

跟踪评级公告

联合[2016]771号

吉林亚泰（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

吉林亚泰（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

吉林亚泰（集团）股份有限公司公开发行的“16 亚泰 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月十七日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

吉林亚泰（集团）股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 亚泰 01	10 亿元	5 年	AA	AA	2016 年 3 月 28 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 27 日

主要财务数据：

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	534.12	537.90	521.17
所有者权益（亿元）	120.91	143.77	140.69
长期债务（亿元）	113.48	45.67	37.92
全部债务（亿元）	347.26	341.38	324.90
营业收入（亿元）	144.55	110.12	20.06
净利润（亿元）	1.66	-5.21	-2.34
EBITDA（亿元）	28.40	19.86	--
经营性净现金流（亿元）	-59.80	25.77	8.00
营业利润率（%）	20.98	17.77	19.01
净资产收益率（%）	1.37	-3.94	-1.64
资产负债率（%）	77.36	73.27	73.00
全部债务资本化比率（%）	74.17	70.37	69.78
流动比率（倍）	1.00	0.85	0.82
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.06	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.44	1.36	--
EBITDA/待偿债券本金合计（倍）	2.84	1.99	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、2016 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对吉林亚泰（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“亚泰集团”）的跟踪评级反映了其作为集建材、房地产、金融、煤炭、医药、商贸等业务为一体的综合大型企业集团，在行业地位、政府支持、区域竞争力、产能规模、技术水平、业务多元化等方面具备显著的优势。

2015 年，公司作为东北地区重点水泥企业，通过兼并重组，水泥板块经营规模不断扩大，区域产业集中度提高。2015 年 4 月，公司非公开发行的成功完成提升了公司的资本实力。2016 年，公司积极调整产业及产品结构，将建材、医药、金融等产业定位为重要发展产业，实施多元化、规模化等发展战略，并逐步退出处于微利状态的煤炭贸易业务以及对资金占用较大的一级土地开发整理业务，公司整体盈利能力有望得到增强。

同时，联合评级也关注到水泥行业景气程度下行，公司债务规模持续增加、盈利能力弱化、经营性亏损不断扩大、获现能力较弱、未来资金支出压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 亚泰 01”债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，公司建材业务通过行业内并购整合，在东北地区的控制能力得到进一步加强。

2. 跟踪期内，公司业务运营多元化，医药、金融板块保持较强的盈利能力，对公司利润形成有效补充。

3. 跟踪期内，公司成功非公开发行股票，

降低了公司的资产负债率，增强了公司的资本实力和整体实力。

关注

1. 公司所属水泥行业景气度下行，行业产能过剩严重且短期内难以改观；宏观经济增速放缓、房地产行业结构性失衡、水泥市场竞争激烈等因素对公司盈利形成一定不利影响。

2. 公司房地产板块在建项目及一级土地开发整理项目数量较多、投资规模较大，未来将面临一定资金支出压力。

3. 公司有息债务规模持续增加，债务负担加重，短期偿债压力大。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李 莹

电话：010-85172818

邮箱：liying@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

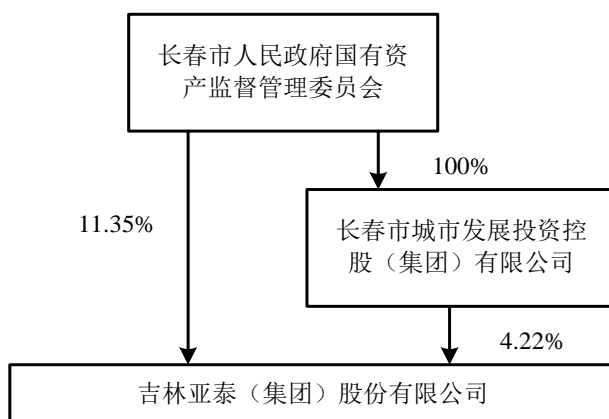


联合信用评级有限公司

一、主体概况

吉林亚泰（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“亚泰集团”）前身为成立于 1984 年的辽源市茶叶经销公司。1986 年 12 月公司由集体所有制企业改制成为股份制企业，并更名为辽源市产业经销股份有限公司。1993 年 3 月公司更名为吉林亚泰实业股份有限公司，并于当年 4 月吸收合并了长春龙达建筑实业公司。1994 年 11 月公司更名为现名。经中国证监会审核批准，1995 年 11 月公司在上海证券交易所挂牌上市（股票名称：亚泰集团；股票代码：600881）。2015 年 4 月，公司通过非公开发行人民币普通股 70,521.37 万股，共募集资金 28.92 亿元。截至 2015 年底，公司总股本为 26.00 亿股，其中长春市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“长春市国资委”）直接持有公司 11.35% 的股份，并通过长春市城市发展投资控股（集团）有限公司间接持有公司 4.22% 的股份，为公司的第一大股东，公司实际控制人为长春市国资委（股权结构如下图所示）。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事建材、房地产开发、煤炭批发经营、药品生产及经营以及国家允许的进出口业务。截至 2015 年底，公司下设总裁办公室、董事会办公室、党委办公室、发展规划部、综合计划部、人力资源部、财务资产管理部、法律部等多个职能部门；拥有全资及控股子公司 101 家，拥有职工 22,017 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 537.90 亿元，负债总额 394.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）143.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益 115.02 亿元。2015 年公司实现合并营业收入 110.12 亿元，净利润（含少数股东损益）-5.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-1.90 亿元。经营活动产生的现金流量净额 25.77 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.77 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 521.17 亿元，负债总额 380.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）140.69 亿元，其中归属于母公司所有者权益 112.68 亿元。2016 年第一季度公司实现合并营业收入 20.06 亿元，净利润（含少数股东损益）-2.34 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-1.60 亿元。经营活动产生的现金流量净额 8.00 亿元，现金及现金等价物净增加额-17.76 亿元。

公司注册地址：吉林省长春市吉林大路 1801 号；法定代表人：宋尚龙。

二、债券发行及募集资金使用情况

2016年4月，公司公开发行10亿元公司债券（第一期），债券票面利率为6.00%，期限为5年，第3年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券的付息日为2017年至2021年每年的4月5日，到期日为2021年4月5日，兑付日期为2021年4月5日。本次公司债券已于2016年5月25日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“16亚泰01”，证券代码“136357”。

截至本报告出具日，公司债券未到第一个付息日。

本次公司债券募集资金用途为偿还银行借款和补充公司流动资金。截至2016年5月底，公司债券募集资金已按募集说明书约定用途使用完毕。

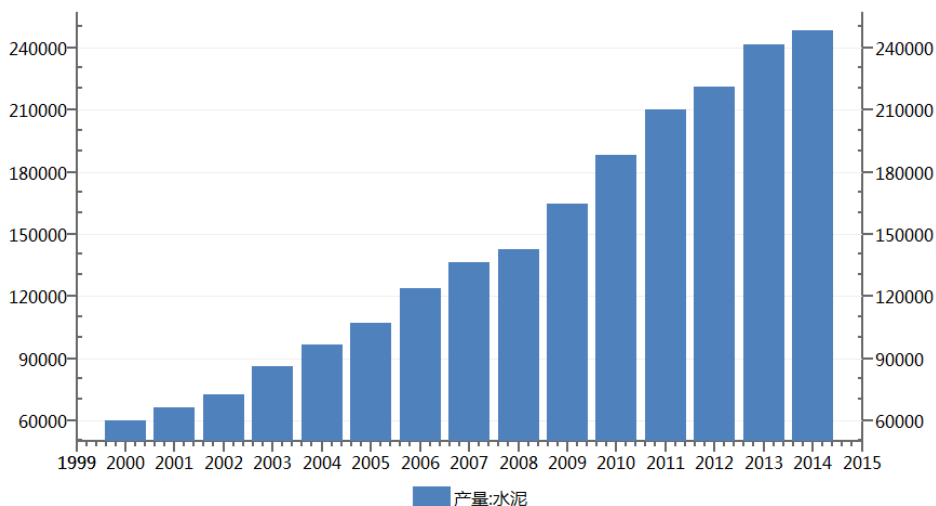
三、行业分析

1. 水泥行业

(1) 行业概况

从水泥行业的概况来看，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，固定资产投资较快增长，带动了水泥需求较快增长，中国水泥产量逐年提高；近三年，我国水泥产销率维持在96%~98%。自2009年起国务院加大了对水泥行业落后产能的淘汰力度，水泥行业拟建和新开工产能持续走低，产能抑制政策效果明显。据国家统计局公布数据显示，2015年中国水泥行业出现了24年来的首次负增长。在我国经济处于调整期和宏观经济增长继续下行的背景下，2015年全年水泥产量23.48亿吨，比2014年减少1.3亿吨，同比下降超过5%。

图2 中国水泥行业产量（单位：年、万吨）



资料来源：国家统计局

从水泥行业新增产能来看，据中国水泥协会统计，2015年全国新增投产水泥熟料生产线共有31条，全年新增水泥熟料设计产能4,712万吨，较2014年减少2,319万吨，降幅为32%。我国新增熟料产能已连续三年呈递减走势。

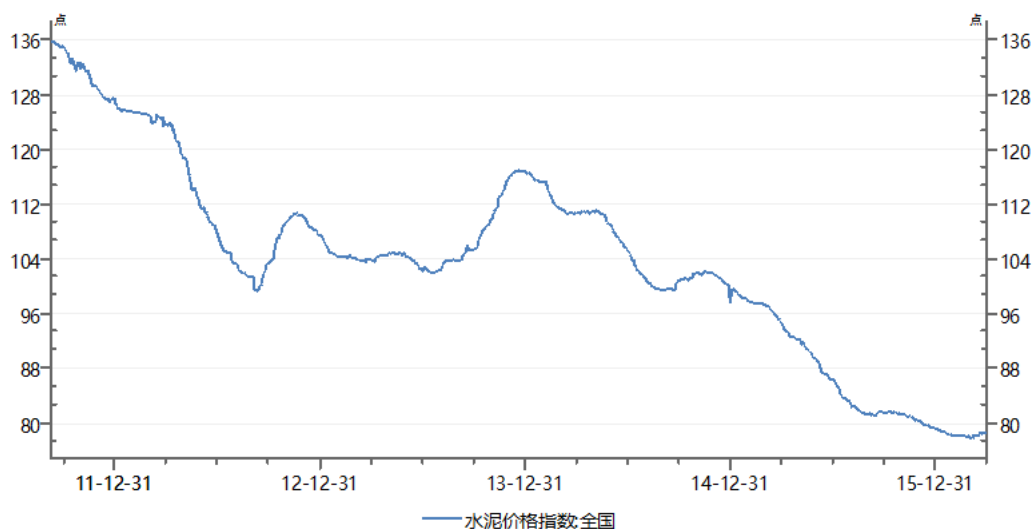
分区域看，2015年，我国水泥新增产能主要集中在广东、贵州、广西，合计产能占全国比重超过40%；从投产时间看，下半年新增产能高于上半年，上半年投产2,093万吨，下半年投产2,619万吨；分规模来看，日产万吨线2条，日产5,000吨以上22条，日产2500吨7条；分集团企业

看，新增产能有 60% 是隶属于我国前十大企业集团，其中位居前 2 位的企业是海螺水泥、红狮水泥，合计占当年新增产能的 36%。

截至 2015 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1,764 条（注：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%。从目前跟踪的在建生产线进度情况看，预计 2016 年仍将会有 3,500 万吨左右产能释放，主要集中在中南和西南地区。同时，部分省份依旧存在新批和在拟建的产能项目，使得我国水泥行业供给侧改革的难度持续加大。

从水泥的价格来看，2014 年以来，我国水泥价格总体呈现下降走势。2015 年，投资建设三大战略重点“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带，以及大基建的铁路建设、互联互通对水泥行业的拉动作用尚未体现，我国水泥价格基本维持下跌趋势，截至 2015 年底，全国水泥价格指数为 79.25，较年初下降了 19.99%，2016 年以来，水泥价格继续在低位振荡，截至 2016 年 5 月 20 日，全国水泥价格指数为 83.53，较年初有所回暖。

图 3 中国水泥价格指数（单位：年、万吨）



资料来源：Wind 资讯

整体看，2015 年，我国水泥行业经济效益出现整体性的大幅下降，水泥产能过剩加剧，市场持续恶性竞争，水泥产品价格持续下跌。

（2）行业政策

水泥产业政策集中于五个方面：一是提高行业准入条件；二是严格控制新增产能，实行等量淘汰原则；三是促进企业产品质量的提高；四是大力推行清洁生产，降低污染物排放；五是促进行业兼并重组。“十三五”规划中，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。

2015 年 6 月，财政部和国家税务总局联合印发了《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知（财税〔2015〕78 号），其中明确了 42.5 及以上水泥掺 20% 废渣可享受 70% 的退税，这对调整优化产品结构，提高工程质量，扶优扶强，减少与淘汰落后产能有着十分重要的现实意义。

2016 年 5 月，国家工信部发布《工业和信息化部办公厅关于开展国家重大工业节能专项监察的通知》表示，关于电解铝、水泥行业阶梯电价政策执行专项监察，工信部将根据发展改革委、工业和信息化部《关于电解铝企业用电实行阶梯电价政策的通知》（发改价格〔2013〕2530 号）、《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）有关规定和

要求，对 1000 家以上电解铝、水泥重点用能企业执行阶梯电价政策进行核查和预警监察，出具监察报告。

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

（3）行业关注

全行业产能过剩、产能利用率不高

2009~2014 年水泥产能持续释放，同时由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。2015 年水泥产能利用率不足 67%，较 2014 年下降 3 个百分点。水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。

行业集中度不高、行业竞争加剧

水泥行业集中度发展不均衡，目前国内水泥企业的区域集中度平均在 30%~40%。其中，不同区域的集中度差异较大，华东地区的水泥企业行业集中度最高，西南地区水泥企业行业集中度较低，对于水泥业的全面发展造成了障碍。部分地区进行并购整合，但过程将相当漫长，行业恶性竞争局面短期内难以改观。

水泥生产能耗高、污染严重

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

总体看，目前我国水泥行业面临能耗高、环境污染重等问题，短期内水泥行业产能过剩的局面难以改变，加之下游的需求增长低于预期导致水泥行业竞争淘汰加剧，水泥产品价格大幅上涨的可能性较低。

（4）行业发展

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

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

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

2. 房地产行业

(1) 行业概况

2015年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下仍有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积154,454万平方米，比上年下降14.0%。全年土地购置面积22,811万平方米，比上年下降31.7%。总体看，房地产行业波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

2015年，全国土地供应出现一定的下滑趋势。全国300个城市共推出土地31,686宗，同比减少14%；土地面积113,235万平方米，同比减少18%；出让金总额为21,793亿元，同比减少10%。土地溢价率方面，2015年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，但土地供应量有所减少，土地市场溢价率相应有所好转，全国300个城市土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较同期上升2个百分点至27%；二线城市较上年同期上升10个百分点至17%；三、四线城市较上年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米；三、四线城市同比上涨1%至751元/平方米。总体看，在去库存压力下，土地供求量均出现较大下滑；但城市分化比较明显，一、二线城市土地市场热度较高，三、四线城市土地市场相对较为疲软。

在开发资金来源状况上，2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。总体看，2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015年全年商品房累计销售128,494.97万平方米，同比增长6.50%，增速较上年增加14.10个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自2015年有所下滑，2015年12月，全国拥有7.19亿平方米待售商品房，同比增长15.60%，增速较去年下滑10.50个百分点，其中，住宅待售面积4.52亿平方米，同比增长11.20%，增速较上年同期下滑14.40个百分点。总体上看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

销售价格上，2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至2015年底，一线城市房价为32,891.25元/平方米，同比增长17.20%。总体看，2015年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

行业集中度方面，中国房地产行业龙头企业的竞争优势明显，房地产行业集中度进一步提升。2015年1~11月，房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.13%和22.84%，前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.58%和14.83%。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（2）行业政策

针对我国我国房地产行业投资增速明显放缓，对经济发展、各地土地出让情况不佳，以及我国房地产去库存压力较大等因素，2015年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。

2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

（3）行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，根据Wind资讯，2015年度房地产上市公司板块资产负债率为63.23%，较2014年底提高了0.12个百分点，房地产行业整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

总体看，房地产企业面临去库存、高杠杆低利润率等压力；市场格局持续分化，市场面临整

合风险。

(4) 行业发展

地产金融化、资本化的尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015 年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，龙头企业有望逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

跟踪期内，公司无重大管理变更事项。公司高管团队基本稳定，相关管理制度延续以往模式，公司经营状况稳定，内控制度执行较好，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务涉及建材、房地产、煤炭、医药、商贸、金融等。2015 年，公司实现营业收入 110.12 亿元，同比下降 23.82%；公司净利润为-5.21 亿元，由上年的盈利 1.66 亿元转为亏损，主要系受宏观经济下行影响，公司水泥和煤炭产品价格和销量下降，导致公司营业收入和净利润下降。主营业务收入占营业收入比重分别为 97.89%，公司主营业务突出。公司其他业务收入主要为无形资产转让、固定资产出租等业务收入。

表 1 2014~2016 年 3 月公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	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
建材	70.55	49.75	24.63	49.33	45.76	14.65	6.36	31.70	14.21
房地产	23.37	16.48	21.76	20.40	18.92	6.90	3.98	19.84	14.71
医药	10.37	7.31	43.51	14.44	13.40	49.50	4.06	20.24	49.04
煤炭	20.61	14.53	9.03	7.46	6.92	18.48	1.33	6.63	3.07
其他	16.92	11.93	19.07	16.17	15.00	23.70	4.33	21.59	19.17
合计	141.82	100.00	22.61	107.80	100.00	19.47	20.06	100.00	21.69

资料来源：公司年报

从主营业务收入构成来看，2015 年，建材板块收入占主营业务收入比重为 45.76%，为公司主营业务收入的主要构成部分。受宏观经济增速放缓影响，公司所在区域水泥产品需求不足，公司水泥产品销价、销量有所下降，建材板块收入较 2014 年下降幅度较大。2015 年，房地产板块收

入占主营业务收入比重为 18.92%，受国家宏观调控影响，房地产板块营业收入较上年有所下降。2015 年，医药板块收入占主营业务收入的比重为 13.40%，医药板块收入及占比较上年有所增长，主要系公司在 2015 年新购并企业、规模有所扩张所致。2015 年，公司煤炭板块收入占主营业务收入的比重为 6.92%，主要系公司子公司亚泰东北亚能源有限公司本期贸易量减少所致。其他业务板块收入主要为百货、酒店、超市等商贸收入，收入规模小幅减少。

从主营业务毛利率来看，2015 年，受水泥及熟料市场价格下滑的影响下，建材板块毛利率较上年下降 9.98 个百分点，由于该板块收入占比大，因此带动公司整体毛利率下滑。公司房地产板块毛利率大幅下降，较上年下降 14.86 个百分点，主要系公司房地产项目分布在二三线城市，为实现资金快速回笼相应调整了销售策略所致。公司医药板块毛利率水平较高，2015 年毛利率较上年上升 5.99 个百分点，主要系 2015 年新并购的吉林省东北亚药业股份有限公司纳入合并范围，毛利率较高，其营业收入 8,133 万元，营业成本 2,614 万元，毛利率 67.9%，使医药板块毛利有所上升所致。2015 年，公司煤炭板块以煤炭贸易为主，收入规模减小，毛利率水平较上年上升 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，毛利率仅为 1.19%。低毛利的收入下降，使综合毛利率较上年有所上升所致。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 20.06 亿元，占 2015 年全年主营业务收入的 18.61%；其中建材和房地产板块仍是公司收入主要来源，但收入占比有所下降。公司主营业务综合毛利率为 21.69%，其变化主要是受公司调整产业结构、扩大医药板块经营规模影响所致。

总体看，2015 年公司主营业务收入和毛利率水平较上年均有所下降，建材和房地产板块为主要收入来源，但受宏观经济下行及行业产能过剩影响，建材板块收入占比下降；医药板块毛利率较高，对公司利润具有一定贡献，未来随着公司大力发展医药板块，其收入对公司营业收入支撑力度有望进一步提高。

2. 建材板块

(1) 原材料采购

生产水泥所需的主要原材料为石灰石、天然石膏等，所需能源动力主要为原煤和电力。其中，石灰石通过公司自有矿山进行开采；公司生产所需煤炭 1/3 可以自给，2/3 依靠外购；而电力主要依靠外购。

石灰石是水泥生产最主要的原材料，且属不可再生的资源。目前公司有矿山 12 座，已探明储量 172,272.00 万吨。截至 2016 年 3 月底，公司自有石灰石矿山情况如下表所示。

表 2 截至 2016 年 3 月底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	21,224.00	60	352.00
2	吉林亚泰水泥有限公司羊圈顶新矿山	48,757.00	158	308.00
3	吉林亚泰明城水泥有限公司元宝山矿	8,866.00	54	165.00
4	吉林亚泰明城水泥有限公司杨木顶子矿	25,396.00	107	238.00
5	亚泰集团哈尔滨水泥（阿城）有限公司新明矿	10,881.00	26	418.00
6	亚泰集团伊通水泥有限公司土门岭矿	1,750.00	58	30.00
7	亚泰集团通化水泥股份有限公司小梨树沟矿	6,316.00	48	131.00
8	亚泰集团图们水泥有限公司碧水矿	5,880.00	--	未建
9	亚泰集团铁岭水泥有限公司石灰石矿	8,850.00	30	300.00
10	辽宁交通水泥有限公司长条沟矿	18,124.00	135	134.00

序号	石灰石矿名称	已探明储量	剩余开采年限	年开采量
11	辽宁富山水泥有限公司石灰石矿	16,228.00	--	未建
	合计	172,272.00	--	--

资料来源：公司提供

2015年，公司煤炭使用总量、煤炭采购量分别为179.20万吨和83.70万吨，较上年分别减少22.86%和22.86%。2014~2016年3月公司煤炭使用及采购情况如下表所示。

表3 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1~3月
煤炭使用总量	232.30	179.20	24.00
其中：煤炭自给量	123.80	95.50	12.80
煤炭采购量	108.50	83.70	11.20
煤炭采购价格	595.80	525.50	484.80

资料来源：公司提供

从采购集中度看，公司所需原材料主要通过亚泰物贸进行采购，2015年亚泰物贸向前5名供应商采购的金额总计为4.79亿元，占公司采购总额的36.01%。不存在向单一供应商采购金额超过采购总额50%的情况，不存在严重依赖个别供应商的风险。

表4 2015年亚泰物贸前五大供应商情况（单位：万元、%）

序号	供应商名称	采购额	比例
1	阜新矿业集团煤炭销售有限公司	18,255.36	13.72
2	辽源矿业（集团）有限责任公司	10,123.46	7.61
3	吉林省龙家堡矿业有限责任公司	8,792.62	6.61
4	吉林博晟塑业有限公司	7,006.47	5.27
5	黑龙江永新助剂有限责任公司	3,728.30	2.80
--	合计	47,906.21	36.01

资料来源：公司提供

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

（2）产品生产

截至2016年3月底，公司共拥有水泥熟料生产线17条，水泥粉磨生产线33条，商品混凝土基地3个，骨料基地2个。水泥熟料生产线全部为新型干法生产工艺，合计熟料产能达1,999万吨/年，其中单线产能在日产4,000吨及以上的有8条，水泥合计产能达2,438万吨/年。公司产能全部分布在吉林、黑龙江和辽宁三省。2014年~2016年3月公司主要建材产品产能情况如下表所示。

表5 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）	1,938.00	1,908.00	1,908.00
水泥产能（万吨/年）	2,358.00	2,358.00	2,358.00
商混产能（万立方米/年）	405.00	405.00	405.00
骨料产能（万吨/年）	255.00	255.00	255.00

资料来源：公司提供

2015年，公司生产水泥1,332.00万吨，较2014年减少18.08%；生产熟料1,303.00万吨，较2014年减少19.27%；均主要系市场需求不足所致。

从产能利用率情况来看，2015年，公司熟料产能利用率为68.30%，较上年有所下降，主要系市场需求不足导致产量下降所致；2015年，公司水泥产能利用率为56.50%，主要系市场需求不足导致产量下降所致。

2016年1~3月，公司熟料产能1,908.00万吨/年，熟料产量42.00万吨¹；水泥产能2,358.00万吨/年，水泥产量60.00万吨。公司2016年第一季度熟料和水泥产量均未达到2015年的25%，预计2016年全年产量较2015年将有所下降。

表6 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1~3月
熟料	产能	1,938.00	1,908.00	1,908.00
	产量	1,614.00	1,303.00	43.00
	产能利用率	83.28	68.30	2.20
水泥	产能	2,358.00	2,358.00	2,358.00
	产量	1,626.00	1,332.00	60.00
	产能利用率	68.96	56.50	2.50

资料来源：公司提供

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

总体看，公司水泥产能有所下降，受东北地区经济增速放缓以及行业产能过剩影响，水泥产量降幅较大。

（3）市场销售

2015年，公司熟料、水泥外销销量分别为421.30万吨、1,309.60万吨，均较上年有所下降。从产销率来看，2015年，公司熟料产销率（只含外销）为31.00%、较上年小幅上升，加上公司自用量整体产销率有所提升；水泥产销率为98.00%，较上年小幅下降，但仍维持在较高水平。销售价格方面，受行业产能过剩、市场需求减弱和产品价格下跌等因素的影响，公司水泥和熟料的销售均价呈逐年下降趋势。2016年1~3月，熟料和水泥价格走势出现分化，销量较2015年同期有所下降。2014~2016年3月公司水泥及熟料销售情况如下表所示。

表7 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）	450.00	421.30	18.00
	产销率	27.68	31.00	43.00
	销售均价	266.79	206.38	228.68
水泥	销量	1,607.00	1,309.60	51.40
	产销率	98.83	98.00	86.00
	销售均价	361.57	291.87	283.05

资料来源：公司提供

公司水泥的销售市场集中在东北地区，公司建立了较完善的营销网络，公司水泥产品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2015年公司在三

¹ 此处产能为年度产能，产量为2016年一季度产量、未年化，产能利用率由于受季节性因素影响而偏低。

大主要市场长春区域、吉林区域、黑龙江的市场占有率分别为 31.00%、18.00% 和 25.00%。

表 8 2015 年公司水泥销售区域分布 (单位: 万元、%)

区域名称	2015 年	
	金额	占比
长春区域	117,280.81	31.00
吉林区域	67,182.09	18.00
黑龙江	95,246.52	25.00
辽宁	102,532.67	27.00
合计	382,242.00	100.00

资料来源: 公司提供

从客户集中度来看, 由于水泥产品具有运输半径受限的特点, 公司产能较为分散, 因此不存在单一客户的销量占整个营业额比重很大的情况。2015 年公司向前 5 名销售商销售金额为 2.76 亿元, 占公司此板块全部销售收入的 8.00%, 集中度较低, 较上年变化不大, 公司没有对单一客户产生销售依赖。

表 9 截至 2015 年底公司水泥销售前五大客户情况 (单位: 万元、%)

客户名称	销售额	销售额占总销售额的比例
中国建筑股份有限公司	8,087.07	2.00
中交二航局物流发展有限公司	7,091.89	2.00
吉林省高等级公路建设局	6,054.26	2.00
调兵山市中瀚物资经销有限公司	3,450.77	1.00
吉林省煜达商品混凝土有限公司	2,947.41	1.00
合计	27,631.40	8.00

资料来源: 公司提供

总体看, 公司熟料和水泥产量及产能利用率均有所下降, 受市场需求不振影响、公司熟料和水泥价格均有所下降, 公司在东北地区市场占有率较高。

3. 房地产板块

(1) 土地储备

2015 年, 公司新增土地储备面积和购地支出较上年均有所增长, 但由于公司项目开发主要定位于二三线城市, 因此新增土地楼面均价有所下降。公司 2014~2016 年 3 月取得土地储备情况如下表所示。截至 2016 年 3 月底, 公司无土地储备。

表 10 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)	7.00	22.20	0.00
土地购置支出 (亿元)	2.90	6.70	0.00
新增土地楼面均价 (元/平方米)	3,769.00	2,352.00	0.00
剩余可售面积 (万平方米)	32.50	42.60	36.50

资料来源: 公司提供

截至 2016 年 3 月底, 公司主要土地开发项目有长春莲花山土地整理项目、天津亚泰泉州水城项目等。公司计划总投资 316.70 亿元, 截至 2016 年 3 月底已投资 101.40 亿元, 未来投资规模较

大。其中，莲花山项目仍处于规划阶段，由于其包含一级土地开发整理和二级房地产建设项目，因此投资总额较大。未来该项目将以逐步开发、资金滚动式投入的方式进行运作。截至 2016 年 3 月底，公司一级土地开发整理项目情况如下表所示。

表 11 截至 2016 年 3 月底公司一级土地开发整理项目情况（单位：亿元）

项目	项目主要内容或开发模式	总投资	截至 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
天津亚泰泉州水城	土地出让收入	77.50	66.30	29.60	11.20	62.40
蓬莱亚泰沙河	土地出让收入	10.00	8.60	1.10	1.40	6.30
海南亚泰崖州人工岛	政府回收返还投资	9.20	9.20	0.00	0.00	0.00
长春莲花山项目	土地出让及后续二级开发	220.00	17.20	0.00	0.00	16.50
合计		316.70	101.40	30.70	12.60	85.20

资料来源：公司提供

（2）在建项目和项目开发

从在建项目来看，截至 2016 年 3 月底，公司在建项目全部为住宅项目，分布在沈阳、天津、南京、海南、长春等地，规划总建筑面积 231.60 万平方米，总投资 134.90 亿元，已投资 59.20 亿元，未来仍需投资 75.70 亿元，投资规模较大。

表 12 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	地理位置	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 月底已投资额
						自有资金	贷款融资	
亚泰山语湖	长春市	23.20	2019-10	住宅地产	17.70	17.70	--	4.40
亚泰华府	长春市	24.40	2019-06	住宅地产	15.90	15.90	--	6.00
长春亚泰兰海公馆	长春市	4.30	2016-12	住宅地产	4.50	4.50	--	2.80
亚泰淞山湖一期	吉林市	47.00	2017-12	住宅地产	30.80	30.80	--	4.10
亚泰澜公馆	天津市	30.70	2016-12	住宅地产	17.80	15.60	2.20	13.80
亚泰城二期	沈阳市	33.00	2016-12	住宅地产	11.80	11.80	--	9.20
亚泰城三期	沈阳市	23.60	2019-12	住宅地产	10.70	10.70	--	1.60
亚泰山语湖（南京）	南京市	9.60	2016-12	住宅地产	7.40	6.20	1.20	4.40
亚泰梧桐世家	南京市	35.90	2017-12	住宅地产	18.30	15.95	2.40	13.00
合计	--	231.60	--	--	134.90	129.20	5.80	59.20

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司建设项目数量、施工面积、竣工面积、完成交付项目数量、完成交付面积均减少，主要系房地产建设周期性波动影响所致；平均建安成本、房地产开发完成投资额减少，主要系公司项目主要布局在二三线城市，受房地产市场下行影响较大所致；新开工项目数量、新开工面积上升，主要系公司将前期土地储备全部开发所致。

表 13 2014~2016 年 3 月公司房地产经营数据

指标	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
建设项目（个）	12	10	9
施工面积（万平方米）	101.00	90.00	84.40
新开工项目（个）	1	2	5
新开工面积（万平方米）	5.50	23.90	43.20
竣工面积（万平方米）	43.40	33.40	7.60
平均建安成本（元/平方米）	2,667.00	2,310.00	2,240.00
完成交付项目（个）	5	2	1
完成交付面积（万平方米）	43.40	11.60	7.60
房地产开发完成投资（亿元）	24.50	22.60	3.00

资料来源：公司提供

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

（3）房屋销售

从销售数据来看，2014~2015 年，公司实现预售项目数量逐年增长，主要为当年在建项目；公司协议销售均价有所回升，主要系受当年销售项目规格、定价不同影响所致。受协议销售均价和协议销售面积变化的影响，公司协议销售金额也出现较大波动。截至 2016 年 3 月，公司实现预售项目继续增长，受今年以来房地产市场回暖的影响，协议销售均价较上年小幅回升。2014~2016 年 3 月公司房地产销售数据如下表所示。

表 14 2014~2016 年 3 月公司房地产销售数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
实现预售项目（个）	10	14	15
协议销售面积（万平方米）	23.40	24.00	6.10
协议销售金额（亿元）	14.00	17.10	5.30
协议销售均价（元/平方米）	6,172.00	7,156.00	8,654.00
结转收入面积（万平方米）	37.90	28.00	4.50
结转收入（亿元）	23.40	18.60	3.40

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司主要已完工在售项目分布在长春、沈阳、松原和天津等地，项目总投资为 83.80 亿元，总销售面积 124.50 万平方米，已销售面积 105.80 万平方米，公司已完成大部分销售。

表 15 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	7.80	7,233.00	16.70	16.50	0.10
亚泰梧桐公馆	长春	住宅地产	26.00	7,976.00	40.90	37.40	0.40
亚泰澜熙郡	松原	住宅地产	14.90	4,936.00	34.30	32.50	1.00
亚泰津澜	天津	住宅地产	14.70	10,257.00	8.90	7.70	4.00
亚泰城一期	沈阳	住宅地产	11.00	5,603.00	18.30	9.30	0.40
亚泰兰海公馆	蓬莱	住宅地产	2.80	5,031.00	3.80	1.50	0.20

亚泰温泉海岸	海口	商业地产	6.60	12,573.00	1.60	0.90	0.30
合计			83.80	6,488.00	124.50	105.80	6.40

资料来源：公司提供

总体看，公司在售项目数量较少，受实现预售项目类型不同，公司销售回款情况波动较大；公司大部分可售项目已经完成销售，需要关注后续在建项目推进情况。

4. 其他业务板块

(1) 医药

2015年公司医药板块营业收入占公司主营业务收入总额的13.40%，实现营业毛利率49.50%。公司主要从事天然药物的研发、生产和营销业务，截至2016年3月底，公司共拥有2个药物研究与开发中心、5家药物生产企业、1家药品连锁零售企业、1家医药产业管理公司和1家医药科技公司，现已形成了集研发、生产、销售于一体的完整产业链。吉林亚泰制药股份有限公司（以下简称“亚泰制药”）、吉林大药房药业股份有限公司（以下简称“吉林大药房”）及吉林亚泰生物药业股份有限公司（以下简称“亚泰生物”）为公司医药产业主要运营主体。

2015年，公司的全资子公司——吉林医药投资有限公司收购了吉林省东北亚药业股份有限公司、江苏威凯尔医药科技有限公司，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局下发的I、II、III期药物临床试验批件，增强了公司医药产业的规模实力和整体竞争力。

公司医药产品生产模式为以销定产，由于医药产品有效期较短，导致产能利用率较低。2014~2016年3月公司主要产品的产能、产量情况如下表所示。

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）	25,000.00	25,000.00	25,000.00
		产量（万粒）	14,292.00	10,238.40	4,096.76
		产能利用率（%）	57.17	40.95	16.39
	0.54 克消栓通络胶囊	产能（万粒）	15,000.00	15,000.00	15,000.00
		产量（万粒）	505.00	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）	12,500.00	12,500.00	12,500.00
		产量（万粒）	1,072.00	954.00	591.84
		产能利用率（%）	8.58	7.63	4.73
鸡胆口服溶液	产能（万支）	2,500.00	3,000.00	3,000.00	
	产量（万支）	1,079.00	1,033.19	450.83	
	产能利用率（%）	43.16	34.44	15.03	
亚泰龙鑫	丹黄	产能（万粒）	20,000.00	20,000.00	20,000.00
		产量（万粒）	9,431.00	12,763.00	3,418.00
		产能利用率（%）	47.15	63.81	17.09
	柏子	产能（万片）	7,500.00	7,500.00	7,500.00
		产量（万片）	1,237.00	2,126.00	471.00
		产能利用率（%）	16.49	28.34	6.28
舒筋	产能（万丸）	900.00	900.00	900.00	
	产量（万丸）	277.00	329.00	95.00	

		产能利用率 (%)	30.78	36.55	10.55
	荨麻疹	产能 (万袋)	720.00	720.00	720.00
		产量 (万袋)	583.00	725.00	126.00
		产能利用率 (%)	80.91	100.60	17.50
亚泰生物	人用狂犬病疫苗 (地鼠肾细胞)	产能 (万人份)	35.00	35.00	35.00
		产量 (万人份)	2.00	0.00	0.00
		产能利用率 (%)	5.71	--	--
	卡介菌多糖核酸注射液	产能 (万支)	1,000.00	1,000.00	1,000.00
		产量 (万支)	0.00	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)	300.00	300.00	300.00
		产量 (万盒)	200.00	251.00	44.58
		产能利用率 (%)	66.72	83.67	14.86
亚泰明星	片剂	产能 (万片)	20,000.00	20,000.00	5,000.00
		产量 (万片)	19,870.00	19,670.00	4,960.00
		产能利用率 (%)	99.35	98.35	99.20
	颗粒剂	产能 (万粒)	500.00	500.00	125.00
		产量 (万粒)	496.00	486.00	120.33
		产能利用率 (%)	99.20	97.20	96.28
	胶囊剂	产能 (万粒)	10,000.00	1,000.00	250.00
		产量 (万粒)	9,870.00	9,640.00	246.00
		产能利用率 (%)	98.70	96.40	98.40

资料来源：公司提供

2015 年，公司医药产业采购和销售模式没有变化。

截至 2016 年 3 月，吉林大药房在吉林省内共有 485 家连锁店，拥有万平米立体药品仓储配送中心，经营药品万余种，是吉林省内规模最大的医药连锁零售企业。

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

(2) 煤炭

2015 年，公司煤炭板块实现收入 7.46 亿元，占公司主营业务收入的 6.92%。公司煤炭板块主要从事煤炭开采、洗选和贸易业务，现煤炭板块拥有 2 家煤炭开采企业、1 家煤炭洗选企业和 2 家煤炭贸易公司。吉林亚泰集团煤炭投资有限公司（以下简称“亚泰煤炭”）、双鸭山亚泰煤业有限公司（以下简称“双鸭山”）、科尔沁左翼中旗宝龙山金田矿业有限公司（以下简称“宝龙山”）、亚泰东北亚能源有限公司（以下简称“东北亚能源”）等为公司煤炭板块主要运营主体。

公司自采煤炭主要供应公司建材板块使用，目前公司拥有双鸭山和宝龙山两个煤矿，合计产能 180 万吨，2015 年煤炭产量 219.10 万吨。此外，公司煤炭洗选业务主要为将部分自采煤炭和外购煤炭进行加工，加工后煤炭主要供应公司建材板块，小部分对外出售获利。截至 2015 年底，公司煤炭洗选产能为 210 万吨，2015 年煤炭洗选产量为 32.40 万吨。

表 17 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)	剩余可采年限 (年)	2015 年产量 (万吨)
双鸭山煤矿	双鸭山	90.00	在产	25	91.30
宝龙山煤矿	科尔沁	90.00	在产	25	127.80
合计	--	180.00	--	--	219.10

资料来源：公司提供

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

表 18 2014~2016 年 3 月公司煤炭贸易经营情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
采购量 (万吨)	295.00	64.00	18.40
采购单价 (元/吨)	604.00	420.59	424.67
采购额 (万元)	178,266.00	26,924.30	7,834.50
销量 (万吨)	295.00	472.40	18.50
销售单价 (元/吨)	615.00	300.80	435.15
销售额 (万元)	181,283.00	142,098.00	8,035.70

资料来源：公司提供

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

(3) 金融投资

近年来，公司通过参股方式持有多家金融公司股权，包括持有东北证券股份有限公司（以下简称“东北证券”，股票代码：000686）30.71%的股权，为东北证券的单一第一大股东；持有吉林银行股份有限公司（以下简称“吉林银行”）9.96%的股权，是吉林银行第三大股东。东北证券是东北地区最大的规范类和 B 类 BBB 级券商，在自营、资产管理等领域具有较强的行业竞争优势；在经纪、承销等领域具有很强的区域竞争优势。截至 2015 年底，东北证券总资产 740.06 亿元，总负债 621.78 亿元，所有者权益 118.28 亿元；2015 年实现营业收入 67.46 亿元，利润总额 34.14 亿元，净利润 26.92 亿元。截至 2016 年 3 月底，东北证券总资产 693.45 亿元，总负债 573.71 亿元，所有者权益 119.74 亿元；2016 年 1~3 月实现营业收入 9.42 亿元，利润总额 5.09 亿元，净利润 4.04 亿元。东北证券为 A 股上市公司，截至 2016 年 3 月底，公司持有其 30.71%的股权，为单一第一大股东。

吉林银行成立于 2007 年，近年来业务规模快速发展。2013 年 1 月，公司成功受让吉林银行股份 6,200 万股，占其总股本的 0.88%。截至 2016 年 3 月底，公司持有吉林银行 9.96% 股权。截至 2015 年底，吉林银行资产总额为 3,487.55 亿元，所有者权益为 198.99 亿元。2015 年吉林银行实现营业收入 83.40 亿元，净利润 25.46 亿元。

2015 年，公司投资收益为 12.55 亿元，较上年增长 101.42%，其中金融投资对公司投资收益的贡献较大。

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

5. 经营效率

2015年，公司应收账款周转次数降至3.72次，主要系近年来水泥行业产能严重过剩，公司为了扩大销售建材板块赊销规模有所扩大所致；此外公司土地一级开发整理业务垫付资金较多，未能及时收回，导致应收账款有一定增加。

2015年，公司存货周转次数降至0.95次，主要系公司房地产板块开发产品库存增大所致。

2015年，公司总资产周转次数降至0.21次，主要系公司资产规模快速增长，而受宏观经济下行影响，公司收入增速较慢所致。

总体看，公司经营效率有所下降，但仍保持尚可水平。

6. 重大事项

2015年4月，公司非公开发行股票70,521.37万股，募集资金总额为292,663.68万元，扣除发行费用3,452.05万元，募集资金净额为289,211.62万元。本次发行完成后，公司总股本增至259,994.57万股。公司募集资金主要用于偿还有息债务以及补充流动资金。

总体看，本次非公开发行股票的成功完成降低了公司资产负债率和公司财务费用，有利于提升公司的资本实力。

7. 经营关注

（1）宏观经济及政策

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

（2）能源价格波动风险

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

（3）盈利能力下降风险

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

（4）未来资金支出压力大

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

8. 未来发展

建材业务方面，公司将在现有的产业链基础上，通过自主研发、技术引进、资源综合利用和专业化管管理，积极调整产业结构，向下游的预拌混凝土、砂石骨料、地铁管片、轨枕、预制构件等建材制品领域发展，重点生产节能、环保、绿色建材制品终端产品，实现建材产业的整体转型升级，打造建材制品产业集群。

地产业务方面，公司将以生态养生、新型城镇化建设项目为切入点，重点在国内一、二线城市进行布局，开发、建设“宜居生态养生社区”产品，树立“质量优良、功能齐全、设施完备、服务优秀”全新的生态养生地产品牌形象。

医药产业方面，公司将加快实施“创新驱动”的大健康战略，完善“药研、药企、药商”的

产业布局，加大一类新药、保健食品的自主研发力度，积极培育和发展医药电商、远程医疗、养生服务等新兴业态，提升产品的科技含量和竞争力。

金融产业方面，公司坚持“加强资本运营，强化参股公司管理，提高投资收益”的发展策略，支持参股公司做大做强；以证券为基础，通过收购、兼并和重组等方式投资银行、信托及其他金融创新领域；推动吉林银行尽早实现上市，东北证券进入全国前十名，发挥金融资本对产业资本的促进作用。

此外，公司将逐步退出对资金占用较大的一级土地开发整理业务和处于微利状态的煤炭贸易业务，集中资金发展其他产业。

总体看，公司未来将重点发展建材、医药、金融等产业，逐步退出煤炭产业；公司未来发展思路清晰，可行性较高。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2015 年度财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司 2016 年一季度财务数据未经审计。公司自 2014 年起执行财政部于 2006 年 2 月颁布并于 2014 年 7 月修订的《企业会计准则——基本准则》和 41 项具体会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定。2015 年新增合并子公司 7 家、减少 5 家；截至 2015 年底，公司纳入合并范围的子公司共 101 家。近几年公司合并范围内新增或减少子公司资产规模相对较小，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 537.90 亿元，负债总额 394.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）143.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益 115.02 亿元。2015 年公司实现合并营业收入 110.12 亿元，净利润（含少数股东损益）-5.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-1.90 亿元。经营活动产生的现金流量净额 25.77 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.77 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 521.17 亿元，负债总额 380.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）140.69 亿元，其中归属于母公司所有者权益 112.68 亿元。2016 年第一季度公司实现合并营业收入 20.06 亿元，净利润（含少数股东损益）-2.34 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-1.60 亿元。经营活动产生的现金流量净额 8.00 亿元。现金及现金等价物净增加额-17.76 亿元。

2. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 537.90 亿元，较年初增长 0.71%。其中流动资产和非流动资产的占比分别为 54.57%和 45.43%，资产构成变动不大。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 293.56 亿元，较年初减少 0.86%。公司流动资产以货币资金（占比 25.84%）、应收账款（占比 9.63%）、其他应收款（占比 5.41%）、存货（占比 30.55%）和其他流动资产（占比 23.82%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金总额为 75.86 亿元，较年初增长 18.29%，其中受限资金共计 43.78 亿元（占比 57.71%），占比较高。公司受限资金主要包括银行承兑汇票保证金（占受限资金总额 51.98%）和定期存款（占受限资金总额 45.82%）。

截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 28.26 亿元，较年初增长 6.48%，主要系公司建材

板块为促进销售，增加对客户的赊销所致。公司共计提坏账准备 2.36 亿元，总计提比例 7.71%。从账龄结构看，1 年以内应收账款占比 69.14%，1~2 年应收账款占比 23.46%，2 年以上的占比 7.40%（其中 5 年以上的占比 1.05%），账龄较短。从集中度看，截至 2015 年底前五名应收账款余额合计 5.83 亿元，占比 19.02%，集中度较低（见下表）。总体看，公司应收账款账龄较短，集中度较低，计提坏账准备较充分，未来回收风险可控。

表 19 截至 2015 年底公司应收账款前五名单位情况（单位：亿元、%）

公司	应收账款余额	余额占比
吉林国文医院	1.73	5.64
大庆鸿固水泥制造有限公司	1.44	4.71
公主岭市宜家房地产开发有限责任公司	1.05	3.44
蓬莱市财政局	0.98	3.20
齐齐哈尔鸿固水泥制造有限公司	0.63	2.04
合计	5.83	19.03

资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值为 15.89 亿元，较年初减少 1.94%，；计提坏账准备 2.07 亿元，总计提比例 11.54%。从账龄结构看，1 年以内其他应收款占比 30.21%，1~2 年的占比 41.73%，2~3 年的占比 10.60%，3 年以上的占比 17.46.%（其中 5 年以上的占比 5.89%）。从集中度看，截至 2015 年底前五名其他应收款余额合计 3.71 亿元，占比 20.68%，集中度一般。总体看，公司其他应收款账龄较长，集中度一般，计提坏账准备较充分，未来回收风险可控。

表 20 截至 2015 年底公司其他应收款前五名单位情况（单位：亿元、%）

公司	应收账款余额	余额占比
吉林市丰满区财政局	1.10	6.12
天津富昌荣商贸有限公司	0.86	4.81
铁岭新新建筑工程有限公司	0.70	3.90
建信金融租赁股份有限公司	0.58	3.23
西安恒生清洁能源发展有限公司	0.47	2.62
合计	3.71	20.68

资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司存货账面价值为 89.68 亿元，较年初减少 3.63%；计提跌价准备 0.55 亿元，总计提比例 0.61%。截至 2015 年底，存货主要系公司房地产项目的开发成本和开发产品（二者合计占比 77.20%）以及原材料（占比 9.57%）等。2015 年房地产项目的计入存货余额的借款费用资本化金额为 0.75 亿元。

截至 2015 年底，公司其他流动资产为 69.93 亿元，较年初减少 0.01%，主要系房地产业务板块涉及的土地整理等支出（详见下表）。

表 21 截至 2015 年底公司其他流动资产构成情况（单位：亿元）

项目	期末余额
天津泉洲水城土地一级整理项目支出	37.59
莲花山土地整理项目支出	16.13
海南三亚崖州湾渔港项目支出	8.27

蓬莱沙河西片区土地一级整理项目支出	4.96
待抵扣进项税及预缴税金	2.45
清欠房产	0.43
待出售清欠土地使用权	0.10
合计	69.93

资料来源：公司年报，联合评级整理。

非流动资产

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

截至 2015 年底，公司长期股权投资 58.35 亿元，较年初增长 27.02%；主要是对东北证券股份有限公司（占比 62.61%）和吉林银行（占比 33.20%）的股权投资，持股比例分别为 30.71% 和 9.96%，确认方法均为权益法。其中，公司将所持有的东北证券股份有限公司股权用于向银行质押借款。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 128.34 亿元，较年初减少 2.18%，主要系出售子公司所致；累计折旧 61.38 亿元，成新率 68.58%，成新率一般；共计提减值准备 0.19 亿元。截至 2015 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 68.57%）和机器设备（占比 27.55%）构成，其中有 5.88 亿元的房屋产权证尚未办理。截至 2015 年底，公司固定资产用于抵押或担保的账面价值为 15.13 亿元（占比 11.79%），通过融资租赁租入的固定资产账面价值共 6.27 亿元。

截至 2015 年底，公司无形资产账面价值 30.08 亿元，较年初增长 3.28%；累计摊销 5.93 亿元，共计提减值准备 0.20 亿元，无形资产的构成主要是土地使用权（占比 57.29%）和 2 项采矿权（2 项合计占比 36.23%）。

截至 2015 年底，商誉为 14.31 亿元，较年初减少 13.73%，系 2015 年对兰海泉洲水城（天津）发展有限公司、公司沈阳矿业有限公司、吉林亚泰集团（辽宁）建材有限公司、吉林市中圣房地产开发有限公司四家的商誉计提了减值共 2.28 亿元所致。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 521.17 亿元，较年初降低 3.11%，主要系流动资产减少所致。资产构成中，流动资产占比 53.27%，非流动资产占比 46.73%，资产的构成较年初变化不大。

总体看，公司资产结构较为均衡，受限资产占比较高，资产流动性一般，整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 394.14 亿元，较年初减少 4.62%，系非流动负债大幅减少所致；其中流动负债占比 87.45%，非流动负债占比 12.55%，负债以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 344.66 亿元，较年初增长 16.23%，系一年内到期的非流动负债大幅增长所致；公司流动负债构成主要是短期借款（占比 37.28%）、应付账款（占比 6.59%）和一年内到期的非流动负债（占比 46.44%）。

截至 2015 年底，公司短期借款为 128.48 亿元，较年初减少 11.28%，主要系部分短期借款到期所致。截至 2015 年底，公司短期借款中，质押借款占比 3.81%、抵押借款占比 10.63%、保证借款占比 27.53%、信用借款占比 21.35%、票据贴现借款占比 36.67%，票据贴现借款占比较高的原因是票据贴现借款成本较低。

截至 2015 年底，公司应付账款为 22.72 亿元，较年初减少 15.59%，主要系 1 年以内的应付账款大幅减少所致。公司应付账款以 1 年以内的为主，占比 65.99%；1~2 年占比 18.96%、2~3 年占

比 4.83%、3 年以上占比 10.22%。公司账龄超过 1 年的重要应付账款如下表所示。

表 22 截至 2015 年底，账龄超过 1 年的重要应付账款情况（单位：亿元）

项 目	期末余额	未偿还或结转的原因
中交第二航务工程局有限公司	1.18	暂未结算
江苏省苏中建设集团股份有限公司	0.30	暂未结算
长春市利安建筑劳务有限公司	0.22	暂未结算
青建集团股份公司	0.20	暂未结算
长春建设股份有限公司	0.19	暂未结算
合计	2.08	--

资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 160.06 亿元，较年初大幅增长 88.87%，主要系一年内到期的应付债券转入及新增发行超短期融资券所致。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债构成主要是一年内到期的长期借款（占比 9.12%）和一年内到期的应付债券（占比 89.88%），公司短期偿债压力较大。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 49.48 亿元，较年初减少 57.59%，主要系长期借款和应付债券大幅减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 33.16%）和应付债券（占比 59.15%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款为 16.41 亿元，较年初减少 36.41%，主要系一年以内即将到期而转入流动负债的借款较多所致。截至 2015 年底，公司长期借款中，质押借款占比 53.03%、抵押借款占比 26.90%、保证借款占比 19.86%、信用借款占比 0.21%。

截至 2015 年底，公司应付债券为 29.27 亿元，较年初减少 66.62%，主要系私募债券到期偿还和一年以内即将到期而转入流动负债的债券较多所致。截至 2015 年底，公司应付债券中，中期票据占比 64.26%、私募债占比 34.16%、国开发展基金有限公司投资款占比 1.57%。公司应付债券偿还期限主要分布在 2017 年（占比 34.16%）、2018 年（占比 30.54%）、2020 年（占比 33.72%）、2029 年（占比 1.57%），存在一定集中偿付压力。

债务方面，2015 年公司刚性债务合计 341.38 亿元，较上年减少 1.69%。截至 2015 年底，公司全部债务中，短期债务 295.71 亿元（占比 86.62%）、长期债务 45.67 亿元（占比 13.38%），公司有息债务以短期债务为主。2015 年，公司资产负债率由上年的 77.36% 降至 73.27%，长期债务资本化比率由上年的 74.17% 降至 70.37%，全部债务资本化比率由上年的 48.41% 降至 24.11%，整体负债水平较高。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 380.48 亿元，较年初小幅下降 3.46%。负债构成中，由于部分长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债，因此流动负债比重进一步上升至 89.03%，非流动负债占比仅为 10.97%。全部债务 324.90 亿元，较年初小幅下降 4.83%；资产负债率进一步下降至 73.00%，但仍较高。

总体看，公司负债以流动负债为主，有息债务规模较大，且以短期债务为主，一年内集中偿债压力较大，公司债务结构有待优化。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权为 143.77 亿元，较年初增长 18.90%，主要系 2015 年 4 月公司成功非公开发行股票所致。截至 2015 年底，公司所有者权益中，归属于母公司的所有者权益 115.02 亿元（占所有者权益 80.00%），主要由股本（占比 22.61%）、资本公积（占比 53.39%）和未分配

利润（占比 18.33%）构成。2015 年因经营出现亏损，公司未进行分红。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 140.67 亿元，较年初小幅下降 2.14%，主要系其他综合收益和专项储备的减少所致。归属于母公司的所有者权益 112.68 亿元，其结构与年初基本一致。

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

4. 盈利能力

2015 年，公司营业收入为 110.12 亿元，较上年下降 23.82%；公司营业利润为-7.15 亿元，由上年的盈利 0.16 亿元转为亏损；公司净利润为-5.21 亿元，由上年的盈利 1.66 亿元转为净亏损。受宏观经济下行影响，公司水泥和煤炭产品价格和销量下降，导致公司营业收入、营业利润和净利润下降。2015 年，公司营业成本为 87.57 亿元，较上年下降 20.99%，系煤炭等原材料价格下行导致水泥产品成本下降及煤炭销量下降所致。

期间费用方面，2015 年公司期间费用总额为 34.90 亿元，较上年下降 0.99%，2015 年的小幅下降主要系公司加强费用管控、管理费用减少所致。2015 年公司期间费用中，销售费用 9.90 亿元（占比 28.37%）、管理费用 11.81 亿元（占比 33.85%）、财务费用 13.19 亿元（占比 37.78%），近年来公司对外融资规模扩大，导致利息支出增多、财务费用占比较大。2015 年，公司费用收入比为 31.69%，公司费用控制能力有待提高。

公司投资收益主要是对联营企业投资取得的收益。2015 年，公司投资收益为 12.55 亿元，较上年增长 101.42%；公司投资收益大幅增长仍未能扭转公司营业利润亏损 7.15 亿元，公司盈利能力对投资收益的依赖度较高。公司投资收益主要是参股东北证券和吉林银行取得收益。证券业和银行业与宏观经济、资本市场行情关联较大，公司未来投资收益波动性较大。

2015 年，受期间费用和营业收入减少幅度不同的影响，公司营业利润大幅减少至-7.15 亿元。2015 年，公司营业外收入为 2.36 亿元，2015 年较上年下降 46.12%，主要系水泥产业受宏观经济形势影响收入减少导致增值税退税减少所致。2015 年营业外收入主要是政府补助（占比 59.67%）和综合利用三废增值税退税（占比 27.36%），公司作为长春市重点企业，在政府支持方面具有较强可持续性，预期未来政府补助仍将保持一定规模。2015 年，公司利润总额由 2014 年 3.66 亿元转为-5.27 亿元，净利润由 2014 年 1.66 亿元转为-5.21 亿元。

2015 年，公司盈利指标下降，营业利润率降为 17.77%；总资产报酬率降为 1.75%；净资产收益率降为-3.94%。

2016 年一季度，公司实现营业收入 20.06 亿元，较上年同期减少 9.28%；期间费用总额 8.03 亿元，较上年同期减少 9.95%；投资收益 1.80 亿元，较上年同期减少 30.15%；利润总额-2.39 亿元，亏损幅度较上年同期扩大 16.54%；净利润-2.34 亿元，亏损幅度较上年同期扩大 4.07%。

总体来看，2015 年以来，受水泥行业低迷影响，公司由盈转亏，持续处于经营性亏损状态；公司参股金融资产质量较好，但投资收益波动较大，是公司利润的重要来源，投资收益和营业外收入已不足以弥补经营亏损。

5. 现金流

经营活动方面，2015 年，公司经营现金流入 140.10 亿元，较上年下降 14.51%；经营现金流出 114.34 亿元，较上年下降 48.88%。公司经营现金流净额为 25.77 亿元，由上年净流出 59.80 亿元转为净流入。经营现金流入的大幅减少主要系业务量减少导致销售商品、提供劳务收到现金快速减少所致。经营现金流出大幅下降系业务量减少导致购买商品、接受劳务支付现金快速减少所致。2015 年，公司现金收入比由 2014 年的 90.20% 上升至 107.00%，收入质量明显改善。

投资活动方面，2015年，公司投资现金流入0.87亿元，较上年下降82.86%；投资现金流出8.36亿元，较上年增长47.56%；公司投资活动现金净流出7.49亿元，较上年多流出6.88亿元。2015年投资活动净流出大幅增长主要系公司购买子公司和收购少数股东股权支付的现金增加所致。

筹资活动方面，2015年，由于近年经营活动获现能力的下滑，加之对外投资规模维持高位，公司主要通过银行借款以及发行债券来筹措资金，筹资活动现金流入保持较大规模，2015年为290.95亿元，较上年增长12.06%；同时随着前期债务的到期偿付，筹资现金流出也大幅增长，2015年筹资活动现金流出290.47亿元，较上年增长33.43%。2015年，公司筹资活动现金净流量为0.48亿元，较上年大幅减少98.85%。

2016年一季度，公司经营活动净现金流为8.00亿元；投资活动净现金流为-0.27亿元，未来公司资本支出仍将以房地产为主，但将根据其自身经营状况，适时选择、谨慎投放；筹资活动净现金流入57.11亿元。

总体看，由于公司经营活动获现能力下滑，公司资金需求主要通过对外借款补足。公司房地产板块在建项目依然较多，仍面临一定规模的外部融资，公司整体资金压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014~2015年，公司流动比率分别为1.00倍和0.85倍，速动比率分别为0.68倍和0.59倍，公司现金短期债务比分别为0.30倍和0.27倍，经营活动现金流流动负债比分别为-20.17%和7.48%。整体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2015年，公司EBITDA为19.86亿元，较上年下降30.09%。2015年公司利润总额为负，EBITDA中利息支出（占比73.73%）和折旧（占比44.83%）占绝大部分。2014年~2015年，公司EBITDA利息倍数分别为1.44倍和1.36倍，EBITDA全部债务比分别为0.08倍和0.06倍。EBITDA对利息的保护能力一般，对全部债务的保护能力差。2014年~2015年，公司长期债务资本化比率分别为48.41%和24.11%，全部债务资本化比率分别为74.17%和70.37%。整体看，公司长期债务能力一般。

截至2016年3月底，公司无对外担保。

截至2016年3月底，公司无重大诉讼等因素而造成的或有负债风险。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G1022010500261110S），截至2016年6月21日，公司对过往债务的履约情况良好，无不良信用记录。

截至2016年3月底，公司获得各金融机构授信额度共计人民币425.87亿元，其中未使用额度127.13亿元。公司融资渠道较为畅通。

总体看，公司债务以短期为主，短期偿债能力一般，因公司目前处于亏损状态，EBITDA对长期债务保障程度较差，但考虑到公司实际控制人为长春市国资委，公司整体偿债能力尚可。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年3月底，公司现金类资产达78.97亿元，约为“16亚泰01”本金（10亿元）的7.90倍，公司现金类资产对“16亚泰01”本金的覆盖程度较高；净资产达143.77亿元，约为“16亚泰01”本金（10亿元）的14.38倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16亚泰01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为19.86亿元，约为“16亚泰01”本金（10亿元）的

1.99倍，公司EBITDA对“16亚泰01”本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入140.10亿元，约为“16亚泰01”本金（10亿元）的14.01倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

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

八、综合评价

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

跟踪期内，公司作为东北地区重点水泥企业，通过兼并重组，水泥板块经营规模将不断扩大，区域产业集中度提高；加之公司实施多元化、规模化等发展战略，不断加大医药等其他板块投资规模，其他各板块对公司收入支撑力度提高，公司整体盈利能力有望得到增强。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；维持本次“16亚泰01”债项信用等级为“AA”。

附件1 吉林亚泰（集团）股份有限公司 主要财务指标

项目	2014年	2015年	2016年3月
资产总额（亿元）	534.12	537.90	521.17
所有者权益（亿元）	120.91	143.77	140.69
短期债务（亿元）	233.78	295.71	286.98
长期债务（亿元）	113.48	45.67	37.92
全部债务（亿元）	347.26	341.38	324.90
营业收入（亿元）	144.55	110.12	20.06
净利润（亿元）	1.66	-5.21	-2.34
EBITDA（亿元）	28.40	19.86	--
经营性净现金流（亿元）	-59.80	25.77	8.00
应收账款周转次数（次）	6.02	3.72	0.76
存货周转次数（次）	1.21	0.95	0.17
总资产周转次数（次）	0.28	0.21	0.04
现金收入比率（%）	90.20	107.00	146.00
总资本收益率（%）	3.70	1.98	-0.49
总资产报酬率（%）	3.60	1.75	-0.45
净资产收益率（%）	1.37	-3.94	-1.64
营业利润率（%）	20.98	17.77	19.01
费用收入比（%）	24.38	31.69	40.06
资产负债率（%）	77.36	73.27	73.00
全部债务资本化比率（%）	74.17	70.37	69.78
长期债务资本化比率（%）	48.41	24.11	21.23
EBITDA 利息倍数（倍）	1.44	1.36	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.06	--
流动比率（倍）	1.00	0.85	0.82
速动比率（倍）	0.68	0.59	0.55
现金短期债务比（倍）	0.30	0.27	0.23
经营现金流动负债比率（%）	-20.17	7.48	2.36
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.84	1.99	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。
2、2016年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券

+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。