

跟踪评级公告

联合[2018]807 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

评级总监：

二零一八年六月十二日

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 2018 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

本次债项信用等级

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	2017 年 6 月 27 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 12 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	518.80	581.90	573.60
所有者权益（亿元）	142.98	191.19	188.96
长期债务（亿元）	101.38	80.60	78.68
全部债务（亿元）	315.86	290.68	289.74
营业收入（亿元）	110.11	176.55	27.97
净利润（亿元）	0.95	19.20	-2.08
EBITDA（亿元）	24.30	57.68	--
经营性净现金流（亿元）	25.90	61.41	6.41
营业利润率（%）	-10.90	11.26	-10.88
净资产收益率（%）	0.67	11.47	-1.25
资产负债率（%）	72.44	67.14	67.06
全部债务资本化比率（%）	68.84	60.32	60.53
流动比率（倍）	1.00	0.96	0.96
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.86	3.28	--
EBITDA/待偿债券本金合计（倍）	2.43	5.77	--

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、2018 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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、区域竞争力、产能规模、技术水平、业务多元化等方面仍具备显著的优势。跟踪期，公司资产和利润规模大幅增长，盈利能力得到改善，公司债务负担小幅下降；受益于良好的政策环境，公司建材和房地产板块的发展良好，公司营业收入和净利大幅增长；公司医药板块通过股权并购，医药产业结构得到进一步完善。同时，联合评级也关注到公司建材产能利用率较低，依然存在产能过剩的问题；公司房地产板块在建项目及未来拟建项目投资规模较大，公司未来将面临一定资金支出压力；此外，公司短期债务占比较高，面临一定的集中偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司建材板块重组工作的推进和医药板块的稳步发展，公司收入及利润水平有望保持良好。

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”；同时维持“16 亚泰 01”债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，公司业务运营多元化，积极推进产业结构转型升级，目前产业结构中有建材、煤炭、房地产等传统行业，也有医药、金融等新兴产业，公司现有业务板块协同性较好，有利于分散经营风险。

2. 跟踪期内，房地产板块土地出让收入大幅增长，公司利润规模明显增长；医药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，公司资产和利润规模大幅增长，盈利能力得到改善，公司债务负担小幅下降，经营净现金流大幅增长。

关注

1. 跟踪期内，公司建材板块产能利用率下降，依然存在产能过剩的问题。
2. 公司房地产板块2017年无新增土地储备，需关注未来持续经营能力；2017年，公司土地出让款导致的应收账款大幅增加，该款项资金占用带来的影响值得关注。
3. 公司期间费用规模较高，对利润侵蚀较大，公司费用控制能力有待增强。
4. 公司全部债务规模仍较大，债务负担较重，短期债务占比较高，面临一定的集中偿付压力。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

王文燕

电话：010-85172818

邮箱：wangwy@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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，公司又更名为“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.SH）。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；2017 年 6 月，公司完成了 2016 年度非公开发行股票登记工作，共发行 64,896.79 万股，共募集资金 30.50 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司总股本为 32.49 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 9.08% 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 3.38% 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。

表 1 截至 2018 年 3 月底公司前十大股东持股情况

股东名称	持股比例（%）
长春市人民政府国有资产监督管理委员会	9.08
吉林金塔投资股份有限公司	4.77
天津鸿嘉置业发展有限公司	4.58
无锡圣邦地产投资有限公司	4.58
无锡金嘉源文旅投资有限公司	4.58
吉林敖东药业集团股份有限公司	3.99
华安基金-兴业银行-北京世纪融商信息技术有限公司	3.99
北方水泥有限公司	3.99
长春市城市发展投资控股（集团）有限公司	3.38
唐山冀东水泥股份有限公司	3.34
合计	46.28

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经营业务。截至 2017 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 114 家，公司职工共 20,509 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 581.90 亿元，负债合计 390.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 191.19 亿元，归属于母公司的所有者权益 148.93 亿元。2017 年，公司实现营业收入 176.55 亿元，净利润（含少数股东损益）19.20 亿元，归属于母公司所有者的净利润 7.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 61.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.11 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 573.60 亿元，负债合计 384.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 188.96 亿元，归属于母公司的所有者权益 147.42 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.97 亿元，净利润（含少数股东损益）-2.08 亿元，归属于母公司所有者的净利润 -1.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.43 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“吉林亚泰（集团）股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本次债券”），债券规模 10 亿元，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，本次债券每年付息一次，到期一次还本。本次债券的付息日为 2017 年至 2021 年每年的 4 月 5 日，遇节假日顺延，到期日为 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.SH”。

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 2018 年 3 月底，本次债券募集资金已全部用于上述目的。

公司已于 2018 年 4 月 5 日支付本次债券自 2017 年 4 月 5 日至 2018 年 4 月 4 日期间的利息。

三、行业分析

公司收入和利润主要来自水泥和房地产板块，以下行业分析主要围绕水泥和房地产行业。

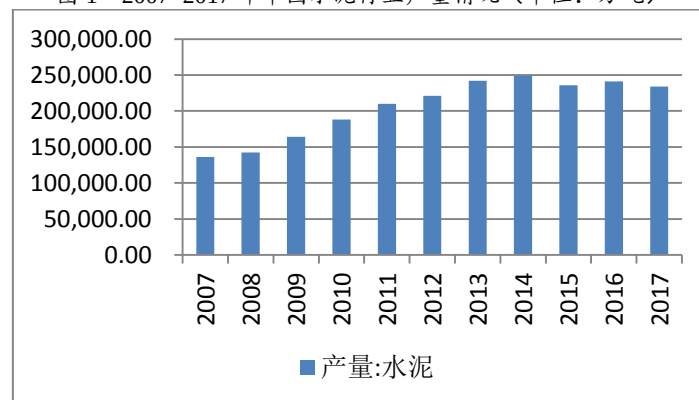
1. 水泥行业

（1）行业概况

2017 年度，中国经济发展继续保持稳中向好的态势，全年 GDP 实际增长 6.9%，全国固定资产投资同比增长 7.2%。2017 年全国房地产投资 10.98 万亿，同比增长 7.0%，建材行业需求保持相关性平稳趋势。随着国家对供给侧结构性改革和环保督查力度的不断加大，水泥市场各地区相继展开停窑限产行动及行业自律，错峰生产效果较为显著，全年错峰时间增加，新增产能下降，部分落后产能淘汰出市场，总体供给得到有效控制。

行业成本端原材料上涨明显，进一步影响水泥行业市场形势，2017 年全国水泥建材市场全年基本呈现震荡上行的态势，景气度持续上升，三季度之后市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2017 年全国水泥产量约为 23.40 亿吨，同比下降 2.92%，水泥行业实现收入 9,149 亿元，同比增长 17.89%，利润总额 877 亿元，同比增长 94.41%。

图 1 2007~2017 年中国水泥行业产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

从水泥行业产能淘汰情况来看，据中国水泥网数据，2017 年全国关停水泥生产线共计 27 条，合计年产能 1,295.8 万吨。2017 年淘汰的生产线多数集中在日产 1,000~2,500 吨左右，这部分淘汰量

尚未解决目前的产能过剩问题，未来的去产能需要继续推进。

据中国水泥协会初步统计，2017 年全国新点火水泥熟料生产线共有 13 条，合计年度新点火熟料设计产能 2,046 万吨，较 2016 年减少 512 万吨，降幅为 20%，已连续五年呈递减走势，全国新增产能进一步减少。分区域看，新点火产能相对集中在广东、湖南、广西合计能力占全国一半，多数为产能置换项目；从规模来看，日产 5,000 吨以上 11 条，日产 2,500 吨 2 条。

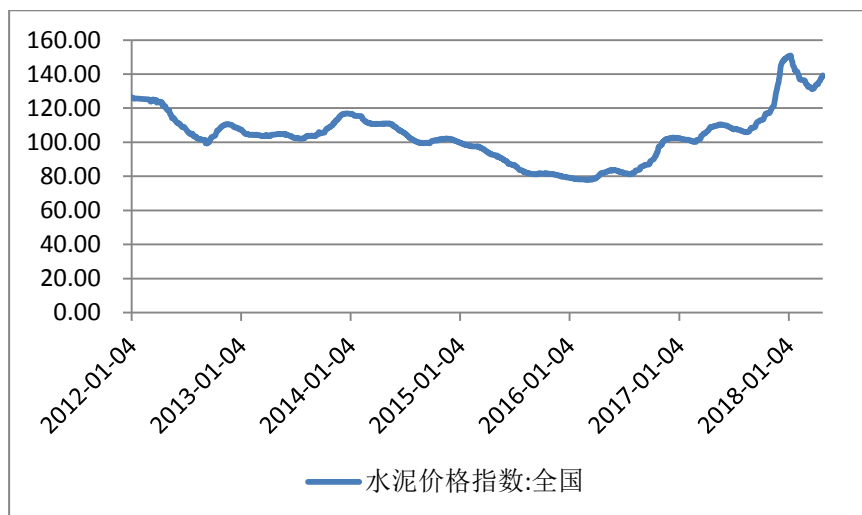
截至 2017 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1,715 条，设计熟料产能达 18.2 亿吨，实际年熟料产能依旧超过 20 亿吨。水泥熟料生产线平均规模从 2016 年的 3,337t/d 提升至 3,424t/d。从目前跟踪的在建生产线进度情况看，预计 2018 年仍将会有 1,500 万吨左右产能新点火，涉及区域相对分散。

目前全国共有在运行的新型干法水泥熟料生产线 1,736 条（不含台湾省），熟料生产能力超过 20 亿吨。按照水泥行业发展规划，我国要在未来 3 年内压减熟料产能近 4 亿吨，同时要求前 10 家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到 70%。

从水泥的价格来看，2017 年全国水泥市场价格全年基本呈现震荡上行的态势，尤其是 8 月份市场之后涨价行情十分显著，涨幅超往期，水泥价格回归合理区间。全国水泥平均市场价格从年初 2 月份 327 元/吨上涨至 12 月份的 409 元/吨（不含西藏），年末较年初上涨 25%。价格持续上涨，需求小幅波动，行业效益出现明显好转。2017 年前 10 个月全行业累计利润总额约 670 亿元，同比增长 117%，利润创历史同期第二高水平。

2017 年，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因，首先，煤炭价格高位运行，2017 年以来，动力煤市场煤价高开高走，价格全年高位运行。2017 年煤炭价格季节性波动比较明显，夏季煤炭短时供给偏紧，煤价一度创出新高。2017 年 11 月下旬，随着冬季供暖需求增加，煤价稳中上行趋势再度显现。其次，环保加强，错峰生产。2017 年水泥市场各地区积极响应国家政策，相继展开停窑限产行动及行业自律。新增夏季错峰，并冬季停产时间明显加长，北方市场几乎停产半年，产能发挥率不足 50%，长时间停产导致水泥供给缩小，随着供给侧改革不断深入、国家环保政策趋严、错峰停窑时间的拉长和范围的扩大形势下，水泥价格持续推高。

图 2 近年来中国水泥价格指数情况



资料来源：Wind

总体看，2017 年，水泥产量逐步回落至同比小幅负增长，供需关系进一步好转，水泥价格震荡上行，价格回归合理区间，我国水泥行业经济效益有所好转，水泥产能过剩情况有所缓解。

(2) 行业政策

2+26 城市水泥企业采暖季继续全面实行错峰生产

从 2016 年 1 月中央环保督察在河北省开展试点，至 2017 年中央环保督察已进行了四批，实现了对全国 31 省份的全覆盖。2017 年 3 月，国家环保部、发改委、财政部、能源局联合发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，加大京津冀及周边地区大气污染治理力度，要求京津冀及周边 2+26 个城市水泥行业采暖季继续全面实行错峰生产。11 月，工信部和环保部发布《关于“2+26”城市部分工业行业 2017~2018 年秋冬季开展错峰生产的通知》，提出水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季节按照《工业和信息化部 环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》有关规定实施错峰生产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。

《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》

2017 年 12 月，中国水泥协会印发《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》，该报告提到三大目标，首先，三年压减熟料产能 39,270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能利用率达到 70%；其次，前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70%以上，水泥产能集中度达到 60%。力争 10 个省区内前 2 家大企业熟料产能集中度达到 65%；第三，形成政府主导和市场机制结合的去产能机制，2017 年达到政策基本明确与出台、方案成立、家底基本摸清，准备就绪。2018 年上半年正式启动运行去产能机制，力争在 10 个省区组建水泥投资管理公司，形成去产能的有效机制。

《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》确定了 2018 年、2019 年和 2020 年的目标任务，具体看，2018 年，全国范围内将完成压减熟料产能 13,580 万吨，将关闭水泥粉磨站企业 210 家；并且将力争于 2018 年上半年实现全面停止生产 32.5 强度等级水泥产品。

2019 年，全国范围内压减熟料产能 11,640 万吨，关闭水泥粉磨站企业 150 家。企业兼并重组方面，前 10 家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到 62%以上，水泥产能集中度达到 50%以上。在 5 个省区内，前 2 家大企业实际控制熟料产能达到 65%，此外，在全国 100 万以上人口规模、具有水泥窑的城市有 50%开展水泥窑协同处置。

2020 年，全国范围内压减熟料产能 14,050 万吨，压减水泥粉磨站企业 180 家。企业集中度方面，前 10 家大企业集团熟料产能集中度达 70%，水泥产能集中度达到 60%。

此外，水泥行业还拟设立去产能专项资金(基金)，形成政府主导和市场机制结合的去产能机制。2017 年试点、2018 年启动，鼓励企业间兼并重组，支持相互参股、委托经营、资产交换等方式的市场整合，以优化市场布局，提高市场集中度。

总体看，在供给侧改革的大背景下，我国政府对水泥去产能态度坚决，采取多种手段齐抓水泥产能的“质”和“量”，2017 年我国水泥行业产能过剩问题得到有效缓解，但去产能之路仍任重道远。

(3) 行业关注

全行业仍产能过剩、产能利用率不高

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。水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。2017 年，我国严控水泥新增产能，逐步淘汰部分落后产能，水泥产能过剩情况有所缓解；但全行业产能利用率仍不高。

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。

安全环保压力加剧

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一，水泥行业环保政策持续收紧，对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力，水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

2. 房地产行业

(1) 行业概况

2017年，全国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年回升0.16个百分点；其中，住宅投资75,148亿元，同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为68.44%；办公楼投资6,761亿元，同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点，占房地产开发投资比重为6.16%；商业营业用房投资15,639亿元，同比减少1.26%，占房地产开发投资比重为14.24%。从地区分布看，2017年，东部地区房地产开发投资58,023亿元，同比增长7.2%；中部地区投资23,884亿元，同比增长11.6%；西部地区投资23,877亿元，同比增长3.5%；东北地区投资4,015亿元，同比增长1.0%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017年，全国300个城市成交面积95,036万平方米，同比增加8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增加38%。其中，住宅用地成交面积35,433万平方米，同比增加24%；商办类用地成交土地面积10,225万平方米，同比减少10%。分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

资金来源方面，2017年，全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房企获得资金将愈发困难。

市场供需方面，2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减少25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

销售价格方面，2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

竞争格局方面，2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产企业销售额占

比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

（2）行业政策

2016 年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017 年 3 月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017 年 4 月 6 日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序。2017 年 7 月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向。

2017 年 10 月 18 日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017 年 12 月 18 日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018 年 3 月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017 年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

（3）行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至 2017 年 9 月底，Wind 资讯的地产行业资产负债率为 79.01%，较 2016 年底提高了 2.24 个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015 年和 2016 年房地产企业发债规模的激增，考虑回售选择权的情况下，2018 和 2019 年迎来行业偿债高峰，需关注房企集中偿付压力。

房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016 年 10 月至 2017 年 8 月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017 年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

(4) 行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，龙头企业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。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

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

公司主营业务主要涉及建材、房地产、煤炭、医药、商贸、金融等行业。2017 年，公司实现营业收入 176.55 亿元，较上年大幅增长 60.34%，主要系建材和房地产板块收入增长所致；实现净利润 19.20 亿元，较上年大幅增长 18.24 亿元，主要系公司房地产销售收入及毛利率大幅增长所致。2017 年，公司主营业务收入占营业收入比重为 98.56%，公司主营业务突出。

从主营业务收入构成看，2017 年，建材板块收入 53.76 亿元，煤炭板块收入 8.47 亿元，建材板块和煤炭板块收入较上年分别增长 26.37%和 50.59%，主要受供给侧改革影响致行业产品价格上涨所致；2017 年，房地产板块收入较上年大幅增长 164.27%至 70.25 亿元，主要受子公司兰海泉洲水城（天津）发展有限公司（以下简称“兰海泉洲”）土地出让收入大幅增长所致，收入占比上升至 40.37%；2017 年，医药板块实现收入 18.77 亿元，较上年增长 10.89%，主要系公司新并购子公司以及医药零售业务拓展所致，占比为 10.79%。其他业务板块收入主要为百货、酒店、超市和商贸收入等，收入规模及占比变动不大，基本保持稳定。

表 2 2016~2017 年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

业务板块	2016 年			2017 年			变化情况		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建材	42.54	39.33	22.01	53.76	30.90	22.63	26.37	-8.43	0.62
房地产	26.58	24.57	16.61	70.25	40.37	67.55	164.27	15.80	50.94
医药	16.93	15.65	49.27	18.77	10.79	48.51	10.89	-4.86	-0.76
煤炭	5.63	5.20	29.12	8.47	4.87	29.66	50.59	-0.33	0.54
商贸	8.50	7.86	23.35	8.90	5.11	22.71	4.60	-2.75	-0.64
其他	7.99	7.39	9.15	13.84	7.96	2.80	73.28	0.57	-6.34
合计	108.18	100.00	24.47	174.00	100.00	42.33	60.85	--	17.86

资料来源：公司年报

从主营业务毛利率来看，2017 年，受供给侧结构性改革的影响，公司建材板块毛利率较上年提升 0.62 个百分点至 22.63%。公司房地产板块毛利率较上年提升 50.94 个百分点至 67.55%，主要系一

级土地整理业务毛利率增长所致。公司医药板块毛利率水平较高且较为稳定，2017 年医药板块毛利率为 48.51%。2017 年，公司煤炭板块以自采自用为主，少量部分经过加工以后进行对外出售；当期煤炭板块毛利率为 29.66%，毛利率水平同去年基本持平。同期，公司商贸板块业务毛利率水平基本保持稳定。受上述因素综合影响，2017 年公司主营业务综合毛利率为 42.33%，较上年提升 17.86 个百分点。

总体看，2017 年，受建材板块和房地产板块收入大幅增长的影响，公司主营业务收入大幅增长；受一级土地开发业务毛利率增长的影响，公司毛利率大幅提升。此外，公司煤炭板块、商贸业务毛利率基本保持稳定；公司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

2017 年，公司建材产业积极应对区域市场需求下降、原材料价格上涨等不利因素，通过泛东北三省一区联动，深入推进水泥集团重组工作，投资组建了辽宁云鼎水泥集团股份有限公司、吉林水泥（集团）有限公司，此外，公司出资设立了吉林亚泰润德建设有限公司，进一步优化了建材产业的市场布局，巩固了公司建材产业在辽宁省、吉林省的品牌和市场地位。

（1）原材料供应

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；公司生产所需煤炭通过自给和外购两种方式实现；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 9 座，已探明储量 145,761.00 万吨，剩余可开采年限仍较长。截至 2018 年 3 月底，公司自有石灰石矿山情况如下表所示。

表 3 截至 2018 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石灰石矿 1	20,912	70	300
2	吉林亚泰水泥有限公司石灰石矿 2	48,772	163	300
3	亚泰集团通化水泥股份有限公司石灰石矿	6,278	78	80
4	新明矿矿山	10,569	45	235
5	铁岭石灰石矿	8,725	29	300
6	本溪石灰石矿	18,026	120	150
7	富山石灰石矿	24,864	在建	在建
8	土门岭大理岩矿	1,735	43	40
9	图们碧水石灰石矿	5,880	在建	在建
合计		145,761	-	1,405

资料来源：公司提供

2017 年，公司煤炭使用总量为 169.96 万吨，较上年减少 7.59%，主要系当期减少建材产品产量以致原材料使用量减少所致；当期煤炭自给量为 93.50 万吨，较上年增长 12.98%，主要系当期煤炭价格上涨公司增加自给量所致；同期，公司煤炭外采量 76.46 万吨，较上年减少 24.41%。煤炭采购价格方面，受煤炭价格上涨影响，2017 年，公司煤炭采购价格较上年大幅增长至 732.91 元/吨，给公司成本带来一定压力。

表 4 2016~2017 年公司煤炭使用及采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2016 年	2017 年
煤炭使用总量	183.91	169.96
其中：煤炭自给量	82.76	93.50
煤炭采购量（外采）	101.15	76.46
煤炭采购价格	522.72	732.91

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子公司吉林亚泰集团物资贸易有限公司（以下简称“亚泰物贸”）进行采购，2017 年，亚泰物贸向前 5 名供应商采购的金额总计为 11.34 亿元，占公司采购总额的 48.60%。结算方式方面，公司主要采取货到付款或次月结算上月货款和运费的结算方式，其中货到付款的结算方式约占 10%，次月结算上月货款和运费的结算方式约占 90%。

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，可实现大部分煤炭自给，2017 年公司煤炭价格继续上升，公司采购成本增加，给成本控制带来一定压力。

（2）产品生产

产能方面，截至 2017 年底，公司共拥有水泥熟料生产基地 9 个、水泥粉磨生产基地 17 个、预拌混凝土生产基地 3 个、骨料基地 4 个、新型干法熟料生产线 17 条、百万吨以上水泥粉磨系统 26 套、熟料产能 2,236 万吨、水泥产能 2,913 万吨、预拌混凝土产能 385 万立方米、地铁管片产能 3 万环、地铁轨枕产能 50 万块、预制构件产能 44 万立方米、骨料产能 200 万立方米。公司产能仍全部分布在吉林、黑龙江和辽宁三省。

产量方面，2017 年，公司生产水泥 1,179.40 万吨，较 2016 年减少 2.98%；生产熟料 1,050.50 万吨，较 2016 年减少 15.44%，均主要系区域市场需求不足所致。

从产能利用率情况来看，2017 年，公司熟料和水泥产能利用率分别为 46.98%和 40.47%，均较上年大幅下降，主要系受区域市场需求不足导致产量下降所致。公司熟料和水泥产能利用率仍处于较低水平。

表 5 公司水泥及熟料生产情况（单位：万吨/年、吨、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	变动情况
熟料	产能	1,908.00	2,236.00	17.19
	产量	1,242.36	1,050.50	-15.44
	产能利用率	65.11	46.98	下降 18.13 个百分点
水泥	产能	2,365.00	2,913.00	23.17
	产量	1,215.59	1,179.40	-2.98
	产能利用率	51.40	40.47	下降 10.93 个百分点

资料来源：公司年报，联合评级整理

注：2016 年公司熟料及水泥产能均指设计产能，2017 年公司熟料及水泥产能均指实际产能。

从地域分布来看，公司为东北地区较大的水泥生产企业，且生产基地全部分布在东北地区，存在一定的区域集中风险。

总体看，公司水泥产能较上年有所提高，受区域市场需求不足影响，水泥产量及产能利用率有所下降，总体处于较低水平；同时存在一定的区域集中风险。

(3) 市场销售

2017 年，公司熟料（外销）销量为 407.40 万吨，较上年减少 14.68%，主要系区域市场需求不足所致；水泥销量为 1,222.50 万吨，较上年小幅增加 0.31%。从产销率来看，2017 年，公司熟料产销率（只含外销）为 38.78%，较上年小幅上升；水泥产销率较高，仍维持在 100%以上。

销售价格方面，公司熟料和水泥销售价格随行就市。跟踪期内，受供给侧改革导致行业产品价格上涨的影响，公司熟料价格较上年增长 30.29%至 303.47 元/吨，水泥价格增长 2.49%至 340.92 元/吨。

表 6 2016~2017 年公司水泥及熟料销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	项目	2016 年	2017 年	变动情况
熟料	销量（外销）	477.52	407.40	-14.68
	产销率	38.44	38.78	0.88
	销售均价	232.91	303.47	30.29
水泥	销量	1,218.69	1,222.50	0.31
	产销率	100.26	103.65	3.38
	销售均价	284.60	340.92	19.79

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林、黑龙江两省的长吉经济带、哈大齐经济带的主要市场和辽宁省的部分市场。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，公司产能分散导致客户较为分散，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。结算方式方面，公司与经销商结算方式主要为先款后货，与重大工程、政府等议价能力较强的客户结算周期约为一个月。公司与客户按市场价采取现金或银行承兑汇票方式结算。

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。东北地区水泥市场区域集中度较高，但整体需求不足，产能利用率偏低，仍需关注东北地区水泥需求情况。

总体看，受市场需求不足的影响，公司熟料和水泥产量及产能利用率均有下降；受供给侧改革影响，熟料和水泥价格均明显上涨；此外，公司熟料外销量小幅下降，产销率小幅增长；公司水泥销量及产销率均小幅提升，销售仍集中在东北地区。

3. 房地产板块

(1) 土地储备和一级开发

考虑到目前房地产行业去化压力较大的因素，公司拿地态度相对谨慎，短期内不会进行大规模投资。2017~2018 年 3 月，公司无新增土地储备，主要系公司现有土地储备充足，能够满足公司开发要求所致。截至 2018 年 3 月底，公司剩余规划建筑面积合计 130 万平方米。

截至 2018 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、天津亚泰泉洲水城项目等。除长春莲花山项目，公司其他一级土地开发整理项目已基本投资完毕现已进入回款阶段，未来资金需求较小。长春莲花山项目包含一级土地开发整理和二级房地产建设，现处于前期开发阶段，现已投资 21.03 亿元，具体投资金额未定，预计未来投资总额较大。2017 年，天津亚泰泉洲水城项目出让土地 6 块，实现土地出让收入 60.48 亿元；截至 2018 年 3 月底，天津亚泰泉洲水城项目已回款 59.87 亿元。一级土地开发对公司资金形成一定占用，仍需关注后续回款情况。

截至 2018 年 3 月底，公司一级土地开发整理项目情况如下表所示。

表 7 截至 2018 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 2018 年 3 月底已投资	截至 2018 年 3 月底已回款	2018 年 3 月以后预计投资	2018 年 3 月以后预计回款
天津亚泰泉洲水城	土地出让收入	77.50	70.06	59.87	3.12	119
蓬莱亚泰沙河	土地出让收入	10.00	8.80	5.77	--	5.13
海南亚泰崖州人工岛	政府回收返还投资	9.20	8.90	8.40	--	0.40
长春莲花山项目	土地出让及后续二级开发	--	21.03	--	--	--
合计		96.70	108.79	74.04	3.12	124.53

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司土地储备充足，无新增土地储备；主要土地开发整理项目已进入回款阶段；公司现有一投资金额不定的在开发项目，预计未来投资总额较大。

（2）在建项目和项目开发

从在建项目来看，截至 2018 年 3 月底，公司在建项目全部为住宅项目，分布在长春、吉林、沈阳、天津、南京等地，规划总建筑面积 213.94 万平方米，总投资 128.36 亿元，已投资 74.78 亿元，未来仍需投资 53.58 亿元，投资规模仍较大。

表 8 截至 2018 年 3 月底公司在建项目情况（单位：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 2018 年 3 月底已投资额
						自有资金	贷款融资	
亚泰山语湖	长春市	24.62	2020-10	住宅地产	17.87	17.87	--	6.70
亚泰华府	长春市	24.22	2020-06	住宅地产	17.62	17.62	--	9.29
长春亚泰兰海公馆	长春市	4.31	2018-12	住宅地产	4.81	4.81	--	2.79
亚泰崧山湖一期	吉林市	39.82	2021-11	住宅地产	24.26	24.26	--	7.95
亚泰澜公馆	天津市	27.31	2018-12	住宅地产	19.00	16.8	2.2	16.63
亚泰城二期	沈阳市	32.77	2019-12	住宅地产	15.79	15.79	--	11.20
亚泰城三期	沈阳市	23.59	2019-12	住宅地产	10.68	10.68	--	4.10
亚泰梧桐世家	南京市	37.3	2019-5	住宅地产	18.33	15.93	2.40	16.12
合计	--	213.94	--	--	128.36	123.76	4.60	74.78

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司建设项目数量仍为 8 个；施工面积为 66.27 万平方米，较上年减少 8.09%。截至 2017 年底，公司房地产开发完成投资 12.56 亿元，当年无新开工项目，仅新增开工面积 13.59 万平方米；同期，公司实现竣工面积 40.91 万平方米，较上年大幅增长 108.72%。2017 年，公司房地产业务平均建安成本为 2,280 元/平方米。截至 2017 年底，公司交付项目 3 个，合计交付总面积为 17 万平方米。

表 9 2016~2018 年 3 月公司房地产经营数据

指标	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
建设项目（个）	8	8	10
施工面积（万平方米）	72.10	66.27	118.60
新开工项目（个）	2	0	2
新开工面积（万平方米）	28.60	13.59	45
竣工面积（万平方米）	19.60	40.91	0
平均建安成本（元/平方米）	2,240	2,280	2,430
完成交付项目（个）	0	3	0
完成交付面积（万平方米）	0	17	0
房地产开发完成投资（亿元）	20.10	12.56	2.53

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司房地产业务在建项目为 10 个，施工面积为 118.6 万平方米，2018 年一季度，公司完成投资 2.53 亿元，新开工项目 2 个，新开工面积 45 万平方米，无竣工面积及交付项目。

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，受房地产行业及公司短期不进行大规模投资的经营策略影响，新开工项目及新开工面积有所减少。

（3）房屋销售

从销售数据来看，2017 年，公司实现预售项目数量为 16 个，较上年增加 1 个，主要为当年在建项目；受新开工面积减少的影响，公司协议销售面积和协议销售金额均小幅下降。受上述变动影响，公司结转收入面积和结转收入均有所下降。

表 10 2016~2018 年 3 月底公司房地产销售数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
实现预售项目（个）	15	16	16
协议销售面积（万平方米）	31.90	27	3.1
协议销售金额（亿元）	27.10	25	2
协议销售均价（元/平方米）	8,495.00	9,294	6,271
结转收入面积（万平方米）	35.70	22.08	5.63
结转收入（亿元）	26.58	17.65	4.98

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司主要已完工在售项目分布在长春、沈阳、松原、天津和蓬莱等地，项目总投资为 83.60 亿元，总销售面积 135.82 万平方米，已销售面积 115.88 万平方米，虽然公司已完成大部分销售，但仍需关注部分区域去化情况。公司已完成项目主要分布在东北及天津地区，受区域房地产发展不均衡影响，天津地区销售均价明显上升。

表 11 截至 2018 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 2018 年 3 月底已销售面积	2017 年销售回款
亚泰桂花苑	长春	住宅地产	7.80	7,201	15.77	15.7	0.01
亚泰梧桐公馆	长春	住宅地产	26.00	7,027	40.44	37.40	0.04
亚泰澜熙郡	松原	住宅地产	14.90	4,728	34.51	32.67	0.27
亚泰津澜	天津	住宅地产	14.70	11,297	14.14	10.79	0.00
亚泰城一期	沈阳	住宅地产	11.00	4,780	18.30	10.34	0.48
亚泰兰海公馆	蓬莱	住宅地产	2.28	4,717	6.10	2.93	0.27
亚泰山语湖	南京	住宅地产	6.92	14,347	6.56	6.06	1.34
合计			83.60	--	135.82	115.88	2.41

资料来源：公司提供

总体看，2017 年公司无新增土地储备，且公司在售项目数量较少，剩余可售面积较少，需关注公司房地产板块可持续发展能力；受益于华东地区及天津房地产市场回暖，公司房地产板块收入及利润均明显增长，但我国房地产区域发展不均衡，仍需关注东北地区房地产项目去化情况。

4. 其他业务板块

(1) 医药

2017 年，公司的全资子公司吉林亚泰集团医药投资有限公司收购了大连水产药业有限公司（以下简称“水产药业”）51%的股权；同时，公司控股子公司吉林大药房药业股份有限公司收购了北京永安复星医药股份有限公司（现更名为北京亚泰永安堂医药股份有限公司，以下简称“永安堂”）52%的股权；公司医药产业结构得到进一步发展和完善。

医药产业是公司重点打造的新兴支柱产业，公司医药板块主要从事天然药物的研发、生产和营销业务。截至 2017 年底，公司现拥有 3 家药物研发机构、1 家先进医疗器械研发孵化企业、7 家医药生产企业、3 家医药流通企业、1 家长白山珍稀药食资源开发企业、1 家医药产业园区管理企业和 1 家大健康交易中心，企业分布在吉林、辽宁、北京、江苏等全国四省（直辖市）十二市，形成了集研发、生产、流通、医疗服务、园区管理和长白山珍稀林下药食资源开发为一体的完整大健康产业链。公司现拥有中药、化药、生物制品等 268 个药品批准文号，形成了以“参一胶囊”为主的抗癌中药、以“消栓通络胶囊”等国家中药保护品种为主的中成药、以“人用狂犬病纯化疫苗”为主的生物制品，以及“亚泰康派”系列保健食品等多元化产品结构。

2017 年，随着公司收购水产药业的完成，公司的医药产品种类进一步增加，产业结构进一步完善。同期，公司各个医药产品产能增减不一，公司医药产品生产模式为以销定产，公司对医药板块投入稳步增加，产品产量有所增长，但由于医药产品有效期较短，导致整体产能利用率处于较低水平。

表 12 2016~2018 年 3 月公司主要产品产能利用情况

企业	产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
亚泰东北亚药业股份有限公司	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）	10,789.88	6852.24	710.03
		产能利用率（%）	43.16	27.41	11.36
	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）	2,030.76	3747.60	839.16
		产能利用率（%）	13.54	24.98	5.59

	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）	1,539.02	1,783.90	469.80
		产能利用率（%）	12.31	14.27	15.04
	鸡胆口服溶液	产能（万支）	3,000.00	4,000.00	4,000.00
		产量（万支）	1,950.16	1169.35	296.55
		产能利用率（%）	65.01	29.23	29.64
亚泰龙鑫药业有限公司	丹黄	产能（万粒）	20,000.00	30,000.00	30,000.00
		产量（万粒）	12,122.00	13,639.91	2,009.60
		产能利用率（%）	60.61	45.47	26.79
	柏子	产能（万片）	7,500.00	10,000.00	10,000.00
		产量（万片）	1,286.00	927.87	591.36
		产能利用率（%）	17.15	9.28	23.65
	舒筋	产能（万丸）	900.00	900.00	900.00
		产量（万丸）	193.00	235.13	0.00
		产能利用率（%）	21.44	26.13	0.00
	荨麻疹	产能（万袋）	720.00	2,000.00	2,000.00
		产量（万袋）	869.00	471.55	140.09
		产能利用率（%）	120.69	23.58	28.02
吉林亚泰生物药业股份有限公司	人用狂犬病疫苗（地鼠肾细胞）	产能（万人份）	35.00	35.00	8.75
		产量（万人份）	1.77	0	0
		产能利用率（%）	5.06	0	0
	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）	184.78	264.5	71.2
		产能利用率（%）	18.00	26.45	28.48
吉林亚泰制药股份有限公司	参一胶囊	产能（万盒）	300.00	5,000.00	10,000.00
		产量（万盒）	169.00	5776.00	1905.48
		产能利用率（%）	56.33	120.33	19.04
吉林亚泰明星制药有限公司	片剂	产能（万片）	32,000.00	30,000.0	30,000.0
		产量（万片）	36,000.00	34015.51	2,698.18
		产能利用率（%）	112.50	113.39	9.00
	颗粒剂	产能（万粒）	500.00	500.0	500.0
		产量（万粒）	929.00	627.51	47.46
		产能利用率（%）	185.80	125.50	9.49
	胶囊剂	产能（万粒）	10,000.00	10,000.00	10,000.00
		产量（万粒）	10,492.00	12313.89	889.14
		产能利用率（%）	104.92	123.14	8.89
亚泰大连水产药业有限公司	软胶囊剂	产能（万粒）	36,000	36,000	9,000
		产量（万粒）	135,58	20,485	6,102
		产能利用率（%）	37.66	56.9	67.8
	胶丸滴剂	产能（万粒）	135,000	135,000	33,000
		产量（万粒）	56,162	52,772	16,916
		产能利用率（%）	41.6	39.09	51.26
	口服液	产能（万支）	4,300	4,300	1,075
		产量（万支）	86	603	370
		产能利用率（%）	2	14.02	34.42

资料来源：公司提供

2017 年，公司医药产业采购和销售模式没有变化；此外，随着公司对永安堂的收购，公司医药产品的零售连锁终端渠道进一步拓展，连锁店数量已达到 800 余家，已逐步形成辐射东北、华北的网络布局。

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；跟踪期内，公司收购了水产药业和永安堂，使得医药产业结构得到进一步发展和完善。

（2）煤炭

公司煤炭板块主要从事煤炭开采、洗选业务，公司已于 2015 年 12 月末剥离煤炭贸易板块；截至 2017 年底，公司煤炭板块拥有 2 家煤炭开采企业、1 家煤炭洗选企业。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”）和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”）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，截至 2017 年底，公司拥有双鸭山和宝龙山两个煤矿，合计产能 180 万吨，2017 年煤炭产量 126.30 万吨（其中 93.50 万吨由公司建材板块使用，其余部分经加工后对外出售），较上年下降 20.49%。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（2017 年，公司煤炭外销收入 6.77 亿元，实现利润 1.24 亿元）。

表 13 截至 2017 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）	2017 年产量（万吨）
亚泰煤业双鸭山一矿	双鸭山市宝山区	60	在产	5	37.3
亚泰煤业双鸭山三矿	双鸭山宝山区	30	在产	8	20.4
宝龙山公司	科尔沁左翼中旗	90	在产	5	67.6
合计	--	180	--	--	126.30

资料来源：公司提供

总体看，公司煤炭板块主要包括煤炭开采和洗选业务，自采煤炭和洗选煤炭主要内销，少部分进行对外出售，未来随着煤炭价格的上涨，该板块盈利能力有望提升。

（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）30.81%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 2017 年底，东北证券总资产 599.39 亿元，总负债 431.33 亿元，所有者权益 168.08 亿元；2017 年实现营业收入 49.26 亿元，利润总额 7.81 亿元，净利润 7.03 亿元。

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有限公司 6,200 万股，占其总股本的 0.88%。截至 2018 年 3 月底，公司持有吉林银行 9.96% 股权。截至 2017 年 9 月底，吉林银行资产总额为 3,975.73 亿元，归属母公司所有者权益为 233.77 亿元。2017 年 3 季度吉林银行实现归属母公司净利润 26.16 亿元。

2017 年，公司投资收益为 5.01 亿元，较上年减少 23.51%，金融投资对公司投资收益的贡献仍然较大。

总体看，通过参股各类金融机构，公司获取了较稳定的投资收益，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

2017年，公司的应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为3.18次、1.85次和0.32次；应收账款周转次数较上年下降0.88次，存货周转次数和总资产周转次数分别较上年提升0.46次和0.11次，公司经营效率一般。

总体看，2017年，公司经营效率较为稳定，处于一般水平。

6. 重大事项

(1) 2017年6月22日，公司2016年度非公开发行新增股份的登记托管手续已在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕，共发行6.48亿股股份，募集资金人民币30.50亿元，公司财务结构得到优化，抗风险能力增强。

(2) 公司分别于2018年4月24日和5月15日收到上海证券交易所（以下简称“上交所”）下发的关于公司2017年年度报告的事后审核问询函，对公司有关经营事项、对外投资和对外担保事项、公司实际控制人情况、资产减值事项以及会计处理和财务数据等情况进行了问询。针对上述问询事项，公司正在逐一核实，并将按上交所要求进行问询回复和相关事项的披露。

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) 房地产板块持续发展能力

公司2017年无新增土地储备，需关注未来可持续发展能力；同时公司房地产板块在建项目及未来拟建项目投资规模较大，公司未来将面临一定资金支出压力；此外，公司房地产业务主要集中在东北地区，当地区域经济环境对公司房地产业务产生一定影响。

(3) 建材行业产能过剩的风险

随着供给侧结构性改革的推进，我国建材行业产能过剩的问题得到一定程度的缓解，但仍未得到根本性解决，未来随着国家环保要求的持续加强，建材行业仍然面临着进一步淘汰落后产能，由数量型向高质量、可持续发展型转变的压力；同时，公司建材业务集中在东北地区，需关注区域环境及环保限产政策对公司相关业务的影响。

8. 未来发展

公司以“十五年发展纲要”和“五五规划”为指引，坚持“多元化产业结构，一元化专业管理”的发展机制，坚持以管理创新、科技创新和技术创新为驱动的内涵式发展策略，积极培育以大健康为内涵的医药产业，开发具有自主知识产权的核心产品，大力推广绿色建材制品，推动地产生态养生项目拓展步伐，推进产业转型升级加快推进信息化、网络化、智能化建设以及云计算、大数据的应用，打造“管理决策智慧化、企业制造智能化、市场创造网络化”新的商业模式。引进院士、“千人计划”人才、长江学者、学科带头人等高端人才，建立院士工作站、博士后工作站，完善管理创

新、科技创新、研发创新体系，实现亚泰集团高质量的良性循环发展。

总体看，跟踪期内，公司发展战略无较大调整，保持了一定的稳定性。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2017 年度财务报告经中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司 2018 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。

2017 年，公司新增合并子公司 15 家，减少子公司 3 家；截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 114 家。公司合并范围新增子公司相对较多，但考虑到新增子公司资产规模相对较小，相关会计政策连续，公司合并范围变动对财务数据可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 581.90 亿元，负债合计 390.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 191.19 亿元，归属于母公司的所有者权益 148.93 亿元。2017 年，公司实现营业收入 176.55 亿元，净利润（含少数股东损益）19.20 亿元，归属于母公司所有者的净利润 7.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 61.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.11 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 573.60 亿元，负债合计 384.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 188.96 亿元，归属于母公司的所有者权益 147.42 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.97 亿元，净利润（含少数股东损益）-2.08 亿元，归属于母公司所有者的净利润-1.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.43 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 581.90 亿元，较年初增长 12.16%；其中流动资产 280.81 亿元（占 48.26%），非流动资产 301.09 亿元（占 51.74%），资产结构较年初变化较小，整体结构较为均衡。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 280.81 亿元，较年初增长 6.83%，主要系子公司应收的土地出让款增长所致；流动资产主要由货币资金（占 17.32%）、应收账款（占 28.23%）、存货（占 29.20%）和其他流动资产（占 18.51%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 48.63 亿元，较年初减少 15.84%，主要系偿还部分到期有息负债所致；其中受限资金共计 26.53 亿元（占 54.57%），受限比例较高。公司受限资金主要为银行承兑汇票保证金（占受限资金总额 92.09%）和贷款保证金（占受限资金总额 3.57%）。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 79.27 亿元，较年初大幅增长 206.50%，主要是本期公司之控股子公司“兰海泉洲”的泉洲水城项目整理出让的 6 宗土地应收回的款项尚未收到所致。公司共计计提坏账准备 5.69 亿元，计提比例 6.70%。从账龄结构看，1 年以内应收账款占比 86.93%，1~2 年应收账款占比 6.61%，2 年以上的占比 6.65%，账龄较短。从集中度看，截至 2017 年底前五名应收账款余额合计 68.97 亿元，占 81.17%；其中，排在应收账款方首位的为天津市武清区土地整理中心，占应收账款总额的 74.39%，集中度较高，但考虑到主要应收款方为政府单位，违约率较低，款项收回有一定保证。总体看，公司账龄较短，计提坏账准备较充分，但应收账款集中度高；此外，

公司主要应收账款方为政府单位，账款回收风险较低。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 82.00 亿元，较年初小幅增长 0.14%，计提跌价准备 1.55 亿元，计提比例 1.86%，计提比例较低。截至 2017 年底，公司存货主要由公司房地产项目的开发成本和开发产品（二者合计占比 72.58%）等构成。

截至 2017 年底，公司其他流动资产为 51.98 亿元，较年初大幅下降 30.49%，主要系天津泉洲水城项目土地一级整理项目支出减少所致。公司其他流动资产主要为土地整理项目支出，具体见下表。

表 14 截至 2017 年底公司其他流动资产构成情况（单位：亿元）

项目	期末余额
蓬莱沙河西片区土地一级整理项目支出	3.37
莲花山土地整理项目支出	20.69
清欠土地使用权	0.20
天津泉洲水城项目土地一级整理项目支出	22.29
清欠房产	0.50
待抵扣进项税	1.96
预缴税金	3.00
单位住房维修基金	0.01
合计	51.98

资料来源：公司年报，联合评级整理。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 301.09 亿元，较年初增长 17.64%；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 10.65%）、长期股权投资（占 25.16%）、固定资产（占 42.46%）、无形资产（占 11.09%）和商誉（占 4.43%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 32.06 亿元，较年初大幅增加 31.63 亿元，主要系当期公司大幅增加结构性存款和理财产品所致。

截至 2017 年底，公司长期股权投资账面价值为 75.76 亿元，较年初小幅增长 2.30%，主要系公司对联营企业投资增加所致；公司长期股权投资主要为对东北证券股份有限公司（占 65.86%）和吉林银行（占 29.36%）的股权投资，持股比例分别为 30.81%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 99.97%的股权用于向银行质押借款。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 127.83 亿元，较年初增长 3.37%；累计折旧 75.99 亿元，成新率 63.31%，成新率一般。公司固定资产中有 2.93 亿元的房屋产权证尚未办理，截至 2017 年底，公司固定资产中用于抵押或担保的账面价值为 15.50 亿元（占 12.12%）。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 33.39 亿元，较年初增长 9.31%，主要系当期土地使用权增加所致；公司无形资产主要由土地使用权（占 57.46%）、非专利技术（占 9.79%）、煤炭采矿权（占 13.09%）和石灰石矿山采矿权（占 16.54%）构成。截至 2017 年底，公司无形资产累计计提摊销 8.92 亿元。

截至 2017 年底，公司商誉账面价值为 13.34 亿元，较年初减少 5.33%，主要系公司计提商誉减值准备增加所致；公司累计计提商誉减值准备 3.60 亿元，其中，对“兰海泉洲”计提商誉减值准备 1.75 亿元，占比较高，存在一定的资产减值风险。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 91.91 亿元，占公司总资产的比例为 15.79%，受限比例一般。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 573.60 亿元，较年初减少 1.43%。资产构成中，流动资

产占 47.97%，非流动资产占 52.03%，资产构成较年初变化不大。

总体看，公司资产结构较为均衡，货币资金中受限比例较高，资产流动性一般；公司应收账款和存货规模较大，对资金形成一定占用；公司整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债规模合计 390.70 亿元，较年初增长 3.96%，其中流动负债 293.24 亿元（占 75.05%），非流动负债 97.47 亿元（占 24.95%），负债结构仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 293.24 亿元，较年初大幅增长 11.74%，主要来自一年内到期非流动负债的增加；流动负债主要由短期借款（占 56.46%）、应付账款（占 8.39%）、预收款项（占 9.53%）、应交税费（占 5.48%）和一年内到期的非流动负债（占 14.72%）等构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 165.56 亿元，较年初减少 10.81%，主要系公司本期票据贴现借款及信用借款减少所致。截至 2017 年底，公司应付账款账面价值为 24.61 亿元，较年初增长 7.33%。截至 2017 年底，公司预收款项为 27.94 亿元，较年初大幅增长 163.18%，主要系公司房地产项目处于预售期内预收房款增加所致。截至 2017 年底，公司应交税费为 16.02 亿元，较年初大幅增长 528.86%，主要系兰海泉州当年出售了六块地块使得当期应交增值税和应交企业所得税大幅增加所致。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债账面价值为 43.16 亿元，较年初大幅增长 49.58%，主要是由于一年内到期的长期借款及一年内到期的长期应付款增加所致。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 68.57%）和一年内到期的应付债券（占 20.83%）。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 97.47 亿元，较年初减少 14.03%，主要系长期借款的减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 49.70%）、应付债券（占 33.00%）和长期应付款（占 13.27%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 48.44 亿元，较年初大幅减少 32.88%，主要系部分借款将于一年内到期所致。截至 2017 年底，公司应付债券为 32.16 亿元，较年初增长 10.13%，主要系公司新发行 2017 年度第一、二期私募债所致；其中，中期票据占 30.88%、公司债占 30.81%、私募债占 36.88%、国开发展基金有限公司投资款占 1.43%。截至 2017 年底，公司长期应付款为 12.94 亿元，较年初大幅增长 55.52%，主要是由于公司之子公司吉林亚泰水泥有限公司、亚泰集团哈尔滨水泥有限公司、吉林亚泰明城水泥有限公司增加资产融资租赁款项所致。

从公司各项金融负债偿还结构来看，截至 2017 年末，公司各项金融负债合计 328.15 亿元，其中一年内到期的占比 69.07%，公司面临一定的集中偿付压力，需要公司较好的流动性管理。

表 15 截至 2017 年末公司各项金融负债期限结构（单位：亿元，%）

债务期限	金额	占比
1 年以内	226.64	69.07
1~2 年	44.84	13.66
2~3 年	19.73	6.01
3 年以上	36.94	11.26
合计	328.15	100.00

资料来源：公司年报，联合评级整理

从全部债务来看，截至 2017 年底，公司全部债务 290.68 亿元，较年初下降 7.97%，主要系长期债务减少所致。截至 2017 年底，公司短期债务为 210.08 亿元（占 72.27%），较年初减少 2.05%；公

司长期债务为 80.60 亿元（占 27.73%），较年初减少 20.50%。同期，公司资产负债率下降至 67.14%，全部债务资本化比率下降至 60.32%；随着长期借款的减少，长期债务资本化比率较上年减少 11.75 个百分点至 29.66%。公司债务负担仍较重，短期债务占比仍然较高。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 384.64 亿元，较年初小幅下降 1.55%。负债构成中，流动负债占 74.85%，非流动负债占 25.16%，负债构成和 2017 年底变化不大。全部债务 289.74 亿元，较年初小幅下降 0.32%。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 67.06%、60.53% 和 29.40%，较 2017 年末变动不大。

总体看，公司的负债结构仍以流动负债为主，负债规模较大，且以短期债务和长期债务等刚性债务为主，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 2017 年底，公司所有者权益为 191.19 亿元，较年初大幅增长 33.72%，主要系公司定向增发所致。截至 2017 年底，公司所有者权益中，归属于母公司的所有者权益占 77.89%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 21.82%）、资本公积（占 55.84%）、未分配利润（占 19.79%）构成；实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较高。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 188.96 亿元，较年初小幅下降 1.17%。其中，归属于母公司的所有者权益 147.42 亿元，其结构与年初变化不大。

总体看，跟踪期内，受定向增发股票的影响，公司所有者权益大幅增长；同时，公司实收资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

2017 年，公司营业收入为 176.55 亿元，较上年大幅增长 60.34%，主要系建材和房地产板块收入增长所致；公司营业利润为 30.18 亿元，相比上年的-1.61 亿元，公司营业利润大幅增加；公司净利润为 19.20 亿元，较上年大幅增长 1,910.58%，主要系公司房地产业务收入及毛利率大幅增长导致利润增加所致，归属于母公司所有者的净利润 7.90 亿元。

期间费用方面，2017 年公司期间费用总额为 42.15 亿元，较上年增长 22.01%，主要系财务费用和销售费用增长所致。2017 年，公司销售费用为 11.81 亿元，较上年增长 12.30%，主要是随着公司规模扩大，人工成本、业务费及包装费增加所致。2017 年，公司管理费用为 12.76 亿元，较上年增长 4.56%，主要系公司研究与开发费用增加所致。2017 年，公司财务费用为 17.57 亿元，较上年大幅增长 48.67%，主要是由于公司之控股子公司“兰海泉洲”的泉洲水城项目本期资本化利息减少所致。2017 年，公司费用收入比为 23.87%，较上年小幅下降，公司费用控制能力较弱，有待提升。

2017 年，公司资产减值损失为 6.62 亿元，较上年增加 7.32 亿元，主要是由于应收账款的增加导致坏账准备（为 3.50 亿元）增加及房地产公司存货跌价准备（1.43 亿元）增加所致。

公司投资收益主要是对联营企业投资取得的收益。2017 年，公司投资收益为 5.01 亿元，较上年下降 23.56%，主要系本期公司联营企业东北证券股份有限公司的净利润比上期大幅下降所致。公司投资收益主要是参股东北证券和吉林银行取得收益，投资质量较高。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。

2017 年，公司营业外收入为 0.65 亿，较上年大幅减少 81.16%，主要由于会计政策变更，原在营业外收入核算的部分政府补助、综合利用三废增值税退税项目纳入其他收益核算所致。2017 年，营业外收入主要是违约赔偿收入（占 53.10%）和其它（占 43.45%），违约赔偿收入无可持续性。

2017 年，由于会计政策变更，公司新增其他收益科目，当期其他收益为 1.77 亿元，主要为公司

收到的综合利用三废增值税退税。

2017 年，公司盈利指标均有所提升，其中营业利润率由上年的-10.90%提升至 11.26%；总资产报酬率由去年的 2.76%提升至 8.72%；净资产收益率由去年的 0.66%提升至 11.47%；总资本收益率由去年的 2.96%提升至 7.82%，盈利指标大幅改善。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.97 亿元，较上年同期增长 45.00%；但受营业成本同步增长的影响，公司当期仍处于亏损状态，但亏损幅度较上年同期有所缩小（公司当期实现利润总额-1.22 亿元，净利润-2.08 亿元）。

总体看，2017 年以来，公司营业收入和净利润均大幅增长，营业利润扭亏为盈；公司参股金融资产质量较好，投资收益有一定波动，但仍是公司利润的重要补充。

5. 现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入规模为 158.05 亿元，较上年增长 27.14%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2017 年，公司经营活动现金流出规模为 96.64 亿元，较上年减少 1.81%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。综上影响，2017 年，公司经营活动现金净额为 61.41 亿元，较上年明显增加。2017 年，公司现金收入比为 72.44%，较上年下降 17.82 个百分点，公司现金获取能力有所下降。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入规模为 3.36 亿元，较上年增长 19.66%，主要系公司收回投资收到的现金增加所致。2017 年，公司投资活动现金流出规模为 40.82 亿元，较上年大幅增长 149.10%，主要系公司亚泰医药产业园及亚泰长春建材建筑工业化制品产业园投资建设所致。综上影响，2017 年，公司投资活动现金净额为-37.46 亿元，净流出规模进一步扩大。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入规模为 401.63 亿元，较上年下降 13.81%，主要系公司经营活动获现能力增强以致对外融资需求减少，融资规模缩小所致。2017 年，公司筹资活动现金流出规模为 421.46 亿元，较上年减少 14.41%，主要系当期偿还债务减少所致。综上影响，2017 年，公司筹资活动现金净额为-19.83 亿元，较上年减少 24.94%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 6.41 亿元；投资活动净现金流为-0.60 亿元；筹资活动净现金流-0.39 亿元。

总体看，公司经营活动获现能力下降，公司投资支出进一步增加。考虑到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需求，公司整体资金压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2017 年，公司流动负债增加，公司流动比率和速动比率均有所下降，其中流动比率由 2016 年的 1.00 倍下降至 0.96 倍，速动比率由 2016 年的 0.69 倍下降至 0.68 倍，公司现金短期债务比由 2016 年的 0.29 倍下降至 0.25 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 57.68 亿元，较上年大幅增长 137.34%，主要来自利润总额的增加。2017 年，公司 EBITDA 由折旧（占 13.38%）、摊销（占 3.37%）、计入财务费用的利息支出（占 30.52%）和利润总额（占 52.73%）构成。2016 年~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.86 倍和 3.28 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.08 倍和 0.20 倍。EBITDA 对利息的保障能力较上年有所提升，对全部债务的保障能力有所提升，但仍处较低水平。整体看，公司长偿债能力有所提升，但仍处较低水平。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年底，公司存在 8 起单笔数额涉及 1,000 万元以上的诉讼（全部为公司建材板块涉及的诉讼），合计金额 1.31 亿元，且诉讼事项均是公司为原告，未来诉讼事项结果对公司的影响需进一步关注。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G1022010500261110S），截至 2018 年 3 月 29 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，过往债务的履约情况良好。

截至 2017 年底，公司获得各银行授信额度共计人民币 369.60 亿元，其中未使用额度 89.33 亿元。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

总体看，公司债务仍以短期债务为主，短期偿债能力较上年有所提升，EBITDA 对全部债务保障程度有所提高，但仍处于较低水平，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 2018 年 3 月底，公司现金类资产（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）达 61.84 亿元，约为“16 亚泰 01”本金（10 亿元）的 6.18 倍，公司现金类资产对“16 亚泰 01”本金的覆盖程度很高；净资产达 188.96 亿元，约为“16 亚泰 01”本金（10 亿元）的 18.90 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 亚泰 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 57.68 亿元，约为“16 亚泰 01”本金（10 亿元）的 5.77 倍，公司 EBITDA 对“16 亚泰 01”本金的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 158.05 亿元，约为“16 亚泰 01”本金（10 亿元）的 15.80 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司经营规模、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很强。

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、区域竞争力、产能规模、技术水平、业务多元化等方面仍具备显著的优势。跟踪期，公司资产和利润规模大幅增长，盈利能力得到改善，公司债务负担小幅下降；受益于良好的政策环境，公司建材和房地产板块的发展良好，公司营业收入和净利大幅增长；公司医药板块通过股权并购，医药产业结构得到进一步完善。同时，联合评级也关注到公司建材产能利用率较低，依然存在产能过剩的问题；公司房地产板块在建项目及未来拟建项目投资规模较大，公司未来将面临一定资金支出压力；此外，公司短期债务占比较高，面临一定的集中偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司建材板块重组工作的推进和医药板块的稳步发展，公司收入及利润水平有望保持良好。

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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	518.80	581.90	573.60
所有者权益（亿元）	142.98	191.19	188.96
短期债务（亿元）	214.48	210.08	211.06
长期债务（亿元）	101.38	80.60	78.68
全部债务（亿元）	315.86	290.68	289.74
营业收入（亿元）	110.11	176.55	27.97
净利润（亿元）	0.95	19.20	-2.08
EBITDA（亿元）	24.30	57.68	--
经营性净现金流（亿元）	25.90	61.41	6.41
应收账款周转次数（次）	4.06	3.18	--
存货周转次数（次）	1.39	1.85	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.32	0.05
现金收入比率（%）	90.26	72.44	140.37
总资本收益率（%）	2.96	7.82	--
总资产报酬率（%）	2.76	8.72	--
净资产收益率（%）	0.67	11.47	-1.25
营业利润率（%）	-10.90	11.26	-10.88
费用收入比（%）	31.37	23.87	33.25
资产负债率（%）	72.44	67.14	67.06
全部债务资本化比率（%）	68.84	61.35	60.53
长期债务资本化比率（%）	41.49	32.81	29.40
EBITDA 利息倍数（倍）	1.86	3.28	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.20	--
流动比率（倍）	1.00	0.96	0.96
速动比率（倍）	0.69	0.68	0.68
现金短期债务比（倍）	0.29	0.25	0.29
经营现金流动负债比率（%）	9.87	20.94	2.23
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.43	5.77	--

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、2018 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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。