收入稳定增长，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一定侵蚀。公司长期股权投资企业收益较为稳定，2015年上半年投资收益较2014年进一步提升，对公司利润总额形成了较好的补充。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金为130.38亿元，同比下降9.65%，实现经营活动现金流入量163.87亿元，同比下降12.44%。跟踪期内，公司收到其他与经营活动有关的现金有所下降，主要系往来款下降所致。2014年公司支付的其他与经营活动有关的现金为45.54亿元，同比增长5.08%，主要系支付定期存单、管理费用、营业费用以及与沈阳煤业（集团）有限责任公司等公司的往来款所致。经营活动产生的现金流量净额-59.80亿元。2014年公司现金收入比为90.20%，收入获现能力有所下降。

从投资活动来看，2014年公司投资流入主要为收回投资收到的现金，支出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金等。2014年公

司投资活动产生的现金流量净额为-0.61亿元。

公司筹资方式主要为借款筹资与发行债券筹资。2014年，公司筹资活动现金流量净额41.94亿元，总体看，公司外部融资需求较大。

2015年1~6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58.53亿元和1.81亿元。2015年1~6月，投资活动产生的现金流量净额为-4.08亿元；筹资活动产生的现金流量净额为10.72亿元。

总体看，2013和2014年，经营活动现金流持续净流出，2015年上半年受到往来款减少的影响，经营性净现金流表现为净流入，公司对外融资需求仍保持在较大水平。

3. 资本及债务结构

截至2014年底，公司资产总额534.12亿元，同比增长9.36%，其中流动资产合计占55.44%，非流动资产合计占44.56%。

截至2014年底，公司流动资产同比增长15.73%，主要源于货币资金、应收账款、其他应收款和其他流动资产的增长，截至2014年底，公司流动资产合计296.11亿元，其中货币资金、存货和其他流动资产占比较大。

截至2014年底，公司货币资金64.13亿元，其中银行存款占47.45%，其他货币资金30.43亿元，同比增长86.91%，主要是公司以银行承兑汇票结算的交易增加导致保证金增加，公司货币资金中受限货币资金为50.82亿元，受限比率79.25%，受限比率高。

截至2014年底，公司应收账款余额26.54亿元，同比增长49.61%，从账龄结构看，1年以内占84.49%，1~2年占9.42%，3年以上的占6.09%；从集中度看，前5名客户应收账款占比为15.37%，集中度一般。截至2014年底，公司已计提应收账款坏账准备2.06亿元，计提比例7.30%，计提较为充分。

截至2014年底，公司其他应收款16.21亿元，同比增长36.26%，主要系应收吉林鑫达钢铁有限公司的采购款、吉林市丰满区财政局往

来款、吉林省华玺房地产开发有限公司违约金赔偿等款项。账龄方面，公司1年以内应收账款占48.52%，1~2年占27.60%，2~3年占2.89%，3年以上占20.99%；公司共计提坏账准备1.74亿元，计提比率10.73%，计提比率较合理。

截至2014年底，公司存货账面价值93.06亿元，同比增长3.38%，主要是在产品、库存商品、开发产品的增加。存货中原材料占11.45%，开发成本占55.94%。2014年，公司计提存货跌价准备0.72亿元，其中对开发成本的计提占64.16%，主要是对房地产项目进行计提。

截至2014年底，公司其他流动资产69.94亿元，同比增长10.85%，主要系蓬莱沙河西片区土地一级整理项目支出、海南三亚崖州湾渔港项目支出、莲花山土地整理项目支出、待出售清欠土地使用权、天津泉洲水城项目土地一级开发等。

截至2014年底，公司非流动资产238.01亿元，主要由固定资产、长期股权投资、无形资产和商誉构成。2014年公司非流动资产同比增长2.35%，主要由长期股权投资与无形资产增长所致。

截至2014年底，公司长期股权投资45.94亿元，同比增长6.03%，主要系对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。

截至2014年底，公司无形资产账面价值29.12亿元，同比增长11.11%，主要由矿权和土地使用权组成。

截至2015年6月底，公司资产总额549.51亿元，较2014年底增长2.88%，主要系货币资金和长期股权投资的增长，资产构成中，流动资产占55.46%，非流动资产占44.54%，与2014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。

截至2014年底，公司所有者权益为120.91亿元，同比增长0.37%，主要是资本公积的增长所致。其中股本占15.67%、资本公积占

28.26%、盈余公积占 3.15%、未分配利润占 19.37%；其中归属于母公司所有者权益占 67.46%，少数股东权益占 32.54%。截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 146.07 亿元，较 2014 年底增长了 20.81%，增长原因主要系非公开发行股票所致。构成上，股本占比 22.07%，资本公积占比 53.05%，未分配利润占比 20.40%。归属于母公司所有者权益占 80.65%，少数股东权益占 19.35%。所有者权益较 2014 年底有所优化。总体看，非公开发行股票后，公司股本和资本公积占比较大，所有者权益稳定性较好。

截至2014年底，公司负债总额413.21亿元，其中流动负债占71.76%，非流动负债28.24%。负债总额同比增长12.31%，主要是因为短期借款和应付债券的增长所致。截至2015年6月底，公司负债总额403.44亿元，较2014年底减少2.36%，流动负债占77.11%，非流动负债占22.89%，流动负债占比进一步上升。

债务结构方面，截至2014年底，公司有息债务合计347.95亿元，其中短期债务占67.19%，长期债务占32.81%，债务结构仍有待改善。2014年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.36%、74.21%和48.57%，公司债务规模不断增长，债务负担重。

截至2015年6月底，公司全部债务341.92亿元，较2014年底减少1.73%；其中短期债务占比74.40%，长期债务占比25.60%，短期债务占比有所增加。截至2015年6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73.42%、70.07%和37.47%，债务负担有所降低。

总体看，跟踪期内，受公司非公开发行股票事项的影响，公司有息债务规模有所降低，债务负担有所减轻，资本结构相应优化。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014年底公司流

动比率和速动比率分别为99.85%和68.47%，与上年相比，流动比率与速动比率有所增长；2015年6月底，流动比率与速动比率分别97.96%与69.14%。受经营性现金净流量持续弱化影响，2014年，经营现金流动负债比为-20.17%。总体看，公司仍存在短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014年公司EBITDA为28.40亿元，同比保持稳定；EBITDA利息倍数从2013年的2.67倍下降至1.93倍；全部债务/EBITDA倍数从2013年的10.66倍上升至12.25倍。总体看，公司EBITDA对全部债务的保障能力一般。

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2014年经营活动现金流入量为163.87亿元，为“11亚泰MTN2”发行总额度14亿元的11.71倍，经营活动现金流入量对债券覆盖程度好。2014年公司经营活动现金流净额为负，对存续期债券无保护。2014年公司EBITDA为28.40亿元，是“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2015年6月底，公司及控股子公司无对外担保。

公司与各家银行保持合作关系。截至2015年6月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为446.41亿元，已使用额度为314.44亿元，尚未使用的额度为131.97亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为境内A股上市公司，具备直接融资渠道。

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2015年9月5日，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强。

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，评级展望调整为稳定，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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	67.31	54.78	69.34	78.74
资产总额(亿元)	432.50	488.39	534.12	549.51
所有者权益(亿元)	115.99	120.46	120.91	146.07
短期债务(亿元)	196.00	203.50	233.78	254.38
长期债务(亿元)	78.90	98.73	114.17	87.54
全部债务(亿元)	274.90	302.23	347.95	341.92
营业收入(亿元)	116.25	134.48	144.55	52.63
利润总额(亿元)	7.18	4.95	3.66	-0.75
EBITDA(亿元)	25.51	28.36	28.40	--
经营性净现金流(亿元)	-42.43	-15.28	-59.80	1.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.73	6.81	5.14	--
存货周转次数(次)	1.13	1.24	1.21	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.29	0.28	--
现金收入比(%)	120.20	107.31	90.20	111.22
营业利润率(%)	23.55	21.55	20.98	19.88
总资本收益率(%)	3.92	3.00	3.50	--
净资产收益率(%)	4.13	1.89	1.37	--
长期债务资本化比率(%)	40.48	45.04	48.57	37.47
全部债务资本化比率(%)	70.33	71.50	74.21	70.07
资产负债率(%)	73.18	75.33	77.36	73.42
流动比率(%)	96.66	95.60	99.85	97.96
速动比率(%)	64.36	61.96	68.47	69.14
经营现金流动负债比(%)	-18.04	-5.71	-20.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.43	2.67	1.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.78	10.66	12.25	--

注：公司 2015 年上半年财务数据未经审计。

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 / 营业收入 × 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 (非流动) 负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 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 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，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

银行间债券主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级。