跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1830 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，维持“09悦达债”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十八日

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企业债跟踪评级报告

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：2016 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	73.69	58.27	54.51
资产总额(亿元)	482.56	536.04	562.93
所有者权益(亿元)	145.88	149.95	162.10
长期债务(亿元)	125.87	106.74	101.18
全部债务(亿元)	278.35	307.94	316.57
营业收入(亿元)	181.91	181.45	171.14
利润总额 (亿元)	19.27	6.53	-8.54
EBITDA(亿元)	52.81	39.09	21.95
经营性净现金流(亿元)	9.92	9.54	8.01
营业利润率(%)	19.33	16.40	16.49
净资产收益率(%)	11.24	3.47	-6.01
资产负债率(%)	69.77	72.03	71.20
全部债务资本化比率(%)	65.61	67.25	66.13
流动比率(%)	114.62	96.64	103.81
全部债务/EBITDA(倍)	5.27	7.88	14.42
EBITDA 利息倍数(倍)	2.63	1.57	0.96
经营现金流动负债比率(%)	4.79	3.45	2.86

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.截至 2015 年底，公司所有者权益中包括本金为 30 亿元的永续中票；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　方 晓
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。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大幅下滑，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下降较大，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. 公司是以矿产资源、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，享受政府支持力度大。
2. 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，公司营业收入和利润总额呈下滑态势，基础设施和现代服务业等板块盈利能力下滑明显，公司经营的家乐福超市业务亏损额度同比扩大。
2. 跟踪期内，公司期间费用率高企，对营业利润形成侵蚀，致使公司 2015 年形成亏损；公司 EBITDA 大幅下降，对“09 悦达

债”的覆盖程度下滑较大。

3. 跟踪期内，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下降较大，对公司利润总额支撑力减弱；下属参控股矿产多处于停产保护状态，并对采矿权专营权计提减值准备。
4. 跟踪期内，公司债务水平持续上升，短期债务规模大；2015 年，公司发行 30 亿元永续中票，并计入所有者权益，考虑到上述永续中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，将加重公司债务负担。

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至“09 悦达债”到期日有效；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，全部由盐城国资委出资。

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（公司不得直接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 2015 年底，纳入公司会计报表合并范围内的一级子公司共 19 家，拥有 3 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.SH）。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.HK）。公司下属公司悦达供应链管理江苏有限公司控股的北京华图供应链管理股份有限公司为（以下简称“华图股份”，股票代码 831952.OC）为新三板上市公司。

截至 2015 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 2015 年底，公司资产（合并）总计 562.93 亿元，所有者权益合计 162.10 亿元（少数股东权益 63.64 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 171.14 亿元，利润总额-8.54 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

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。

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）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。

历史上，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。

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。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。

需求方面，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

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。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

2. 有色金属行业

中国一直是世界有色金属的第一生产及消费大国，并一直保持增长的势头。

有色金属采选业下游主要为冶炼行业。近年有色金属产量保持增长趋势，2002 年中国十种有色金属产量为 1012 万吨，到 2013 年增长至 4029 万吨，其中金融危机爆发前，中国有色金属产量保持快速增长。2008-2009 年，受金融危机影响，有色金属产量增速快速下降，其中 2008 年同比增长 7.62%，2009 年增速降至 2.11%；2010 年受中国投资拉动影响产量增速恢复至金融危机之前水平，为 20.41%；2011 年以后，受全球经济持续低迷，中国经济增速逐步放缓影响，中国有色金属产量增速回落至个位数水平，2014 年十大有色金属（铜、铝、铅、锌、镍、锡、锑、镁、海绵钛、汞）产量增幅为 7.20%，2015 年增速进一步下滑至 5.80%。

价格方面，2004 年以来，有色金属价格快速增长，在金融危机前达到高点，伴随金融危机爆发，2008 年有色金属价格快速下跌，并在 2009 年初跌至谷底，随即伴随世界重要经济体推出一系列救市计划，有色金属价格快速反弹，并在 2011 年上半年反弹至金融危机后高点，随即受到全球经济复苏乏力及中国经济增速逐步放缓影响，有色金属价格发生反转震荡下行。2014 年以来，受印尼金属矿石出口政策变化影响及部分金属供需格局有所变化影响，有色金属价格走势出现分化。2014 年以来，锌价出现反弹，到 2014 年 8 月份反弹至 2013 年以来高点，达到 2400 美元/吨，随后锌价虽出现反转

下跌，2016 年 1 月底快速反弹至 1520 美元/吨水平；铝、镍虽然在 2014 年一度出现反弹，但随即维持震荡下行走势；铅、黄金则表现为震荡下行走势，2016 年第一季度三种金属价格较 2015 年末均有一定幅度回升，但幅度相对较小；2014 年上半年金属锡价格在 23000 美元/吨水平震荡，但进入下半年金属锡价格快速下跌，到 2015 年末跌至 14691 美元/吨左右，2016 年 2 月份金属锡价格回升至 15610 美元/吨左右。

总体看，在中国经济增速放缓、全球经济复苏依旧乏力的大环境下，有色金属行业短期仍将以调整为主；长期来看，伴随世界经济复苏、新兴经济快速增长以及资源储量刚性制约供给的综合影响下，有色金属长期将持续获得需求端支撑，发展前景良好。

3. 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。

2015年，江苏省经济运行总体平稳。根据《2015年江苏省国民经济与社会发展统计公报》，江苏省2015年实现地区生产总值70116.4亿元，比上年增长8.5%。其中，第一产业增加值3988亿元，增长3.2%；第二产业增加值32043.6亿元，增长8.4%；第三产业增加值34084.8亿元，增长9.3%。全省人均生产总值87995元，比上年增长8.3%。全社会劳动生产率持续提高，全年平均每位从业人员创造的增加值达147314元，比上年增加10584元。产业结构不断优化。

2015 年，江苏省固定资产投资平稳增长，投资结构继续调优，全年完成固定资产投资 45905.2 亿元，比上年增长 10.5%。第一产业投资 232.2 亿元，比上年增长 12.2%；第二产业投资 22891 亿元，增长 12.8%；第三产业投资 22782 亿元，增长 8.3%。第二产业投资中，工业投资 22757.5 亿元，增长 12.4%，其中制造业投资 21210.6 亿元，增长 11.0%。高新技术产业投资 7535.5 亿元，增长 9.7%，占工业投资比重达 33.1%。

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。

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，公司营业收入有所下降，2015 年为 171.44 亿元，同比下降 5.68%，其中矿产资源板块实现收入下降幅度较大，同比下降 27.89%，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，公司基础设施板块实现收入6.58亿元，同比下降9.38%；受纺织业务景气度下行影响，工业制造板块实现收入同比下降22.55%；受益于房地产业收入结转及汽车贸易业务拓展，现代服务业板块同比增长4.61%。

毛利率方面，2015年，公司综合毛利率变化不大，为17.72%；公司现代服务业板块毛利率小幅下降至20.81%，主要系家乐福等商业零售业务盈利能力下滑所致；工业制造板块毛利率水平同比增长2.92个百分点，2015年为6.57%，主要系低毛利率的纺织业务销售占比下降所致；受公司煤炭及有色金属价格低迷影响，矿产资源板块毛利率依然维持在较低水平，2015年为1.84%；受高铁及路网建设提速等影响，公路货运车辆呈下降趋势，收费公路行业总体增速放缓影响，基础设施板块毛利率较2014年下降5.73个百分点，2015年为52.04%。

表1　2014~2015年公司营业收入构成

（单位：亿元、%）

行业	2014年			2015年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
矿产资源	37.22	20.52	0.92	26.84	15.68	1.84
现代服务业	116.52	64.21	22.59	121.18	70.78	20.81
工业制造	20.45	11.27	3.65	15.84	9.69	6.57
基础设施	7.26	4.00	57.77	6.58	3.84	52.04
合 计	**181.45**	**100.00**	**17.42**	**171.14**	**100.00**	**17.72**

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业务、有色金属业务。受煤炭价格低迷影响，公司对所属矿山采取保护性限制开采的措施，并控制煤炭贸易规模，截至2015年底，公司矿产资源业务板块实现营业收入26.84亿元，同比下降27.89%。跟踪期内，受到煤炭价格低迷影响，公司矿产资源板块毛利率适中维持在较低水平，2015年为1.84%，同比略有提升。

表2　2015年公司矿产资源板块收入构成

（单位：亿元、%）

行业	营业收入	占比	毛利率
煤炭业务	25.62	95.45	1.23
其中：煤炭贸易	25.53	95.12	1.31
煤炭开采	0.09	0.34	-23.44
有色金属业务	1.22	4.55	14.71
合计	**26.84**	**100.00**	**1.84**

资料来源：公司提供

（1）煤炭业务

公司煤炭业务包括煤炭贸易及煤炭开采业务。

煤炭贸易主要由公司本部、上海悦达新实业有限公司（以下简称“悦达新实业”）以及江苏悦达贸易股份有限公司（以下简称“悦达贸易”）负责运营。跟踪期内，作为公司的传统产业，煤炭贸易收入规模较大，在总收入中占比有所提升，截至2015年底，公司销售煤炭总计1147.52万吨，实现销售收入25.53亿元，同比下降28.14%，同比主要原因是：（1）受宏观经济影响，煤炭价格低迷，公司对所属矿山采取保护性限制开采的措施；产量较低；（2）公司为控制煤炭经营风险，选择性的选择煤炭经营客户，总体控制贸易规模。同期，煤炭销售均价为222.48元/吨（不含税），较2014年同期出现大幅下降（2014年销售价格为380.38元/吨（不含税））

煤炭开采方面：（1）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，生产规模较小，

对公司收入贡献水平较低，其中山西中阳军山煤矿、内蒙古乌兰渠煤矿受煤炭销售价格下降影响，暂时处于停产保护状态，内蒙古巴音孟克煤矿排产不饱和；（2）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，是公司投资收益的重要来源，跟踪期内，陕西黄陵煤矿销量同比有所上升，但受煤炭价格走低影响，2015 年实现收入同比大幅下降，陕西榆林中能煤田由于矿权置换原因已停止生产，天云煤矿产能较小，销售收入持续下滑，榆林悦达华通煤矿和平凉煤矿已进入停产保护。

表 3　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）	
				2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
参股	陕西黄陵二号煤矿	46.00	1000.00	794.44	819.59	24.62	18.28
	陕西榆林中能煤田	26.55	800.00	47.67	--	1.19	--
	平凉煤矿	40.00	1140.00	--	--	--	--
	天云煤矿	41.00	60.00	58.27	47.70	1.61	0.99
	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	--	--	--	--
	内蒙古乌兰渠煤矿	43.70	300.00	36.91	--	0.60	--
	内蒙古巴音孟克煤矿	80.00	60.00	38.86	12.07	0.32	0.09

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，2015 年，公司采销各类金属矿 162.04 万吨，营业收入 1.14 亿元（与表 2 数据存在细微差异系该板块其他相关业务收入），同比下降 0.14 亿元，毛利率为 14.71%，实现由负转正。实现净利润-0.36 亿元，同比减亏 0.14 亿元。

2015 年，子公司云南省腾冲县瑞土矿业有限责任公司实现收入 709.00 万元，同比下降 78.25%；2015 年，保山飞龙实现销售收入 4424.00 万元，同比增长 23.09%；姚安飞龙主要从事铅和银金属的开采和选矿业务，铜陵冠华主要经营黄金等贵重金属，上述两矿区受有色金属价格低迷影响，已进入停产保护期。

表 4　近年来公司主要有色金属产销情况

（单位：万元、吨）

子公司	2014 年		2015 年	
	产量	销量	产量	销量
腾冲瑞土	42037.18	52865.82	28234.74	24619.48
保山飞龙	4762.20	4148.21	5274.04	5350.68
姚安飞龙	-	220.06	-	-
陕西大乾	-	-	-	-
铜陵冠华	黄金 32.48 千克	黄金 79.13 千克	黄金 6.25 千克 石子 152.22 万吨	黄金 7.16 千克 石子 151.89 万吨

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，受公

司暂停部分矿区生产影响，公司有色金属业务实现毛利率由负转正，矿产资源板块毛利率已有所提升，但矿产资源板块依然盈利能力较弱。

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、房地产开发、物流、汽车贸易等业务。2015年，公司现代服务业板块实现收入121.88亿元，同比增长4.61%，毛利率20.81%，同比下降1.78个百分点。

表 6 公司现代服务业板块收入构成（单位：万元、%）

项目	2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
商业零售	801484.7	68.79	655071.46	53.75
物流	44497.43	3.82	42539.09	3.49
酒店	4501.07	0.39	4442.55	0.36
房地产	50388.03	4.32	96598.16	7.93
汽车贸易	72690.88	6.24	83114.95	6.82
汽车零部件销售	136292.83	11.70	144881.16	11.89
其他	55277.60	4.74	192181.47	15.77
合计	**1165132.56**	**100.00**	**1218828.83**	**100.00**

资料来源：公司提供

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2015年底，已开设49家超市，较2014年减少2家超市。2015年，实现收入58.88亿元，同比下降10.02亿元，净利润-6.26亿元，亏损同比扩大4.12亿元，主要系区域商业零售竞争加剧和电商平台冲击影响所致。

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 2015 年底，公司施工面积已达 39.09 万平方米，销售面积 42.44 万平方米，均价为 7060 元/平方米，实际销售收入 11.30 亿元。截至 2015 年底，公司土地储备面积为 99.69 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、资源等优势，投资经营部分汽车零部件企业。2015年，2015年，公司物流业务实现收入4.25亿元，同比下降4.49%，净利润0.97亿元，同比增长12.79%，主要原因是随着物流业务经营网络规模扩大，规模效应逐步体现。

公司所属江苏悦达汽车配件有限公司成立于2004年6月，由本公司和东风汽 车公司共同出资组建，主要从事东风悦达起亚汽车的零配件进出口、零配件销售、货物运输等。汽配公司是东风悦达起亚汽车4S店唯一的零配件供应商，从东风悦 达起亚公司供应商采购零配件，销售给所有的起亚4S店，主要通过现汇结算，近年来随着悦达起亚汽车销售拓展，公司业绩呈现出较好的发展势头，2013年、2014年、2015年和2016年1~3月，分别实现销售收入13.46亿元、13.63亿元、14.49亿元和3.88亿元，实现净利润2.61亿元、2.42亿元、2.43亿元和0.59亿元。

总体看，跟踪期内，受益于房地产业收入结转及汽车贸易业务拓展，现代服务业板块整体收入有所提升，但受商业零售业务盈利能力下滑影响，现代服务业板块整体盈利能力下降较快。

工业制造板块

公司该板块收入主要包括拖拉机、纺织品和专用车的生产与销售。

公司纺织品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”）运营管理。2015年，悦达纺织公司在“中国纺织服装企业500强”中营业收入名列第297位。家纺终端产品规模、品牌优势还未显现，目前处于低附加值状态。“悦达家纺”在2014年被品牌排行网评为“中国家纺十大品牌”，与罗莱、富安娜、梦洁等行业领先企业还存在差距。2015年，悦达纺织公司全年纱线销售23754吨，同比下降3.84%；销售家纺坯布1732万米、家纺制品448万件，分别同比增长2.55%、19.15%；实现合并营业收入10.96亿元，同比下降13.74%；净利润-1.39万元，主要原因为：悦达纺织公司由于前期固定投入大，用电、用工、资金等要素成本刚性上升，运行成本费用高；产品差别化程度仍然较低，附加值低；家纺品牌市场影响力不足，毛利率同比没有提升。2015年，公司通过压降成本，纱线产品的毛利率同比增加。

拖拉机方面，2015年，拖拉机公司生产拖拉机0.82万台，销售0.82万台；实现销售收入1.53亿元与上年同期相比增长6.25%，主要原因是公司拓展业务取得一定成效。

专用车方面，2015 年，公司销售压缩垃圾车 453 台，实现销售收入 2.61 亿元，较去年增长 9.16%，主要原因为大力拓展业务，更加积极进行市场开拓取得较好的效果。

总体看，受纺织行业景气度低迷影响，工业制造板块收入呈下降态势，2015年实现收入15.84亿元，同比下降22.55%；受毛利较低的纺织收入占比下降影响，该板块毛利率有所提升，2015年为6.57%，同比增长2.92个百分点。

基础设施板块

2015年，公司公路收费业务实现营业收入6.58亿元，同比下降9.38%，毛利率52.04%，同比减少5.73%，主要原因为：（1）行业基本面上看，受国家宏观经济放缓、高铁及路网建设提速等影响，公路货运车辆呈下降趋势，收费公路行业总体增速放缓；（2）西铜公路方面，陕西省高速公路网逐步完善，车辆分流成常态化趋势，西铜二通道、210国道和西咸北环线的开通，对西铜公路造成了较大幅度的车辆分流，近几年，地方人大代表、政协委员及媒体就西安北“南四点”撤站以及收费标准问题持续给政府和西铜公司制造舆论压力，公司经营环境更加复杂；（3）徐州公路方面，徐州市普通开放式收费公路逐步收缩，加之城乡道路等级提升和网化建设步伐加快，将对徐州通达公路形成较大分流，同时，社会舆论要求取缔收费的呼声增加了公司收费经营的压力。

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下滑。

表 5　公司控股公路经营情况

（单位：亿元）

公路名称	2014 年		2015 年	
	收入	净利润	收入	净利润
陕西西铜高速公路	4.47	1.25	3.92	0.91
京大高速公路公司	0.83	-0.86	0.68	-1.07
徐州三环路	1.05	0.00	1.21	0
汾平高速	0.91	-0.42	0.76	-0.55
合 计	**7.26**	**-0.03**	6.58	-0.71

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。2015 年，东风悦达起亚汽车合资公司销量 61.60 万辆，同比下降 4.63%；全年实现营业收入 556.82 亿元，同比下降 10.04%，完成年度计划的 70.98%；净利润 10.20 亿元，同比下降 76.12%。营业收入和净利润大幅度下降的主要原因为：2015 年整车市场增速骤降，品牌车企的新车型供给加大，市场竞争加剧，汽车合资公司销量下滑；为帮助经销商去库存、稳住市场份额，销售折让加大，汽车单台毛利率下降；新车型因处于费用分摊期，销售利润未显现。

2015 年，公司以权益法核算悦达起亚股权投资取得投资收益 2.55 亿元，同比下降 76.12%，对公司利润贡献水平下降明显。2015 年，公司获得现金分红 4.80 亿元，同比下降 48.66%。

（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%。截至 2015 年底，陕西黄陵二号煤矿有限公司总资产 53.87 万元，总负债 31.05 亿元，所有者权益 22.82 亿元，2015 年，陕西黄陵二号煤矿实现销售收入 18.28 亿元，同比下降 25.75%，净利润 1.65 亿元，同比大幅下降。

2015 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 0.71 亿元，同比下降 76.43%，对公司利润总额的支持力度明显减弱。2015 年，公司对该业务宣告现金分红 2.08 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。受京沪高速公路宿扬段改扩建影响，和京沪高铁的分流影响，2015 年，江苏京沪高速公路实现收费收入 31.97 亿元，同比下降 6.79%，实现净利润 12.42 亿元，下降 10.13%。

2015 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 2.51 亿元，同比下降 10.66%。2015 年，公司获得现金分红 2.10 亿元，与 2014 年持平。

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、上海奉贤地产项目总投资金额 68.00 亿元，所需资金全部为自筹，截至 2015 底已投资 45.23 亿元，未来三年将分别投资 6.18 亿元、10.02 亿元及 10.00 亿元，存在一定对外筹资压力。

表6 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 2015 年底已投资	2016 年	2017 年	2018 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	14.13	3.96	6.00	6.00
2	悦珑湾	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	12.10	2.02	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	19.00	0.20	0.02	-
	合 计	-	-	-	-	**68.00**	**45.23**	**6.18**	**10.02**	**10.00**

资料来源：公司提供

注：2016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，2015年以上三项指标分别为10.03次、1.52次和0.31次。总体看，公司经营效率下降较快。

八、财务分析

1．财务质量及财务概况

公司提供的2013～2015年财务报表由江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2015 年底，公司资产（合并）总计562.93 亿元，所有者权益合计 162.10 亿元（少数股东权益 63.64 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 171.14 亿元，利润总额-8.54 亿元。

2．盈利能力

受宏观经济增速放缓影响，2015 年公司实现营业收入 171.14 亿元，同比下降 5.68%。同期，公司营业成本为 140.82 亿元，同比下降 6.02%，营业利润率为 16.49%，同比略有上升。

2015 年，公司期间费用 45.78 亿元，同比增长 3.50%，占营业收入比重为 26.75%，同比增长 2.37 个百分点。2015 年，公司销售费用为 13.56 亿元，同比下降 19.12%，主要系当期公司营业收入下降，销售费用同步下滑所致；管理费用为 16.64 亿元，同比增长 34.93%，主要系公司下属家乐福商超研发新业态，构建电商网络平台，组建物流中心增加的费用所致；财务费用为 15.58 亿元，同比增长 2.94%。总体看，跟踪期内，公司期间费用率持续上升，期间费用控制能力有待提升。

2015 年，公司资产减值损失 6.89 亿元，同比增长 52.24%，其中当期计提坏账损失 2.89 亿元，计提无形资产减值损失 1.54 亿元（主要为采矿专营权），计提商誉减值损失 0.49 亿元，计提固定资产减值损失 0.75 亿元，存货跌价损失 0.38 亿元。

2015 年，公司实现利润总额-8.54 亿元，由正转负，同比下降 230.83%，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。2015 年公司投资收益 10.31 亿元，同比下降 42.61%，主要系悦达汽车和陕西黄陵二号煤矿权益法下确认的投资收益大幅下降所致。营业外收入方面，公司 2015 年取得营业外收入 5.10 亿元，同比下降 3.52%，其中包括公司确实无法支付的应付款项 2.79 亿元，该项营业外收入在 2014 年仅为 10.06 万元，显示公司支付能力出现下降趋势。

从盈利指标看，2015 年公司净资产收益率和总资本收益率同比均大幅下降，净资产收益率由 2014 年的 3.47%下降至 2015 年的-6.01%，总资本收益率由 2014 年的 6.56%下降至 2015 年的 2.73%。剔除所有者权益中的永续中票后，公司净资产收益率为-7.37%。

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；2015 年出现亏损，投资收益仍是公司利润的主要来源。

3．现金流分析

2015 年，公司经营活动现金流入同比有所下降，2015 年为 210.28 亿元，同比下降 5.17%，受应收账款下降影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 1.39%，为 176.24 亿元；收到其他与经营活动有关的现金同比下降 28.62%，主要系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 202.27 亿元，同比下降 4.68%。2015 年，经营活动产生的现金流量净额为 8.01 亿元，同比下降 16.00%。从收入来看，2015 年公司现金收入比为 102.98%，同比增长 7.18 个百分点，收入实现质量有所提升。

投资活动方面，2015年，公司投资活动现金流入量273.04亿元，同比增长234.05亿元，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287.40亿元，较2014年增长216.14亿元，主要系公司购买理财产品支付的现金大幅增长所致。2015年，公司投资活动产生的现金流净流出额为-14.36亿元。

2015年，公司筹资活动前产生现金流量净额为-6.35亿元，经营活动产生的现金流不能满足投资活动的需要。

2015年，公司筹资活动现金流入270.09亿元，同比增长13.87%，其中取得借款收到现金157.55亿元，发行债券取得的现金81.33亿元，吸收投资取得的现金31.20亿元（主要构成为公司发行30亿永续中票“15悦达MTN001”获得的现金）。同期，筹资现金流出270.20亿元，主要为偿还债务支付的现金。2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额-0.11亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入质量变现能力有所提升，经营活动现金流净额有所下降；公司对外投资规模上升较快，对外筹资压力依然较大。

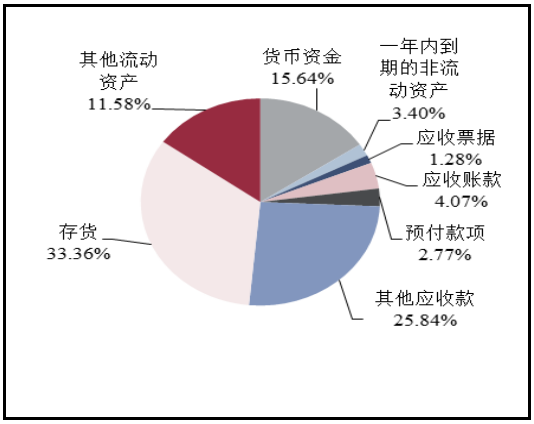
4. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额为562.93亿元，同比增长5.02%，其中流动资产占51.75%，非流动资产占48.25%。跟踪期内，资产结构变化不大。

截至2015年底，公司流动资产291.30亿元，同比增长9.01%，主要系其他应收款、存货、一年内到期的非流动资产和其他流动资产增长所致。

图1 截至2015年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至2015年底，公司货币资金45.57亿元，同比下降12.42%，主要系公司购买理财产品和商业保理业务大幅增长所致。截至2015年底，公司货币资金中有使用限制的金额为23.73亿元。

截至2015年底，公司应收账款11.85亿元，同比增长下降31.03%，主要系公司将下属子公司江苏悦达资产管理有限公司小额贷款业务、农贷业务和商业保理业务确认大量应收保理款和应收贷款从应收账款转到其他流动资产所致。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账账款为10.38亿元，其中账龄1年以内的占78.22%，1~2年的占比18.55%，账龄较短。公司合计计提坏账准备1.01亿元，计提比例为7.83%，计提较为充分。公司应收账款前五名客户合计欠款1.58亿元，占应收账款总额的12.26%，分散程度高。

表7 截至2015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
上海皓悦实业有限公司	4247.15	3.30
邹平福明焦化有限公司	3805.27	2.96
山东能源国际物流有限公司	2924.62	2.28
微山县岱庄大展贸易有限公司	2560.94	1.99
盐城锦盛置业有限公司	2228.50	1.73
合计	**15766.49**	**12.26**

资料来源：公司年报

截至2015年底，公司预付款项8.06亿元，同比下降49.58%，主要系2014年公司预先支付越南钛铁渣项目投资款8.94亿元，由于该矿产项目品味不及预期，公司于2015年收回了相关投资。

截至2015年底，公司其他应收款75.25亿

元，同比增长13.74%，主要为公司与煤电企业的、高速公路公司、矿业公司和关联公司的暂借款、高速公路经营权摊销预分配款和拟收购项目预付款。公司共提取坏账准备1.34亿元，计提比例为1.75%。公司的前五名欠款单位应收金额合计31.46亿元，占其他应收款总额31.46%；其他应收款占公司流动资产的25.84%，对公司资金占用压力较大。

表8　2015年底公司其他应收款集中度情况

（单位：亿元、%）

客户名称	金额	占比
平凉天元煤电有限公司	10.00	13.05
榆林市悦达华通煤业有限公司	4.80	6.27
陕西汉唐投资有限公司	4.24	5.54
陕西省高速公路建设集团公司	3.45	4.50
伟力控股有限公司	1.61	2.10
合计	**24.09**	**31.46**

资料来源：公司年报

截至2015年底，公司存货账面余额97.17亿元，同比增长11.00%，主要系公司房地产开发成本增长所致。从构成看，公司存货主要由库存商品（占19.09%）和开发成本（占79.03%）构成，主要为房地产项目的开发成本，共计提存货跌价准备0.48亿元，计提比例0.49%。

截至2015年底，公司其他流动资产33.72亿元，同比增长109.37%，主要系公司理财产品从2014年的0.27亿元增至14.41亿元，保理产品从应收账款转到其他流动资产，并增至11.28亿元所致。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动资产9.90亿元，主要构成为从长期应收款结转的融资租赁款和信托债券产品。

截至2015年底，公司非流动资产271.64亿元，同比增长1.05%，主要系长期应收款和可供出售金融资产增长所致。

截至2015年底，公司可供出售金融资产23.16亿元，同比增长13.53%，主要系公司新增可供出售债务工具1.61亿元和对海南供销大集控股有限公司投资5.49亿元所致。截至2015年底，公司可供出售金融资产构成为可供出售债务工具1.61亿元和以成本计量的权益工具21.54亿元（主要构成为海南供销大集控股有限公司权益5.49亿元、悦达泰和股权投资基金中心权益1.90亿元、江苏银行股份有限公司权益1.90亿元和上海东方网股份有限公司权益1.71亿元等）。

截至2015年底，公司长期应收款30.60亿元，同比增长16.84%，主要为公司对外融资租赁应收款。

截至2015年底，公司长期股权投资账面价值118.48亿元，同比增长3.17%，主要系追加对中能煤田有限公司投资1.77亿元，追加对国投泰康信托有限公司投资4.96亿元，权益法下确认投资损益8.46亿元所致。

表9　2015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
东风悦达起亚汽车公司	25.00	23.03
江苏京沪高速公路有限公司	21.00	18.79
陕西黄陵二号煤矿有限公司	46.00	15.10
平凉天元煤电化有限公司	40.00	14.53
陕西中能煤田有限公司	29.50	11.46
合　计	**--**	**82.91**

资料来源：公司年报

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有所增长。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 162.10 亿元，归属于母公司权益 98.47 亿元，其中实收资本占 6.17%、资本公积占 5.84%、盈余公积 1.56%，未分配利润占 29.23%，其他权益工具占 18.51%（公司发行的 30 亿元永续中票“15 悦达 MTN001”），少数股东权益 63.64 亿元，占所有者权益合计比重为 39.26%。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益及其他权益工具占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 400.83 亿元，同比增长 3.82%，主要由于公司应付票据大幅增长，并于 2015 年发行债券所致。其中，流动负债占比为 70.01%，非流动负债占比 29.99%。

截至 2015 年底，公司流动负债为 280.61 亿元，同比增长 1.48%，主要构成为短期借款（占 37.74%）、应付票据（占 13.40%）、应付账款（占 5.69%）、其他应付款（占 9.50%）和一年内到期的非流动负债（占 18.49%）和其他流动负债（占 7.36%）。

截至 2015 年底，公司短期借款为 105.91 亿元，同比下降 6.59%，主要由信用借款和保证借款构成。

截至 2015 年底，公司应付票据为 37.59 亿元，同比增长 86.13%，主要系公司当期采用银行承兑汇票结算量加大所致；截至 2015 年底，公司应付票据构成为银行承兑汇票（占 88.03%）和商业承兑汇票（占 11.97%）。

截至 2015 年底，公司应付账款为 16.25 亿元，同比下降 14.34%；其中，账龄在 1 年内的占 88.91%，账龄在 1~2 年的占 3.16%，账龄在 2 年以上的占 7.93%，账龄较短；截至 2015 年底，公司应付账款前五名客户占比 8.89%，集中度较低。

截至 2015 年底，公司预收账款为 11.59 亿元，同比增长 22.45%，主要是对煤炭经销下游客户的预收款。从账龄来看，预收账款中，账龄在 1 年以内的占 83.73%，账龄较短。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 51.89 亿元，构成为公司将于一年内偿还的长期借款 36.89 亿元和公司于 2013 年发行的 15 亿元定向债务工具“13 悦达 PPN001”

截至 2015 年底，公司其他流动负债为 20.65 亿元，主要构成为公司发行的 20 亿元超短期融资券“15 悦达 SCP002”。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 120.23 亿元，同比增长 9.73%，主要系公司应付债券和长期应付款增长所致。截至 2015 年底的非流动负债以长期借款（占 49.50%）、应付债券（占 34.38%）和长期应付款（占 15.96%）为主。

截至 2015 年，长期借款 59.51 亿元，同比下降 25.36%，主要系公司于一年内偿还的长期借款 36.89 亿元从长借款结转至一年内到期的非流动负债所致。

截至 2015 年，应付债券为 41.33 亿元，同比增长 65.34%，主要系公司于当期发行 15 亿中期票据“15 悦达 MTN002”和 15 定向工具“15 悦达 PPN001”所致。截至 2015 年底，公司应付债券主要构成为公司于 2015 年发行 15 亿中期票据“15 悦达 MTN002”、15 定向工具“15 悦达 PPN001”和于 2009 年发行的 10 亿元债券“09 悦达债”。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务总额为 316.57 亿元，同比增长 2.80%，其中短期债务 215.39 亿元（占 68.04%），同比增长 7.05%，长期债务 101.18 亿元（占 31.96%），同比下降 11.80%。2015 年公司发行了一期永续中票“15 悦达 MTN001”本金 30 亿元，上述永续中票计入公司财务报表所有者权益科目。考虑到上述永续中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。考虑上述永续中票待偿还本金后，截至 2015 年底，公司全部债务为 346.57 亿元，其中长期债务占比分别为 37.85%。

从债务指标看，截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率长期债务资本化比率均有所降低，分别为71.20%、66.13%和38.43%。但考虑永续中票后，2015年底三项指标分别约为76.53%、72.40%和49.82%，调整后，三项指标同比均有所增长。总体看，跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担较重。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别为103.81%和69.18%，两项指标较2014年均有所提升；2015年，经营现金流动负债比为2.86%，较2014年下降0.59个百分点。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015年，EBITDA为21.95亿元，同比下降43.85%；公司EBITDA利息倍数同比大幅下降，2015年为0.96倍；全部债务/EBITDA大幅增长，2015年为14.42倍。总体看，公司长期偿债能力较弱。

截至2016年3月底，公司对外担保总额13.30亿元，担保金额较大，存在一定或有风险。主要构成为对台玻悦达汽车玻璃有限公司担保0.90亿元，对台玻悦达太阳能镜板有限公司担保0.20亿元，对盐城东方投资开发集团有限公司担保3.00亿元，对江苏沿海东方市政建设股份有限公司担保0.50亿元，对盐城市同创物资贸易有限公司担保0.50亿元，对盐城世纪新城建设投资有限公司担保8.10亿元等。

截至 2016 年 3 月底，公司从各行获得综合授信额度为 299.25 亿元，已使用 202.71 亿元，尚余 96.55 亿元授信未使用。公司间接融资渠道有待拓展。公司下属江苏悦达投资股份有限公司（代码：600805.SH）、悦达矿业控股有限公司（代码：0629.HK）和北京华图供应链管理股份有限公司（代码 831952.OC）为上市公司，直接融资渠道畅通。

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，截至 2016 年 5 月 30 日，公司有 3 笔已结清关注类贷款，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。近年来，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投资收益逐年下降，公司利润总额下滑较大。综合判断，公司整体抗风险能力一般。

九、 存续期内企业债偿还能力

截至2015年底，公司存续期内企业债为“09悦达债”，发行金额10亿元。

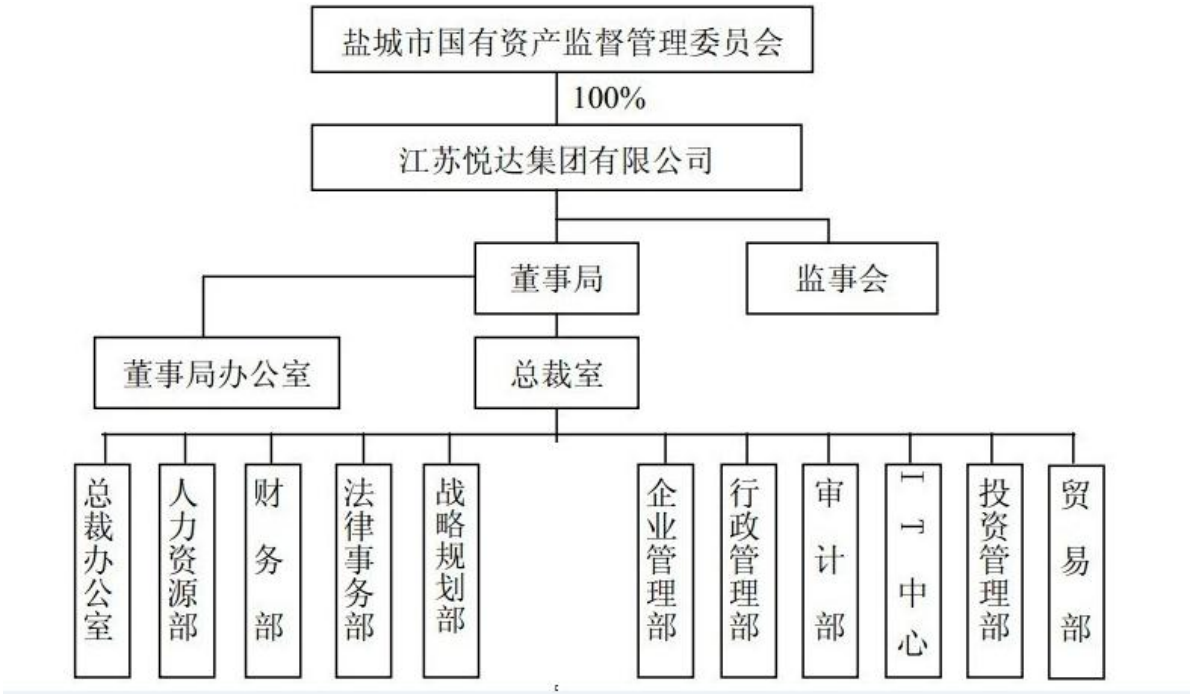
2015年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为21.95亿元、210.28亿元和8.01亿元，对存续期债券待偿还本金的保护倍数分别为2.20倍、21.03倍和0.80倍。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较强，经营活动现金流净额对存续期债券具备保障能力。

“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，联合资信决定维持公司 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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	73.69	58.27	54.51
资产总额(亿元)	482.56	536.04	562.93
所有者权益(亿元)	145.88	149.95	162.10
短期债务(亿元)	152.48	201.20	215.39
长期债务(亿元)	125.87	106.74	101.18
全部债务(亿元)	278.35	307.94	316.57
营业总收入(亿元)	181.91	181.45	171.14
利润总额(亿元)	19.27	6.53	-8.54
EBITDA(亿元)	52.81	39.09	21.95
经营性净现金流(亿元)	9.92	9.54	8.01
财务指标			
销售债权周转次数(次)	13.13	11.07	10.03
存货周转次数(次)	2.43	1.98	1.52
总资产周转次数(次)	0.41	0.36	0.31
现金收入比(%)	112.40	95.80	102.98
营业利润率(%)	19.33	16.40	16.49
总资本收益率(%)	8.60	6.56	2.73
净资产收益率(%)	11.24	3.47	-6.01
长期债务资本化比率(%)	46.32	41.58	38.43
全部债务资本化比率(%)	65.61	67.25	66.13
资产负债率(%)	69.77	72.03	71.20
流动比率(%)	114.62	96.64	103.81
速动比率(%)	83.86	64.98	69.18
经营现金流动负债比(%)	4.79	3.45	2.86
全部债务/EBITDA(倍)	2.63	1.57	0.96
EBITDA 利息倍数（倍）	5.27	7.88	14.42

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. 2.截至 2015 年底，公司所有者权益中包括本金为 30 亿元的永续中票；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+一年内到期的非流动负债+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。