跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1399 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“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

二零一六年七月十五日

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：2016 年 7 月 15 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	488.39	534.12	537.90	521.17
所有者权益(亿元)	120.46	120.91	143.77	140.69
长期债务(亿元)	98.61	114.05	45.67	37.92
全部债务(亿元)	302.10	347.83	341.38	324.90
营业收入(亿元)	134.48	144.55	110.12	20.06
利润总额(亿元)	4.95	3.66	-5.27	-2.39
EBITDA(亿元)	21.46	25.00	14.45	--
经营性净现金流(亿元)	-15.28	-59.80	25.77	8.00
营业利润率(%)	21.55	20.98	17.77	19.01
净资产收益率(%)	1.89	1.37	-3.62	--
资产负债率(%)	75.33	77.36	73.27	73.00
全部债务资本化比率(%)	71.49	74.21	70.37	69.78
流动比率(%)	95.60	99.85	85.17	81.97
全部债务/EBITDA(倍)	14.08	13.92	23.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	1.26	0.80	--

注：2016 年 1~3 月财务数据未经审计；其他流动负债中短期融资券计入公司短期债务；长期债务包含融资租赁款。

分析师

赵传第　王兴萍
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，具有较强的规模优势和区域市场影响力。公司业务以水泥、地产和医药为主，跨煤炭、金融投资等领域进行多元化经营，有助于发挥板块协同效应，分散经营风险。跟踪期内，公司资产规模有所增长，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，债务负担重，短期债务占比高，短期偿付压力大；非经常性损益对利润总额贡献大等因素对公司经营及发展带来一定不利影响。

跟踪期内，受区域水泥市场环境恶化、竞争激烈、东北市场需求不足等因素影响，公司主营的建材板块收入和毛利率齐降，导致公司 2015 年大幅亏损，短期内难以得到明显改善。

综上所述，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望由稳定调整为负面，并维持“11亚泰MTN2”AA的信用等级。

优势

1. 公司是国家政策重点支持的 12 家全国性大型水泥骨干企业之一，能够在项目核准、信贷投放等方面获得优先支持。
2. 公司经营活动现金流入量对“11 亚泰 MTN2”的覆盖程度较高。
3. 2015年上半年非公开发行股票的完成，有助于缓解公司的资金压力，改善公司的资本结构。

关注

1. 中国水泥行业产能过剩压力日益显现，行业竞争激烈；同时，受宏观经济疲软，房地产投资增速放缓影响，近年来水泥需求增速下滑，行业景气度低迷。
2. 受区域内水泥市场供需失衡影响，2015 年

公司利润总额为负。

3. 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。
4. 公司短期债务占比高，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至“11 亚泰 MTN2”到期日有效，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 2016 年 3 月底，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 2015 年底，公司合并资产总额为 537.90 亿元，所有者权益合计为 143.77 亿元（含少数股东权益 28.75 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 110.12 亿元，利润总额-5.27 亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为521.17亿元，所有者权益合计为140.69亿元（含少数股东权益28.01亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入20.06亿元，利润总额-2.39亿元。

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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际

增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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

（1）行业概况

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

市场供需

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高，受宏观经济影响显著，近年来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度持续下行。同时，由于水泥不能长期储存，运输半径较小，水泥产销率一直保持较高水平，水泥库存比较低。

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24.2亿吨，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 年全年水泥产量为 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，增速显著放缓；2014 年，全国累计销售水泥 24.47 亿吨，较 2013 年增长 2.43%。

2015 年受固定资产投资增速大幅下滑的

影响，全年水泥产量 23.48 亿吨，同比下降 5.18%，是自 1991 年以来中国水泥产量首次出现负增长。

2016 年 1~4 月，房地产开发投资和基础设施建设投资恢复性增长拉动水泥需求回升，全国水泥产量累计 6.59 亿吨，同比增长 3.20%，其中华东地区、华北地区是主要产量上涨区域。

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%。2013 年以来，随着中国固定资产投资增速不断下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速均有所下降，中国水泥需求持续疲弱。

近三年，受政策和需求减弱以及资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。2015 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 31 条，合计年度新增熟料产能 4712 万吨，比 2014 年减少 2319 万吨，已经连续三年新增产能呈递减走势。

截至 2015 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1764 条（去除部分 2015 年已拆除生产线），设计熟料产能达 18.1 亿吨，实际年熟料产能达到 20 亿吨，累计产能比上年增长 2%。由于 2015 年水泥行业整体需求出现负增长，在产能仍在持续增加的背景下，供需形势更加严峻，2015 年水泥熟料实际产能富余量超过 6 亿吨。

2015 年，从水泥产量分地区来看，东北地区产量下滑幅度最大，下滑 15.77%；其次是华北地区，水泥产量同比也大幅下滑了 14.60%；西北和华东地区产量也有一定程度的下滑，同比分别下降 7.19%和 8%；中南地区产量仅有小幅下滑，同比下降 1.72%。

根据近 5 年全国熟料产能利用率的情况看，2015 年为同期最低水平，仅为 67%。需求的下降导致水泥企业产能利用率走低，新建水泥生产线仍在陆续投产，加剧产能严重过剩。

持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，加之行业整合提速，行业供需结构将获得改善。

水泥价格

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基本建设成本中的所占比例下降到只有3%~4%，水泥价格的波动对基本建设的影响甚微。

图 1　2010~2016 年 5 月全国水泥月度价格走势

（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网

受经济形势低迷的影响，近年来水泥价格不断下滑。2013 年上半年全国水泥平均价格处于金融危机以来的低位，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。

2014 年，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，但反弹力度明显较弱，且 12 月份受季节性因素影响，水泥价格又有短暂回调。

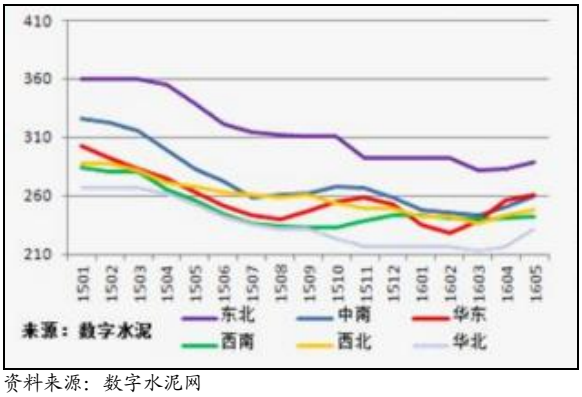
2015 年，在产能过剩和下游需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行。2015 年以来，中国水泥价格指数逐月不断下降。截至 2015 年 12 月 31 日，中国水泥价格指数降至 79.25，价格走势与水泥行业景气度保持一致。

2016 年 1~5 月，水泥价格呈波动增长趋势，

一季度行业淡季之后，随着需求开始明显恢复，水泥价格开始回升，截至 2016 年 5 月底，中国水泥价格指数 83.80，较 2015 年底增长 5.74%。

图 2　2015 年~2016 年 5 月分区域水泥价格走势

（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网

从区域水泥价格方面看，2015年从区域来看，华北、西北、东北地区价格持续下跌，西南、华东、中南随二四季度有小幅反弹行情，但力度微弱，全年同比大幅下滑，其中，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌；由于去年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华东地区多数企业“以价换量”，价格大幅下滑，在第三季度甚至一度跌至六大区域中的最低水平；华北地区水泥价格已在底部的区域，但依旧持续下滑，主要是由于煤价成本下降打开价格下跌空间。2016年1~2月，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势，3月份市场需求增长和生产随着错峰停产或春季停窑检修结束恢复，华东地区引领全国水泥价格开始触底反弹，西北的陕西、新疆，东北的辽宁、西南的贵州及中南的河南部分地区价格也出现上调，华北地区价格仍然疲软。4月以后，北方地区随着气温的回升需求开始明显恢复，华北地区领涨全国水泥价格，南方地区涨势逐渐消退，华东部分地区开始出现价格下行走势，从全国平均价格来看仍保持上涨趋势。根据Wind资讯数据显示，截至2016年5月27日，华北、东北、西北、华东、西南和中南地区PO42.5水泥均价分别为244.00元/吨、318.33元/吨、285.00元/吨、277.14元/吨、282.50元/吨和286.67元/吨，较2015年底变动率分别为-1.61%、4.37%、7.95%、7.48%、5.61%和2.69%。

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房地产投资回暖、国内基础设施建设加快对水泥需求的拉动，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。预计2016年全年水泥价格不会继续2015年下滑趋势，但仍将保持低位。

行业经济效益

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（煤炭均价同比下降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，库存高和需求弱促使水泥价格下滑，行业盈利能力11月起持续环比下降。

2015年，煤炭价格的进一步下滑未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在行业产能过剩严重及下游需求下滑的形势下，水泥市场呈现出量价齐跌的趋势，企业亏损加大。根据国家统计局统计数据，2015年中国水泥行业累计实现收入8897亿元，同比下降9.4%，行业亏损企业额达到历史新高的215亿元，比2014年增长119%，亏损面达到35%；行业销售利润率仅为3.7%，是近十年以来最低的一年。

从区域来看，2015年华北全行业亏损，东北、西北和西南下滑幅度超过90%，两大利润区华东和中南地区也分别下滑接近50%。从利润率来看，华北地区创历史新低为-5.7%，连续3年低于行业平均水平，是目前区域效益最差区域。东北、西北和西南表现接近，利润率不到

1%，形势堪忧。华东和中南地区利润率好于全国平均，保持在5%左右的水平。利润及利润率的下滑首先是由于需求下滑的同时产能仍然在增加，供需矛盾严峻；其次，在行业竞合上，部分大企业主导低价竞争拼实力，不采取自律协同的做法，通过低价提高市场占有份额，而生产技术相对较落后的企业，不愿意主动退出，不断降低水泥销售价格，均压缩了水泥行业的利润空间；另外还有随着产量下滑，水泥生产线产能利用率进一步降低，折旧等成本无法充分摊薄，以及受增值税退税政策改革等因素影响。

（2）竞争格局

从全国范围来看，近年来，由于新建产能受到限制，并购成为企业扩大生产规模以增强其市场控制力的主要发展方式，中国水泥产业的集中度不断提高。同时市场集中度的提高也使水泥行业的竞争环境逐步规范，在一定程度上解决了企业产能盲目扩张，价格无序竞争等问题。根据中国水泥协会公布的数据，截止到2015年底，前50家大企业集团的水泥熟料设计产能共计13.5亿吨，占全国总产能的75%。其中，前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的54%，预期中的水泥行业并购大潮未在2015年大规模出现。进入2016年，水泥行业联合重组步伐加速，中材集团与中国建筑材料集团正在筹划战略重组事宜，重组方案尚未确定，方案确定后尚需获得有关主管部门批准。金隅股份与冀东集团已开始进行战略重组。

表1　截至2015年底全国水泥企业熟料产能排名（单位：万吨/年）

序号	企业名称	熟料产能	序号	企业名称	熟料产能
1	中国建材	31453	11	天瑞水泥	3209
2	海螺水泥	20376	12	亚洲水泥	2062
3	中材集团	8784	13	亚泰水泥	1981
4	冀东水泥	7080	14	尧柏水泥	1907
5	拉法基豪瑞中国	6479	15	云南昆泥	1727
6	华润水泥控股有限公司	6324	16	青松建化	1606
7	山水集团	5460	17	金峰水泥	1318
8	红狮水泥	4241	18	蒙西水泥	1302
9	台湾水泥	4067	19	葛洲坝水泥	1280
10	北京金隅	3460	20	河南同力水泥	1225

资料来源：中国水泥网

注：统计截至 2015 年 12 月 31 日已建成点火的新型干法熟料生产线产能，不统计其他窑型及粉磨站产能；全年窑的运转率按 310 天计算产能；中国建材产能统计包含其合并范围内南方水泥、西南水泥、中联水泥、北方水泥；中材集团产能统计包含其合并范围内中材水泥、天山股份、祁连山、宁夏建材；拉法基豪瑞中国产能统计包含其合并范围内华新水泥、双马水泥等。

根据中国水泥协会公布的数据，2015 年中国水泥企业熟料产能排名中，中国建材、海螺水泥产能以绝对优势位居第一和第二。

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

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

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

表 2　水泥行业区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥、金隅集团等	天津滨海新区、河北曹妃甸特别是南堡油田开发，以及山西、内蒙古的能源基地建设，中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升。
东北	中国建材（子公司北方水泥、宾州水泥）、亚泰集团、辽源金刚，冀东水泥、天瑞水泥、山水集团，CRH	振兴东北区域经济发展战略出台，有望拉动当地固定资产投资、经济发展以及水泥需求的增长。
西北	中材集团（子公司赛马实业、天山股份、祁连山水泥）、冀东水泥、西部水泥	受益于西部大开发，此市场在 2008 年金融危机中逆市崛起，基础设施建设的高投入拉动水泥需求，中材集团对此市场主控力强。
华东	中国建材（子公司南方水泥和中联水泥）、海螺水泥、山水集团、江苏金峰、红狮集团	华东地区已步入成熟市场，是中国最大的水泥消费区，区域集中度高，是全国竞争最激烈的地区。
华南	海螺水泥、华润、台湾水泥、中材集团、拉法基瑞安、塔牌、越秀、鱼峰	竞争激烈，整合趋势明显，已步入成熟市场。
华中	海螺水泥、中国建材、华新水泥、天瑞水泥、同力、葛洲坝等	得益于中部崛起战略，水泥产业启动，处于市场成长发展阶段。
西南	中国建材（子公司西南水泥）、拉法基等	除中国建材、拉法基之外，西南地区水泥行业的整体发展落后，企业的规模普遍偏小，规模优势不明显，缺乏超大型现代化生产企业，技术和管理水平不高。

资料来源：数字水泥网

（3）上下游分析

上游原材料

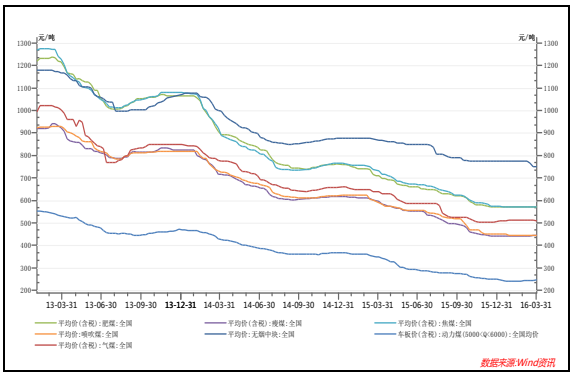
水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响也不大，成本都相对刚性，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的36%，电费接近总成本的16%。

煤炭

国内整体煤炭行业仍处供大于求形势，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道，煤炭行业仍旧持续低迷。2014 年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据 WIND 资讯统计，截至 2015 年 12 月 31 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是 449 元/吨、573 元/吨、774 元/吨和 297 元/吨，分别较 2014 年底下降 27.58%、24.70%、11.24%和 28.26%。总体上看，煤炭价格的下跌一定程度上缓解了水泥行业的成本端压力，煤炭价格仍将维持底部整理格局。

图3　截至2016年3月底国内主要煤炭品种含税均价

（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯

电力

2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号)规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主

要用于下调工商业用电价格。电价小幅下调一定程度上减轻水泥企业用电成本。

2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。同时，国内水泥行业为了节约成本，目前大型新型干法水泥生产企业已进行完纯低温余热发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提供约30%的用电。相对而言，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。

下游需求

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

基础设施建设是水泥需求的主要动力，其中，交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，以及电力、燃气和水的生产和供应业是对水泥需求拉动最直接的行业。2015年，上述三大行业合计的城镇基建固定资产投资累计为13.13万亿元，同比增长17.27%。近年来，基础设施建设投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应减弱。

房地产投资也是影响水泥需求的关键因素之一。2013年，全国房地产开发投资8.60万亿元，比上年名义增长19.8%（扣除价格因素实际增长19.4%），进而对水泥需求形成一定拉动。2014年全国房地产开发投资9.50万亿元，同比名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速较2013年显著放缓，增速为近10年来的最低值；其中住宅投资增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿平方米，比上年下降10.7%，其中住宅新开工面积下降14.4%。2015年，全国房地产开发投资9.60万亿元，同比名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），增幅较去年下降9.5个百分点；其中，住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%，增速大幅回落。

2016年1~3月，全国房地产开发投资1.77万亿元，同比名义增长6.2%（扣除价格因素实际增长9.1%），增速有所回升。2016年1~3月，商品房销售面积24299万平方米，增长33.1%。；房屋新开工面积28281万平方米，增长19.2%；房屋竣工面积20001万平方米，增长17.7%。2016年一季度，房地产投资出现企稳回暖趋势，主要是前期刺激政策效果显现，以及国家陆续出台了降息、降低首付比例、公积金政策调整等一系列行业政策所致。

由此看出，基建投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应有所减弱，而房地产投资增速的快速下滑是导致 2015 年水泥需求增速大幅下降的主要原因。不过，2016 年一季度基建和房地产投资有所回暖，水泥行业下游需求情况有所改善，对水泥需求形成了一定支撑。未来下游需求行业走势仍值得关注。

（4）行业政策和关注

随着水泥产能过剩问题的日益凸显，有关控制水泥产能过快增长、促进高标号水泥产品发展的政策密集出台（详见下表3）。具体来看，2015年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①倡导逐步取消32.5复合硅酸盐水泥，32.5复合水泥标准取消有望增加高标号水泥产量、一定程度上化解熟料过剩产能；此外，根据之前的增值税退税政策，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于30%，实行增值税100%即征即退，2015年7月1日起，资源综合利用退税由100%即征即退改为退税比例为70%，且对环境标准更加从严，而且42.5及以上等级水泥的原料20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料40%以上来自废渣，使生产低标号水泥的企业难度加大，目的是鼓励高标号水泥生产，促使企业进行技术创新，在提高废渣的掺兑比例的同时确保产品的质量。然而，中国水泥产量中32.5强度等级复合硅酸盐水泥约占50%，对水泥企业收入及利润贡献较大，且广泛应用于农村水泥市场，取消32.5复合水泥历程将较为

漫长；②严禁新增产能，2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料产能置换。在建项目须实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；③试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑（新型干法水泥熟料生产线）协同处置项目开展试点。目前，已建成的水泥窑协同处置生活垃圾项目的水泥企业包括：海螺水泥、华新水泥、中国中材集团、拉法基瑞安水泥有限公司和河南同力水泥股份有限公司等。

表 3　2014 年底以来水泥行业相关政策

发布时间	相关文件/会议	水泥相关政策要点
2014.12.2	关于批准发布 GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第 2 号修改单的公告	复合硅酸盐水泥的强度等级分为 32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R 五个等级，不再包含 32.5。
2015.4.20	《工业和信息化部关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》（工信部产业[2015]127 号）	产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；新（改、扩）建项目产能置换指标，须为 2013 年及以后列入工业和信息化部公告或省级人民政府完成任务公告的企业淘汰产能；支持跨地区产能置换。
2015.4.23	《六部委关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》（工信厅联节[2015]28 号）	试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑协同处置项目开展试点，承担试点项目的水泥窑生产线须是符合水泥行业准入条件和国家投资管理政策的新型干法水泥熟料生产线，试点及评估工作期限为 2 年。
2015.6.12	关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知	将符合以下标准和条件的水泥、水泥熟料增值税退税比例调整为 70%：42.5 及以上等级水泥的原料 20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料 40%以上来自废渣；纳税人符合《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915—2013）规定的技术要求。
2015.8.31	关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知（工信部联原[2015]309 号）	发展高品质和专用水泥，制修订水泥产品标准，鼓励生产和使用高标号水泥、纯熟料水泥，优先发展并规范使用海工、核电、道路等工程专用水泥；支持延伸产业链，完善混凝土掺合料标准，推广下游应用高性能混凝土，鼓励使用 C35 及以上强度等级预拌混凝土，推广大掺量掺合料及再生骨料应用技术。
2015.11.13	《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542 号）	为减轻大气污染，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产。
2016.1.14	《两部门关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》（发改价格[2016]75 号）	对 GB16780-2012《水泥单位产品能源消耗限额》实施前后投产的水泥企业，区分企业投产时间和耗能环节实行不同阶梯电价加价标准。将有利于促进水泥行业技术进步和节能减排水平的提高，加速淘汰落后生产线。
2016.5.18	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号）	严禁新增产能，淘汰落后产能，推进联合重组，加快转型升级；到 2020 年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料前 10 家企业的生产集中度达 60%左右。

资料来源：工信部官方网站、联合资信整理

2015年11月13日，工信部和环境保护部联合下发《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542号），为减轻大气污染，缓解产能严重过剩矛盾，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产，但承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及危险废物等特殊任务的熟料生产线除外。2015年冬天，水泥错峰生产的试行范围进一步扩大，这将对遏制产能严重过剩和增加企业效益发挥一定作用，但对水泥企业经营效益会造成一定影响。

2016年5月18日，国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》是国务院近20年来首个专门为建材工业制定的文件，不仅是行业当前降本增效实现脱困发展的政策指导，也是行业“十三五”期间化解产能过剩、推进供给侧结构性改革的纲领性文件，在坚决去产能，在严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产等方面都提出了新要求和新措施，目标是到2020年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右；建材产品深加工水平和绿色建材产品比重稳步提高，质量水平和高端产品供给能力显著增强，节能减排和资源综合利用水平进一步提升；建材工业效益好转，水泥、平

板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长。

总体看，上述政策旨在推进高标号水泥产品及绿色建材的推广使用，逐步淘汰低标号水泥产品，但该项调控短期内对企业影响有限；而继续严控新增产能，倡导跨区域产能等量或减量置换，产品结构调整、产能优化整合和严控污染物排放、提倡错峰生产等仍是水泥行业的主要基调；此外，对于水泥行业用电价格机制的合理运用，也是水泥行业调控政策的新尝试。

（5）行业发展

展望 2016 年水泥行业，从行业需求来看，中国城镇基础设施的建设，将一定程度上促进水泥需求，但应重点关注其投资落地的时效性，或存在一定的滞后性，基建项目投资进展慢于预期，对水泥行业支撑作用尚待观察；此外，受宽松的货币环境及房地产政策环境影响，一线及二线房地产市场急剧升温，但三四线城市库存压力仍较为严峻，新开工、施工数据转好，数据持续性仍待检验，预计全年保持投资增速平稳的趋势。总体来看，2016 年下半年水泥行业需求存在一定回暖预期，但水泥行业需求基本面显著性改善仍有待时日。

从行业供给来看，随 2015 年部分产能投产加之 2015 年水泥企业盈利普遍下滑态势显著，部分企业推迟、放缓在建产能施工进度，2016 年新增产能同比增速将保持继续下滑；对于水泥行业，引导过剩产能供给侧减量和加大供给侧结构性调整或会成为供给侧改革的着力点，包括产能供给侧减量和结构调整两个方面。

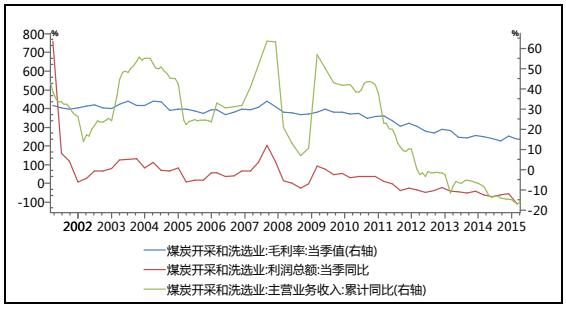
在行业需求预期没有显著改善的背景下，供给端“去产能”效果不会短期迅速体现，水泥供需矛盾依旧很突出，尤其是区域供需形势呈现明显差异，进而对不同区域的水泥企业经营效益影响程度不同，行业内南北区域分化现象严重。总体来看，预计短期内，中国水泥市场价格以平稳或小幅回升为主，但仍将保持低位，行业整体将继续处于下行周期，企业经营风险加大；水泥行业的长期发展取决于行业去产能化的力度和推进速度，一味的货币宽松，降低融资成本并不能从根本上解决其盈利能力下滑及资金偿付压力加大等问题。

2、 煤炭行业

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年和2016年3月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

图4 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



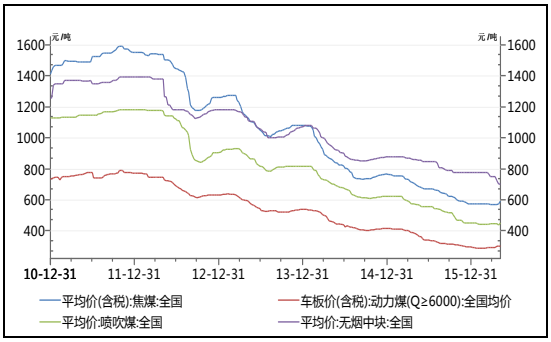
资料来源：Wind资讯

煤炭价格

2015年，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，同比分别下跌27.70%、25.10%、11.54%和28.26%，较2013年同期分别下跌45.04%、

46.94%、27.60%和44.90%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌61.98%、62.98%、44.32%和61.48%。截至2016年4月29日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为437元/吨、574元/吨、699元/吨和299元/吨，焦煤、动力煤价格微涨、喷吹煤和无烟中块煤价格分别较2015年12月31日下跌2.67%和9.69%。受煤炭供需格局持续恶化影响，煤炭价格持续下跌，从煤种来看，动力煤由于产量大、替代性强，存量中相当产能开采成本低，故而抗跌能力较差。无烟煤相应抗跌能力较好。

图 5　近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

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，从今年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。

去产能政策的推进

2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

3、 房地产行业

房地产行业现状

2014 年的中国房地产市场处于调整期，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；中央政策以“稳”为主，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 2015 年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心

不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

房地产投资方面，2015 年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，同比增长 1.0%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 0.4%。房屋开工/竣工面积方面，2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。房地产销售方面，2015 年，受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70 个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。

2016 年 1~2 月，全年房地产开发投资 9051.79 亿元，同比增加 3.00%，其中住宅投资 6027.52 亿元；房屋施工面积 60.35 亿平方米，同比增长 5.90%，其中住宅施工面积 41.46 亿平方米；房屋新开工面积 1.56 亿平方米，同比增长 9.70%；竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 28.90%。销售方面，2016 年 1~2 年，全国商品房销售额 8576.81 亿元，同比增长 43.60%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

房地产供求与信贷环境

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。2014 年 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，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为 22811 万平方米，同比下降 31.70%，降幅扩大；土地成交价款为 7622 亿元，同比下降 23.9%。分季度看，随着销售好转，2~4 季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大：2014 年，房地产贷款余额 17.37 万亿元，同比增长 18.9%，无论是开发型还是消费型房地产贷款均呈上升态势。2015 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.6 万亿元，较上年增加 8434 亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年末，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）；全年新增 6761.3 亿元，占同期房产开发贷款增量的 92.7%，较上年提高 37.7 个百分点。

政策环境

2015 年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起，央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为 40%，首套房公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总

局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。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，公司董事、高级管理人员及治理结构等方面无重大变化。

七、经营分析

公司以建材、房地产和医药为主业，同时涉及煤炭和贸易领域，公司其他业务包括金融、

热力投资和建筑施工等。

2015年，在东北经济整体失速的大背景下，政府基建投资收缩、房地产市场持续低迷，公司建材、房地产等业务收入下滑明显，当年公司实现主营业务收入107.80亿元，同比大幅下降23.99%；公司区域市场水泥需求进一步下降、市场竞争加剧，公司产能主要布局的东北地区水泥均价持续下降，公司整体水泥产品量价齐降，导致公司建材板块收入大幅下跌至49.33亿元，同比大幅下降30.08%；房地产收入20.40亿元，同比下降12.71%；医药收入14.44亿元，同比大幅增长39.25%，主要系公司新收购医药企业，导致医药收入大幅提升；煤炭行业供需矛盾加剧，供大于求，子公司亚泰东北亚能源有限公司煤炭贸易量大幅下降，煤炭收入为7.46亿元，较上年大幅下降63.80%。

毛利率方面，2015年，公司综合毛利率19.47%，较2014年下降3.14个百分点，主要系建材和房地产业务的毛利率进一步下降所致；受水泥业务影响，建材板块毛利率14.65%，同比大幅下降9.98个百分点；2015年，东北地区房地产行业景气度持续下降，公司销售项目多位于东北地区的高端项目尾盘，公司采取降价措施去化库存，房地产板块毛利率6.90%，同比下降14.96个百分点；煤炭板块毛利率18.48%，同比提升9.45个百分点，主要系亚泰东北亚能源有限公司的业务规模大幅下降，其主营业务的毛利较低，导致煤炭板块毛利率提升。

2016年1~3月，受水泥和房地产行业持续低迷影响，公司实现主营业务收入20.06亿元，同比下降9.27%，综合毛利率有所提升，为21.69%；2016年以来，虽然区域内水泥企业实行错峰生产，但水泥供大于求的局面未得到明显改善，且第一季度为水泥销售淡季，建材板块收入6.36亿元，占主营业务收入的比例进一步下降，毛利率为14.21%；房地产板块收入3.98亿元，2016年以来，天津、南京等部分地区房价大幅上涨，公司房地产毛利率上升至14.71%；医药板块收入4.06亿元，毛利率为49.04%，保持较高水平；煤炭板块收入1.33亿元，毛利率下降至3.07%。

表 4　公司主营业务收入与毛利率（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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
建材	72.57	55.58	25.14	70.55	49.75	24.63	49.33	45.76	14.65	6.36	31.70	14.21
房地产	12.49	9.56	25.20	23.37	16.48	21.76	20.40	18.92	6.90	3.98	19.84	14.71
医药	9.28	7.11	47.51	10.37	7.31	43.51	14.44	13.40	49.50	4.06	20.24	49.04
煤炭	20.32	15.56	8.06	20.61	14.53	9.03	7.46	6.92	18.48	1.33	6.63	3.07
其他	15.92	12.19	17.17	16.92	11.93	19.07	16.17	15.00	23.70	4.33	21.59	19.17
合计	**130.58**	**100.00**	**23.10**	**141.82**	**100.00**	**22.61**	**107.80**	**100.00**	**19.47**	**20.06**	**100.00**	**21.69**

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.

1. 建材业务

公司的建材业务主要为水泥的生产和销售，公司水泥业务已形成石灰石开采、熟料生产、水泥生产、商品混凝土生产、水泥包装制品和水泥销售完整产业链，经营主体为吉林亚泰集团建材投资有限公司及其控股的水泥、混凝土生产销售企业。

原材料采购

公司的石灰石主要来自于自备矿山；天然石膏或改性石膏和电力依靠外购；所需煤炭约50%可以自给，50%依靠外购；煤炭、电力、脱硫石膏在制造成本中占比较大，合计超过产品成本的 40%以上。

公司拥有的石灰石资源储量大、距离近、品位高，截至2016年3月底，公司共有石灰石矿

山11座，其中9座已建成，2座拟建；已探明储量共计17.23亿吨，资源量充足，为公司未来水泥业务的发展提供有力保障。

表 5　截至 2016 年 3 月末公司石灰石矿山情况表

（单位：万吨、年）

序号	石灰石矿名称	已探明储量	剩余开采年限	年开采量
1	吉林亚泰水泥有限公司羊圈顶老矿山	21224	60	352
2	吉林亚泰水泥有限公司羊圈顶新矿山	48757	158	308
3	吉林亚泰明城水泥有限公司元宝山矿	8866	54	165
4	吉林亚泰明城水泥有限公司杨木顶子矿	25396	107	238
5	亚泰集团哈尔滨水泥（阿城）有限公司新明矿	10881	26	418
6	亚泰集团伊通水泥有限公司土门岭矿	1750	58	30
7	亚泰集团通化水泥股份有限公司小梨树沟矿	6316	48	131
8	亚泰集团图们水泥有限公司碧水矿	5880		未建
9	亚泰集团铁岭水泥有限公司石灰石矿	8850	30	300
10	辽宁交通水泥有限公司长条沟矿	18124	135	134
11	辽宁富山水泥有限公司石灰石矿	16228		未建
合计		172272		

资料来源：公司提供

煤炭方面，公司自有煤矿2座，分别为宝龙山金田矿业煤矿和双鸭山煤矿，分别由子公司吉林亚泰集团煤炭投资有限公司和科尔沁左翼中旗宝龙山金田矿业有限公司负责运营。截至2015年底，公司煤炭年产量219.1万吨，剩余服务年限均为25年。

表 6　截至 2015 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）	2015 年产量（万吨）
双鸭山煤矿	双鸭山	90	在产	25	91.3
宝龙山煤矿	科尔沁	90	在产	25	127.8
合计	--	180	--	25	219.1

资料来源：公司提供

公司煤炭自给量占煤炭总需求量的50%以上。公司煤炭供应主要来自东北地区最大的煤炭企业龙煤集团和其它煤矿。近三年，公司煤炭采购量和采购均价均不断下降。2016年1~3月，水泥产销量持续低迷，公司煤炭采购均价下降至484.8元/吨。

表 7　2014~2016 年 3 月公司煤炭使用及采购情况

（单位：万吨、元/吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
煤炭使用总量	232.30	179.2	24.0
其中：煤炭自给量	123.80	95.5	12.8
煤炭采购量	108.50	83.7	11.2
煤炭采购价格	595.80	525.5	484.8

资料来源：公司提供

产品生产

公司产品以P.O.42.5及以上等级、P.O.32.5硅酸盐水泥等产品为主，主要应用于水利、电力、桥梁、机场、港口、高等级公路等国家重点工程建设。

截至2016年3月末公司共拥有水泥熟料生产线17条，水泥粉磨生产线34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采用新型干法生产工艺，合计熟料产能达到1938万吨/年，其中单线产能在4000T/D及以上的有8条；水泥合计产能达2438万吨/年。商用混凝土产能达到405万平方米/年。骨料产能达255万吨/年。公司主要生产区域仍然集中于东北地区。

表 8　2014~2016 年 3 月公司主要建材产品产能情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
熟料产能(万吨/年)	1938	1908	1908
水泥产能(万吨/年)	2358	2438	2438
商混产能(万立方米/年)	405	405	405
骨料产能（万吨/年）	255	255	255

资料来源：公司提供

从产能利用率情况来看，2014~2015年，公司水泥产能利用率有所下降，分别为83.28%和68.30%，熟料产能利用率同趋势变动，分别为68.96%和56.50%。公司产能利用率水平低主要是由于公司产能主要布局在东北地区，受北方寒冷气候影响，一般基础建设项目集中在二、三季度，从而使得公司一季度产能利用率较低，第二季度产能利用率快速上升，三季度达到最大值（除检修、限电等因素，基本能够达到满负荷生产），第四季度则略有下降。除季节性因素外，近三年公司产能与实际产量之间差异较大的主要原因：①公司水泥产能为年底统计数据即在年底所有生产线在一年内最大产量，而产量为全年实际产量累计②公司一部分产能生产熟料，未生产成水泥就直接销售，这部分熟料占用了部分产能，且不统计在水泥产量之中。

表 9　公司水泥及熟料生产情况

（单位：万吨/年、吨、%）

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
熟料	产能	1908	1908	1908
	产量	1614	1303	42
	产能利用率	83.28	68.3	--
水泥	产能	2358	2358	2358
	产量	1626	1332	60
	产能利用率	68.96	56.5	--

资料来源：公司提供

产品销售

从产品销售情况看，2014年，受行业供需矛盾影响，尽管水泥销售价格有所下降，得益于公司在东北地区的优势地位，水泥销售量有所提升，实现水泥销量1607万吨，较同期小幅下降96.60万吨；产销率保持较高水平，为98.83%，销售均价361.57元/吨，较上年下降36.51元/吨；实现熟料销售450万吨，由于公司所产熟料大部分用于水泥的生产环节，产销率较低，为27.68%，销售均价266.79元/吨。2015年，由于水泥行业需求低迷、产能过剩压力大等因素影响，公司水泥销售量价齐跌，2015年，公司水泥销量1309.60万吨，较2014年下降297.40万吨，产销率为98.00%，销售均价下跌至291.87元/吨，较上年大幅下跌69.70元/吨；熟料销量为421.30万吨，较上年小幅下降，受公司水泥产量下降的影响，熟料产销率有所提升，达到31.00%，销售均价较2014年进一步下降至206.38元/吨，降幅为60.41元/吨。2016年1~3月，公司水泥行业低迷状况和区域需求不足未有改善，且一季度为水泥销售淡季，2016年1~3月，水泥销量为51.40万吨，产销率为86.00%，销售均价小幅进一步下降至283.05元/吨；熟料销量为18万吨，产销率达43%，销售均价小幅上涨至228.68元/吨。总体看，2015年以来，受行业影响，水泥销量和价格快速下降。

表 10　2014~2016 年 3 月公司水泥及熟料销售情况

（单位：万吨、%、元/吨）

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
熟料	销量（外销）	450	421.3	18
	产销率	27.68	31	43
	销售均价	266.79	206.38	228.68
水泥	销量	1607	1309.6	51.4
	产销率	98.83	98	86
	销售均价	361.57	291.87	283.05

资料来源：公司提供

从销售区域来看，近年来，公司水泥熟料销售市场一直集中在吉林、黑龙江和辽宁三省，同时辐射朝鲜、俄罗斯等东北亚国际市场。公司水泥销售在东北地区品牌认可度高，具有较强的竞争优势，公司拥有的“鼎鹿”、“天鹅”品牌被中国工商总局授予“中国驰名商标”，为东北地区知名水泥品牌。

公司重点销售区域为吉林和黑龙江二省，其中长春、吉林和哈尔滨是三大主要市场，市

场份额占比较高，2015年销量占公司水泥销售总量的比重分别为31%、18%和25%。辽宁市场中小水泥企业较多，集中度不高，销量占公司水泥销售总量的27%。

从客户集中度来看，公司前五大水泥销售客户占公司总销售额的比例较低，且多为大型央企、地方国企等。2015年，公司水泥销售前五大客户分别为中国建筑股份有限公司、中交二航局物流发展有限公司、吉林省高等级公路建设局、调兵山市中瀚物资经销有限公司和吉林省煜达商品混凝土有限公司，合计销售额2.76亿元，占总销售额的比例为8%。

表 11　2015 年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
中国建筑股份有限公司	8087.07	2%
中交二航局物流发展有限公司	7091.89	2%
吉林省高等级公路建设局	6054.26	2%
调兵山市中瀚物资经销有限公司	3450.77	1%
吉林省煜达商品混凝土有限公司	2947.41	1%
合计	**27631.40**	**8%**

资料来源：公司提供

2. 房地产业务

房地产为公司的主业之一，2013 年，公司房地产收入 12.49 亿元，2014 年以来，公司房地产板块收入大幅增长，且较往年保持了较高的收入水平。毛利率方面，除 2014 年较低以外（当年结转收入的产品多为东北地区高端住宅项目，成本较高，导致毛利率低），其他年度较为平稳。

从销售面积看，2014 年，公司的楼盘大多达到销售状态，导致 2014 年房屋销售面积较 2013 年有大幅提升，达到 23.4 万平方米，2015 年，公司销售面积 24 万平方米，较 2014 年变动不大。从签约销售均价看，2014 年，公司签约销售均价为 6172 元/平方米，较 2013 年略有下降。2015 年，签约销售均价上涨为 7156 元/平方米，均价上升主要系 2015 年公司销售的房型部分为高端户型，均价较高，由于建设成本较高，导致毛利率低。从开工面积看，2014 年以来，公司施工面积逐年减少；2014 年公司施工面积 101 万平方米，竣工面积 43.4 万平方米；2015 年，公司新开工面积较大，为 23.9 万平方米，竣工面积 33.4 万平方米，施工面积 90.0 万平方米，对公司房地产业务未来持续发展形成一定的支撑。

2016 年 1~3 月，公司签约销售面积 6.1 万平方米，签约销售均价 8654 元/平方米，较 2015 年进一步提升，主要系天津、南京等地房地产项目均价上涨所致；房地产施工面积 84.4 万平方米，新开工面积 43.2 万平方米，新开工面积进一步扩大。

表12　公司房地产板块经营情况

指标	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
施工面积（万平方米）	101.0	90.0	84.4
新开工面积（万平方米）	5.5	23.9	43.2
竣工面积（万平方米）	43.4	33.4	7.6
协议销售面积（万平方米）	23.4	24	6.1
协议销售金额（亿元）	14.0	17.1	5.3
协议销售均价（元/平方米）	6172.0	7156	8654
结转收入面积（万平方米）	37.9	28	4.5
结转收入（亿元）	23.4	18.6	3.4

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司已完工尚未售完房地产项目为位于长春市的亚泰杏花苑和亚泰梧桐公馆，位于松原市的亚泰澜熙郡，位于沈阳市的亚泰城一期，位于天津的亚泰津澜，位于蓬莱市的亚泰兰海公馆和位于海口市的亚泰温泉海岸。其中长春和松原的项目销售比例均超过90%，天津、蓬莱和海口的项目销售情况较好，沈阳项目销售比例50.82%，回款较慢。公司项目分布于多个城市，一定程度分散了销售风险，整体项目较为丰富。

表13　截至2016年3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2016年3月底已销售面积	2016年计划销售回款
亚泰桂花苑	长春	住宅地产	7.8	7233	16.7	16.5	0.1
亚泰梧桐公馆	长春	住宅地产	26.0	7976	40.9	37.4	0.4
亚泰澜熙郡	松原	住宅地产	14.9	4936	34.3	32.5	1.0
亚泰津澜	天津	住宅地产	14.7	10257	8.9	7.7	4.0
亚泰城一期	沈阳	住宅地产	11.0	5603	18.3	9.3	0.4
亚泰兰海公馆	蓬莱	住宅地产	2.8	5031	3.8	1.5	0.2
亚泰温泉海岸	海口	商业地产	6.6	12573	1.6	0.9	0.3
合计			**61.23**	**6488**	**107.7**	**89.2**	**6.4**

资料来源：公司提供

近年来，公司均有新增土地储备，充足的土地储备为房地产业务持续发展提供了有力保障，2015年公司新增土地储备面积22.2万平方米，新增土地楼面均价2352元/平方米，拥有土地储备面积42.6万平方米。公司拿地时综合考虑土地楼面均价、区域房地产状况和成本等因素，采取审慎态度。

截至2016年3月底，公司在建项目有亚泰山语湖、亚泰华府、亚泰淞山湖一期、亚泰澜公馆、亚泰梧桐世家等9个项目，均为住宅地产项目，总建筑面积231.6万平方米，预计总投资134.9亿元，其中自有资金投资129.2亿元，外部贷款融资5.8亿元。

表 14　2014 年~2016 年 3 月公司土地储备情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
新增土地储备面积（万平方米）	7.0	22.2	0.0
土地购置支出（亿元）	2.9	6.7	0.0
新增土地楼面均价（元/平方米）	3769.0	2352.0	0.0
剩余土地储备面积（万平方米）	32.5	42.6	36.5

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，已投资金额59.2亿元，随着房地产项目的推进，公司未来具有一定的投资压力。随着在建项目的陆续完工，预计未来公司房地产板块收入将稳定增长。

表 15　截至 2016 年 3 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 2016 年 3 月末已投资额
					自有资金	贷款融资	
亚泰山语湖	23.2	2019-10	住宅地产	17.7	17.7		4.4
亚泰华府	24.4	2019-06	住宅地产	15.9	15.9		6.0
长春亚泰兰海公馆	4.3	2016-12	住宅地产	4.5	4.5		2.8
亚泰淞山湖一期	47.0	2017-12	住宅地产	30.8	30.8		4.1
亚泰澜公馆	30.7	2016-12	住宅地产	17.8	15.6	2.2	13.8
亚泰城二期	33.0	2016-12	住宅地产	11.8	11.8		9.2
亚泰城三期	23.6	2019-12	住宅地产	10.7	10.7		1.6
亚泰山语湖（南京）	9.6	2016-12	住宅地产	7.4	6.2	1.2	4.4
亚泰梧桐世家	35.9	2017-12	住宅地产	18.3	15.95	2.4	13.0
合计	**231.6**			**134.9**	**129.2**	**5.8**	**59.2**

资料来源：公司提供

3. 医药业务

公司医药板块主要从事天然药物的研发、生产和营销业务，不断完善“药研、药企、药商”的产业布局，公司现拥有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。

公司医药板块经营主体主要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、吉林亚泰生物药业股份有限公司、吉林省东北亚药业股份有限公司等。2013~2015年，公司医药收入不断增长，在营业收入中占比不断提升，毛利率保持高位，均为40%以上。

药研发面，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。公司在研项目国家化药一类新药“维卡格雷”获得了国家食品药品监督管理总局下发的Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ期药物临床试验批件，进一步增强公司在药研方面的竞争实力。

药企方面，公司具备多种制剂药、胶囊、疫苗和中成药等产品生产能力。亚泰东北亚主要生产产品为0.37克消栓通络胶囊、0.54克消栓通络胶囊、黄芩茎叶解毒胶囊和鸡胆口服溶液；亚泰龙鑫主要生产产品有丹青、柏子、舒筋丸和荨麻疹（袋装）；亚泰生物以生产生物制品和石化药品为主，主要产品为人用狂犬病疫苗（地鼠肾细胞）和卡介菌多糖核酸注射液；亚泰制药主要产品为参一胶囊；亚泰明星的主要产品为各种片剂、颗粒剂和胶囊剂药品，产能利用率较高，均为95%以上。公司部分医药产品有效期较短，导致产能利用率较低。

表 16　2014 年~2016 年 3 月公司主要产品产能利用情况

企业	产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
亚泰东北亚	0.37 克消栓通络胶囊	产能（万粒）	25000	25000	25000
		产量（万粒）	14292	10238.4	4096.76
		产能利用率（%）	57.17	40.95	16.39
	0.54 克消栓通络胶囊	产能（万粒）	15000	15000	15000
		产量（万粒）	505	525.37	480.24
		产能利用率（%）	3.37	3.50	3.20
	黄芩茎叶解毒胶囊	产能（万粒）	12500	12500	12500
		产量（万粒）	1072	954	591.84
		产能利用率（%）	8.58	7.63	4.73
	鸡胆口服溶液	产能（万支）	2500	3000	3000
		产量（万支）	1079	1033.19	450.83
		产能利用率（%）	43.16	34.44	15.03
亚泰龙鑫	丹黄	产能（万粒）	20000	20000	20000
		产量（万粒）	9431	12763	3418
		产能利用率（%）	47.15	63.81	17.09
	柏子	产能（万片）	7500	7500	7500
		产量（万片）	1237	2126	471
		产能利用率（%）	16.49	28.34	6.28
	舒筋	产能（万丸）	900	900	900
		产量（万丸）	277	329	95
		产能利用率（%）	30.78	36.55	10.55
	荨麻疹	产能（万袋）	720	720	720
		产量（万袋）	583	725	126
		产能利用率（%）	80.91	100.6	17.5

亚泰生物	人用狂犬病疫苗（地鼠肾细胞）	产能（万人份）	35	35	35
		产量（万人份）	2	0	0
		产能利用率（%）	5.71	--	--
	卡介菌多糖核酸注射液	产能（万支）	1000	1000	1000
		产量（万支）	0	72.24	59.51
		产能利用率（%）	--	7.22%	5.95%
亚泰制药	参一胶囊	产能（万盒）	300	300	300
		产量（万盒）	200	251	44.58
		产能利用率（%）	66.72	83.67	14.86
亚泰明星	片剂	产能（万片）	20000	20000	5000
		产量（万片）	19870	19670	4960
		产能利用率（%）	99.35	98.35	99.2
	颗粒剂	产能（万粒）	500	500	125
		产量（万粒）	496	486	120.33
		产能利用率（%）	99.20	97.2	96.28
	胶囊剂	产能（万粒）	10000	1000	250
		产量（万粒）	9870	9640	246
		产能利用率（%）	98.70	96.4	98.4

资料来源：公司提供

药商方面，吉林大药房药业股份有限公司（以下简称“吉林大药房”）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485家连锁店，是吉林省内规模最大的医药连锁零售企业。

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，2015年，子公司亚泰医药收购了吉林省东北亚股份有限公司、江苏威凯尔医药科技有限公司，并对亚泰明星进行增资。丰富了产品品种结构，提高了公司医药板块抗风险能力。

4. 其他业务

公司其他业务主要包括煤炭、土地一级整理业务及人工岛建设和金融投资等业务。

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，毛利率 9.03%。2015 年，公司煤炭大部分自用，合并抵消后煤炭收入 7.46 亿元，较 2014 年大幅下降，但毛利率增至 18.48%。2016 年 1~3 月，煤炭板块收入 1.33 亿元，毛利率 3.07%。

近三年，公司煤炭贸易业务波动较大，对营业收入的贡献不稳定，同时由于板块毛利率较低，一定程度上拉低了公司整体毛利率。

一级土地整理和人工岛建设业务

截至2016年3月底，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2016年3月底，公司对上述项目共累计支付土地一级整理

资金101.4亿元，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2016年3月底，该项目已经投资66.3亿元，预计未来投资11.2亿元，项目已回款29.6亿元。

公司海南亚泰崖州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。项目总投资9.2亿元，目前已全部投资完成，截至2016年3月底，尚未实现回款。

表17　公司目前土地一级整理情况和人工岛项目建设情况

项目	项目主要内容或开发模式	总投资	截至 2016 年 3 月底已投资	截至 2016 年 3 月底已回款	2016 年 3 月以后预计投资	2016 年 3 月以后预计回款
天津亚泰泉洲水城	土地出让收入	77.5	66.3	29.6	11.2	62.4
蓬莱亚泰沙河	土地出让收入	10.0	8.6	1.1	1.4	6.3
海南亚泰崖州人工岛	政府回收返还投资	9.2	9.2	0.0	0.0	0.0
长春莲花山项目	土地出让及后续二级开发	220	17.2	0	0	16.5
合计		**316.7**	**101.4**	**30.7**	**12.6**	**85.2**

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。

金融投资

公司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）7.21亿股，持股比例为30.81%，是其第一大股东。东北证券在自营、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（经纪和承销市场份额在东北地区列第一，且承销企业主要集中在东北地区）。此外，东北证券是东方基金第一大股东（持股64%），且参股银华基金21%股权，控股渤海期货有限公司（持股96%）。截至2016年3月底，东北证券资产总额693.45亿元，净资产119.74亿元。2015年，公司自东北证券获取长期股权投资收益（公司按持股比例享有的投资收益）8.08亿元，成为利润总额的重要补充。截至目前公司未对持有的东北证券股份采取二级市场交易行为。

2009年5月，公司通过受让吉林银行股权及参与吉林银行增资扩股涉足银行业。截至2015年底，公司持有吉林银行7.04亿股，持股比例9.96%。2015年，公司自吉林银行取得的长期股权投资收益2.36亿元，成为利润总额的重要补充。

在2015年东北地区经济失速的大背景下，水泥市场量价齐跌、煤炭行业供需矛盾加剧，公司金融投资取得的投资收益对利润总额贡献大，使得公司亏损面大幅缩减。同时，东北证券为上市公司，公司持有的部分股权已过限售期，变现能力强。

未来发展

2015年，中国宏观经济下行，作为公司主要收入来源的建材、房地产和煤炭等业务收入下滑明显，同时医药产业表现出较好的抗经济周期能力。基于以上考虑，公司未来将采取产业结构转型和升级的发展战略，一方面巩固传统优势产业，重点推进建材等传统产业的优化升级，另一方面大力发展新兴产业，力争将医药产业培育成新的支柱产业。

建材产业通过企业整合的方式，推动供给侧改革，化解产能过剩压力，占据行业领先地位；地产产业形成以生态养生和物业社区服务为特色的开发和服务体系，创利能力将得到显著提升；医药产业形成以药商为主体，药企为支撑，药研为驱动的产业布局，成为公司核心

支柱产业；择机推动煤炭、商贸产业资产证券化；电子商务、健康服务、旅游、网络传媒、体育文化等新业态的商业模式基本定型。

2016年，公司计划营业收入126.63亿元，营业成本100.71亿元，归属于母公司的净利润2.00亿元。

八、重大事项

2015年9月19日，公司发布《吉林亚泰（集团）股份有限公司关于控股子公司获得中国农发重点建设基金投资的公告》，公告称，公司及公司的控股子公司吉林大药房与中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）签订《中国农发重点建设基金投资协议》，农发基金以现金方式出资4000万元人民币，按照吉林大药房2015年8月31日每股净资产的价格对其进行增资（溢价部分计入“资本公积”）。增资完成后，吉林大药房注册资本将由6375万元增至7100万元，农发基金持有其10.22%的股权。投资协议约定：农发基金本次投资年收益率为1.2%，除此之外农发基金不参与任何形式的股权收益，不干预任何经营管理；农发基金投资期限15年，到期后吉林大药房通过减资的方式一次性收回农发基金4000万元资本金对应的股权。

2015年10月28日，公司发布《吉林亚泰（集团）股份有限公司关于获得政府补助的公告》，2015年1~9月，公司及控股子公司累计收到政府补助共计6015.09万元，涉及财政拨款、财政贴息、税费返还等，公司将其计入营业外收入。

表18　2015年1~9月公司获得政府补助情况

补助项目	金额	备注
财政拨款	51353440.20	与收益相关
财政贴息	2712080.00	与收益相关
税费返还	1668600.00	与收益相关
其他小额补助	4416750.35	与资产相关，按受益年限分摊计入本期的营业外收入
合计	**60150870.55**	

资料来源：Wind资讯

2016年4月15日，公司召开2016年第六次临时董事会，审议通过了公司2016年度非公开发行A股股票相关议案。根据发行方案，本次非公开发行的发行对象为包括吉林金塔投资股份有限公司（以下简称“金塔投资”，为公司的关联企业）在内的不超过10名特定投资者，发行价格不低于定价基准日（2016年4月16日）前20个交易日公司股票交易均价的90%（4.70元/股），其中金塔投资与公司签署附条件生效的《股份认购协议》，承诺认购不超过本次发行股份的5%，本次认购股份自发行结束之日起36个月内不得转让，限售期满后每年转让股份不超过直接或间接所持股份总数的25%。截至本报告出具日，本次非公开发行尚未完成。

2015年公司非公开发行股票后，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；若2016年非公开发行股票成功完成，公司整体实力将会进一步增强。

九、财务分析

公司提供的2013~2015年度财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2016年1~3月财务数据未经审计。

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；2015年新增子公司7家，减少合并范围内原子公司5家，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2015年底，公司合并资产总额为537.90亿元，所有者权益合计为143.77亿元（含少数股东权益28.75亿元）。2015年，公司实现营业收入110.12亿元，利润总额-5.27亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为521.17亿元，所有者权益合计为140.69亿元（含少数股东权益28.01亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入20.06亿元，利润总额-2.39亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司营业收入110.12亿元，同比大幅下降23.82%。2015年，公司区域市场水泥需求不旺、市场竞争激烈，公司产能主要布局的东北地区水泥均价持续下降，公司整体水泥产品量价齐降，导致公司建材板块收入大幅下跌；同时煤炭行业供需矛盾加剧，供大于求，公司煤炭贸易量大幅下降，煤炭收入较2014年大幅下降63.80%。

2015年，公司期间费用同比略有下降，但由于营业收入大幅下降，期间费用占营业收入的比重大幅增长，为31.69%，较2014年上升7.31个百分点。2015年，公司期间费用34.90亿元，其中销售费用9.90亿元、管理费用11.81亿元、财务费用13.19亿元，三项费用金额均较大。公司对期间费用的控制有待加强。

公司投资收益主要为持有的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。2015年，公司获得投资收益12.55亿元，同比大幅增长101.42%，主要系东北证券股份有限公司2015年盈利大幅增加，导致公司投资收益大幅增长。

公司营业外收入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。2015年，公司营业外收入2.36亿元，成为利润总额的重要补充。

2015 年，公司利润总额为-5.27 亿元，利润总额为负。2015 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 17.77%、1.94%和-3.62%。

2016年1~3月，公司实现营业收入20.06亿元，为2015年全年的18.21%；实现利润总额-2.39亿元，亏损面较2015年第一季度的-2.05亿元有所扩大；公司整体营业利润率为19.01%，较2015年有小幅提升。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均大幅下降；近年来公司大力发展医药板块，医药板块收入持续增长，毛利率保持较高水平，逐渐成为公司主要的盈利增长点。2016年以来，公司与区域内其他水泥企业采取错峰生产，通过降低供给使得水泥价格有所提升，该项措施对公司未来建材板块收入和毛利率的正面效应有待观察；未来随着公司医药板块的进一步扩大，将对公司盈利能力有所拉动。

总体看，受区域水泥市场环境恶劣、竞争激烈、东北市场需求不足等因素影响，作为公司主营的建材板块收入和毛利率齐降，导致公司2015年大幅亏损。公司期间费用对公司利润形成一定侵蚀。未来随着水泥公司错峰生产效应的显现，医药板块的持续扩大，可能会对公司盈利能力形成一定的拉动。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015年经营活动现金流入量140.10亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金为117.82亿元和收到其他与经营活动有关的现金21.35亿元（主要为往来款）。2015年公司购买商品、接受劳务支付的现金70.09亿元；支付的其他与经营活动有关的现金为19.58亿元，主要系支付定期存单、管理费用、销售费用以及与长春市祥润物资有限公司等公司的往来款。经营活动产生的现金流量净额25.77亿元。2015年公司现金收入比为107.00%，较2014年有所提升，收入获现能力尚可。

从投资活动来看，2015年公司投资活动现金流入量比较小，投资活动现金流出8.36亿元，主要为取得子公司等支付的现金4.72亿元。2015年公司投资活动产生的现金流量净额为-7.49亿元。

公司筹资活动现金流入和流出主要为公司通过吸收投资、银行借款和发行债券等方式进行筹资，并支付相应的债务本息。2015年，公司筹资活动现金流入290.95亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金0.86亿元为收到的国开发展基金有限公司投资款和中国农发重点建设基金有限公司投资款。公司筹资活动现金流

出290.47亿元，其中支付其他与筹资活动有关的现金30.67亿元，主要为票据贴现保证金等。2015年，公司筹资活动现金流量净额0.48亿元，总体看，公司外部融资需求较大。

2016年1~3月，公司经营活动现金流入29.52亿元，以销售商品、提供劳务收到的现金为主，经营活动产生的现金流量净额8.00亿元。同期，投资活动产生的现金流量较小；筹资活动产生的现金流量净额为-25.49亿元。

总体看，2015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高水平。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 537.90 亿元。其中流动资产占 54.57%，非流动资产占 45.43%。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 293.56 亿元，同比小幅下降 0.86%。公司流动资产以货币资金（占 25.84%）、应收账款（占 9.63%）、其他应收款（占 5.41%）、存货（占 30.55%）及其他流动资产（占 23.82%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 75.86 亿元，其中银行存款占 68.72%，其他货币资金 31.25%。公司货币资金中受限货币资金为 43.78 亿元，受限比例 57.71%，受限比例高。

截至 2015 年底，公司应收账款 28.26 亿元，同比增长 6.48%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1 年以内占 69.89%，1~2 年占 23.71%,其余均为 2 年以上；从集中度看，前 5 名客户应收账款占比为 19.02%，集中度一般。截至 2015 年底，公司共坏账准备 2.36 亿元，计提比例 7.71%，计提较为充分。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 15.89 亿元，同比小幅下降 1.94%，主要为往来款、融资租赁保证金及其他保证金等。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，1 年以内占 30.21%，1~2 年占 41.73%，2~3 年占 10.60%，其余均为 3 年以上；公司累计计提坏账准备 2.07 亿元，计提比率 11.54%，计提比率较合理。

截至 2015 年底，公司存货 89.68 亿元，同比小幅下降 3.63%，主要是在产品、库存商品及房地产开发成本和开发产品等。存货中原材料占 9.57%，开发成本占 55.36%，开发产品占 21.84%。公司累计计提存货跌价准备 0.55 亿元，主要是对房地产开发产品计提的跌价准备（0.50 亿元）。

截至 2015 年底，其他流动资产 69.93 亿元，主要为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。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产为 244.34 亿元，主要由固定资产（占比 52.52%）、长期股权投资（占比 23.88%）、无形资产（占比 12.31%）和商誉（占比 5.86%）构成。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 58.35 亿元，同比增长 27.02%，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 2015 年底，公司固定资产为 128.34 亿元，主要为房屋及建筑物、机器设备和运输工具等。

截至 2015 年底，公司无形资产为 30.08 亿元，主要由矿权和土地使用权组成。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 521.17 亿元，较 2015 年底下降 3.11%，主要系货币资金和应收账款减少所致，资产构成中，流动资产占 53.27%，非流动资产占 46.73%，与 2015 年底相比变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持相对稳定，资产构成以流动资产为主，货币资金充足，但受限比例高。公司整体资产质量尚可。

所有者权益

公司 2015 年非公开发行股票，导致股本和资本公积大幅增长。截至 2015 年底，公司所有

者权益 143.77 亿元，其中股本占 23.23%、资本公积占 41.90%、盈余公积占 4.67%、未分配利润占 28.72%；其中归属于母公司所有者权益占 80.00%，少数股东权益占 20.00%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 140.69 亿元，较 2015 年底小幅下降 2.14%。所有者权益构成上较 2015 年底变动不大。

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。

负债

截至2015年底，公司负债总额为394.14亿元，同比小幅下降4.62%。其中流动负债占87.45%，非流动负债12.55%，以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债合计344.66亿元，同比增长16.23%。公司流动负债主要由短期借款（占37.28%）、应付账款（占6.59%）和一年内到期的非流动负债（占46.44%）构成。

截至2015年底，公司短期借款为128.48亿元，其中抵押借款占10.63%、保证借款占27.53%、信用借款占21.35%、票据贴现借款占36.67%。

截至2015年底，公司应付账款合计22.72亿元，同比下降15.59%，其中1年以内的占65.99%，1~2年占18.96%，其余均为2年以上。

截至2015年底，公司其他应付款合8.55亿元，大幅下降25.82%，主要为往来款项和保证金等。

2015年，公司一年内到期的非流动负债为160.06亿元，主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款等；2015年大幅增长的原因系2015年公司发行超短期融资券，同时将2016年到期的中期票据转入本科目，导致一年内到期的应付债券大幅增长。

截至2015年底，公司非流动负债49.48亿元，同比大幅下降57.59%，主要来自长期借款和应付债券的减少。从构成看，以长期借款（占33.16%）和应付债券（占59.15%））为主。

截至2015年底，公司长期借款16.41亿元，主要为质押借款（占53.03%）、抵押借款（占26.90%）和保证借款（占19.86%）。

2015年，公司应付债券为29.27亿元，同比大幅下降66.62%，系公司将2016年到期的中期票据和非公开定向债务融资工具转入一年内到期的非流动负债所致。截至2015年底，公司应付债券主要为2013年第一期中期票据（本金9亿元）、2015年第一期非公开定向债务融资工具（本金10亿元）、2015年第一期中期票据（本金10亿元）和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）投资款（0.46亿元）。2015年，公司子公司吉林亚泰集团医药投资有限公司（以下简称“亚泰医药”）和国开基金分别出资3000万元和4600万元对吉林亚泰明星制药有限公司（以下简称“明星制药”）进行增资，国开基金投资期限为14年，持股期间年投资收益率为1.2%，投资期满前亚泰医药分三次对国开基金持有的明星制药股权进行回购。增资后明星制药注册资本变为8947万元，其中亚泰医药持有其53%股权，国开基金持有其47%股权。

截至2016年3月底，公司非流动负债41.76亿元，较2015年底下降15.60%，主要来自应付债券的减少。非流动负债构成较2015年底变动不大。

截至2016年3月底，公司负债总额380.48亿元，较2015年底下降3.46%，流动负债占89.03%，非流动负债占10.97%，流动负债占比进一步上升。

债务结构方面，截至2015年底，公司有息债务合计341.38亿元，其中短期债务占86.62%，长期债务占13.38%，短期债务占比进一步提升，债务结构有待改善。2015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73.27%、70.37%和24.11%，公司债务规模波动下降，债务负担重。

截至2016年3月底，公司全部债务324.90亿元，较2015年底下降4.83%；其中短期债务占比88.33%，长期债务占比11.67%，短期债务占比有所增加。截至2016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73.00%、69.78%和21.23%，三项指标均较2015年底有所下降。

总体看，跟踪期内，公司负债总额略有下降，有息债务负担重，以短期债务为主，且短期债务占比持续提升，短期偿付压力大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年，受流动负债增加的影响，公司流动比率和速动比率分别为85.17%和59.15%，均较上年有所下降；2016年3月底，流动比率与速动比率分别81.97%与54.73%，较2015年进一步降低。2015年，经营性现金流出量的降幅大于流入量，经营性现金净流量呈净流入，经营现金流动负债比为7.48%。总体看，公司短期支付压力大。

从长期偿债能力指标看，受2015年公司亏损的影响，EBITDA下降幅度大，为14.45亿元，EBITDA利息倍数0.80倍，EBITDA对利息的保障能力弱；2015年，全部债务/EBITDA倍数为23.62倍。总体看，公司EBITDA对全部债务的保障能力弱。

截至2016年3月底，公司及控股子公司无对外担保。

公司与多家银行保持合作关系。截至2016年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总计425.87亿元，已使用额度为298.74亿元，尚未使用的额度为127.13亿元，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 2016 年 6 月 18 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强。

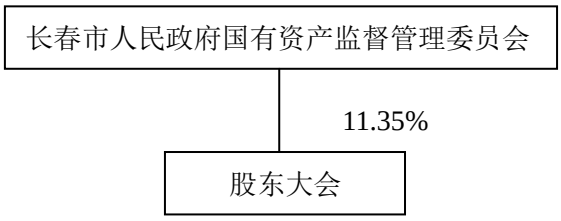
7. 存续期债券偿还能力

2015 年，公司经营活动现金流入量和净额分别为 140.10 亿元和 25.77 亿元，分别为“11 亚泰 MTN2”（本金 14.00 亿元）10.01 倍和 1.84 倍，公司经营活动现金流入量对“11 亚泰 MTN2”的覆盖程度高。2015 年，公司 EBITDA 为 14.45 亿元，为“11 亚泰 MTN2”的 1.03 倍，对“11 亚泰 MTN2”的覆盖程度一般。整体看，公司经营活动现金流入量对“11 亚泰 MTN2”的保障能力较强。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	54.78	69.34	78.97	66.63
资产总额(亿元)	488.39	534.12	537.90	521.17
所有者权益(亿元)	120.46	120.91	143.77	140.69
短期债务(亿元)	203.50	233.78	295.71	286.98
长期债务(亿元)	98.61	114.05	45.67	37.92
全部债务(亿元)	302.10	347.83	341.38	324.90
营业收入(亿元)	134.48	144.55	110.12	20.06
利润总额(亿元)	4.95	3.66	-5.27	-2.39
EBITDA(亿元)	21.46	25.00	14.45	--
经营性净现金流(亿元)	-15.28	-59.80	25.77	8.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.00	5.14	3.49	--
存货周转次数(次)	2.28	1.21	0.96	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.28	0.21	--
现金收入比(%)	107.31	90.20	107.00	146.00
营业利润率(%)	21.55	20.98	17.77	19.01
总资本收益率(%)	3.00	3.50	1.94	--
净资产收益率(%)	1.89	1.37	-3.62	--
长期债务资本化比率(%)	45.01	48.54	24.11	21.23
全部债务资本化比率(%)	71.49	74.21	70.37	69.78
资产负债率(%)	75.33	77.36	73.27	73.00
流动比率(%)	95.60	99.85	85.17	81.97
速动比率(%)	61.96	68.47	59.15	54.73
经营现金流动负债比(%)	-5.71	-20.17	7.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	1.26	0.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.08	13.92	23.62	--

注：2016 年 1~3 月财务数据未经审计；其他流动负债中短期融资券调入公司短期债务；长期债务包含融资租赁款。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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　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

银行间中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。