

跟踪评级公告

联合[2015] 1043 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“09悦达债”的信用等级为AAA。

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

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	68.79	73.69	58.27
资产总额(亿元)	412.30	482.56	536.04
所有者权益(亿元)	120.78	145.88	149.95
短期债务(亿元)	149.94	152.48	201.20
全部债务(亿元)	235.39	278.35	307.94
营业收入(亿元)	187.77	181.91	181.45
利润总额(亿元)	22.25	19.27	6.53
EBITDA(亿元)	45.09	52.81	39.09
经营性净现金流(亿元)	12.25	9.92	9.54
营业利润率(%)	19.19	19.33	16.40
净资产收益率(%)	15.96	11.24	3.47
资产负债率(%)	68.71	69.77	72.03
全部债务资本化比率(%)	66.09	65.61	67.25
流动比率(%)	100.68	114.62	96.64
全部债务/EBITDA(倍)	5.22	5.27	7.83
EBITDA 利息倍数(倍)	2.78	2.63	1.57

经营现金流流动负债比率(%) 6.23 4.79 3.45
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; 3. 现金类资产中已扣除有使用限制的货币资金。

分析师

杨涵 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

江苏悦达集团有限公司(以下简称“公司”)是一家以矿产资源、现代服务业、工业制造和基础设施产业多元化发展的集团企业。跟踪期内,公司的现代服务业、工业制造等业务板块发展平稳,享受政府支持力度大,公司参股投资的东风悦达起亚、陕西黄陵二号煤矿和京沪高速等项目盈利能力良好,对公司利润形成了有力支撑。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,矿产资源板块和基础设施板块的收入和利润水平下滑,以及期间费用和债务规模持续上升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,盈利能力强,投资收益规模大。
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,其担保有效提升“09 悦达债”本息偿付安全性。

关注

1. 跟踪期内,受行业景气度低迷影响,公司矿产资源板块和基础设施板块经营业绩下滑较大。
2. 跟踪期内,公司期间费用占比,对营业利润形成侵蚀,利润总额对投资收益依赖度

高。

3. 跟踪期内，公司债务水平持续上升，短期债务规模大，存在一定短期偿付压力。

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 2014 年，纳入公司会计报表合并范围内的一级子公司共 20 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 2014 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 1）。

截至 2014 年底，公司资产（合并）总计 536.04 亿元，所有者权益合计 149.95 亿元（少数股东权益 80.13 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 181.45 亿元，利润总额 6.53 亿元。

公司注册地址：盐城市世纪大道东路 2 号；法定代表人：王连春。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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

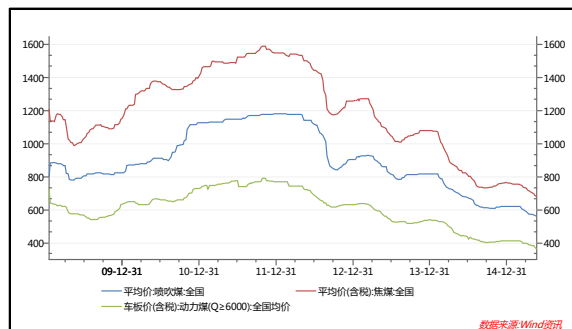
煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

能源供需方面，煤炭依然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，电力、建材、钢铁、化工等四大行业。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，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格

在近三年出现深度调整。截至2015年5月22日，全国焦煤平均价697元/吨，同比下降16.83%，较2011年同期下降46.84%。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

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

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，因此有色金属行业也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。

近年来，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。

2014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2014年，全国十种有色金属产量4417万吨，同比增长7.2%，增速同比回落2.7个百分点。电解铝产量2438万吨，增长7.7%，回落2个百分点；铜产量796万吨，增长13.8%，提高0.3个百分点；铅产量422万吨，下降5.5%，去年同期为增长5%；锌产量583万吨，增长7%，回落4.1个百分点。氧化铝产量4777万吨，增长7.1%，回落7.5个百分点。铜、电解铝、铅价格均下跌，锌价格上涨。

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，2014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、建筑等均为中国的基础性产业,因此,有色金属具有不可替代的基础性产业地位。

2014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。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《2014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262394亿元,比上年增长12.0%,扣除价格因素,实际增长10.9%。按经营地统计,城镇消费品零售额226368亿元,增长11.8%;乡村消费品零售额36027亿元,增长12.9%。按消费类型统计,商品零售额234534亿元,增长12.2%;餐饮收入额27860亿元,增长9.7%。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11.1%,服装、鞋帽、针纺织品类增长10.9%,化妆品类增长10.0%,金银珠宝类与上年持平,日用品类增长11.6%,家用电器和音像器材类增长9.1%,中西药品类增长15.0%,文化办公用品类增长11.6%,家具类增长13.9%,通讯器材类增长32.7%,石油及制品类增长6.6%,建筑及装潢材料类增长13.9%,汽车类增长7.7%。全年网上零售额27898亿元,比上年增长49.7%,其中限额以上单位网上零售额4400亿元,增长56.2%。

2015年4月21日,中国连锁经营协会正式对外发布“2014年中国连锁百强”名单。调查显示,2014年连锁百强销售规模2.1万亿元,同比增长5.1%。门店总数达到10.7万余家,同比增长4.2%。百强企业销售额占社会消费品零售总

额8.0%。2014年,百强企业在经营上呈现如下四个特点。

第一,销售、门店增幅双现新低,就业人数首次负增长。2010年以来,连锁百强销售增幅持续回落,2010-2014年销售增长分别为21%、12%、10.8%、9.9%和5.1%。2014年成为百强统计以来销售增幅最低的一年。2014年,百强企业门店数增长4.2%,其中23家企业关店数超过新开店铺数,7家企业店铺数与上年持平。2014年,百强企业正式用工人数比上一年下降0.3%,减少用工的企业数已超过增加用工的企业数。

第二,超市、便利店好于百货,内资外资各具特色。2014年,47家以百货为主业态的企业销售增长2.7%,销售在各业态中最低。以经营超市为主的快消品百强企业销售增长6.5%,门店增长5.0%,分别高于百强平均增幅1.4和0.8个百分点。便利店销售增幅较快,全国排名前55家的便利店门店数增长7.8%。从有可比数据的便利店企业来看,企业销售额增长17.7%,高于百强销售增长12.6个百分点,销售增幅在各业态中最高。百强企业中,外资企业销售额增长4.7%,门店增长13.9%(主要是快餐、便利店、专业店门店增长);内资企业销售额增长5.2%,门店增长2.9%。外资百货销售同比下降3.8%,门店数量同比下降1.0%。内资百货销售额增长3.0%,门店增长10.2%。快消品连锁百强企业中,外资企业销售增长为4.2%,门店增长为16.8%,内资企业销售增长为7.5%,门店增长为4.4%。

第三,百强企业业绩分化,成本压力依然很大。2014年,有30家百强企业的销售和23家企业的门店出现负增长。但同时,百强企业中还有31家企业的销售增幅和26家企业的门店增幅高达两位数。企业通过调整发展策略,优化管理,加大创新力度,依然可以实现较好的经营业绩。2014年,百强企业平均毛利率为16.4%,略高于去年0.2个百分点。净利率平均为2.08%,低于去年0.03个百分点。2014年,百强企业房租支出增长10.0%,人工成本增长9.2%,分别比

2013年的11%和18%下降1.0和8.8个百分点。虽然增幅出现不同程度的下降，但房租和人工成本的上涨对企业的经营压力依然很大。近期，国务院关于工商用电同价和下调电价的政策，对企业降低用电成本是一个利好。同时，随着开店量下降，商业地产供需关系的变化也有望带动房租进一步下行。作为吸纳就业大户，国家出台的相关鼓励就业的政策也会影响到连锁业的发展。

第四，线上线下加速融合，移动销售快速增长。2014年，百强企业开展网络营销和多渠道建设的步伐进一步加快。在开展网络零售的75家百强企业中，超过半数的企业采用自建平台，而采用自建平台和入驻第三方平台相结合方式的企业与仅在第三方平台建店的企业数量基本相当。开展网络零售的百强企业线上销售增幅较大，同比增长近5倍，但占企业销售的比例依然很低。从有数据的百强企业来看，31.4%的企业网络销售不足1千万，31.4%的企业在1千到5千万之间，23.5%的企业在5千万到3个亿，三个亿以上的企业占13.7%。移动端在2014年受到广泛的重视和应用。移动销售占网上销售的比例迅速上升。在提供数据的百强企业中，移动端销售占比达到30%以上的为17%，介于10-30%的占50%，低于10%的占33%。

2014年是零售业转型的一年，企业经受了多方面的挑战。零售企业普遍认识到，必须以提升顾客价值、改善消费者体验为出发点，通过多渠道的融合，以商品管理、供应链管理及渠道无缝对接为重点，真正实现从规模向效率转变，从外延向内涵转变。

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。

2014年，江苏省经济保持稳定增长，转型升级取得新进展。根据《2014年江苏省国民经

济与社会发展统计公报》，江苏省2014年实现地区生产总值65088.3亿元，比上年增长8.7%。其中，第一产业增加值3634.3亿元，增长2.9%；第二产业增加值31057.5亿元，增长8.8%；第三产业增加值30396.5亿元，增长9.3%。全省人均生产总值81874元，比上年增长8.4%。全社会劳动生产率稳步提高，全年平均每位从业人员创造的增加值达136730元，比上年增加12433元。产业结构不断优化。

2014年，江苏省固定资产投资增长较快，全年完成固定资产投资41552.8亿元，比上年增长15.5%。第一产业投资207.0亿元，比上年增长29.8%；第二产业投资20300.5亿元，增长10.3%；第三产业投资21045.3亿元，增长20.8%。

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子公司，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、4万多名员工，构建了工业制造业、能源矿产业、公路投资业、现代服务业、商业地产和房地产业、金融服务业、现代农业等七大产业集群；先后与韩国现代起亚、法国乐福、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。2012年中国企业500强第141位，2013年中国企业500

强第 135 位。2014 年，公司位列中国企业 500 强第 132 位。

六、管理分析

跟踪期内，根据盐组委【2014】102/237 号通知，陈云华同志不在担任公司董事局主席和法人代表。公司目前董事局主席和法人代表为王连春同志。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，公司营业收入有所下降，2014 年为 181.45 亿元。其中矿产资源板块实现收入下降幅度较大，同比下降 21.34%，主要系煤炭

及有色金属市场持续低迷所致；受部分公路收费经营权到期、撤站和其他高速分流影响，公司公路收费业务（基础设施板块）实现收入 7.26 亿元，同比下降 28.12%；商业零售业及工业制造板块收入较 2013 年均有所增长，同比分别增长 5.45%及 34.54%。

毛利率方面，2014 年，公司营业毛利率略有下降，为 17.42%，同比下降 2.66 个百分点；公司现代服务业（商业零售）板块毛利率小幅下降至 22.59%；工业制造板块毛利率水平同比下降 5.45 个百分点，2014 年为 3.65%，主要系纺织业务销售出现亏损所致；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 2013 年 7.45%下降至 2014 年的 0.92%；基础设施板块毛利率较 2013 年下降 8.27 个百分点，2014 年为 55.77%。

表 1 2013~2014 年公司营业收入构成 (单位：亿元、%)

行业	2013 年			2014 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
矿产资源	46.11	26.02	7.45	37.22	20.52	0.92
现代服务业	110.50	60.74	22.67	116.52	64.21	22.59
工业制造	15.20	7.69	9.10	20.45	11.27	3.65
基础设施	10.10	5.55	66.04	7.26	4.00	57.77
合计	181.91	100.00	20.08	181.45	100.00	17.42

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。目前，公司控股的有色金属矿探明储量达 111.2 万吨金属量，铁原矿石 884.57 万吨，黄金储量 14.34 吨，控股和参股的煤矿资源储量达 44.77 亿吨。2014 年，公司矿产资源业务板块实现营业收入 37.22 亿元。

(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，目前，从事煤炭贸易业务的主要有公司本部、上海悦达新实业集团有限公司及下属子公司。公司以煤炭贸易业务起步

创业，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，集煤炭生产、采购、铁路货运、港口中转、海洋运输等手段齐全的一条龙运销模式。公司针对不同的客商，有较为完备的有区别的销售策略，公司对贸易量较大且长期合作的较固定客商采取长期买卖合同，一般一年一定，合同中通常明确交易的数量、交易的价格及结算方式和结算周期等事项；公司对一般客商采取定期或不定期买卖合同，合同中一般只明确交易量，交易价格一般随行就市或参照某一港口（主要为

秦皇岛)的公开价格;结算方式也相对灵活,主要是现汇和承兑汇票;公司平均交易周期为90天。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。

跟踪期内,受煤炭行业景气度低迷影响,2014年,公司销售煤炭301.09万吨,实现销售收入13.62亿元,同比下降68.13%。

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。2014年,公司向河南焦煤能源有限公司、山西离柳焦煤集团有限公司、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8.22亿元,占煤炭贸易总采购金额的60.19%。

表2 2014年公司前五大供应商

单位:亿元、%

名称	采购金额	采购额占比
河南焦煤能源有限公司	3.54	25.95
山西离柳焦煤集团有限公司	3.43	25.09
大同煤矿集团煤炭运销朔州秦港销售有限公司	2.27	16.59
盐城市万广物资有限公司	1.55	11.32
济宁旭昶经贸有限公司	0.98	7.19
合计	8.22	60.19

资料来源:公司提供

2014年,公司煤炭贸易业务下游客户主要

为青海清河商贸有限公司、山东裕隆煤电物资有限公司、河南永翔工贸发展有限公司、河南省电力燃料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10.72亿元,占煤炭贸易收入的77.70%,下游客户集中度较高。

表3 2014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
青海清河商贸有限公司	4.23	30.69
山东裕隆煤电物资有限公司	2.85	20.69
河南永翔工贸发展有限公司	1.85	13.43
河南省电力燃料有限公司	1.52	11.04
山东能源国际物流有限公司	0.26	1.85
合计	10.72	77.70

资料来源:公司提供

煤炭开采方面,公司控股2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6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高。

2014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。公司参股6家煤矿实现收入27.42亿元,同比下降35.21%。同期,公司参股的陕西黄陵二号煤矿收入同比下滑20.86%,陕西榆林中能煤田由于矿产置换原因,收入同比下降88.54%。

表4 公司控股及参股煤矿情况

类型	煤矿	持股比例(%)	产能(万吨)	销量(万吨)		销售收入(亿元)	
				2013年	2014年	2013年	2014年
参股	陕西黄陵二号煤矿	46.00	1000.00	821.56	794.44	31.11	24.62
	陕西榆林中能煤田	26.55	800.00	400.28	47.67	10.38	1.19
	平凉煤矿	40.00	1140.00	--	--	--	--
	天云煤矿	41.00	60.00	23.80	58.27	0.83	1.61
	西蒙悦达(原乌兰渠重组)	43.70	300.00	108.83	36.91	1.92	0.60
	榆林悦达华通煤矿	40.00	120.00	--	--	--	--
控股	山西中阳军山煤矿	51.00	90.00	--	--	--	--
	内蒙古巴音孟克煤矿	80.00	60.00	66.64	38.86	0.60	0.32

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，黄金价格大幅下滑和公司限制开采措施影响，2014年，公司有色金属业务收入1.28亿元，同比下降34.71%。

2014年，子公司云南省腾冲县瑞土矿业有限责任公司实现收入3259.26万元，同比下降64.20%；2014年，保山飞龙实现销售收入3594.11万元，同比下降18.88%；姚安飞龙主要从事铅和银金属的开采和选矿业务，2014年开始营业，实现收入242.69万元；铜陵冠华主

要经营黄金等贵金属，2014年实现销售收入5735.24万元，同比下降5.74%，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 2013年~2014年有色金属板块情况

子公司	2013年		2014年	
	销售收入(万元)	销量(吨)	销售收入(万元)	销量(吨)
腾冲瑞土	9105.23	138837.19	3259.26	52865.82
保山飞龙	4430.55	5230.59	3594.11	4148.21
姚安飞龙	32.16	--	242.69	220.06
大乾矿业	--	--		
翁牛特旗	--	--		
铜陵冠华	6084.30	209.93 千克	5735.24	79.13 千克
悦川铁矿	--	--		
合计	19652.24	--	12831.30	57234.09

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，煤炭及有色金属延续低迷态势，销量及价格水平均出现下滑，公司矿产资源板块收入及毛利率进一步下探，呈现微利态势。

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、房地产开发、物流等业务。2014年，公司现代服务业板块实现收入116.52亿元，同比略有增长。

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2014年底，已开设55家超市，较2013年新增3家超市。2014年，实现收入68.90亿元，同比下降8.39%，净利润-2.14亿元，主要由于区

域商业零售竞争加剧影响所致。

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。截至2014年底，公司施工面积已达56.35万平方米，销售面积10.99万平方米，均价为6600元/平方米，实际销售收入5.04亿元。截至2014年底，公司土地储备面积为105.59万平方米。

公司物流板块主要由江苏悦达物流有限公司经营。江苏悦达物流有限公司是江苏50强大型物流企业，经营范围涉及货物道路运输、仓储、包装、配送，商品汽车发送，国内货运代理，进出口货物国际运输代理业务，此外，集团充分运用汽车主机厂的股东、地缘、资源优势，投资经营部分汽车零部件企业。公司物流业务分别实现收入4.45亿元，同比增长

16.49%，净利润0.86亿元，同比增长48.28%。

总体看，跟踪期内，公司与家乐福合作稳定，但受竞争加剧影响，公司现代服务业板块中家乐福业务收入大幅下滑，但受益于房地产业收入结转及物流业务拓展，现代服务业板块整体收入和毛利率水平基本稳定。

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。2014年，悦达纺织集团生产高支纱线20985吨，销售23496吨；销售加工皮棉1810吨；生产服装769万件，销售779万件；生产针织布962万米，销售971万米；生产家纺产品357万件，销售390万件，公司实现销售收入12.41亿元，同比增长8.63%，实现净利润-1.74亿元。

2014年，公司专用车（压缩式垃圾运输车）

销售402台，实现销售收入2.39亿元，同比增长15.46%。2014年，拖拉机公司生产拖拉机1.87万台，销售1.95万台，实现销售收入8.04亿元。

总体看，工业制造板块收入呈上升态势，但受纺织行业景气度低迷影响，该板块毛利率下滑明显。

基础设施板块

2014年，公司公路收费业务实现营业收入7.26亿元，同比下降28.12%，净利润-0.03亿元，同比减少101.61%，主要原因为：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；2014年，二通道铜川新区至何家坊路段正式通车导致对西铜公路的分流加剧；2014年，养护支出的增加导致陕西西铜高速公路、京大高速公路、徐州三环路净利润有所下降。

总体看，跟踪期内，公司公路收费业务收入规模及利润水平均出现大幅下滑。

表6 公司控股公路经营情况 (单位：亿元)

公路名称	2013 年		2014 年	
	收入	净利润	收入	净利润
陕西西铜高速公路	6.75	2.67	4.47	1.25
京大高速公路公司	1.20	-0.42	0.83	-0.86
徐州三环路	0.94	-0.08	1.05	0.00
河北廊坊 106 国道霸州至文安段（廊坊通达）	0.08	-0.26	-	-
汾平高速	1.13	-0.19	0.91	-0.42
合计	10.10	1.86	7.26	-0.03

资料来源：公司提供

注：徐州三环路 2014 年净利润为 1.33 万元。

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、韩国起亚自动车株式会社共同组建的中外合资轿车制造企业。2014 年，悦达起亚汽车业务保持稳定增长，悦达起亚销售汽车 64.59 万台，实现销售收入 618.99 亿元，较上年增长 15.10%，实现净利润 42.71 亿元，41.60 亿元，较上年增长 2.67%。

2014 年，公司以权益法核算悦达起亚股权投资取得投资收益 10.68 亿元，同比增长 2.69%，占公司利润总额的 163.71%，对公司利润贡献保持较高水平。2014 年，公司获得现金分红 9.35 亿元，投资收益变现能力好。

（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%。2014 年，陕西黄陵二号煤矿实现销售收入 24.62 亿元，同比下降 20.86%。

2014 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 2.99 亿元，同比下降 34.57%，占公司利润总额的 45.79%。2014 年，公司获得现金分红 1.50 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。2014 年，江苏京沪高速公路实现收费收入 34.83 亿元，同比增长 1.34%，实现净利润 13.79 亿元，同比下降 2.89%。

2014 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 2.81 亿元，同比下降 2.77%，占公司利润总额的 43.03%。2014 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、盐城悦珑湾项目、上海奉贤地产项目、家乐福商业地产项目、盐城人才公寓项目和天山水岸花园项目，总投资金额 105.44 亿元，所需资金全部为自筹，截至 2014 年底已投资 59.80 亿元，未来三年将分别投资 16.47 亿元、15.05 亿元及 13.50 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 2014 年底已投资	2015 年（预计）	2016 年（预计）	2017 年（预计）
1	陕西 outlets	悦达华美（西安）置业有限公司	自筹	一期 20 万 m ² 已建设完成交房中；二期 20 万 m ² 刚开始建设。	2012.3-2017.12	30.00	12.60	6.00	6.00	6.00
2	悦珑湾	盐城悦达置业发展有限公司	自筹	一期 15 万 m ² 已完工，正在交房中，已交房达 82%；二期 15 万 m ² 已封顶，二期预售达 24%。	2011.8-2017.12	27.00	15.03	4.00	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	进入全面内部装修阶段，正在积极准备样板房施工。	2011.6-2017.12	18.00	16.48	0.97	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	13.28	8.42	1.50	1.50	1.50
5	盐城人才公寓项目	盐城悦达置业发展有限公司	自筹	多低层 8.9 万 m ² 主体工程全部验收。	2013.12-2016.6	12.00	4.26	3.00	2.00	2.00
6	天山水岸花园项目	盐城悦达东方置业有限公司	自筹	正在施工建设。	2013.12-2016.6	5.16	3.01	1.00	1.00	--
	合计	--	--	--	--	105.44	59.80	16.47	15.05	13.50

资料来源：公司提供

注：2015 年~2017 年实际投资金额可能较预测金额有所浮动。

3. 经营效率

跟踪期内，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所下降，2014 年以上三项指标分别为 11.07 次、1.98 次和 0.36 次。总体看，公司经营效率下降较快。

公司提供的 2013~2014 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。

截至 2014 年底，公司资产（合并）总计 536.04 亿元，所有者权益合计 149.95 亿元（含少数股东权益 80.13 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 181.45 亿元，利润总额 6.53 亿元。

八、财务分析

1. 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，2014年公司实现营业收入181.45亿元，同比下降0.25%。同期，公司营业成本为149.84亿元，同比上升3.06%，营业利润率为16.40%，同比下降2.93个百分点。

2014年，公司期间费用44.24亿元，同比增长7.43%，占营业收入比重为24.38%，同比增长1.74个百分点。其中，销售费用较2013年大幅增长53.97%。总体看，公司期间费用控制能力有待提升。

2014年，公司实现利润总额6.53亿元，同比下降45.83%，净利润5.20亿元，同比下降68.32%。投资收益仍是公司利润的主要来源。投资收益主要构成为公司在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三个项目上的投资收益。2014年公司投资收益17.96亿元，同比下降19.06%，主要系陕西黄陵二号煤矿投资收益大幅下降所致。营业外收入方面，公司2014年取得营业外收入5.29亿元，同比下降17.77%，主要系公司获得的政府补助下降所致。

从盈利指标看，2014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2013年11.24%下降至2014年的3.47%，总资本收益率由2013年7.45%下降至2014年的5.12%。

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出现不同程度的下滑，期间费用占收入比重较高；投资收益仍是公司利润的主要来源。

2. 现金流及保障

2014年，公司经营活动现金流入同比有所下降，2014年为221.74亿元，同比下降13.24%，受应收账款增长影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降14.98%；收到其他与经

营活动有关的现金同比下降4.14%，主要为公司间往来款及政府补助下降所致。同期，经营活动现金流出212.20亿元，同比下降13.62%。2014年，经营活动产生的现金流量净额为9.54亿元，同比下降3.86%，基本与上年持平。从收入质量来看，2014年公司现金收入比为95.80%，同比减少16.60个百分点，收入实现质量出现下滑。

投资活动方面，2014年，公司投资活动现金流入量38.99亿元，同比增长9.37%，主要系公司购买的信托理财产品到期资金回流所致；同期，公司投资活动现金流出71.26亿元，较2013年下降2.27%。2014年，公司投资活动产生的现金流净流出额为32.27亿元，同比下降13.41%。

2014年，公司筹资活动前产生现金流量净额为-22.73亿元，经营活动产生的现金流不能满足投资活动的需要。

2014年，公司筹资活动现金流入237.20亿元，同比增长7.18%，其中取得借款收到现金177.28亿元。同期，筹资现金流出236.46亿元，主要为偿还债务支付的现金。2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额0.74亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金的能力下降较快，经营活动现金流净额基本与上年持平；公司对外投资规模变化不大，对外筹资压力依然较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额为536.04亿元，同比增长11.08%，其中流动资产占49.85%，非流动资产占50.15%。跟踪期内，资产结构变化不大。

截至2014年底，公司流动资产267.23亿元，同比增长12.47%，主要系应收账款、存货及交易性金融资产增长所致。

截至2014年底，公司应收账款账面余额18.14亿元，同比增长89.40%，主要系下属子公

司江苏悦达资产管理有限公司于2014年开展小额贷款业务、农贷业务和商业保理业务，并于2014年底确认大量应收保理款和应收贷款所致。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄为12.15亿元，其中账龄1年以内的占96.87%。公司合计计提坏账准备0.96亿元，计提比例为5.30%，应收账款账面价值17.18亿元，计提较为充分。公司应收账款前五名客户合计欠款1.98亿元，占应收账款总额的10.91%，分散程度高。

表8 2014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
东风悦达起亚汽车有限公司	6437.90	3.55
江苏德龙镍业有限公司	4765.66	2.63
江苏路博进出口贸易有限公司	3024.16	1.67
山东能源国际物流有限公司	2930.88	1.62
上海皓悦实业有限公司	2608.50	1.44
合计	19767.10	10.91

资料来源: 公司年报

截至2014年底，公司预付款项16.07亿元，同比下降4.51%，主要系公司预先支付越南钛铁渣项目投资款8.94亿元所致。

截至2014年底，公司其他应收款66.18亿元，主要为公司间资金往来款。公司共提取坏账准备0.98亿元，计提比例为1.46%。公司的前五名欠款单位应收金额合计18.34亿元，占其他应收款总额23.95%；其他应收款占公司流动资产的24.77%，所占比重较高。

截至2014年底，公司存货账面余额88.09亿元。从构成看，主要由库存商品（占19.80%）和开发成本（占77.04%）构成，主要为房地产项目的开发成本，共计提存货跌价准备0.54亿元，计提比例0.62%。

截至2014年底，公司其他流动资产16.11亿元，同比增长11.48%，主要系公司待摊费用（6.11亿元）及应交税费借方数调整（1.66亿元）增加所致。

截至2014年底，公司非流动资产268.80亿元，同比增长9.73%，主要系长期应收款增长所

致。

截至2014年底，公司长期应收款26.19亿元，同比增长57.00%，全部为公司对外融资租赁应收款。

截至2014年底，公司长期股权投资账面价值114.83亿元，同比下降2.33%，主要系公司在2014年将部分不具控制、共同控制或重大影响的权益性投资，由长期股权投资调整为可供出售的其他金融资产所致。

表9 2014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	25.28	22.01
江苏京沪高速公路有限公司	21.00	18.38	16.01
陕西黄陵二号煤矿有限公司	46.00	16.48	14.35
平凉天元煤电化有限公司	40.00	14.53	12.65
陕西中能煤田有限公司	29.50	9.69	8.44
合计	--	84.36	73.46

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变化不大。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益149.95亿元，归属于母公司权益69.82亿元，其中实收资本占14.32%、资本公积占4.87%、盈余公积1.56%，未分配利润占79.10%。少数股东权益80.13亿元，占所有者权益合计比重为53.44%。

总体看，公司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2014年底，公司负债总额386.08亿元，同比增长14.68%，主要由于公司于2014年发行10亿元短期融资券“14悦达CP001”和20亿元短期融资券“14悦达CP002”所致。其中，流动负债占比为71.62%，非流动负债占

比 28.38%。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务总额为 307.94 亿元，同比增长 10.63%，其中短期债务 201.20 亿元，占 65.34%，长期债务 106.74 亿元，占 34.66%。

从债务指标看，截至 2014 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 72.03%、41.58% 和 67.25%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担偏重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 96.64% 和 64.98%，两项指标较 2013 年均有所下降；2014 年，经营现金流动负债比为 3.45%，较 2013 年下降 1.34 个百分点。考虑到公司现金类资产水平较高，总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014 年，EBITDA 为 39.09 亿元，同比下降 25.99%；公司 EBITDA 利息倍数同比大幅下降，2014 年为 1.57 倍；全部债务/EBITDA 有所增长，2014 年为 7.83 倍。总体看，公司长期偿债能力有所下滑。

截至 2014 年底，公司对外担保总额 29.50 亿元，担保金额较大，存在一定或有风险。

截至 2014 年底，公司对子公司担保中有一笔 7.51 亿元贷款被列为关注类，具体细节如下：

被担保人山西悦大高速公路有限公司（以下简称“被担保人”）系江苏悦达集团有限公司重要的非全资子公司。被担保人在中国工商银行大同分行车站支行申请的该笔贷款由江苏悦达集团有限公司进行连带责任担保，按照工商银行内部管理要求自 2009 年起该笔贷款被划分为关注类。目前，被担保人该笔贷款本息支付正常，履约记录良好。

截至 2014 年底，公司共取得银行授信 265.89 亿元，未使用额度 65.15 亿元。公司下属子公司江苏悦达投资股份有限公司为上海证

券交易所上市公司（股票代码 600805），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（股票代码 00629）。总体看，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 2015 年 5 月 29 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、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 2014 年底，公司存续期内债券为“09 悦达债”，发行金额 10 亿元。

2014 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 39.09 亿元、221.74 亿元和 9.54 亿元，对存续期债券待偿本金的保护倍数分别为 3.91 倍、22.17 倍和 0.95 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具备保障能力。

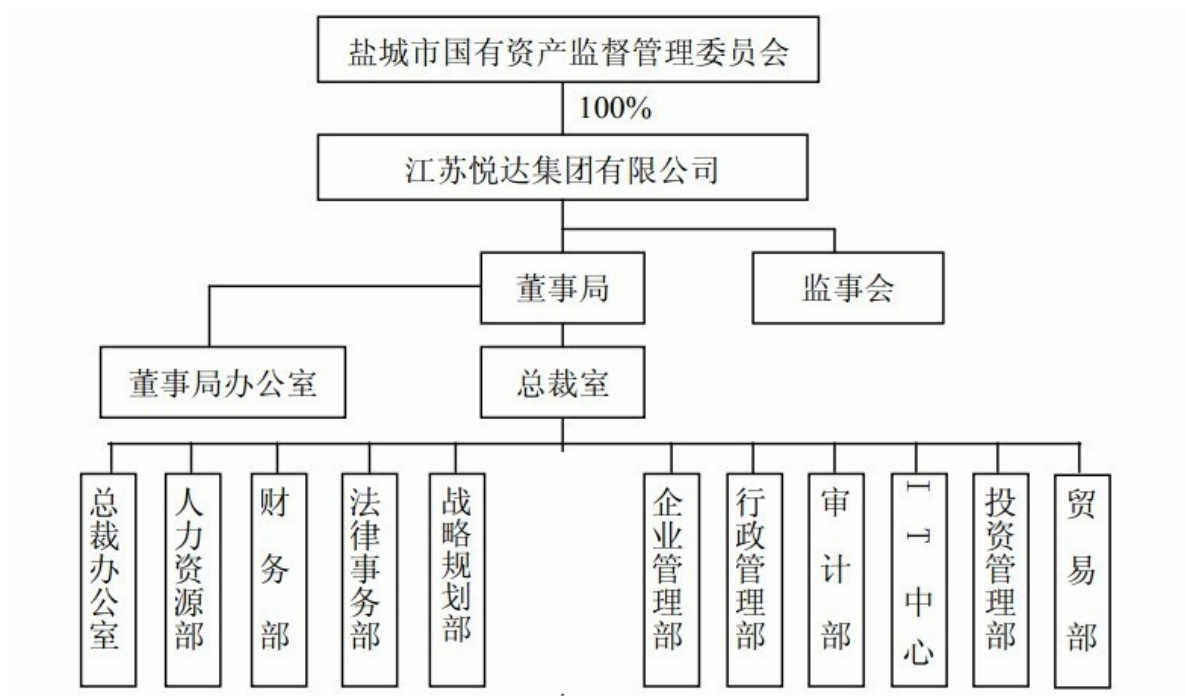
“09 悦达债”由陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤化集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，经联合资信评定，陕煤化集团主体长期信用等级 AAA，整体担保实力强，有效提升“09 悦达债”本息偿付的安全性。

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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	68.79	73.69	58.27
资产总额(亿元)	412.30	482.56	536.04
所有者权益(亿元)	120.78	145.88	149.95
短期债务(亿元)	149.94	152.48	201.20
长期债务(亿元)	85.45	125.87	106.74
全部债务(亿元)	235.39	278.35	307.94
营业收入(亿元)	187.77	181.91	181.45
利润总额(亿元)	22.25	19.27	6.53
EBITDA(亿元)	45.09	52.81	39.09
经营性净现金流(亿元)	12.25	9.92	9.54
财务指标			
销售债权周转次数(次)	18.07	15.93	11.07
存货周转次数(次)	3.35	2.62	1.98
总资产周转次数(次)	0.51	0.41	0.36
现金收入比(%)	114.75	112.40	95.80
营业利润率(%)	19.19	19.33	16.40
总资本收益率(%)	9.68	8.14	5.89
净资产收益率(%)	15.96	11.24	3.47
长期债务资本化比率(%)	41.43	46.32	41.58
全部债务资本化比率(%)	66.09	65.61	67.25
资产负债率(%)	68.71	69.77	72.03
流动比率(%)	100.68	114.62	96.64
速动比率(%)	76.69	83.86	64.98
经营现金流动负债比(%)	6.23	4.79	3.45
全部债务/EBITDA(倍)	5.22	5.27	7.83
EBITDA 利息倍数(倍)	2.78	2.63	1.57

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；3. 现金类资产中已扣除有使用限制的货币资金。

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	(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/营业收入×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。