

跟踪评级公告

联合信评字[2007] 428 号

联合资信评估有限公司通过对江苏悦达集团有限公司 2003 年 6 亿元公司债券的信用状况进行跟踪评级, 确定江苏悦达集团有限公司 2003 年 6 亿元公司债券的信用等级为 AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年七月二十六日



江苏悦达集团有限公司公司债券跟踪评级报告

债项

03 悦达债

6 亿元人民币, 2003/11/27~2013/11/26, AA

跟踪评级时间: 2007 年 7 月 26 日

初次评级时间: 2003 年 7 月 28 日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额 (万元)	1270925.44	1458282.98	1545559.77
所有者权益 (万元)	306439.24	344805.59	382910.36
主营业务收入 (万元)	1056738.38	1236363.21	1476075.58
利润总额 (万元)	79585.15	84123.19	86849.28
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
资产负债比率 (%)	55.71	55.51	55.31
全部债务资本化比率 (%)	51.39	52.10	51.98
净资产收益率 (%)	5.47	5.05	5.06
流动比率 (%)	119.35	140.2	146.19
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.59	4.13	3.79
债务保障倍数 (倍)	0.1	0.09	0.08

分析员

张 莉

010-85679696-8817

zhangli@lianheratings.com.cn

孙 炜

010-85679696-8870

Sunwei@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Email: lianhe@lianheratings.com.cnHttp: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

一、企业基本情况

江苏悦达集团有限公司 (以下简称“公司”) 前身为江苏省盐城地区驻山西调煤组, 1989 年经盐城市计划经济委员会批准成立盐城市物资实业总公司, 1991 年在盐城市物资实业总公司基础上成立盐城悦达实业集团, 1992 年 5 月更名为江苏悦达实业集团, 1998 年更名为江苏悦达集团有限公司, 1999 年经江苏省人民政府批准授权为国有资产投资主体。

目前公司形成了以能源物资、商业零售、公路收费和工业制造四大板块为核心的主营业务格局, 业务涉及煤炭、零售、汽车、拖拉机、纺织服装、公路等多个行业。

公司内设总裁办公室、对外联络部、人力资源部、财务部、公共事务部、产业部、信息投资部、法律事务部、政策研究室、董事局秘书处和审计部等职能部门。截至 2006 年底, 公司拥有 3 家全资子公司和 13 家控股子公司。其中, 公司控股的江苏悦达投资股份有限公司在上海证券交易所上市, 悦达集团 (香港) 有限公司下属的悦达控股有限公司为江苏省首家在香港上市的红筹股公司。

截至 2006 年底, 公司合并总资产 154.56 亿元, 所有者权益 38.29 亿元; 2006 年实现主营业务收入 147.61 亿元, 利润总额 8.68 亿元。2006 年, 公司进入江苏省重点规模企业前 10 强, 在“2006 年中国企业 500 强”排行榜中列 147 位。

二、企业经营情况

从表 1 来看, 2004-2006 年, 公司主营业务的四大核心板块均保持了健康发展态势, 其中

以商业零售和公路收费的收入增长最为显著，且在主营业务收入中的比重有所扩大。从 2006 年的主营业务收入构成看，能源物资板块贡献最大，其次为商业零售板块，工业制造和公路收费板块对收入的贡献较小。

表 1 近三年公司主营业务收入构成 (单位: 万元)

业务板块	2004 年		2005 年		2006 年	
	主营业务收入	占主营业务比例	主营业务收入	占主营业务比例	主营业务收入	占主营业务比例
能源物资	492740	46.63%	585043	47.32%	625574	42.38%
商业零售	196748	18.62%	261470	21.15%	364906	24.72%
工业制造	95299	9.02%	103317	8.36%	140177	9.50%
公路收费	54319	5.14%	63127	5.11%	91351	6.19%
其他业务	217632	20.59%	223407	18.07%	254068	17.21%

能源物资板块

公司该板块业务主要集中在煤炭的贸易与开采。

(1) 行业现状

2006 年，全国煤炭产销量分别为 23.25 亿吨和 22.09 亿吨，分别比 2005 年增长 8.09% 和 8.07%，产销增幅均有所回落，煤炭行业已进入平稳发展阶段。2006 年，国有重点煤矿、国有地方煤矿、乡镇煤矿原煤产量分别占我国煤炭产量的 48.23%、13.78% 和 37.99%，国有煤矿仍是我国煤炭工业的主体。

自 2003 年以来，受煤炭需求量上升和煤炭运力不足的影响，国内煤炭价格快速攀升。2006 年，由于煤炭产能的逐步放大，铁路和公路运力的增强，煤炭供求关系逐步趋向合理，商品煤平均价格增幅较 2005 年有所下降，但仍保持了较大的增长幅度；2006 年，国家取消电煤价格临时干预措施，鼓励煤电双方自主协商定价，打破了长期以来国家控制重点合同电煤价格的局面，使得电煤价格小幅上涨。煤炭销售价格中，商品煤价格高于电煤价格。

继 2005 年 5 月份河南、安徽、重庆、贵州、云南、福建、山东等省份对煤炭资源税额标准进行调整后，2006 年 4 月 1 日，陕西、江苏、

江西和黑龙江 4 个省又对煤炭资源税实施上调。连续出台的提高煤炭行业增加资源税的政策，一定程度增加了煤炭企业的生产成本。

2007 年是我国煤炭工业发展的关键时期，煤炭行业不但要面对行业产能规模快速膨胀的考验，而且要经受进出口税率调整、资源税改革等政策的冲击，供需关系将因此发生改变，煤炭需求增长幅度将有所回落，产能过剩压力将加大，煤炭价格将面临市场的考验。

(2) 公司业务

表 2 公司拥有的煤炭生产和经营企业

项目	公司名称	股权比例
煤炭生产	山西柳林同德焦煤有限公司	60%
	山西悦达军山煤业有限公司	51%
	陕西黄陵二号煤矿有限公司	46%
煤炭经营	公司本部	
	上海悦达新实业有限公司	全资
	江苏悦达贸易股份有限公司	25%

公司目前拥有 3 家煤炭生产企业和 3 个煤炭经营主体 (表 2)。目前公司煤炭开采业务主要来源于山西悦达军山煤业有限公司 (简称“悦达军山煤业”) 和山西柳林同德焦煤有限公司 (简称“柳林同德煤矿”)，其中柳林同德煤矿扩产后产能为 100 万吨/年，悦达军山煤业目前拥有年产 30 万吨标准化矿井一座。2006 年，悦达军山煤业 60 万吨矿井改扩建项目已获得地方政府的立项审批，并将于 2007 年动工，预计该扩建项目总投资约 1.9 亿元，建设期 1.5 年，扩建项目完成后，悦达军山煤业煤炭开采能力将上升到 60 万吨/年，年销售收入将达 3.6 亿元。

公司以煤炭经营业务起步创业，多年来不断扩大业务规模，逐渐形成了以山西、陕西、内蒙为资源基地，以秦皇岛、唐山、天津、青岛、上海等港口为大宗煤炭中转、销售中心，以上海、江苏、广东境内的电厂、钢厂为主要客户，形成了煤炭生产、采购、铁路货运、港口中转、海洋运输等一条龙运销模式。公司凭借与煤炭开采企业和下游煤炭消费企业在多年业务合作中形成的良好关系以及成熟完备的运销模式，在煤炭运输和销售市场中占有较为稳

固的地位。

2006年6月,公司通过在香港上市的悦达控股有限公司的全资子公司悦达矿业有限公司,出资3亿元收购了飞龙控股有限公司持有国内三家公司(保山飞龙有色金属有限公司、普洱飞龙有色金属有限公司及姚安飞龙有色金属有限公司)52%的股权,进入有色金属开采领域。预计2007年公司锌、铅产量均达到1.5万吨。由于目前市场有色金属价格在经历了2006年的持续上涨后一直在高位运行,公司该项收购具有较好前景。

商业零售板块

(1) 行业现状

近年来我国零售行业保持了较快的增长速度。2006年,在中国经济继续保持平稳快速增长的拉动下,全国市场规模继续扩大,社会消费品零售总额达到68911亿元,同比增长13.6%。

中国零售业从2005年起全面开放,至2006年底,全球50家最大的零售企业中80%已经进入中国,行业竞争日益恶化。预计2007-2010年中国零售业将保持8%-10%的平稳增长速度。到2020年,社会消费品零售总额将超过20万亿元,零售业在国民经济中的地位和作用将大大提高。

(2) 公司业务

公司自1999年开始与全球第二大零售商法国家乐福集团共同投资(公司占45%)成立悦加超市有限公司开展超市业务,家乐福主要提供配送服务,公司负责门店运营。至今合作区域已扩展至江苏、安徽、河南、山西、河北、重庆市等五省一市,并陆续在无锡、苏州、徐州、合肥、成都、重庆、郑州、南通、马鞍山等地开店。

截至2006年底,公司与家乐福合作经营的悦加超市已增加至17家,其中公司平均在每家超市投入1250万元,2006年共实现销售收入36.49亿元。公司预计到2010年双方合作开设

超市将达45家,年销售收入150亿元。

公司与家乐福的合作较为稳定,借助家乐福的品牌优势及全球采购的价格优势,公司零售业务市场竞争力得到提升。

工业制造板块

公司该板块主要包括拖拉机、汽车和专用车、纺织服装三类业务。

拖拉机业务

(1) 行业现状

2006年,我国农业机械化继续保持较快发展,全国农机总动力达到7.19亿千瓦,同比增长5%。全年机耕、机播、机收的总面积预计达到23.2亿亩,全国耕种收综合机械化水平达到38%,较2005年提高了2个百分点。全国各类农机作业服务组织、农机户总数预计达到3500万个,全年农机化服务经营收入预计达到2800亿元。据机械工业统计学会统计的全国27家拖拉机企业数据显示,2006年这些企业共实现销售产值382.0亿元,同比增长20.8%;出口交货值25.0亿元,同比增长45.3%,全国累计生产拖拉机187万标台,其中大中型拖拉机20.4万台,同比增长29.97%;累计销售拖拉机185万标台,其中大中型拖拉机19.95万台,同比增长32.57%。可以看出,2006年我国大中型拖拉机呈现出了强劲的发展势头。

同时,国家出台整合土地资源、提高农田种植规模的政策,对“三农问题”实时关注,中央财政农机购置补贴金连续增长,成为增加拖拉机市场需求的直接动力。

(2) 公司业务

公司生产的黄海牌金马小四轮拖拉机(18-75HP)是国内齿轮传动产品中品种最全、谱系最宽的产品,产销量位居全国同类产品前列,2003年至2006年小四轮出口量连续位居全国同行第一,占全国拖拉机出口量的1/3。产品出口美国、西欧、中东、东南亚等60多个国家和地区,曾多次承担国家援外经济项目。

2006年公司产销轮式拖拉机2.61万台,销

售收入 7.13 亿元，实现营业利润 9599 万元，2006 年出口交货值达到 2.7 亿元。

汽车、专用车业务

(1) 行业现状

据中国汽车工业协会统计，2006 年中国汽车累计产销量分别为 727.97 万辆和 721.6 万辆，同期相比分别增长 27.32% 和 25.13%。

2006 年汽车生产中，乘用车产销量分别为 523.33 万辆和 517.6 万辆，同比增长 32.76% 和 30.02%，分别高于全行业增幅 5.44 个百分点和 4.89 个百分点，而其中的轿车销量达到 382.89 万辆，同比增长近四成，增速高于乘用车 6.87 个百分点，与上年同期相比增幅提高 12.58 个百分点。轿车市场结构进一步向节能型转变，1-1.6 升的轿车品种占据市场主导地位，销量超过 200 万辆，占轿车销售总量的一半以上；全国国内自主品牌轿车共销售 98.28 万辆，占轿车销售总量的 1/4 以上。国家发改委预计，2010 年国内汽车市场需求量 800 万~900 万辆，汽车保有量达到 5500 万辆左右。

(2) 公司业务

轿车方面，公司通过下属控股子公司江苏悦达投资股份有限公司参股（间接持股 25%）东风悦达起亚汽车有限公司（简称“东风悦达起亚”）。东风悦达起亚是公司、韩国起亚和东风汽车公司合资成立的乘用车生产公司，现有年产 13 万辆轿车的生产能力，主要产品千里马、远舰、嘉华、赛拉图及 RIO 千里马等系列乘用车，2006 年，东风悦达起亚销售汽车 11.5 万辆，实现销售收入 95.87 亿元。

专用车方面，公司引进日本富士重工先进的技术生产压缩式垃圾车，项目总投资 1.89 亿元，年生产能力为 3000 辆，目前专用车已进行批量生产。2006 年公司产销各型垃圾专用车 300 辆，实现销售收入 8000 多万元。

纺织服装业务

(1) 行业现状

“十五”期间，我国服装产量增长迅速，年均增长率达到 19% 以上。根据国家统计局统

计，2006 年我国规模以上服装企业累计完成服装产量 170.02 亿件，比 2005 年提高了 11.86%。2006 年全行业实际完成服装产量 512 亿件，比 2005 年增长 10.54%。2006 年，服装销售继续保持增长，但增幅有所回落。根据大型零售企业销售统计，2006 年我国服装类零售总额达 7500 亿元以上，销售额比 2005 年同期增加了 18.63%，销售价格比 2005 年同期上升了 3.12%。服装消费升级，消费者逐渐向较高消费层次升级，服装消费市场分层进一步清晰。2006 年中高层次服装消费价格持续升温，国内销售增长属于增值型增长。

国家发展和改革委员会与纺织工业协会 2006 年 6 月联合发布的《纺织工业“十一五”发展纲要》指出，“十一五”将加快技术结构、原料结构、组织结构、产品结构、产业结构以及区域结构调整步伐，转变经济增长方式，推进产业可持续发展，全面提高产业科技含量、资源利用效率、环境质量和劳动生产率。该项政策将在提升纺织工业技术装备水平、淘汰落后产能、改善产品结构等方面产生积极影响。“十一五”期间，纺织工业销售产值将从 2005 年的 33000 亿元增长到 2010 年的 60000 亿元，年均增长 12.7%；纺织品服装出口额将从 2005 年的 1175 亿美元增长到 1800 亿美元，年均增长 9%。虽受环境、资源、贸易环境以及行业竞争等的影响，规划增长速度有所减缓，但仍显示出政府鼓励纺织工业发展的政策导向。

(2) 公司业务

目前，公司纺织服装板块主要包括布、家纺产品、针织面料及内衣等。公司参股 25% 的盐城国际妇女时装有限公司主要以生产女士内衣黛安芬系列产品，是东南亚地区最大的国际名牌妇女内衣生产企业，生产能力已达 2000 万件。装饰布方面，2005 年 6 月，公司与国际著名的汽车装饰布生产商德国艾文德集团成立合资公司生产装饰布产品，预计项目全部达产后公司的装饰布产能将达到 1941 万米/年，除用于汽车领域外还将生产家用装饰布。目前，装饰布

项目2.8万平方米的主体厂房已全部竣工，生产设备正在安装调试，预计将于2007年7月正式投产。公司已与战略合作伙伴韩国现代达成意向协议，项目建成后，韩国现代在中国的两大汽车生产基地将优先选用公司生产的汽车装饰用布。纺纱方面，公司控股的悦达纺织集团公司10万锭生产能力已于2006年初投产。2006年，公司产销家纺产品200万套，纱线1.1万吨，实现销售收入2.71亿元。

此外，公司与法国家乐福集团达成家纺产品合作协议，将公司家纺产品列入家乐福全球采购中心，在全球所有家乐福店进行销售，完善了从中下游产品到销售终端的产业链整合。

公路板块

（1）行业现状

2006年底，全国公路总里程达到348万公里（包括2006年纳入统计的155万公里村道），其中高速公路通车里程已超过4.54万公里，居世界第二。2006年，全国新增高速公路通车里程4334公里，其中河南、浙江、江苏和陕西四省全年新增高速公路通车里程均超过300公里。截至2006年底，高速公路突破二千公里的省（区、市）有6个，江苏省位列第二，高速公路里程为3354公里。

2006年，江苏省全年完成旅客运输量、货物运输量同比分别增长11.1%和10.8%，旅客周转量、货物周转量分别增长11.9%和18.8%。但江苏省高速公路在全国高速公路中所占的比重与其总人口、国内生产总值及客货运输量在全国所占的比重相比仍然偏低，2006年各种运输方式完成运输量水路占69.01%，公路仅占14.9%，发展潜力依然较大。

（2）公司业务

公司现有参、控股经营的公路七条，包括山山西铜高速公路（山西段从孙启庄至大同南出口，全长58.848公里）、子公司江苏悦达投资股份有限公司拥有的陕西西铜高速公路（西安至铜川全长100.81公里）、江苏京沪高速公路

（新沂—淮阴—江都全长260公里）、扬州西绕城高速公路（全长35.295公里）、徐州三环路（全长55.066公里）以及悦达集团（香港）有限公司拥有河北廊坊106国道霸州至文安、任丘（全长28.882公里）以及204国道新兴至施庄的公路（全长47公里）。2006年部分公路的收入和盈利情况如表3所示。

表3 2006年公司主要公路主营业务利润（亿元）

项目	营业收入	主营利润	净利润
陕西西铜	2.84	2.09	0.92
徐州三环	0.99	0.22	0.11
河北廊坊 106 国道段、204 国道段	4.05	1.56	0.76
山西京大	1.55	1.15	0.10

2003年公司发行企业债所募资金6亿元全部投资于京大高速公路山西段。京大高速是109国道（北京-拉萨）的重要组成部分，起点位于晋冀两省交界大同市阳高县孙启庄村，与河北省宣大高速公路相接，终点接大同市南出口及大运支线，全长58.85公里。该高速公路采用高速公路平原微丘区标准修建，路基宽度28.50米，全封闭双向六车道，是晋煤外运的主要通道之一，同时为满足晋煤外运重载货车的需要，京大高速为国内第一条重荷载水泥路面高速公路。京大高速2004-2006年收费收入分别为13900万元、14950万元和15500万元，经营情况良好。近年来，高速公路收费已发展成为公司投资回报较高、收益稳定的领域。

除上述四大板块业务之外，公司涉足的其他业务主要是房地产开发、酒店兼营旅游、汽车销售、物流等，主要的经营实体包括上海悦达新实业有限公司、江苏悦达投资股份有限公司下属的悦达国际大酒店、中国北方车辆有限公司、江苏悦达环球物流有限公司等。公司根据国家产业政策和市场环境变化，对该业务板块不断调整，有选择性地退出，优化产业结构。

总体看，公司业务领域比较分散，在各领域的竞争力不突出。

三、企业财务情况

公司的 2006 年合并财务报表由江苏正道会计师事务所审计并出具无保留意见的审计结论（审计报告出具于 2007 年 4 月 30 日，编号为苏正审字[2007]第 629 号。

1、资产质量

2004-2006 年公司资产总额分别为 127.09 亿元、145.83 亿元和 154.56 亿元，年均增长了 10.28%。2006 年底，总资产中以流动资产占比最高（41.06%），其次为无形资产和其他长期资产（23.48%），长期投资和固定资产分别占 19.20%和 16.26%。

2006 年底，公司流动资产合计 63.46 亿元。其中，货币资金占 35.92%，应收帐款占 10.49%，其他应收款占 9.15%，存货占 29.36%。从应收账款的账龄分布看，1 年以内的占 84.70%，3 年以上的占 3.43%，账龄结构正常，公司累计计提坏账准备 9825.00 万元；从其他应收款的账龄分布看，1 年以内的占 87.26%，3 年以上的占 5.01%，账龄结构正常，公司累计计提坏账准备 6263.85 万元；存货主要为库存商品（76.39%，主要由煤炭和零售业务形成），其次为原材料（11.17%），公司对存货累计计提跌价准备 673.91 万元。

2006 年底，公司长期投资 29.68 亿元，全部为股权投资，主要为以权益法核算的对联营企业的投资和以成本法核算的对参股企业的投资，公司对长期股权投资累计计提减值准备 106 万元，2006 度公司获得投资分红 15800 万元；2006 年底，公司固定资产原值 29.77 亿元，主要为房屋建筑物（占 62.29%）和机器设备（占 20.95%），公司累计计提折旧和减值准备分别为 83588.87 万元和 439.81 万元；2006 年底，公司无形资产及其他长期资产 36.28 亿元，其中无形资产 35.64 亿元，主要为公路经营权（占 72.39%）和土地使用权（22.92%）。

整体而言，公司资产流动性较强，资产质

量较好。

2、负债与所有者权益

近三年公司负债总额年均增长 9.88%，2006 年底公司负债总额 954827.40 万元，较 2005 年底增长 5.60%。2006 年底公司流动负债占负债总额的 50.78%，长期负债占 49.22%。流动负债中短期借款占 52.35%，应付票据占 23.44%，应付账款和其他应付款共占 14.40%。负债结构合理。

2006 年底，公司长期债务为 39.61 亿元，占总债务的 52.98%；短期债务为 35.15 亿元，占总债务的 47.02%，债务结构合理，符合目前投资扩张阶段的特点。长期借款较年初增加 21.33%，主要原因是江苏悦达投资股份有限公司用京沪的公路收费权质押新增贷款及纺织园等项目建设新增贷款。2006 年底，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 36.44%和 51.98%，债务负担较重。

近三年公司所有者权益年均增长了 11.78%。2006 年底，所有者权益 38.29 万元，其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的 3.70%、11.65%和 79.33%。公司所有者权益以未分配利润为主，所有者权益稳定性差。

3、盈利能力

公司的主营业务收入主要源于能源物资和商业零售业务，盈利主要源于能源物资、商业零售和公路收费业务。近三年公司主营业务收入增长较快，年均增长率 18.19%，2006 年公司实现主营业务收入 147.61 亿元。近三年公司主营业务利润率逐年上升，2006 年为 17.82%，主营业务盈利能力较强。近三年公司净资产收益率与总资本收益率呈逐年下降态势但变化幅度不大，2006 年两项指标分别为 9.13%和 7.19%，整体盈利能力仍然正常。由于未来公司投资的公路可产生稳定的盈利，商业零售业务进入扩张阶段，公司投资的煤矿也正逐步投产，工业

制造等业务也步入了发展阶段，预计公司盈利能力有望提升。

4、现金流

近三年公司经营净现金流呈现较快增长态势，分别为 7.78 亿元、8.31 亿元和 9.09 亿元，经营性现金流状况较好。近三年公司现金收入比分别为 111.41%、115.12%和 112.37%，收入实现质量正常。

近三年公司的投资活动现金流入主要为投资收益变现，2004-2006 年分别为 2.02 亿元、2.92 亿元和 2.06 亿元，收益质量较高；投资活动现金流出主要包括股权收购和固定资产投资，固定资产投资主要集中在专用车基地建设、针织面料生产线等项目建设上，投资规模呈波动态势，2005 年为公司资本性支出的高峰年度，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为 13.76 亿元，2006 年资本性支出大幅下降，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为 3.41 亿元。近三年投资活动为净流出，呈逐年减少趋势，分别为-15.31 亿元、-10.07 亿元和-5.38 亿元。

近三年公司主要筹资活动渠道为银行借款和发行短期融资券。近三年公司筹资活动前现金净流量呈大幅下降趋势，分别为-7.53 亿元、-1.76 亿元和 3.71 亿元，相应地，公司减少了对外融资规模。

5、偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率和速动比率呈上升趋势，2006 年底两项指标分别为 146.19%和 103.28%，短期支付能力较强。从长期偿债能力指标看，由于近年来公司利息支出的规模增长导致 EBITDA 利息倍数下降，2006 年这一指标为 3.79 倍，EBITDA 对利息支付的保障能力一般；近三年公司债务保护倍数有所下降，2006 年这一指标为 0.08 倍。公司整体债务保护能力偏弱。

四、企业债券偿债能力

公司 2003 年度 6 亿元企业债券（简称“03 悦达债”）于 2003 年 11 月发行，采用固定利率形式，票面利率 4.32%，期限 10 年，每年付息一次。公司已于 2004 年 11 月、2005 年 11 月和 2006 年 11 月足额支付了年度利息。

“03 悦达债”由广东发展银行（下简称“广发行”）提供担保。根据广发银行网站上披露的信息以及相关公开信息（公司未提供保证人资料），截至 2006 年底，广发银行资产总额 3739 亿元，各项贷款余额 2170 亿元，各项存款余额 3191 亿元，2006 年上半年实现税前利润 16.8 亿元。2006 年 12 月，广发银行完成改革重组，引入了由美国花旗集团牵头，中国人寿、国家电网、中信信托、IBM 信贷等国内外机构组成的投资者团队。投资者团队共出资 242.67 亿元人民币，获得了广发银行 85.59%的股份。其中，美国花旗集团、中国人寿、国家电网、中信信托各持广发银行 20%的股权，并列成为第一大股东。截至 2006 年底，广发银行注册资本 114.08 亿元，新资本的注入显著提升了广发银行的资本实力和财务状况；新股东实力较强，对广发银行业务发展支持力度较大；4 家国内外战略投资机构并列成为第一大股东，有利于加强董事会决策过程中的有效制衡，提升公司治理水平。但广发银行重组前资产质量不佳，不良贷款比率较高，资产损失准备金计提水平远低于行业平均水平；资本充足率较低。预计广发银行作为担保行对“03 悦达债”的信用提升作用一般。

五、综合评价

公司为综合性国有大型集团，目前主营业务形成了以物资能源、商业零售、公路收费和工业制造四大板块为核心的多元化格局。

近年来公司资产规模不断扩大，产业结构逐步优化，总体经营态势良好。目前，公司资

产质量良好，盈利水平正常，整体偿债能力较强。“03 悦达债”由广发行提供担保，但广发行主体长期信用等级对“03 悦达债”的偿债能力无实质性提升作用，“03 悦达债”的信用级别调整为 AA。综合来看，“03 悦达债”到期不能还本付息的风险较低。

积极因素

1、在国家宏观调控和经济结构调整的大背景下，公司产业多元化能够有效规避政策调控及抵御行业周期波动风险。

2、近年来公司主要产业发展态势良好，主营业务收入稳步增长。

3、2006 年公司进一步加大煤炭采掘、商业板块的投资力度，有望进一步拓展盈利空间。

4、公司与家乐福的合作较为稳定，借助家乐福的品牌优势及全球采购的价格优势，公司零售业务市场竞争力得到提升。

关注

1、煤炭行业面临部分地区产能过剩，公司煤炭板块面临煤炭价格波动及成本上升的压力。

2、公司多元化经营策略加大了管理难度。

3、公司所有者权益结构稳定性弱。

附表 1 主要财务数据

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
资产总额	1270925.44	1458282.98	1545559.77	10.28
流动资产	547151.29	585645.53	634613.54	7.70
应收账款	62131.30	63291.74	66566.86	3.51
存货	159534.74	178552.62	186295.90	8.06
流动负债	458452.14	417730.66	434087.48	-2.69
短期借款	269620.14	199288.68	227251.14	-8.19
应付票据	72133.25	115178.84	101749.82	18.77
一年内到期的长期负债	13000.00	10640.00	22495.89	31.55
长期借款	179971.29	260163.53	335659.14	36.57
应付债券	60439.20	120432.00	60432.00	-0.01
少数股东权益	256508.88	303967.38	307822.02	9.55
所有者权益	306439.24	344805.59	382910.36	11.78
主营业务收入	1056738.38	1236363.21	1476075.58	18.19
主营业务成本	867047.95	1037119.48	1205361.10	17.91
营业利润	59187.42	59355.04	69851.80	8.64
主营业务利润	148784.76	191925.96	263072.68	32.97
利润总额	79585.15	84123.19	86849.28	4.46
净利润	30818.43	32754.11	34947.47	6.49
销售商品、提供劳务收到的现金	1177323.54	1423330.22	1658598.23	18.69
经营活动产生的现金流量净额	77805.03	83050.89	90875.99	8.07
投资活动产生的现金流量净额	-153178.78	-100693.71	-53799.38	-40.73
筹资活动产生的现金流量净额	77134.45	43880.23	-7880.48	--
现金及现金等价物净增加额	1760.70	26236.94	29196.13	307.21
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
销售债权周转次数 (次)	11.17	14.44	17.67	15.40
存货周转次数 (次)	6.91	6.14	6.61	6.53
总资产周转次数 (次)	0.92	0.91	0.98	0.95
主营业务利润率 (%)	14.08	15.52	17.82	16.38
现金收入比 (%)	111.41	115.12	112.37	113.00
总资本盈利率 (%)	8.28	7.67	7.19	7.56
净资产收益率 (%)	10.06	9.50	9.13	9.42
长期债务资本化比率 (%)	29.93	36.97	36.44	35.30
全部债务资本化比率 (%)	51.39	52.10	51.98	51.90
资产负债比率 (%)	55.71	55.51	55.31	55.45
流动比率 (%)	119.35	140.20	146.19	139.03
速动比率 (%)	84.55	97.45	103.28	97.78
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.59	4.13	3.79	4.05
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.48	-0.47	0.90	-0.19
债务保护倍数 (倍)	0.10	0.09	0.08	0.09

附件 2 企业债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行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》的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

附件 3 有关指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(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%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额