

跟踪评级公告

联合[2013] 1107 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级, 确定维持江苏悦达集团有限公司主体长期信用等级为AA, 评级展望为稳定, 并维持“03悦达债”与“09悦达债”AAA的信用等级。

特此公告。



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江苏悦达集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AA 评级展望: 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
03 悦达债	6 亿元	2003/11/4 ~ 2013/11/4	AAA	AAA
09 悦达债	10 亿元	2009/6/3 ~ 2019/6/3	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2013 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	54.50	72.29	84.28	90.34
资产总额(亿元)	278.94	322.82	408.13	434.40
所有者权益(亿元)	108.61	117.31	137.27	142.03
短期债务(亿元)	83.99	108.38	150.14	140.73
全部债务(亿元)	150.48	181.86	241.51	261.11
营业收入(亿元)	224.81	236.63	237.48	62.87
利润总额(亿元)	18.02	21.83	23.24	4.82
EBITDA(亿元)	31.13	38.29	42.48	--
经营性净现金流(亿元)	13.96	8.17	10.97	1.35
营业利润率(%)	15.22	15.30	15.54	15.57
净资产收益率(%)	14.14	16.08	14.78	--
资产负债率(%)	61.06	63.66	66.37	67.30
全部债务资本化比率(%)	58.08	60.79	63.76	64.77
流动比率(%)	108.90	108.18	105.55	120.37
全部债务/EBITDA(倍)	4.83	4.75	5.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.47	3.19	2.73	--
经营现金流流动负债比(%)	13.56	6.22	6.15	--

注: 公司 2013 年一季度财务数据未经审计; 短期债务计算包括其他流动负债中的短期融资券

分析师

丁 伟

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, 江苏悦达集团有限公司(以下简称“公司”)商业零售、工业制造和公路收费等业务发展较为平稳; 矿产资源业务收入受到销售价格下降影响, 同比有较大幅度下降。公司已经形成以矿产资源与商业零售业务为核心, 工业制造、公路收费、其他产业多元化发展的经营模式。公司参股的陕西黄陵二号煤矿、中能煤田、京沪高速、东风悦达起亚等公司带来的投资收益保持增长态势。另一方面, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 矿产资源业务收入波动较大及债务负担加重给公司经营带来的不利影响。

广发银行股份有限公司(以下简称“广发银行”)为“03 悦达债”提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定, 广发银行主体长期信用等级 AAA, 整体担保实力强; 陕西煤业化工集团有限责任公司(以下简称“陕煤化集团”)对“09 悦达债”提供了无条件不可撤销连带责任保证担保, 经联合资信评定, 陕煤化集团主体长期信用等级 AAA。广发银行和陕煤化集团的担保均有效提升了公司债券的信用水平, 增强了债券本息偿付的安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 并维持“03 悦达债”与“09 悦达债”信用级别为 AAA。

优势

1. 公司的多元化经营模式有效提高了公司抗风险能力, 投资参股的公司贡献稳定的投资收益保证了公司的盈利稳定增长。
2. 公司 EBITDA 和经营现金流入量对“03 悦达债”和“09 悦达债”的覆盖程度较好。
3. 广发银行和陕煤化集团担保实力强, 能够有效保障“03 悦达债”和“09 悦达债”的信用水平。

关注

1. 矿产资源需求低迷，公司矿产资源业务收入规模下降较快。
2. 公司盈利水平对投资收益依赖较大。
3. 公司业务领域相对分散，对下属控、参股公司的管理和风险控制造成一定压力。
4. 公司债务规模持续增长，债务负担有所加重。

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）与江苏悦达集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江苏悦达集团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，未因江苏悦达集团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江苏悦达集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于江苏悦达集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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，上级主管部门为盐城市人民政府，为公司的实质控制人。公司注册资本 1.42 亿元，2008 年 9 月增资至 3.41 亿元。2011 年，盐城市政府增资 6.59 亿元，公司资本增至 10.00 亿元。

公司经营范围：对公路基础设施经营、煤炭开采业、电力行业、汽车制造业、农用机械制造业、环保专用设备制造业、棉纺织及印染精加工业、纺织服装制造业、针织品及制品制造业、生物制品制造业、国内商业、房地产业、物流业、旅游业、餐饮业进行投资（公司不得从事上述项目的生产经营活动）；贷款担保服务；财务咨询服务；社会经济咨询服务（国家有专项审批规定的项目除外）；机械制造、纺织、生物制药方面的技术开发、技术转让、技术服务、技术咨询；国内贸易（国家禁止或限制经营的项目除外）；国家有专项规定的，取得相应许可后经营）。

截至 2013 年 3 月底，纳入公司会计报表合并范围内的二级子公司共 18 家。目前公司下设总裁办、审计部、法律事务部、战略规划部、投资管理部、贸易部、财务部、人力资源部等职能部门（见附件 2）

截至 2012 年底，公司资产（合并）总计

408.13 亿元，所有者权益合计 137.27 亿元。2012 年公司营业收入 237.48 亿元，利润总额 23.24 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司资产（合并）总计 434.40 亿元，所有者权益合计 142.03 亿元。2013 年 1~3 月公司营业收入 62.87 亿元，利润总额 4.82 亿元。

公司注册地址：盐城市世纪大道东路 2 号；法定代表人：陈云华。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012 年，中国实现国内生产总值 519322 亿元，同比增长 7.8%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元，同比名义增长 14.3%，同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速

快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易顺差达2311.09亿美元，较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI全年同比增长2.6%，整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI翘尾因素走弱，CPI呈下降态势，10月份为1.7%，达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12月CPI回调至2.5%。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面，2012年全年PPI同比下降1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012年前三季度PPI不断下降，9月达年内低点-3.6%，10月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI降幅持续收窄，12月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012年全国教育支出21165亿元，同比增长28.3%；医疗卫生支出7199亿元，同比增长12.0%；社会保障和就业支出12542亿元，同比增长12.9%；住房保障支出4446亿元，同比增长16.4%。2012年，全国财政累计收入为117210亿元，累计支出为125712亿元，分别同比增长12.8%和15.1%。结构性减税方面，2012年8月1日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市

分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至2012年底，已纳入试点的企业户数约71万户，即将纳入试点的户数约20万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自2013年1月1日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝5月23日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至12月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿元，成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元，同比多增7320亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至2012年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和

产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济环境

公司的收入主要来自于矿产资源（煤矿煤炭与有色金属）和商业零售行业。

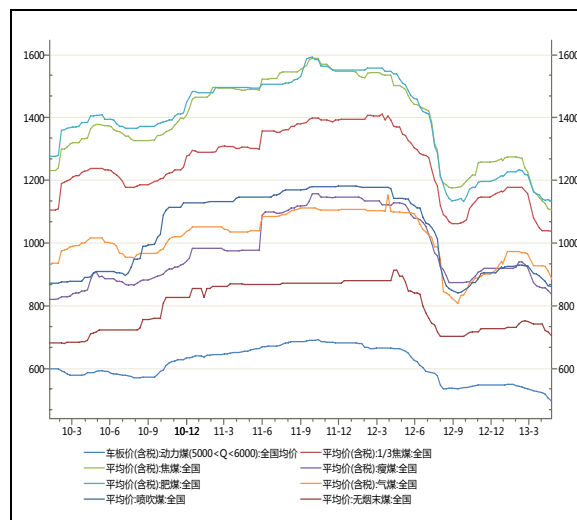
1. 煤炭行业

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

2010~2011年，随着实体经济回暖及通货膨胀影响，国内煤炭价格波动回升，至2011年10~11月达至本轮周期行情高点，随后开始下行。受冬季供暖及春节因素影响，2011年底及2012年初煤炭价格保持弱势平衡。2012年二季

度起，随着下游行业库存逐渐饱和，煤炭下游需求同比明显下降，煤炭价格在2012年三季度快速下行，随着第四季度传统冬季供暖期到来，煤炭价格获得一定支撑；2013年一季度，在实体经济持续低迷及进口煤炭的双重冲击下，煤炭价格继续下行。总体看，在供大于求及宏观经济增速减缓的大环境下，煤炭价格自2012年起进入下行通道，行业景气程度连续5个季度出现下滑，业内企业经营压力持续上升。

图1 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind 资讯

行业政策方面：2012年3月，由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》（以下简称“十二五”规划）出台。主要包括：

1) 推进煤矿企业兼并重组，发展大型企业集团；有序建设大型煤炭基地，保障煤炭稳定供应；建设大型现代化煤矿，提升小煤矿办矿水平。推进瓦斯抽采利用，促进煤层气产业化发展；发展现代煤炭物流，建立煤炭应急储备体系；积极开展国际合作，深入实施走出去战略。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则，统筹东、中、西部结转建设规模，到2015年形成产能41亿吨/年，产量和消费量控制在39亿吨/年。

3) 预测2015年煤炭线路运输需求26亿吨，规划铁路煤炭运力30亿吨，省际间煤炭调运量

16.6 亿吨，预测北方港口一次下水量 7.5 亿吨，规划装船能力 8.3 亿吨。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景长期向好。“十二五”期间，随着煤炭外运通道的建成，西部大型煤炭企业有望迎来快速发展期，中东部煤炭企业则依靠煤炭资源整合及产业链延伸提升整体竞争能力。随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的龙头企业对煤价的议价能力将明显增强。行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。

2. 有色金属行业

2012年，全国有色金属产量继续增长，增幅明显回落。2012年全国十种有色金属产量为3691万吨，同比增长9.3%，增幅回落1.3个百分点。其中，精炼铜、原铝、铅、锌产量分别为606万吨、1988万吨、465万吨、485万吨，同比增长分别为10.8%、13.2%、9.3%、-5.6%，除原铝外，其他品种增幅均出现回落，随着新疆等西部地区产能的逐步释放，原铝依然是有色金属品种中增长最快的品种。加工材方面，铜材和铝材产量分别为1168万吨和3074万吨，同比增长分别为11%和15.9%，增幅分别回落7.6个百分点和10.9个百分点。铜、铅、锌、镍、锡、锑等六种精矿金属含量968万吨，同比增长17.4%，与2011年增幅大体持平。价格方面，全年价格低位震荡，平均价格同比明显下滑。受境内外市场需求不振以及市场供过于求的影响，2012年有色金属价格低位振荡。从全年看，国内铜、铝、铅、锌现货年均价分别为57339元/吨、15663元/吨、15382元/吨和15249元/吨，同比分别下降了13.6%、7.2%、6.5%和9.9%，国际市场LME三月期铜、期铝、期铅、期锌平均价分别为7946美元/吨、2050美元/吨、2393美元/吨、2212美元/吨，同比分别下降了10.5%、15.3%、13.3%和11.2%。

总体来看，国内经济结构调整对有色金属

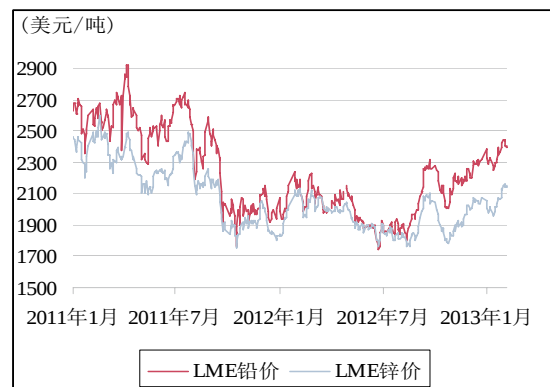
的需求是刚性的。有色金属产业是国民经济重要的基础原材料产业，发展潜力巨大。2012年受钢铁及有色金属产品价格下行的影响，行业内企业经营面临的经营困难增大。

铅锌行业

截至2010年底，世界查明铅储量8000万吨，主要集中在澳大利亚、中国和美国，三国合计储量约为4320万吨，占比54%，其中中国约占14%至15%；查明锌资源储量2.5亿吨，澳、中、美三国合计储量约1.5亿吨，占比59%，其中中国约占19%。总体来看我国铅锌资源相对丰富。

2012年，中国铅产量464.57万吨，同比下降1.82%，锌产量484.64万吨，同比下降9.31%；铅锌产量合计949.21万吨，产量连续多年位居世界第一。总体来看，跟踪期内，公司铅锌产量有所下降。从铅锌价格来看，跟踪期内，整体来看呈现震荡下行走势，2012年下半年以后，铅锌价格呈现触底反弹的走势。

图2 LME铅锌价格走势



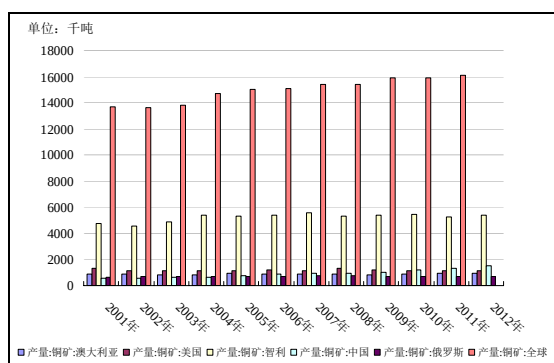
资料来源：wind资讯

总体来看，跟踪期内，受全球经济增速放缓的影响，铅锌行业景气度有所下滑。

铜行业

根据美国地质调查局美国地质勘探局公布数据显示：截至2012年底，全球已探明铜储量约为6.3亿吨，主要集中在智利（占23.8%）、秘鲁（占14.3%）、澳大利亚（占12.7%）和墨西哥（占6.0%）等国；其中中国铜储量约3000万吨，占全球储量的4.8%，排名第六。

图3 全球主要国家铜矿产量情况



资料来源：wind 资讯

目前，中国铜资源人均储量相当于世界人均水平的 18%。据国家发改委预测，到 2020 年，中国铜资源可供储量的保障程度为 27.4%，铜矿资源相对贫乏。

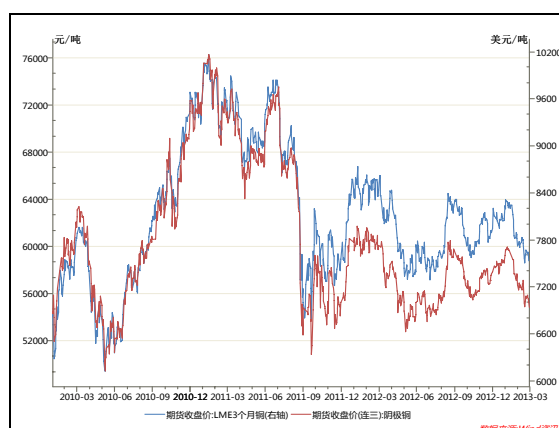
2012 年，全球铜矿产量约为 1674 万吨，同比增长 3.98%。全球重要铜矿生产国产量继续保持增长，其中中国同比增长 14.50%，美国同比增长 3.60%，智利同比增长 2.09%，澳大利亚同比增长 1.25%。

随着世界范围内铜矿品位的下降，铜矿的冶炼能力在逐步增强，近年来精炼铜的产量和消费量增长趋势明显。根据 ICSG 数据，2012 年全球精炼铜产量 2013.2 万吨，同比增长 2.46%，消费量 2047.2 万吨，同比增长 3.06%。

中国铜需求方面，2012 年以来，铜主要需求行业产品产量维持较低的增速，房地产新增投资增速仍保持在较低水平。如无政策刺激，短期内行业整体需求快速恢复局面或难再现。长期看，中国城市化进程和工业化进程的不可逆转将继续对有色金属产品的中长期需求产生积极影响。

2012 年，全球经济仍处于缓慢复苏当中，铜价整体维持震荡走势。从长远来看，铜的稀缺性以及铜的金融属性决定其价格受市场心理及市场资金影响显著，具有较大不确定性。目前精铜供需总体处于紧平衡，短期内不存在过剩的状况，国际铜价在基本面上仍有一定支撑。

图4 近年国内与国际铜期货收盘价



资料来源：wind 资讯

中国铜金属价格与国际铜金属价格变动趋势基本保持一致，但有一定价差存在。由于国内冶炼企业进口矿产资源参照国际价格制定，面向国内市场销售。价差的存在对中国冶炼企业盈利水平产生一定影响。

3. 商业零售业

零售业在国民经济体系中占有相当重要的地位。跟踪期内，中国零售行业保持了较好的发展趋势。根据《2012年国民经济和社会发展统计公报》，2012年社会消费品零售总额210307亿元，比上年增长14.3%，扣除价格因素，实际增长12.1%。按经营地统计，城镇消费品零售额182414亿元，增长14.3%；乡村消费品零售额27893亿元，增长14.5%。按消费形态统计，商品零售额186859亿元，增长14.4%；餐饮收入额23448亿元，增长13.6%。在限额以上企业商品零售额中，汽车类零售额比上年增长7.3%，粮油类增长19.9%，肉禽蛋类增长18.0%，服装类增长17.7%，日用品类增长17.5%，文化办公用品类增长17.7%，通讯器材类增长28.9%，化妆品类增长17.0%，金银珠宝类增长16.0%，中西药品类增长23.0%，家用电器和音像器材类增长7.2%，家具类增长27.0%，建筑及装潢材料类增长24.6%。

2013年4月17日，中国连锁经营协会正式对外发布“2012年中国连锁百强”名单。调查显

示, 2012年, 连锁百强合计(含税)销售规模达到1.87万亿元, 同比增长10.18%, 是自2001年统计首次发布以来最低增速。连锁百强企业销售额占社会消费品零售总额的9.3%, 低于2011年。连锁百强企业门店总数达到9.40万个, 同比增长8.0%, 是自连锁百强统计以来增速最低一年。受人口红利的消减、渠道分流、消费者消费习惯变化等多种因素影响, 近年来连锁百强平均年销售额增速明显放缓, 预计未来几年中国连锁企业将进入稳定发展期。

4. 区域经济

江苏省位于中国大陆东部沿海中心、长江下游, 与上海市、浙江省、安徽省、山东省接壤。江苏与上海、浙江共同构成的长江三角洲城市群已成为6大世界级城市群之一。

江苏综合经济实力在全国一直处于前列。2012年, 江苏省生产总值突破5万亿, 达到54058.2亿元, 同比增长10.1%, 位列全国省份第二; 人均突破1万美元达到10887美元, 位居全国省份第一。

2012年, 江苏省全年规模以上工业增加值26606亿元, 比上年增长12.6%。民营工业拉动明显, 规模以上民营工业增加值13448.6亿元, 同比增长17.7%。全年江苏省服务业增加值23676亿元, 占GDP比重达到43.8%, 比上年提高1.1个百分点。

2012年, 江苏省固定资产投资32087.7亿元, 比上年增长20.2%; 完成固定资产投资(不含农户)31707.2亿元, 增长20.5%。全年民间投资21293.5亿元, 比上年增长22.6%, 增速比全部投资高2.1个百分点; 占投资总量的比重为67.2%, 同比提高1.2个百分点。第一、第二、第三产业完成投资分别增长31.6%、19.5%、21.5%, 占江苏省投资总量的0.6%、52.5%和46.9%。第二产业投资中, 工业投资16559.4亿元, 增长20.4%。服务业投资较快增长。全年服务业投资增长21.4%。全年实现进出口总额5480.7亿美元, 比上年增长1.5%。其中, 出口

3285.4亿美元, 增长5.1%; 进口2195.6亿美元, 下降3.3%。对新兴市场出口增长较快。全年江苏对俄罗斯、拉美、东盟、非洲等新兴市场出口分别比上年增长13.6%、13.3%、17.6%和22.6%。

2012年, 江苏省全年公共财政预算收入5860.7亿元, 比上年增长13.8%, 其中税收收入4782.6亿元, 增长16%。税收收入中, 营业税收入1659.7亿元, 同比增长31.7%, 增幅比2011年提高8.5个百分点; 增值税和企业所得税由年初负增长, 逐季提高到全年最高, 增速分别达5.8%和2%。全年江苏省公共财政预算收入中非税收入同比增长5.3%, 增幅比2011年回落28.2个百分点。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为盐城市国有资产监督管理委员会的全资控股企业, 跟踪期内, 公司股权结构未发生变化。

2. 企业规模

公司是随着改革开放发展成长起来的全国520户重点大型国有企业之一。经过30多年的发展, 目前公司在境内外拥有两家上市公司、30多家分子公司、3万多名员工, 构建了工业制造业、能源矿产业、公路投资产业、现代服务业、商业地产和房地产业、金融服务业等六大产业集群。先后与韩国现代起亚、法国家乐福、德国黛安芬、德国艾文德、英国咖世家、印度马恒达等世界500强企业、国际知名企业以及中国台湾地区知名企业携手合作。2006年以来, 公司始终处于江苏省10强重点规模企业和中国企业500强前列。2010年, 公司位列江苏省规模以上企业第8位、中国企业500强第109位; 2011年, 公司位列中国企业500强第133位; 2012年中国企业500强第141位。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入保持稳定。2012 年公司营业收入 237.48 亿元，其中商业零售、工业制造、其他业务板块（主要包括物流、汽车贸易、酒店、旅游及房地产开发等）收入较 2011 年均有所增长，分别增长 5.48%、1.76% 和 33.99%，其他收入板块大幅增长主要由于汽车贸易、物流收入增幅较大所致；矿产资源板块实现收入 55.68 亿元，同比大幅下降 23.12%，主要由于铅、锌等矿产价格同比下降所致；公路收费板块实现收入 10.94 亿元，同比下降 7.76%，主要由于部分路段受周边公路分流影响所致。从收入构成看，2012 年，收入占比较大的是商业零售、矿产资源和其他业务板块，三项占比 89.30%，工业制造和公路收费占比分别

为 6.09% 和 4.61%。

毛利率方面，2012 年公司整体毛利率为 15.99%，同比增加 0.19 个百分点。受销售价格大幅下降影响，矿产资源毛利率水平由 2011 年 12.30% 下降至 9.75%；工业制造板块毛利率水平仍然保持较低水平，2012 年该板块毛利率为 4.84%。商业零售、公路收费和其他业务板块毛利率均有小幅提升，分别增至 15.27%、67.21% 和 16.50%，其中公路收费板块毛利率上升的原因为 2012 年公司公路维护费用同比下降所致。

2013 年 1~3 月，公司实现收入 61.93 亿元，同比增长 1.52%，矿产资源、商业零售、工业制造、公路收费和其他业务板块收入占比分别为 24.19%、43.90%、5.26%、3.83% 和 22.83%。公司毛利率水平基本保持平稳，为 15.90%。

总体看，跟踪期内公司商业零售、工业制造和公路收费等业务发展较为平稳；矿产资源业务收入受到销售价格下降影响，同比有较大幅度下降；其他业务由于受汽车贸易、物流收入增幅较大的影响，同比增长较快。

表 1 2011~2013 年 3 月年公司营业收入构成

行业	2011 年			2012 年			2013 年 1-3 月		
	营业收入 (亿元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)
矿产资源	72.42	30.60	12.30	55.68	23.45	9.75	14.98	24.19	9.61
商业零售	100.62	42.52	15.07	106.13	44.69	15.27	27.19	43.90	15.06
工业制造	14.22	6.01	5.64	14.47	6.09	4.84	3.26	5.26	1.76
公路收费	11.86	5.01	59.19	10.94	4.61	67.21	2.37	3.83	67.28
其他业务	37.51	15.85	14.65	50.26	21.16	16.50	14.14	22.83	13.76
合计	236.63	100.00	15.80	237.48	100.00	15.99	61.93	100.00	15.90

资料来源：公司提供

(1) 矿产资源板块

公司矿产资源的开采与经营主要包括煤矿煤炭与有色金属。

煤矿煤炭业务

截至 2013 年 3 月底，公司所投资的煤矿累计拥有资源储量达 41.59 亿吨。巨大资源储量为公司该板块业务的可持续发展奠定了稳定基

础，煤炭贸易与煤炭开采业务为公司重要收入来源之一。

跟踪期内，公司新增两处煤矿项目。2012 年 5 月，公司参股平凉天元煤电化有限公司，持有 40% 股权，产能 1040 万吨，目前正在进行前期工作。同年，公司对沈石畔煤矿项目投资参股 40%，产能 120 万吨。

2012 年，受煤炭需求低迷影响，公司煤炭综合产销量 1379.49 万吨，同比下降 3.62%，实现销售收入 55.26 亿元，同比下降 7.11%。陕西黄陵二号煤矿开采销售原煤 819.16 万吨，同比增长 4.85%，实现销售收入 36.41 亿元，同比增长 6.81%，实现净利润 16.69 亿元，同比增长 17.52%；陕西榆林中能煤田有限公司开采销售原煤 386.60 万吨，同比下降 14.20%，实现销售收入 13.72 亿元，同比下降 26.63%，净利润 5.29 亿元，同比下降 40.29%。山西中阳军山煤业有限公司开采销售原煤 2.25 万吨，同比大幅下降 86.45%，实现销售收入 0.13 亿元，同比下降 89.17%，净利润亏损 0.16 亿元。山西中阳军山煤业有限公司扩能改造工作已完成，但受山西省对新矿要求最低年产 120 万吨和煤炭资源整合政策影响，公司正在与有关部门协调争取重新开工。2012 年，内蒙古乌兰渠煤矿采销原煤

120.91 万吨，同比增长 25.95%，实现销售收入 4.28 亿元，同比增长 2.39%，净利润 0.54 亿元，同比有所下降。2012 年，内蒙古巴音孟克煤矿开采销售原煤 50.57 万吨，同比下降 41.72%，实现销售收入 0.72 亿元，同比下降 45.45%，净利润 0.03 亿元。

总体看，受需求萎靡导致煤价下滑影响，公司煤炭产销量同比下降，销售收入规模和盈利能力也同比有所下降。2013 年 1~3 月，公司共产煤 268.00 万吨，实现销售收入 9.39 亿元，同比下降 26.35%。

跟踪期内，公司煤炭贸易收入持续下降。2012 年，公司购销煤炭总计 936.47 万吨，较上年下降 21.21%，实现销售收入 47.18 亿元，较上年减少 23.67%；2013 年 1~3 月，购销煤炭 198.49 万吨，实现销售收入 12.92 亿元。

表 2 公司各煤矿煤炭开采盈利情况

类型	煤矿	持股比例 (%)	煤种	产能	产销量 (万吨)			销售收入 (亿元)			净利润 (亿元)		
					2011	2012	2013 (1-3)	2011	2012	2013 (1-3)	2011	2012	2013 (1-3)
参股	陕西黄陵二号煤矿	46	动力煤	800	781.30	819.16	160.00	34.09	36.41	6.37	14.29	16.69	2.21
	陕西榆林中能煤田有限公司	29.5	动力煤	300	450.60	386.60	80.00	18.70	13.72	2.57	8.86	5.29	0.68
控股	山西中阳军山煤矿	51	焦煤	90	16.61	2.25	0	1.20	0.13	0.00	0.69	-0.16	-0.04
	内蒙古乌兰渠煤矿	100	露天煤	60	96.00	120.91	15.00	4.18	4.28	0.30	0.58	0.54	0.03
	内蒙古巴音孟克煤矿	80	露天煤	60	86.77	50.57	13.00	1.32	0.72	0.15	0.13	0.03	0
合计		--	--	2350	1431.28	1379.49	268.00	59.49	55.26	9.39	24.55	22.39	2.88

资料来源：公司提供

有色金属业务

跟踪期内，受铅、锌价格下滑影响，2012 年公司有色金属业务收入 3.38 亿元，同比下降 13.61%，净利润 0.86 亿元，同比下降 21.47%。

2012 年，公司子公司云南省腾冲县瑞土矿业有限责任公司（主要经营锌精矿开发）实现收入 0.96 亿元，同比大幅下降 52.28%，主要由于受当地政府进行道路建设项目对矿场的运输造成不便以及安全监察导致矿场停工影响所

致。2012 年，保山飞龙（铅锌开采）实现销售收入 0.64 亿元，同比下降 18.24%，净利润 0.10 亿元，同比下降 41.51%。姚安飞龙（铅锌开采）实现销售收入 0.14 亿元，同比下降 34.58%，净利润亏损 0.13 亿元，目前正在进一步优化工艺流程及技术改造。公司下属大乾矿业及翁牛特旗矿产由于铅锌价格波动采取保护开采措施，处于停产状况。悦川铁矿仍处于业务接洽阶段，仍无销售收入。

铜陵冠华主要经营黄金等贵金属，毛利率水平较高，收入与利润均保持在较高水平。2012 年实现销售收入 1.64 亿元，同比大幅增长 251.41%，主要由于去年同期公司一直专注于技术改造，产量较低所致，净利润 0.78 亿元。铜陵冠华已成为公司有色金属业务的主要收入及利润贡献来源。

2013 年 1~3 月，有色金属业务 0.38 亿元，同比下降 32.14%，实现净利润 0.05 亿元。姚安

飞龙、大乾矿业和翁牛特旗采取保护性开采措施，一季度无销售收入。

总体看，跟踪期内，公司有色金属业务收入规模有所下降，部分矿产已开始采取保护性开采措施。目前，公司致力于提升各矿产项目的潜在加工生产能力，同时进一步优化生产工艺流程及技术改造。随着有色金属价格的回升，公司收入及盈利能力有望恢复并提升。

表 3 2011 年~2013 年 3 月有色金属板块盈利情况

子公司	2011 年		2012 年		2013 年 1-3 月	
	销售收入(万元)	净利润(万元)	销售收入(万元)	净利润(万元)	销售收入(万元)	净利润(万元)
腾冲瑞土	20184.65	8319.65	9632.39	1284.35	2451.23	794.59
保山飞龙	7827.23	1731.78	6398.81	1012.90	1216.08	126.62
姚安飞龙	2084.51	-328.23	1364.05	-1306.12	0	-252.01
大乾矿业	--	-232.57	11.8	-160.2	0	-36.56
翁牛特旗	--	--	--	--	--	--
铜陵冠华	4666.89	1367.95	16400.00	7752.72	103.73	-100.09
悦川铁矿	4369.34	71.87	--	-0.02	--	-64.17
合计	39132.62	10930.45	33807.05	8583.63	3771.04	468.38

资料来源：公司提供

(2) 商业零售业务。

公司是法国家乐福在中国地区最重要的合作伙伴之一（七省一市唯一合作伙伴），截至 2012 年底，双方合作已有 53 家超市，较 2011 年新增 6 家超市。

公司与英国 100 强企业之一的韦博得集团（Whitbread）旗下的 COSTA INTERNATIONAL 建立合作，2006 年成立悦达咖世家（上海）餐饮管理有限公司，合作区域覆盖整个中国黄河以南地区，已开设 COSTA 咖啡店 110 多家。公司计划 2015 年，开店总数将达到 400 家，成为中国最具影响力的专业咖啡连锁品牌之一。

公司为北京新合作商贸连锁集团公司的第二大股东，北京新合作商贸连锁集团公司是国家商务部确定的 21 家重点联系的大型现代流通集团之一、“中国连锁百强企业”、万村千乡市场工程全国优秀试点企业，重点在县（市）建立直营中心店和配送中心，辐射、带动县以下

各类经营网点入网加盟，形成城乡结合、上下贯通、合纵连横的“新合作”连锁经营网络。截至 2012 年底，已在全国 16 个省区设立区域子公司 20 多家，发展直营网点 1283 个，拥有县及县以下加盟网点 10 万余个，具有巨大的规模优势和渠道优势。2012 年度，实现营业收入 83.65 亿元，净利润 1.56 亿元。

2012 年，公司商业零售业务实现销售收入 106.13 亿元，同比增长 5.48%；2013 年 1~3 月，商业零售业务实现销售收入 27.19 亿元。

(3) 工业制造板块

公司该板块收入主要包括拖拉机、专用车和纺织服装的生产与销售。

拖拉机业务

公司控股的江苏悦达盐城拖拉机制造有限公司（以下简称“拖拉机公司”）是中国生产拖拉机的大型骨干企业，目前的主导产品共有六个系列近百个品种，产品功率覆盖 18-125 马力，

具有年产4万台中小马力轮式拖拉机的生产能力。2012年，拖拉机公司生产拖拉机3.14万台，销售3.52万台；实现销售收入8.38亿元，与上年收入基本持平。2013年1~3月，生产拖拉机8906台，销售8674台；实现销售收入2.24亿元，与上年同期相比下降11.11%。

专用车业务

2012年，公司专用车（压缩式垃圾运输车）产销532台，实现销售收入1.96亿元，同比增长40.00%；2013年1~3月，公司专用车产销46台，实现销售收入0.18亿元。专用车业务在公司总业务中仍然占比较小，预计随着国内环保行业发展及环保意识的增强，该业务板块将得到较快发展。

纺织服装业务

公司纺织业务主要由下属子公司悦达纺织集团公司和参股子公司盐城国际妇女时装有限公司负责运营管理。

2012年，悦达纺织集团公司生产高支纱线21575.12吨，销售24770吨；加工皮棉1270吨，销售2613吨；生产气流纺纱2536吨，销售2658吨；生产童装32.21万件，销售36.73万件；生产成衣673万件，销售701万件；生产针织布734吨，销售673吨；产销家纺产品193万件。共实现销售收入10.62亿元，受棉花等原材料价格影响，净利润-1.29亿元。

2012年，盐城国际妇女时装有限公司销售内衣1039万件，实现销售收入8.58亿元，同比上升4.38%，实现净利润4877.44万元，同比增长62.43%。

公司计划加快产业整合，提升悦达纺织产业整体运营水平，同时推进家纺品牌战略，通过门店建设和电子商务平台，扩大市场份额。

汽车业务

公司参股 25%的东风悦达起亚汽车有限公司（以下简称“悦达起亚”）是由东风汽车公司、江苏悦达投资股份有限公司、韩国起亚自动车株式会社共同组建的中外合资轿车制造企业，其中第一、二工厂各有年产 13 万辆和 15 万辆

轿车的生产能力。尽管东风悦达的收入不并入公司报表，只在投资收益中体现，但对公司利润总额影响较大。

2012 年，东风悦达起亚汽车业务保持稳定增长，悦达起亚生产汽车 48.53 万台，销售 48.06 万台；实现销售收入 464.95 亿元，较上年增长 9.03%；实现净利润 38.99 亿元，较上年增长 24.89%。2013 年 1~3 月，悦达起亚生产汽车 13.54 万台，销售 13.76 万台；实现销售收入 133.6 亿元，实现净利润 10.04 亿元。

跟踪期内，东风悦达起亚第三工厂于 2012 年 6 月正式奠基。新建的第三工厂同样位于盐城经济技术开发区内，与二工厂比邻而建，有利于充分利用现有的生产体系，有效整合资源，在新老工厂间形成优势互补的协同效应。第三工厂采用国际先进的汽车制造设备和技术，以冲压、焊装、涂装、总装及发动机车间组成全自动生产线，是集高效、环保、节能于一身的现代化汽车制造工厂。目前，企业第三工厂正在有序建设，预计于 2014 年初投产。其设计产能为 30 万台，通过主动调节，将联合一、二工厂最大产能将达到百万辆规模，为公司跻身国内一流汽车品牌提供重要支撑。

（4）公路收费板块

2012年，公司公路收费业务实现营业收入110.94亿元，同比下降7.76%，净利润2.44亿元，同比减少11.59%，主要由于陕西西铜高速受周边二级路撤站导致车辆分流所致。京大高速、徐州三环路、廊坊106国道、盐城204国道以及汾平高速总体经营较为稳定；2013年1~3月，公司公路收费业务实现营业收入2.11亿元，净利润0.14亿元。

此外，公司持有江苏京沪高速公路21%的股权，江苏京沪高速公路2012年实现收费收入32.28亿元，净利润16.45亿元；2013年1~3月实现收入9.75亿元，净利润2.94亿元。京沪高速收入规模较大，盈利能力强，对公司投资收益影响较大。

总体看，公司公路经营板块经营较为稳健，

但宏观经济增长放缓及节假日通行费减免等政策出台会对公司收入有一定影响。

表 4 公司控股公路经营情况（单位：亿元）

公路名称	12 年总里程（公里）	2011 年		2012 年		2013 年 1-3 月	
		收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
陕西西铜高速公路	118.97	8.12	3.01	7.06	3.23	1.30	0.45
京大高速公路公司	60.04	1.13	-0.39	1.20	-0.39	0.24	-0.15
徐州三环路	55.07	0.94	-0.03	1.15	0.06	0.18	-0.08
河北廊坊 106 国道霸州至文安段	28.88	0.32	-0.06	0.22	-0.12	0.05	-0.01
204 国道新兴至施庄段	47.40	0.40	0.01	0.44	0.01	0.10	0.00
汾平高速	41.7	0.96	-0.16	0.87	-0.35	0.24	-0.07
合计	352.06	11.86	2.38	10.94	2.44	2.11	0.14

资料来源：公司提供

（5）其他业务

除上述四大板块业务之外，公司其他业务主要包括物流、汽车贸易、酒店、旅游及房地产开发等。

2012 年公司该板块收入 50.26 亿元，同比增长 33.99%，主要由于汽车贸易、物流收入增幅较大，实现利润 12.94 亿元，同比增长 33.68%；2013 年 1~3 月，该板块实现收入 14.14 亿元。

未来，公司将推动西蒙悦达煤炭公司的重组合作，进行技术改造，进一步收购周边停产煤矿，做大矿产资源产业；工业制造方面，公司将加大对大马力拖拉机的研发，优化产品解耦股，努力取得境外市场拓展的突破。公司将推进纺织业务中家纺品牌的建设和推广；新建子公司墨特瑞新材料公司将进行石墨烯相关制品的研发，目前处在前期市场开拓阶段。

目前，公司在建项目主要为房地产项目，总投资额度为 50.00 亿元，截至到 2012 年底已投资 18.15 亿元，所需资金全部为自筹。

2. 未来发展

表 5 公司重大在建项目（单位：亿元）

序号	项目名称	项目主体	资金来源	目前进度	项目建设期	投资总额	投资进度安排			
							截至 2012 年底已投资	2013 年	2014 年	2015 年
1	陕西 outlets	美国大运公司、西安悦睿	自筹	项目公司已成立，项目住宅一期部分已全面开工，商业用地正在准备中	2012.3-2017.12	30.00	7.14	7.70	7.42	7.00
2	悦龙湾	江苏继源房地产	自筹	2012 年 10 月开始预售	2011.8-2017.12	20.00	11.01	2.25	2.00	3.00
	合计	--	--	--	--	50.00	18.15	9.95	9.42	10.00

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2012 年合并财务报表由江苏正中会计师事务所有限公司审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2013 年一季度财务报表未经审计。

截至 2012 年底，公司资产（合并）总计 408.13 亿元，所有者权益合计 137.27 亿元。2012 年公司营业收入 237.48 亿元，利润总额 23.24 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司资产（合并）总计 434.40 亿元，所有者权益合计 142.03 亿元。

2013 年 1~3 月公司营业收入 62.87 亿元，利润总额 4.82 亿元。

2. 盈利能力

2012 年，公司实现营业收入 237.48 亿元，同比增长 0.36%，基本保持稳定。2012 年，公司营业成本 199.50 亿元，同比增长 0.13%，营业利润率升至 15.54%。

2012 年，公司期间费用同比有所增长，占营业收入的 15.50%。其中，财务费用逐年提升，近三年年均复合增长率为 27.60%。总体看，公司期间费用控制能力较好。

2012 年，公司实现利润总额 23.24 亿元，同比增长 6.47%，净利润 20.29 亿元，同比增长 7.55%。其中，投资收益对公司利润总额影响较大，2012 年公司投资收益 23.21 亿元，同比增长 11.18%，主要为公司享有的对东风悦达起亚汽车公司、陕西黄陵二号煤矿有限公司和江苏京沪高速公路有限公司的投资收益，其中对东风悦达起亚汽车公司投资收益 9.55 亿元，占比 41.15%。

从盈利指标看，2012 年公司净资产收益率和总资本收益率同比均有所下降，净资产收益率由 2011 年 16.08%下降至 14.78%，总资本收益由 2011 年 10.31%下降至 9.46%。

2013 年 1~3 月，公司共实现营业收入 62.87 亿元，营业成本 52.88 亿元，利润总额 4.82 亿元。

总体看，跟踪期内公司收入规模基本保持稳定，营业利润率有所提升；投资收益对公司利润总额影响较大，利润总额和净利润有所增长，整体看公司盈利能力较好。

3. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入有所增长，2012 年为 314.31 亿元，同比增长 15.26%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金（主要为公司间往来款）增长所致。同期，经营活动现金流出

303.34 亿元，同比增长 14.38%。2012 年，经营活动产生的现金流量净额为 10.97 亿元。从现金收入质量来看，2012 年为 115.87%，同比有所提升，收入实现质量较好。

投资活动方面，2012 年，公司投资活动现金流入量 32.55 亿元，同比增长 45.18%，主要为公司投资收益及收回投资取得的现金增长所致；同期，公司投资活动现金流出 45.82 亿元，同比增长 136.76%，主要为公司增加长期股权投资而支付的现金增加所致。2012 年，公司投资活动产生的现金流净额为 -13.27 亿元。

2012 年，公司筹资活动前产生现金流量净额表现为 -2.31 亿元，经营活动产生的现金流不能满足未来投资活动的需要，存在对外融资的需求。

2012 年，公司筹资活动现金流入 165.52 亿元，其中取得借款收到现金 149.51 亿元。同期，筹资现金流出 151.20 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2012 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 14.33 亿元。

2013 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 70.42 亿元，经营活动现金流入 80.05 亿元，经营活动现金流出 78.70 亿元，经营活动现金流净额 1.35 亿元。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 -0.44 亿元及 6.47 亿元。现金收入比有所下降，为 112.01%。

总体看，公司经营活动获取净现金的能力有所提升；股权投资规模持续增长，筹资压力有所增加。

4. 资本及债务结构

资产

截至 2012 年底，公司资产总额为 408.13 亿元，同比增长 26.43%，其中，流动资产占 46.14%，非流动资产占 53.86%。跟踪期内，资产结构变化不大。

公司资产总额增长主要来自于货币资金、其他应收款、存货和长期股权投资的增长。

截至2012年底，公司货币资金80.42亿元，同比增长17.39%，主要由于借款增加所致。其中，现金占比0.16%、银行存款占比71.34%、其他货币资金（承兑汇票保证金及信用证保证金合计14.59亿元，为受限资金）占比28.50%。

截至2012年底，公司其他应收款26.35亿元，同比增长140.04%，主要为公司间往来款增加所致。从账龄上看，一年以内其他应收款占比89.38%，一至二年占比6.46%，二年以上占比%。公司共提取坏账准备0.84亿元，计提比例3.09%。前五名单位应收金额合计10.18亿元，占应收总额37.44%，其中榆林市悦达华通煤业有限公司欠款4.80亿元，占应收总额17.65%。

截至2012年底，公司存货账面余额56.34亿元。从构成看，主要由原材料（3.12%）和库存商品（占比95.86%）构成，共计提存货跌价准备0.32亿元，计提比例0.56%。公司库存商品占比大，未来跌价风险较高。

截至2012年底，公司长期股权投资账面价值99.12亿元，同比增长46.20%，主要由于公司子公司南方控股出资14.53亿元（占40.00%股份）设立平凉天元煤电化有限公司所致。

截至2013年3月底，公司资产总额为434.40亿元，较2012年底增长6.44%，主要由于公司应收账款和存货增长所致。其中流动资产占47.31%，非流动资产占52.69%。资产构成变化不大。

所有者权益

截至2012年底，公司所有者权益137.27亿元，其中股本占比14.13%、资本公积占比3.93%、盈余公积4.46%，未分配利润占比77.47%。归属母公司所有者权益占比51.55%，少数股东权益占比48.45%。

截至2013年3月底，公司所有者权益142.03亿元，较2012年底增长3.47%，其中股本占比13.83%、资本公积占比3.85%、盈余公积4.36%，未分配利润占比77.93%。归属母公司所有者去权益占比50.92%，少数股东权益占比49.08%。总体看，未分配利润占比较高，公

司所有者权益稳定性一般。

负债

近三年，公司有息债务规模波动中有所增长。截至2012年底，公司全部债务总额达到241.51亿元，同比增长32.80%，其中短期债务150.14亿元，占比62.17%，长期债务91.37亿元，占比37.83%。截至2013年3月底，公司有息债务261.11亿元，短期债务占比46.10%，长期债务占比53.90%。

从债务指标看，截至2012年底，公司整体资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所增长，分别为66.37%、39.96%和63.76%。截至2013年3月底，以上指标进一步增长，分别为67.30%、45.87和64.77%，债务负担有所加重。

总体看，跟踪期内，公司资产构成稳定，所有者权益稳定性一般；有息债务持续增加，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012年底公司流动比率和速动比率分别为105.55%和74.15%，与上年相比，两项指标均有所下降；截至2013年3月底，以上两项指标分别为120.37%和84.36%。2012年，经营现金流动负债比为6.15%，经营活动获取的现金对流动负债的保障能力有待增强。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2012年，EBITDA为42.48亿元，同比增长10.94%；公司EBITDA利息倍数有所下降，2012年为2.73倍；全部债务/EBITDA有所增长，2012年为5.69倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力有所下降。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至2013年3月底，公司对外担保总额1.34亿元，对公司实际运营影响很小。

截至2013年3月底，公司共取得银行授信237.88亿元，未使用额度70.5亿元。公司间接融资渠道较畅通。公司拥有两家上市公司，直接融资渠道畅通。

5. 存续期内债券偿还能力

截至2013年3月底，公司存续期内债券为“03悦达债”和“09悦达债”，共发行16.00亿元。

截至2012年3月底，公司现金类资产合计90.34亿元，为一年内到期待偿还债务（03悦达债）本金总额6.00亿元的15.06倍。2012年，公司经营活动产生的现金流入量为314.31亿元，为一年内到期的待偿还本金总额的52.39倍；经营活动净现金流一年内到期的待偿还本金总额1.83倍。公司现金类资产和经营活动现金流对公司一年内到期的待偿还债券保障能力强。

2012年，公司经营活动产生的现金流入量为314.31亿元，为存续期内中长期债券（09悦达债）本金总额10.00亿元的31.43倍；经营活动净现金流为中长期待偿债券的1.10倍；EBITDA为存续期内债券的4.25倍。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对存续期中长期债券保障能力较强。

“03悦达债”由广发银行股份有限公司（以下简称“广发银行”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，广发银行主体长期信用等级AAA，整体担保实力较强，对“03悦达债”的本息保障程度较高。

“09悦达债”由陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤化集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，经联合资信评定，陕煤化集团主体长期信用等级AAA，整体担保实力较强，进一步提升了“09悦达债”本息偿付的安全性。

6. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号:E201307230007169513），截至2013年7月23日，公司无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。

7. 抗风险能力

公司已经形成以矿产资源与商业零售业务

为核心，工业制造、公路收费、其他产业多元化发展的经营模式。公司参股的陕西黄陵二号煤矿、中能煤田、京沪高速、东风悦达起亚等公司发展良好，投资收益保持增长态势。综合判断，公司整体抗风险能力较好。

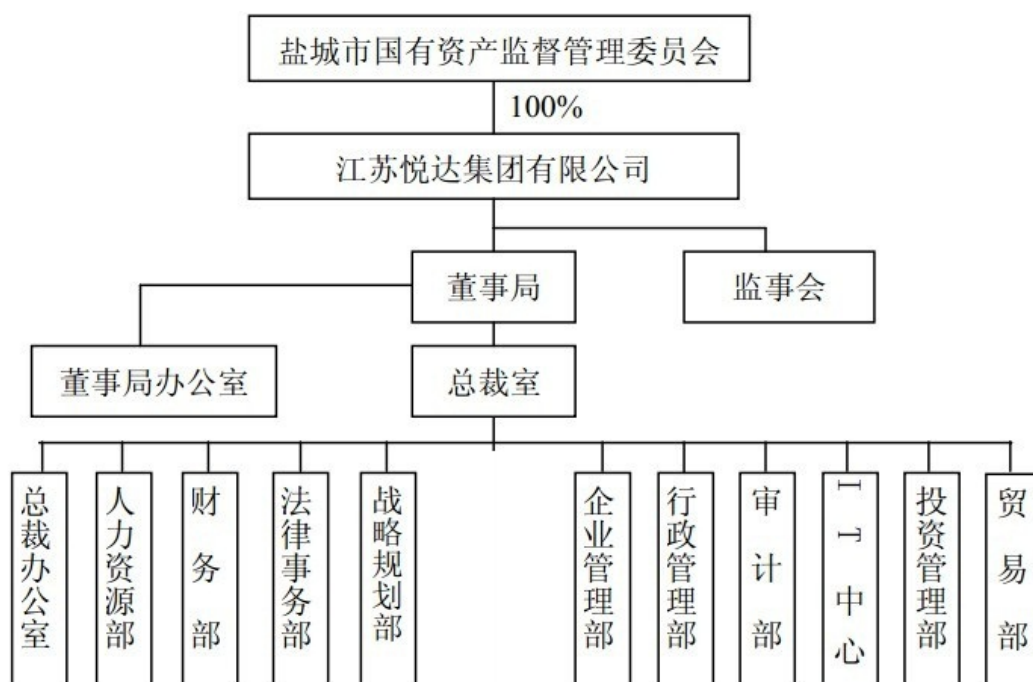
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“03悦达债”与“09悦达债”的信用级别为AAA。

附表 1 截至 2012 年底公司合并企业列表

子 公 司 名 称	注册资本 (万元)	主营业务	投资额(万元)	所占权益 比例(%)
江苏悦达投资股份有限公司	70907.87	农林牧渔机械、普通机械、服装制造、铁路货运、汽车修理、房地产经营	21825.84	23.06
悦达集团（香港）有限公司	168.00	从事公路的经营、养护与有色金属矿开采	168.00	100.00
江苏悦达南方控股有限公司	53000.00	从事商业零售及房地产经营	53000.00	100.00
上海悦达新实业集团有限公司	50,000.00	煤炭、焦炭开采与经营，金属材料经营等	50000.00	100.00
悦达地产有限公司	30000.00	商品房开发经营；建材销售；物业管理服务；房地产中介服务、沿海滩涂荒地开发经营；房屋工程、土石方工程、道路及桥梁工程、水利工程施工；土地整理	30000.00	100.00
江苏悦达资产管理有限公司	100000.00	受托资产管理（除金融资产管理）；受托管理私募股权投资基金；从事投资管理及相关咨询服务业务；实业投资	70000.00	100.00
江苏悦达大圣针织服装有限公司	5000.00	从事纺纱、织布、印染、针织等业务	3000.00	60.00
山西悦达京大高速公路有限公司	32000.00	公路收费经营、公路养护与维修等	25600.00	80.00
江苏悦达专用车有限公司	5000.00	垃圾专用车的生产与销售及配件销售	4500.00	90.00
江苏悦达物流有限公司	3886.67	仓储、运输、货运代理、商品车发送	5515.52	60.00
北方车辆汽车有限公司	12000.00	从事汽车及零配件销售等业务	5000.00	41.67
江苏悦达国际大酒店有限公司	4000.00	从事住宿、餐饮服务；文化娱乐及浴洗服务；零售业务	4000.00	100.00
鄂尔多斯市巴音孟克煤矿有限公司	1000.00	煤炭生产、销售	16889.00	80.00
江苏悦达汇金实业有限公司	5000.00	日用百货、针纺织品销售，纸类、木类包装制品生产销售，广告制作、发布等	2550.00	51.00
山西汾平高速公路有限公司	10000.00	公路的建设、养护和管理，收取通行费等	7000.00	70.00
盐城悦达东方汽车产业投资发展有限公司	10000.00	产业投资	6000.00	60.00
江苏悦达骏驰汽车销售有限公司	1000.00	汽车及零部件销售、汽车租赁、装饰、服务等	600.00	60.00
江苏悦达黄海手扶拖拉机有限公司	1001.00	手扶拖拉机、农机具的生产、销售等	510.51	51.00

附件 2 股权及组织结构图



附件 3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	509384.97	685110.74	804244.12	25.65	877645.88
交易性金融资产	17058.68	1713.93	24.40	-96.22	3094.40
应收票据	18521.08	36122.01	38498.94	44.18	22662.96
应收账款	78103.40	85499.97	96329.23	11.06	108215.85
预付款项	59668.52	74015.29	115823.72	39.32	121844.28
应收利息	378.64	11.91	268.35	-15.82	26.50
应收股利	10500.00	116.00		-100.00	
其他应收款	109435.38	109787.15	263529.38	55.18	301075.22
存货	316652.67	425485.69	560228.90	33.01	614765.26
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	947.31	2509.64	4249.70	111.80	5657.76
流动资产合计	1120650.64	1420372.33	1883196.73	29.63	2054988.11
非流动资产：					
可供出售金融资产					10714.27
持有至到期投资	11049.58	35343.69	50723.00	114.25	50723.00
长期应收款			49371.52		78496.56
长期股权投资	538400.26	678020.53	991236.78	35.69	1045498.60
投资性房地产	16680.73	15807.64	14946.51	-5.34	14731.23
固定资产	343644.65	348343.65	346267.67	0.38	340124.83
在建工程	235207.52	245470.75	246358.86	2.34	250875.43
工程物资	87.85			-100.00	
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	500822.49	469919.39	476896.69	-2.42	470251.62
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	19435.13	13431.86	20555.29	2.84	25716.27
递延所得税资产	3389.24	1451.42	1725.57	-28.65	1926.12
其他非流动资产					
非流动资产合计	1668717.46	1807788.93	2198081.89	14.77	2289057.93
资产总计	2789368.10	3228161.26	4081278.62	20.96	4344046.04

附件 3-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	507836.55	807592.31	1083340.71	46.06	1056640.33
交易性金融负债					
应付票据	185866.04	120144.74	207636.67	5.69	277315.22
应付账款	73002.72	76999.00	90911.31	11.59	95129.40
预收款项	20294.84	19105.17	33741.47	28.94	31717.10
应付职工薪酬	12202.96	12874.69	14168.81	7.75	13629.42
应交税费	13067.48	16295.42	19291.01	21.50	14925.44
应付利息	6546.02	12048.23	18211.42	66.80	17035.24
应付股利					
其他应付款	50227.02	79687.79	101290.90	42.01	120720.28
预计负债					
一年内到期的非流动负债	66152.35	76059.10	110443.07	29.21	73350.00
其他流动负债	93884.76	92136.59	105169.25	5.84	6752.49
流动负债合计	1029080.73	1312943.04	1784204.62	31.67	1707214.92
非流动负债：					
长期借款	504950.53	494844.38	403637.46	-10.59	543759.83
应付债券	160000.00	240000.00	510000.00	78.54	660000.00
长期应付款	9073.33	7107.92	10582.51	8.00	10574.51
专项应付款	120.03	120.69	121.27	0.51	2120.27
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债	78.38	73.63	68.88		68.88
非流动负债合计	674222.27	742146.61	924410.11	17.09	1216523.49
负债合计	1703302.99	2055089.65	2708614.73	26.10	2923738.41
所有者权益：					
实收资本(或股本)	34104.78	100000.00	100000.00	71.23	100000.00
资本公积	93650.94	27827.23	27837.02	-45.48	27837.02
专项储备					
盈余公积	17052.39	25027.87	31552.08	36.03	31552.08
未分配利润	463568.48	490703.32	548167.29	8.74	563825.48
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	608376.59	643558.41	707556.40	7.84	723214.59
少数股东权益	477688.51	529513.21	665107.49	18.00	697093.05
所有者权益合计	1086065.11	1173071.61	1372663.89	12.42	1420307.63
负债和所有者权益总计	2789368.10	3228161.26	4081278.62	20.96	4344046.04

附件 4 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	2248137.73	2366298.33	2374791.53	2.78	628742.80
减: 营业成本	1896038.38	1992431.79	1994985.69	2.58	528756.92
营业税金及附加	9968.97	11798.91	10778.36	3.98	2096.67
销售费用	116342.67	132791.38	134177.27	7.39	37044.85
管理费用	113872.67	107497.66	109134.50	-2.10	31137.43
财务费用	76667.85	112217.79	124825.30	27.60	36585.68
资产减值损失	6145.49	2549.83	3628.90	-23.16	488.79
加: 公允价值变动收益					
投资收益	147928.86	208732.94	232065.54	25.25	50688.06
其中: 对合营企业投资收益					
其他业务利润					
二、营业利润	177030.55	215743.91	229327.04	13.82	43320.51
加: 营业外收入	5859.53	7329.74	6159.97	2.53	5464.30
减: 营业外支出	2672.17	4808.95	3101.04	7.73	584.75
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	180217.90	218264.70	232385.97	13.55	48200.06
减: 所得税费用	26669.55	29589.88	29471.74	5.12	8296.49
四、净利润	153548.35	188674.82	202914.23	14.96	39903.57
其中: 归属于母公司的净利润	66822.29	77454.72	65242.18	-1.19	8955.58
少数股东损益	86726.06	111220.11	137672.04	25.99	30947.99

附件 5-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	2453431.03	2579403.51	2751576.53	5.90	704232.27
收到的税费返还	10753.18	3807.12	4058.08	-38.57	2262.89
收到其他与经营活动有关的现金	106008.66	143665.74	387438.65	91.17	93997.59
经营活动现金流入小计	2570192.86	2726876.37	3143073.26	10.58	800492.75
购买商品、接受劳务支付的现金	2116741.77	2221311.27	2517752.43	9.06	658634.29
支付给职工以及为职工支付的现金	76145.85	87708.12	97578.54	13.20	28609.59
支付的各项税费	67388.06	80283.82	78449.43	7.90	18506.81
支付其他与经营活动有关的现金	170366.51	255906.63	339639.67	41.19	81213.75
经营活动现金流出小计	2430642.20	2645209.84	3033420.07	11.71	786964.43
经营活动产生的现金流量净额	139550.66	81666.52	109653.19	-11.36	13528.32
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	9948.01	56371.95	157225.62	297.55	39089.82
取得投资收益收到的现金	40524.20	152816.95	162745.75	100.40	8183.09
处置固定资产和其他长期资产收回的现	12064.12	-3026.56	1266.28	-67.60	34.37
处置子公司及其他单位收到的现金净额	311.85	10372.93	1845.92	143.30	
收到其他与投资活动有关的现金	58557.09	7657.33	2399.14	-79.76	231.83
投资活动现金流入小计	121405.25	224192.60	325482.70	63.74	47539.11
购建固定资产、无形资产等支付的现金	153627.82	35675.38	48511.35	-43.81	5252.37
投资支付的现金	69785.28	155320.61	406902.59	141.47	46361.33
支付其他与投资活动有关的现金	28394.81	2539.91	2800.96	-68.59	282.10
投资活动现金流出小计	251807.91	193535.90	458214.90	34.90	51895.80
投资活动产生的现金流量净额	-130402.66	30656.70	-132732.19		-4356.69
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	14253.66	9214.48	48620.00	84.69	6000.00
取得借款收到的现金	725912.43	1004142.51	1495112.96	43.51	647348.85
收到其他与筹资活动有关的现金	194837.18	80616.16	111514.36	-24.35	-11858.28
筹资活动现金流入小计	935003.27	1093973.15	1655247.33	33.05	641490.56
偿还债务支付的现金	488244.61	647173.12	1015034.03	44.19	494510.43
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	92010.40	124879.52	165075.54	33.94	24927.47
支付其他与筹资活动有关的现金	230168.09	258530.76	331875.43	20.08	57333.79
筹资活动现金流出小计	810423.09	1030583.40	1511985.01	36.59	576771.69
筹资活动产生的现金流量净额	124580.18	63389.75	143262.32	7.24	64718.88
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-26.71	12.80	-1049.94		-488.75
五、现金及现金等价物净增加额	133701.47	175725.77	119133.38	-5.61	73401.76
加: 期初现金及现金等价物余额	375683.50	509384.97	685110.74	35.04	804244.12
六、期末现金及现金等价物余额	509384.97	685110.74	804244.12	25.65	877645.88

附件 5-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	153548.35	188674.82	202914.23	14.96
加: 资产减值准备	6145.49	2549.83	3628.90	-23.16
固定资产折旧及其他	26649.20	21301.91	28891.21	4.12
无形资产摊销	24801.24	19971.05	25702.42	1.80
长期待摊费用摊销	-5188.07	6003.27	-7123.43	
处置固定资产、无形资产等损失	0.00	0.00	0.00	
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	76667.85	112217.79	124825.30	27.60
投资损失	-147928.86	-208732.94	-232065.54	
递延所得税资产减少	-2112.59	1937.83	-274.16	-63.98
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
待摊费用减少	-106.65	-1562.34	-1740.05	
预提费用增加	7720.39	-1748.17	13032.66	29.93
存货的减少	-43263.66	-110847.94	-133567.77	
经营性应收项目的减少	-1300.50	75225.29	-40270.47	
经营性应付项目的增加	43918.46	-23323.87	125699.89	69.18
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	139550.66	81666.52	109653.19	-11.36
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	0.00
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	0.00
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	509384.97	685110.74	804244.12	25.65
减: 现金的期初余额	375683.50	509384.97	685110.74	35.04
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	133701.47	175725.77	119133.38	0.00

附件 6 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	23.82	21.68	18.52	--
存货周转次数(次)	6.41	5.37	4.05	--
总资产周转次数(次)	0.87	0.79	0.65	--
现金收入比(%)	109.13	109.01	115.87	112.01
盈利能力				
营业利润率(%)	15.22	15.30	15.54	15.57
总资本收益率(%)	9.39	10.31	9.46	--
净资产收益率(%)	14.14	16.08	14.78	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	37.98	38.52	39.96	45.87
全部债务资本化比率(%)	58.08	60.79	63.76	64.77
资产负债率(%)	61.06	63.66	66.37	67.30
偿债能力				
流动比率(%)	108.90	108.18	105.55	120.37
速动比率(%)	78.13	75.78	74.15	84.36
经营现金流动负债比(%)	13.56	6.22	6.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.47	3.19	2.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.83	4.75	5.69	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.01	0.06	-0.01	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.11	0.96	-0.16	--

注：公司 2013 年一季度财务数据未经审计。

附件 6 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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×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%
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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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
 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
 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 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，企业主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同企业主体长期信用等级。