

跟踪评级公告

联合[2014]1263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AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，维持“09悦达债”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月十七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

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
09 悦达债	10 亿元	2009/6/3 ~ 2017/6/3	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	72.29	83.40	79.69
资产总额(亿元)	322.82	412.30	482.56
所有者权益(亿元)	117.31	128.99	145.88
短期债务(亿元)	108.38	149.94	152.48
全部债务(亿元)	181.86	235.39	278.35
营业收入(亿元)	236.63	187.77	181.91
利润总额(亿元)	21.83	22.25	19.27
EBITDA(亿元)	38.29	45.09	52.81
经营性净现金流(亿元)	8.17	12.25	9.92
营业利润率(%)	15.30	19.19	19.33
净资产收益率(%)	16.08	14.94	11.24
资产负债率(%)	63.66	68.71	69.77
全部债务资本化比率(%)	60.79	64.60	65.61
流动比率(%)	108.18	100.68	114.62
全部债务/EBITDA(倍)	4.75	5.22	5.27
EBITDA 利息倍数(倍)	3.19	2.78	2.63
经营现金流负债比率(%)	6.22	6.23	4.79

注: 1. 短期债务及相关指标计算已包括其他流动负债中的短期融资券; 2. 2012 年财务数据采用 2013 年审计报告的期初数据。

分析师

丁伟 董征

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, 受宏观经济增速放缓影响, 江苏悦达集团有限公司(以下简称“公司”)矿产资源、现代服务业、工业制造和基础设施等主营业务板块收入及盈利水平有所下滑; 公司参股的东风悦达起亚、陕西黄陵二号煤矿和京沪高速等公司盈利能力较强, 仍是公司主要的利润来源。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司主营业务盈利能力下滑及债务负担加重给公司经营带来的不利影响。

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, 整体担保实力强, 进一步增强“09 悦达债”本息偿付的安全性。

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

优势

1. 公司长期股权投资资产质量优良, 盈利能力较强, 分红稳定, 投资收益对公司利润规模贡献较大。
2. 公司 EBITDA 和经营现金流入量对“09 悦达债”的覆盖程度较好。
3. 陕煤化集团担保实力强, 其担保能够有效提升“09 悦达债”本息偿付安全性。

关注

1. 跟踪期内, 公司主营业务收入规模及盈利能力有所下滑。
2. 2013 年公司更换审计机构, 公司财务报表合并范围发生变化, 对 2013 年期初数调整导致公司 2012 年收入规模显著下降。
3. 跟踪期内, 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“09 悦达债”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，纳入公司会计报表合并范围内的一级子公司共 19 家，拥有 2 家上市公司，其中公司控股的江苏悦达投资股份有限公司为上海证券交易所上市公司（以下简称“悦达投资”，股票代码 600805）。此外，公司下属全资子公司悦达集团（香港）有限公司控股悦达矿

业有限公司为香港证券交易所上市公司（以下简称“悦达矿业”，股票代码 00629）。

截至 2013 年底，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 2013 年底，公司资产（合并）总计 482.56 亿元，所有者权益合计 145.88 亿元（少数股东权益 74.11 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 181.91 亿元，利润总额 19.27 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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，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）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济

的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

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

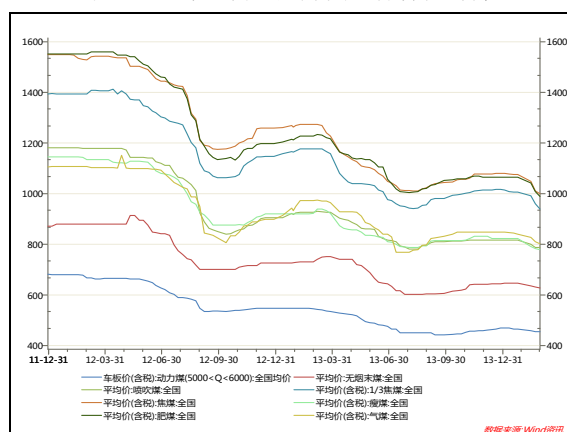
煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

煤炭供需方面，煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的69%，比世界平均水平高42个百分点。目前，国内电力燃料的76%、钢铁冶炼与铸造能源的70%、民用燃料的80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约

占51.5%，建材约占16.5%，钢铁约占14.5%，化工约占6%。从供需形势看，2002~2008年国内煤炭供需基本维持弱平衡格局，2008年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009年，在国家4万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。截至2014年6月13日，全国焦煤均价823元/吨，同比下降23.16%，较2011年同期下降45.96%。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

2010年以来，随着美国“页岩气革命”的深化，美国能源结构出现重大调整，煤炭需求量显著下降，中国作为全球最大的煤炭消费

国，成为世界主要煤炭生产国的重点出口贸易对象。2011 年四季度以来，受国际煤炭需求下滑影响，国际煤炭价格的大幅下跌，并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看，国内市场价格走势落后于国际市场 1~2 个月，呈现一定的滞后性。中国煤炭进口量占国内总需求量比例不足 10%，对国内煤炭市场的实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。2012 年国际煤价累计跌幅超过国内煤价，煤炭进口量快速上升，对国内煤炭供给形成一定挤出效应，部分生产成本高、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。

随着煤炭行业景气持续下滑，2013 年下半年，包括山西、贵州、内蒙等地方政府陆续出台新一轮煤炭产业支持政策，不同于 2012 年，此轮政策支持重点在于清理各类地方性规费（资源补偿费、维简费等）、下调铁路运费等，从实质上降低煤炭企业生产成本及商品煤流通环节成本。此类政策的实施反映出当前煤炭价格水平已经接近煤炭企业长期平均成本，企业通过自身内部控制降低成本（降薪减员、安全费计提标准、折旧政策调整等）的空间已经相当有限，对外部支持的依赖程度上升。当前各类地方性规费占煤企生产成本比例约 10~30%，清理规费等措施可以有效降低煤企运营成本，另一方面，由于相关政策直接导致了公共部门和产业部门之间的利益转移，政策实施期限均较短，能否形成长效机制还有待观察。

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，煤炭下游需求总体仍将保持上升趋势，但增幅将有所收窄，供给及存货上升与宏观经济增速放缓带来的需求疲弱可能加剧行业波动，影响相关企业的盈利稳定性。

在煤炭行业景气下行时期，产品单位价值高、开采条件好、生产成本低、社会负担轻及

管理高效的企业将在盈利方面维持相对较好水平，抗风险能力相对突出。另一方面，成本控制能力弱、运输距离远、产业结构单一、社会负担过重的煤炭企业信用风险或将逐步暴露，部分民营中小企业受制于融资渠道有限、经营活动获现能力下降及债务期限结构错配等因素，面临较大的流动性偿付压力，信用风险可能加速上升。

2. 有色金属行业

有色金属是国民经济重要的基础工业原料，因其良好的导电、导热、耐磨、高强度、抗腐蚀或易延展等各种特性而被广泛应用于机械、电力、电子、建筑、交通运输、国防等众多领域，因此有色金属行业又是与宏观经济密切相关的典型周期性行业。

中国拥有较为齐全的金属矿产资源品种，部分金属储量较为丰富，但总体储量不高，人均占有量低于世界平均水平。

近十年，中国有色金属产量持续增长趋势，十种金属总产量已连续多年位居世界第一。但整体产业链结构呈现矿山产能小、冶炼产能大、加工产能更大的产业格局，行业冶炼产能整体呈现过剩态势。近年随着国家产业振兴规划和相关产能限制和淘汰落后产能政策的出台，中国有色金属产量增速显著放缓。此外，受国家政策推动，行业固定资产投资重点正向西部转移，西北地区有色金属产能、特别是电解铝产能正在快速扩张，如中、东部产能不能实现有序退出则将加剧行业产能过剩的局面。

2013 年以来，受境内外市场需求不振以及市场供过于求的影响，有色金属价格低位震荡，从全年看，国内铜、铝、铅、锌现货年均价分别为 53380 元/吨、14556/吨、14249 元/吨和 15178 元/吨，分别下降了 6.9%、7.1%、7.4%和 0.5%；国际市场 LME 三月期铜、期铝、期锌平均价分别为 7352 美元/吨、1888 美元/吨、1940 美元/吨，分别下降 7.5%、7.9%和 1.3%。期铅平均价为 2158 美元/吨，增长了 4%。

有色金属价格的低位震荡对行业整体盈利造成影响，从行业毛利率率看，2013年行业整体盈利状况有所弱化，有色金属冶炼及延加工业的毛利率在6%-8%之间波动，经营压力加大。

铜、铝、铅锌占到10种金属总量的95%，其中约70%的铜用于电力、家电、交通等产业，约70%的铝用于建筑、交通、电力、机械等产业，约70%的锌用于建筑、交通、轻工、家电等产业，约70%的铅用于汽车、电动车等产业。而电力、交通、建筑等均为中国的支柱产业，因此，有色金属具有不可替代的基础性产业地位。

2013年，有色金属下游行业复苏力度缓慢，步伐不一，房地产市场平稳运行、汽车产量保持增长，家电行业、电力设备产量表现一般，对有色金属的需求提升有限，美联储继续缩减QE规模使有色金属的金融属性面临考验。短期内行业整体需求快速恢复预期较低，未来行业增长取决于政策红利及深加工。

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《2013年国民经济和社会发展统计公报》，全年社会消费品零售总额237810亿元，比上年增长13.1%，扣除价格因素，实际增长11.5%。按经营地统计，城镇消费品零售额205858亿元，增长12.9%；乡村消费品零售额31952亿元，增长14.6%。按消费形态统计，商品零售额212241亿元，增长13.6%；餐饮收入额25569亿元，增长9.0%。在限额以上企业商品零售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额比上年增长13.9%，服装、鞋帽、针纺织品类增长11.6%，化妆品类增长13.3%，金银珠宝类增长25.8%，日用品类增长14.1%，家用电器和音像器材类增长14.5%，中西药品类增长17.7%，文化办公用品类增长11.8%，家具类增长21.0%，通讯器材类增长20.4%，石油及制品类增长9.9%，汽车类增长10.4%，建筑及装潢材料类增

长22.1%。

2014年4月25日，中国连锁经营协会正式对外发布“2013年中国连锁百强”名单。统计结果显示，2013年连锁百强企业销售规模达到2.04万亿元，同比增长9.9%。2013年，销售增幅首次出现个位数，是百强统计以来销售增幅最低的一年，但与前两年相比，回落幅度缩小，行业进入整体放缓但相对稳定的发展阶段。连锁百强企业销售额占社会消费品零售总额的8.6%，较2012年下降0.7个百分点。连锁百强企业门店总数达到9.5万个，同比增长7.6%，是自连锁百强统计以来增速最低一年。2013年连锁百强企业呈现以下特点：销售增速继续放缓的同时，成本持续攀升，百强企业房租支出增长11%、人工成本增长18%，两项成本快速的上涨迫使企业开店放缓，有21家企业的店铺总数出现负增长，销售出现负增长的企业也明显增加，达到15家，为历年最多；百货超市增幅下降，便利店增长较快，50家以百货业务为主的百强企业和以经营超市为主的快消品百强企业销售增长低于百强平均增幅，而门店数量排名前45家的便利店企业门店增长9.5%，快于百强平均增幅1.9个百分点，按其中有可比销售的便利店企业计算，销售额同比增长16%，在各业态中增幅最大；积极开展网络零售，自建平台成为主流，2013年百强企业中共有67家开展了网络零售业务（2011年和2012年分别为41家和62家），其中有51家采用自建平台方式，开展网络零售的百强企业线上销售额占企业总销售的比例由2012年的2.9%上升到3.7%。受人口红利的消减、渠道分流、消费者消费习惯变化、“国八条”政策引导等多种因素影响，2013年连锁百强平均年销售额增速继续放缓，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。

2013 年，江苏省经济保持稳定增长，转型升级取得新进展。根据《2013 年江苏省国民经济与社会发展统计公报》，江苏省全年实现地区生产总值 59161.8 亿元，比上年增长 9.6%。其中，第一产业增加值 3646.1 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 29094.0 亿元，增长 10.0%；第三产业增加值 26421.7 亿元，增长 9.8%。全省人均生产总值 74607 元，比上年增长 9.3%。

2013 年，江苏省固定资产投资平稳较快增长，全年完成固定资产投资 35982.5 亿元，比上年增长 19.6%。第一产业投资 198.6 亿元，比上年增长 9.4%；第二产业投资 18425.9 亿元，增长 17.2%；第三产业投资 17358.0 亿元，增长 22.3%。

总体看，江苏省综合经济实力较强，区域经济保持平稳增长态势。

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。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，2013 年中国企业 500 强第 135 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，受宏观经济增速放缓影响，公司营业收入有所下降。2013 年，公司实现营业收入 181.91 亿元，同比下降 3.12%。其中矿产资源板块实现收入下降幅度较大，同比下降 7.14%，主要受煤炭市场持续低迷影响所致；受部分公路收费经营权到期及撤站影响，公司公路收费业务（基础设施板块）实现收入 10.10 亿元，同比下降 7.68%；现代服务业及工业制造板块收入较 2012 年均小幅下滑，同比分别下降 0.82% 及 3.32%。

毛利率方面，2013 年，公司营业毛利率略有提升，为 20.08%，同比增加 0.24 个百分点。公司现代服务业板块毛利率小幅提升，增至 22.67%；工业制造板块毛利率水平同比增加 4.26 个百分点，增至 9.10%，主要由于纺织业务棉花等原材料价格下降所致；受煤炭及有色金属价格大幅下降影响，矿产资源板块毛利率由 2012 年 9.70% 下降至 7.45%；基础设施板块毛利率较 2012 年下降 1.17 个百分点，降至 66.04%。

表 1 2012~2013 年公司营业收入构成

单位：亿元、%

行业	2012 年			2013 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率

矿产资源	50.96	27.14	9.70	47.32	26.01	7.45
现代服务业	111.41	59.33	21.78	110.50	60.74	22.67
工业制造	14.47	7.70	4.84	13.99	7.69	9.10
基础设施	10.94	5.83	67.21	10.10	5.55	66.04
合计	187.77	100.00	19.84	181.91	100.00	20.08

资料来源：公司提供

矿产资源板块

公司矿产资源板块包括煤炭及有色金属业务。

(1) 煤炭业务

公司煤炭业务包括煤炭贸易及煤炭开采业务。

煤炭贸易方面，跟踪期内，受煤炭行业景气度低迷影响，2013年，公司销售煤炭 878.63 万吨，实现销售收入 42.74 亿元，同比下降 9.41%。煤炭贸易收入仍是公司矿产资源板块的主要收入来源，2013 年煤炭贸易收入占矿产资源板块收入的 90.32%。

跟踪期内，公司与各大煤炭开采企业及下游客户保持良好的合作关系。2013 年，公司向兖州煤业股份有限公司、神华海勃湾矿业公司、大同煤矿集团煤炭运销朔州秦港销售有限公司、盐城市万广物资有限公司及济宁旭昶经贸有限公司等五大煤炭供应商采购总额为 28.99 亿元，占煤炭贸易总采购金额的 70.29%。

表 2 2013 年公司前五大供应商

单位：亿元、%

名称	采购金额	采购额占比
兖州煤业股份有限公司	7.59	18.40
大同煤矿集团煤炭运销朔州秦港销售有限公司	5.72	13.87
神华海勃湾矿业公司	6.62	16.05
盐城市万广物资有限公司	5.07	12.29
济宁旭昶经贸有限公司	3.99	9.68
合计	28.99	70.29

资料来源：公司提供

2013 年，公司煤炭贸易业务下游客户主要为江苏青狮水泥有限公司、山东裕隆煤电物资

有限公司、无锡市电力燃料公司、华电滕州新源热电有限公司及山东能源国际物流有限公司等，共向前五名客户销售煤炭金额 32.05 亿元，占煤炭贸易收入的 76.04%，下游客户集中度较高。

表 3 2013 年公司煤炭贸易前五大销售客户

单位：亿元、%

名称	销售金额	销售占比
江苏青狮水泥有限公司	7.28	17.27
山东裕隆煤电物资有限公司	7.13	16.90
无锡市电力燃料公司	6.52	15.47
华电滕州新源热电有限公司	6.42	15.24
山东能源国际物流有限公司	4.70	11.16
合计	32.05	76.04

资料来源：公司提供

煤炭开采方面，公司控股 3 家煤炭开采企业，为山西中阳军山煤矿、内蒙古乌兰渠煤矿及内蒙古巴音孟克煤矿，规模较小，对公司收入贡献水平较低。公司参股 5 家煤炭开采企业，分别为陕西黄陵二号煤矿、陕西榆林中能煤田、平凉煤矿、天云煤矿及榆林悦达华通煤矿，其中陕西黄陵二号煤矿产能规模大，对公司投资收益贡献较大。

2013 年，受煤炭需求持续低迷影响，公司控股及参股煤炭开采企业收入均有所下滑。公司控股 3 家煤矿实现收入 2.52 亿元，同比下降 55.00%。同期，公司参股的陕西黄陵二号煤矿及陕西榆林中能煤田收入小幅下滑，分别实现收入 31.11 亿元和 10.38 亿元。公司以权益法核算 2 家公司，取得投资收益 4.57 亿元和 2.89 亿元，分别获得现金分红 5.50 亿元 1.56 亿元。

表 4 公司控股及参股煤矿情况

类型	煤矿	持股比例(%)	产能	销量(万吨)		销售收入(亿元)	
				2012 年	2013 年	2012 年	2013 年
参股	陕西黄陵二号煤矿	46	800	819.16	821.56	36.41	31.11
	陕西榆林中能煤田	29.5	300	386.60	400.28	13.72	10.38
	平凉煤矿	40	1140	--	--	--	--
	天云煤矿	41	60	--	23.80	--	0.83
	榆林悦达华通煤矿	40	120	--	--	--	--
控股	山西中阳军山煤矿	51	90	2.25	--	0.13	--
	内蒙古乌兰渠煤矿	100	60	120.91	108.83	4.28	1.92
	内蒙古巴音孟克煤矿	80	60	50.57	66.64	1.32	0.60

资料来源：公司提供

(2) 有色金属业务

公司有色金属开采业务主要由悦达矿业经营。跟踪期内，受铅、锌及黄金价格大幅下滑影响，2013 年，公司有色金属业务收入 1.97 亿元，同比下降 41.90%，净利润 1996.44 万元，同比下降 77.09%。

2013 年，子公司云南省腾冲县瑞土矿业有限责任公司实现收入 9105.23 万元，同比下降 5.47%；2013 年，保山飞龙实现销售收入 0.44 亿元，同比下降 30.77%；铜陵冠华主要经营黄金等贵金属，2013 年实现销售收入 6084.30

万元，同比大幅下降 62.90%，主要由于受生产计划延迟影响，产量及销量大幅下降，同时金价大幅下滑所致。

由于铅锌价格处在低位且开采成本相对较高，公司下属大乾矿业及翁牛特旗矿业采取保护开采措施，处于停产状况。悦川铁矿（平川铁矿）由于矿山建设需投资资金量大，且采选成本较高等因素，公司已于 2014 年 5 月 27 日转让持有的悦川铁矿全部 49%股权，转让金额为 5699 万元。

表 5 2012 年~2013 年有色金属板块情况

子公司	2012 年		2013 年	
	销售收入(万元)	销量(吨)	销售收入(万元)	销量(吨)
腾冲瑞土	9632.39	125161.54	9105.23	138837.19
保山飞龙	6398.81	7023.66	4430.55	5230.59
姚安飞龙	1364.05	935.84	32.16	--
大乾矿业	11.80	--	--	--
翁牛特旗	--	--	--	--
铜陵冠华	16400.00	498.6 千克	6084.30	209.93 千克
悦川铁矿	--	--	--	--
合计	33807.05	--	19652.24	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，受有色金属价格下滑影响，公司有色金属业务收入及利润规模大幅下降，盈利能力趋弱。

现代服务业板块

公司现代服务业板块业务主要涉及家乐福超市经营、汽车零部件销售、汽车 4S 店经营及物流及房地产业务等收入。2013 年，公司现代服务业板块实现收入 110.50 亿元，基本保持平稳。

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），双方签署经营合作合同（经营期限为30年），由公司下属子公司江苏悦达南方控股有限公司运营。截至2013年底，已开设58家超市，较2012年新增4家超市。2013年，实现收入75.21万元，同比下降9.63%，净利润0.32亿元，主要由于区域商业零售竞争加剧影响所致。

2013年，公司汽车零部件销售及物流业务分别实现收入13.46亿元、4.98亿元及3.82亿元，同比增长27.22%、11.91%及8.52%。

公司房地产业务由悦达地产集团有限公司及上海悦达房地产发展有限公司经营，公司地产项目主要分布在盐城及上海地区。2013年底，公司施工面积已达40.84万平方米，预售10.18万平方米，均价为6350元/平方米，暂未结转收入。截至2013年底，公司土地储备面积为105.59万平方米。

总体看，跟踪期内，受竞争加剧影响，公司现代服务业板块中家乐福业务收入有所下滑，预计房地产业务未来几年将有所增长，对公司收入及利润水平产生贡献。

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。

公司纺织业务主要由下属子公司悦达纺织集团公司（以下简称“悦达纺织集团”）运营管理。2013年，悦达纺织集团生产高支纱线24275吨，销售25837吨；销售加工皮棉3001吨；生产气流纺纱2536吨，销售2658吨；生产童装14万件，销售15万件；生产成衣713万件，销售696万件；生产针织布936吨，销售751吨；生产家纺产品202万件，销售211万件，公司实现销售收入11.42亿元，同比增长7.53%，净利润-1.01亿元，受棉花等原材料价格下降影响，亏损有所缩减。

2013年，公司专用车（压缩式垃圾运输车）销售337台，实现销售收入2.07亿元，同比增长5.61%。2013年，公司拖拉机业务仅实现0.50亿元，同比下降52.83%。

基础设施板块

2013年，公司公路收费业务实现营业收入10.10亿元，同比下降7.68%，净利润1.86亿元，同比减少23.77%，主要原因：河北廊坊106国道霸州至文安段收费经营权到期，自2013年6月起停止收费；盐城通达收费收入自2013年起归盐城市城市管理局。2013年，养护支出的增加导致陕西西铜高速净利润有所下降。

总体看，跟踪期内，公司公路收费业务收入规模及盈利能力均有所下滑。

表 6 公司控股公路经营情况（单位：亿元）

公路名称	2012 年		2013 年	
	收入	净利润	收入	净利润
陕西西铜高速公路	7.06	3.23	6.75	2.67
京大高速公路公司	1.20	-0.39	1.20	-0.42
徐州三环路	1.15	0.06	0.94	-0.08
河北廊坊 106 国道霸州至文安段（廊坊通达）	0.22	-0.12	0.08	-0.26
盐城通达	0.44	0.01	--	--
汾平高速	0.87	-0.35	1.13	-0.19
合计	10.94	2.44	10.10	1.86

资料来源：公司提供

股权投资

(1) 东风悦达起亚

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、韩国起亚汽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。2013 年，悦达起亚汽车业务保持稳定增长，悦达起亚销售汽车 54.67 万台，实现销售收入 537.80 亿元，较上年增长 15.67%，实现净利润 41.60 亿元，较上年增长 6.69%。

2013 年，公司以权益法核算悦达起亚股权投资取得投资收益 10.40 亿元，同比增长 8.93%，占公司利润总额的 51.89%，对公司利润贡献保持较高水平。2013 年，公司获得现金分红 8.78 亿元。

(2) 陕西黄陵二号煤矿

公司参股陕西黄陵二号煤矿有限公司，持股比例为 46.00%。2013 年，陕西黄陵二号煤矿实现销售收入 31.11 亿元，同比下降 14.56%，实现净利润 10.74 亿元，同比下降 35.65%。

2013 年，公司以权益法核算陕西黄陵二号煤矿股权投资取得投资收益 4.57 亿元，同比下降 37.23%，占公司利润总额的 23.72%。2013 年，公司获得现金分红 5.50 亿元。

(3) 江苏京沪高速公路

公司持有江苏京沪高速公路有限公司 21% 的股权。2013 年，江苏京沪高速公路实现收费收入 34.37 亿元，同比增长 6.47%，实现净利润 14.2 亿元，同比下降 13.68%。

2013 年，公司以权益法核算江苏京沪高速公路股权投资取得投资收益 2.89 亿元，同比下降 11.10%，占公司利润总额的 15.00%。2013 年，公司获得现金分红 2.10 亿元。

2. 在建项目

目前，公司重大在建项目主要为房地产项目，主要包括陕西西安 OUTLETS 项目、盐城悦龙湾项目、上海奉贤地产项目及家乐福商业地产项目，总投资金额 102.57 亿元，所需资金全部为自筹，截至 2013 年底已投资 38.05 亿元，未来三年将分别投资 15.48 亿元、15.05 亿元及 17.55 亿元。

表7 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 2013 年底已投资	2014 年	2015 年	2016 年
1	陕西 outlets	悦达华美 (西安) 置业有限公司	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	9.73	4.00	4.00	6.00
2	悦龙湾	盐城悦达置业发展有限公司	自筹	2012 年 10 月开始预售	2011.8-2017.12	20.00	8.39	3.00	4.00	4.00
3	上海奉贤地产项目	上海悦达医药商贸城建设发展有限公司	自筹	2014 年 10 月开始预售	2011.6-2017.12	18.00	9.44	3.88	1.11	0.55
4	家乐福商业地产项目	江苏悦家置业有限公司	自筹	部分项目报建、部分项目在建	2012-2023	34.57	10.49	4.60	5.94	7.00
	合计	--	--	--	--	102.57	38.05	15.48	15.05	17.55

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 2012~2013 年财务报表分别由江苏正中会计师事务所有限公司和江苏苏亚金诚会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见

的审计结论。

江苏亚金城会计师事务所对公司2013年财务数据合并范围进行了调整，中国北方车辆有限公司（不具备实际控制权，转入长期股权投资）、盐城通达公路有限公司及廊坊通达公路有限公司不再纳入合并范围，对公司2013年期初数进行调整，其他应收款、存货、固定资产、营业收入变化较大，其中调整后公司2012年营业收入为187.77亿元，较调整期减少49.71亿元。公司合并范围变化对财务数据可比性影响较大，因此财务分析中2012年财务数据采用2013年审计报告中的期初数据。

截至 2013 年底，公司资产（合并）总计 482.56 亿元，所有者权益合计 145.88 亿元(含少数股东权益 74.11 亿元)。2013 年，公司实现营业收入 181.91 亿元，利润总额 19.27 亿元。

2. 盈利能力

受宏观经济增速放缓影响，公司矿产资源及现代服务业等板块收入均有所下降，2013 年公司实现营业收入 181.91 亿元，同比下降 3.12%。同期，公司营业成本为 145.39 亿元，同比下降 3.40%，营业利润率为 19.33%，同比增加 0.14 个百分点。

2013 年，公司期间费用 14.81 亿元，同比增长 22.42%，占营业收入比重为 22.64%，同比增加 2.29 个百分点。其中，财务费用增长加快，较上年增长 22.42%。总体看，公司期间费用控制能力一般。

2013 年，公司实现利润总额 19.27 亿元，同比下降 13.39%，净利润 16.30 亿元，同比下降 14.92%。投资收益仍是公司利润的主要贡献来源，2013 年公司投资收益 22.19 亿元，同比下降 8.54%，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。营业外收入方面，公司 2013 年取得营业外收入 6.43 亿元，同比增长 488.82%，主要为政府补助大幅增长所致（6.17 亿元）。

从盈利指标看，2013 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 2012 年 14.94%下降至 11.24%，总资本收益由 2012 年 9.46%下降至 8.14%。

总体看，跟踪期内，受宏观经济增速放缓影响，公司收入规模及盈利水平均有所下滑；投资收益仍是公司利润的主要贡献来源。

3. 现金流分析

2013 年，公司经营活动现金流入同比有所增长，2013 年为 255.58 亿元，同比增长 2.32%，其中受应收账款增长影响，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 5.11%；收到其他与经营活动有关的现金同比增长 44.63%，主要为公司间往来款及政府补助增长所致。同期，经营活动现金流出 245.66 亿元，同比增长 3.43%。2013 年，经营活动产生的现金流量净额为 9.92 亿元，同比下降 19.03%。从收入质量来看，2013 年公司现金收入比为 112.40%，同比减少 2.35 个百分点，收入实现质量正常。

投资活动方面，2013 年，公司投资活动现金流入量 35.65 亿元，同比增长 46.35%，主要为公司投资收益及处置固定资产及其他长期资产取得的现金增长所致；同期，公司投资活动现金流出 72.91 亿元，同比增长 40.74%，主要为公司汾平高速公路等在建工程及房地产项目投资增长所致。2013 年，公司投资活动产生的现金流净额为 -37.26 亿元。

2013 年，公司筹资活动前产生现金流量净额为 -27.34 亿元，经营活动产生的现金流不能满足投资活动的需要。

2013 年，公司筹资活动现金流入 221.31 亿元，同比增长 8.98%，其中取得借款收到现金 170.67 亿元。同期，筹资现金流出 201.27 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 20.04 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取净现金的能力有所下滑，经营活动现金净额有所下降；公司投资规模大幅增长，对外筹资压力

有所加大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2013年底，公司资产总额为482.56亿元，同比增长17.04%，其中流动资产占49.24%，非流动资产占50.76%。跟踪期内，资产结构变化不大。

截至2013年底，公司流动资产237.60亿元，同比增长19.94%，主要由于应收票据、应收账款、预付账款、存货及其他流动资产增长所致。

截至2013年底，公司应收账款余额9.58亿元，同比增长33.42%。其中公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款9.22亿元，账龄1年以内占97.37%。公司合计计提坏账准备0.78亿元，计提比例为8.12%，应收账款账面价值8.80亿元，计提较为充分。公司应收账款前五名客户合计欠款2.76亿元，占应收账款总额的28.82%，集中度较为分散。

表8 2013年底公司应收账款前五名客户

(单位: 万元, %)

单位名称	金额	占比
苏果超市	6935.36	7.24
天津市塘沽区路源煤炭运销有限公司	6734.89	7.03
江苏德龙镍业有限公司	6158.83	6.43
东风悦达起亚汽车有限公司	4350.41	4.54
山东能源国际物流有限公司	3424.62	3.58
合计	27604.11	28.82

资料来源: 公司年报

截至2013年底，公司预付款项16.83亿元，同比增长142.21%，主要由于公司预先支付越南钦铁渣项目投资款8.94亿元所致。

截至2013年底，公司其他应收款53.91亿元，主要为公司间资金往来款。公司共提取坏账准备0.83亿元，计提比例为1.52%。前五名欠款单位应收金额合计30.90亿元，占其他应收款总额56.44%；其他应收款占公司流动资产的22.69%，占比较高，对公司货币资金形成一定占用。

截至2013年底，公司存货账面余额64.06亿元。从构成看，主要由库存商品（占50.98%）

和在产品（占45.00%）构成，主要为房地产项目的开发成本，共计提存货跌价准备0.30亿元，计提比例0.46%。

截至2013年底，公司其他流动资产14.45亿元，同比增长107.58%，主要由于公司委托贷款（5.17亿元）及信托投资（6.39亿元）增加所致。

截至2013年底，公司非流动资产244.96亿元，同比增长14.36%，主要由于长期应收款及长期股权投资增长所致。

截至2013年底，公司长期应收款16.68亿元，同比增长113.48%，全部为公司对外融资租赁应收款。

截至2013年底，公司长期股权投资账面价值117.57亿元，同比增长18.58%，主要由于公司投资参股公司运营良好，以权益法核算账面价值增长所致。

表9 2013年底公司长期股权投资前5名情况

(单位: 亿元, %)

被投资单位	持股比例	期末净值	占比
东风悦达起亚汽车公司	25.00	23.96	20.38
江苏京沪高速公路有限公司	21.00	17.67	15.03
陕西黄陵二号煤矿有限公司	46.00	14.98	12.74
平凉天元煤电化有限公司	40.00	14.53	12.36
陕西中能煤田有限公司	29.50	7.63	6.49
合计	--	78.77	67.00

资料来源: 公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳步增长，流动资产中其他应收款占比较高，对公司货币资金形成一定占用；公司参股投资企业经营良好，长期股权投资账面价值持续增长。

所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益145.88亿元，归属于母公司权益71.77亿元，其中实收资本占13.93%、资本公积占4.32%、盈余公积1.52%，未分配利润占80.23%。少数股东权益71.77亿元，占50.80%，占比较高。

总体看，所有者权益中少数股东权益及未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额 336.67 亿元，同比增长 18.84%，主要由于公司长期借款及应付债券（2013 年发行公开定向融资工具 15 亿元）增长所致。其中，流动负债占比为 61.57%，非流动负债占比 38.43%。

有息债务方面，截至 2013 年底，公司全部债务总额为 278.35 亿元，同比增长 18.25%，其中短期债务 152.48 亿元，占 54.78%，长期债务 125.87 亿元，占 45.22%。

从债务指标看，截至 2013 年底，公司资产负债率、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 69.77%、46.32% 和 65.61%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 114.62% 和 83.86%，两项指标较上年均有所上升；2013 年，经营现金流动负债比为 4.79%，较上年下降 1.44 个百分点。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2013 年，EBITDA 为 52.81 亿元，同比增长 17.13%；公司 EBITDA 利息倍数有所下降，2012 年为 2.63 倍；全部债务/EBITDA 有所增长，2013 年为 5.27 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2013 年底，公司对外担保总额 1.67 亿元，担保金额较小，或有风险低。

截至 2013 年底，公司共取得银行授信 252.15 亿元，未使用额度 66.72 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. 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，截至 2014 年 6 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。

6. 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，现金分红稳定，投资收益对公司利润贡献较大。综合判断，公司整体抗风险能力较好。

九、存续期内债券偿还能力

截至 2013 年底，公司存续期内债券为“09 悦达债”，发行金额 10 亿元。

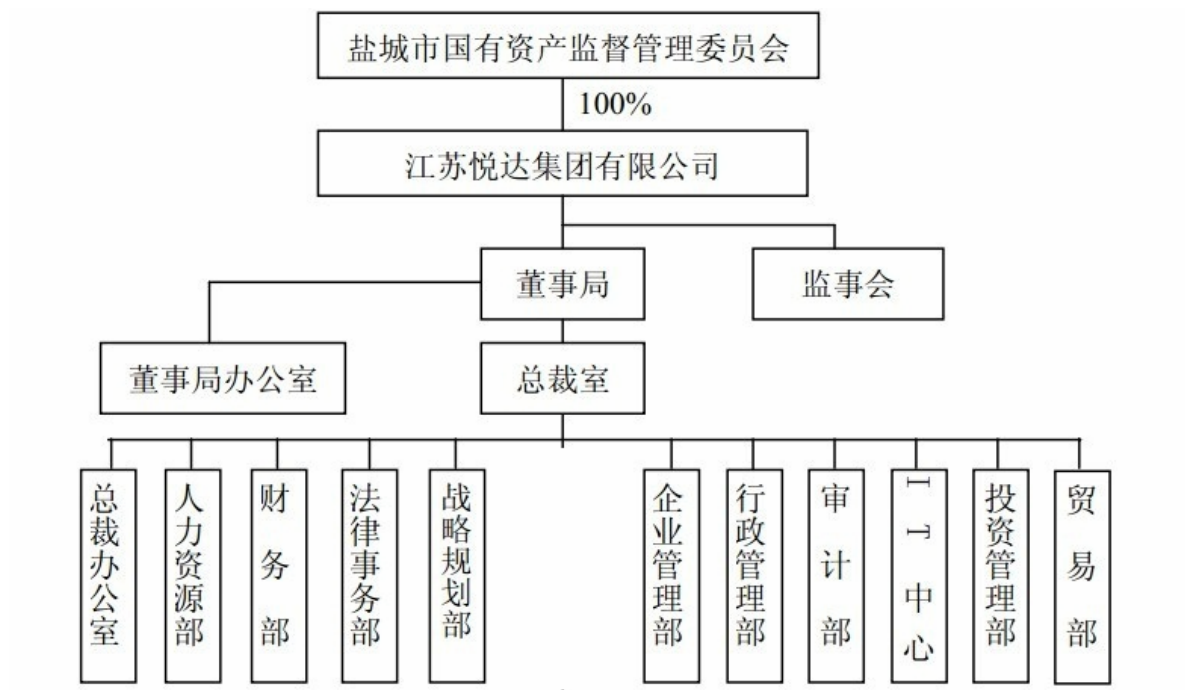
2013 年，公司 EBITDA、经营活动现金流量和经营活动现金流量净额分别为 52.81 亿元、255.58 亿元和 9.92 亿元，对存续期债券待偿本金的保护倍数分别为 5.28 倍、25.56 倍和 0.99 倍。总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较强，经营活动现金流净额对存续期债券的保障能力一般。

“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。

十、结论

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

附件 1 股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	72.29	83.40	79.69
资产总额(亿元)	322.82	412.30	482.56
所有者权益(亿元)	117.31	128.99	145.88
短期债务(亿元)	108.38	149.94	152.48
长期债务(亿元)	73.48	85.45	125.87
全部债务(亿元)	181.86	235.39	278.35
营业总收入(亿元)	236.63	187.77	181.91
利润总额(亿元)	21.83	22.25	19.27
EBITDA(亿元)	38.29	45.09	52.81
经营性净现金流(亿元)	8.17	12.25	9.92
财务指标			
销售债权周转次数(次)	21.68	18.07	15.93
存货周转次数(次)	5.37	3.35	2.62
总资产周转次数(次)	0.79	0.51	0.41
现金收入比(%)	109.01	114.75	112.40
营业利润率(%)	15.30	19.19	19.33
总资本收益率(%)	10.31	9.46	8.14
净资产收益率(%)	16.08	14.94	11.24
长期债务资本化比率(%)	38.52	39.85	46.32
全部债务资本化比率(%)	60.79	64.60	65.61
资产负债率(%)	63.66	68.71	69.77
流动比率(%)	108.18	100.68	114.62
速动比率(%)	75.78	76.69	83.86
经营现金流动负债比(%)	6.22	6.23	4.79
全部债务/EBITDA(倍)	4.75	5.22	5.27
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.19	2.78	2.63

注：1. 短期债务及相关指标计算已包括其他流动负债中的短期融资券；2. 2012 年财务数据采用 2013 年审计报告的期初数据。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。