

江苏悦达集团有限公司

2024 年度第三期中期票据

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕7409号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏悦达集团有限公司及其拟发行的 2024 年度第三期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定江苏悦达集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，江苏悦达集团有限公司 2024 年度第三期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年八月八日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受江苏悦达集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

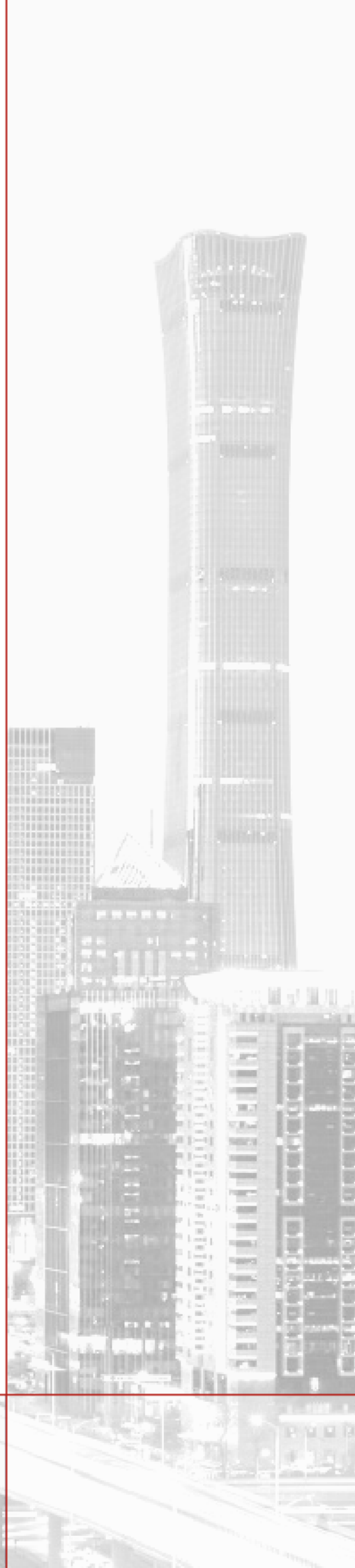
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



江苏悦达集团有限公司

2024 年度第三期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/08

债项概况 本期债项发行规模为 10.00 亿元，期限为 5 年期；募集资金拟用于偿还公司及其子公司存量有息债务；按年付息，到期一次还本付息。

评级观点 江苏悦达集团有限公司（以下简称“公司”）作为盐城市人民政府直属的核心产业投资平台，区域重要性高；公司治理结构健全，管理体系较为完善；经营方面，公司控股经营业务涵盖汽车及智能制造板块，以煤矿、新能源为主的能源板块，房地产板块，及以商贸流通、租赁保理为主的供应链及其他板块，同时在煤炭、高速公路、新能源、汽车制造等领域开展了大量投资，其中煤炭和新能源领域的投资能够持续贡献投资收益且为公司主要利润来源，但汽车领域存在一定投资风险，房地产板块需关注部分项目后续去化进展；财务方面，公司整体盈利指标表现较强；资产质量较好，流动性一般；债务负担重，偿债指标表现尚可，融资渠道畅通。公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力较弱，考虑到公司股权类资产质量良好且外部支持力度大，均可为本期债项偿还提供一定支撑。

个体调整：无。

外部支持调整：盐城市人民政府在资金及政策方面给予公司大力支持。

评级展望 未来，随着公司控股经营业务上下游形成协同，投资标的陆续上市，公司综合竞争力有望进一步巩固。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司区域重要性明显下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标显著弱化；再融资环境恶化等。

优势

- **战略地位突出，能够获得有力的外部支持。**作为盐城市核心产业投资平台，公司在当地重大产业项目引导方面承担重要职能，在资金和政策等方面获得的支持力度大。
- **公司参股煤矿资源优势显著，能够持续贡献投资收益及现金分红。**2021—2023 年，公司参股的煤炭企业贡献的投资收益分别为 18.35 亿元、26.59 亿元和 19.89 亿元，现金分红分别为 9.63 亿元、17.16 亿元和 21.55 亿元。公司参股的煤矿资源禀赋较高，且储备规模较大，平均剩余可开采年限长，未来有望持续为公司贡献投资收益及现金分红。
- **被投资企业陆续上市有利于公司资产质量提升。**2022 年，公司参股投资的中汽研汽车试验场股份有限公司在深圳证券交易所创业板上市。截至 2024 年 3 月底，公司本部直接持有上市公司市值合计约 39 亿元，其中约 16 亿元已质押。

关注

- **房地产业务去化进展有待关注，参股汽车及相关业务存在一定投资风险。**2021—2023 年，公司房地产业务合同销售金额逐年下降，部分项目去化较慢，考虑到现阶段地产行业景气度尚未恢复，后续去化情况有待关注。汽车投资方面，公司投资的江苏悦达起亚汽车有限公司尚未扭亏；华人运通（江苏）技术有限公司于 2024 年 2 月开始停产停工，存在一定投资风险。
- **往来款项及地产类存货资金占用规模大，债务负担重。**截至 2023 年底，公司资产中应收类款项账期偏长，开发成本规模大，资金占用明显；同期末，资产负债率及全部债务资本化比率分别为 64.20%和 60.43%，考虑到公司部分少数股东权益为市场化债转股，存在或有赎回义务，公司实际债务负担重。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208
评级模型	一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：政府支持				+3
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

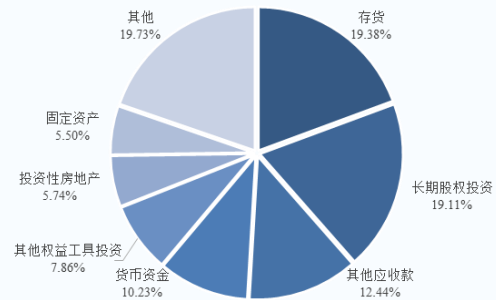
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	66.87	66.99	128.17	102.29
资产总额（亿元）	730.32	793.73	842.74	846.27
所有者权益（亿元）	266.50	294.95	301.69	305.87
短期债务（亿元）	257.97	279.95	280.88	286.20
长期债务（亿元）	126.85	127.21	179.85	175.99
全部债务（亿元）	384.83	407.15	460.73	462.19
营业总收入（亿元）	184.80	217.84	241.23	62.47
利润总额（亿元）	6.32	12.00	13.94	4.64
EBITDA（亿元）	32.86	40.14	41.33	--
经营性净现金流（亿元）	10.44	7.90	4.90	2.33
营业利润率（%）	11.59	10.16	6.23	7.31
净资产收益率（%）	1.44	3.04	3.88	--
资产负债率（%）	63.51	62.84	64.20	63.86
全部债务资本化比率（%）	59.08	57.99	60.43	60.18
流动比率（%）	105.06	102.61	126.96	121.94
经营现金流动负债比（%）	3.13	2.15	1.41	--
现金短期债务比（倍）	0.26	0.24	0.46	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.80	1.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.71	10.14	11.15	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	339.78	389.32	444.06	434.00
所有者权益（亿元）	85.32	108.12	126.50	123.95
全部债务（亿元）	221.52	240.09	285.06	275.41
营业总收入（亿元）	27.95	33.21	40.98	8.02
利润总额（亿元）	4.31	1.68	11.83	-2.44
资产负债率（%）	74.89	72.23	71.51	71.44
全部债务资本化比率（%）	72.19	68.95	69.26	68.96
流动比率（%）	82.80	88.55	122.29	114.35
经营现金流动负债比（%）	1.02	0.63	0.17	--

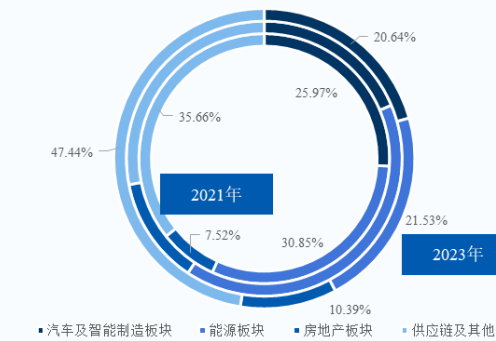
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

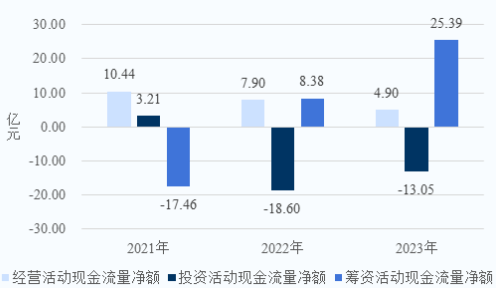
2023 年底公司资产构成



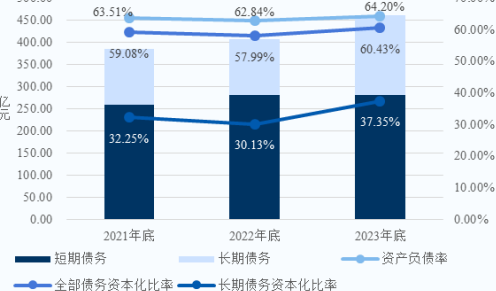
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年末公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	控股股东	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	调整后营业 利润率 (%)	资产负债率 (%)	全部债务资本化 比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	盐城市人民政府	842.74	301.69	241.23	13.94	-8.81	64.20	60.43	11.15	1.90
青岛国信	AAA	青岛市国资委	1,162.10	355.67	128.54	18.60	-25.21	69.39	64.56	13.19	2.70
武汉金融控股集团	AAA	武汉市国资委	2,109.40	339.10	807.40	15.09	-4.06	83.92	80.67	13.69	1.59
杭州资本	AAA	杭州市国资委	1,014.05	459.82	350.70	21.02	4.44	54.66	39.70	8.40	7.89

注：青岛国信为青岛国信发展(集团)有限责任公司；武汉金融控股集团为武汉金融控股(集团)有限公司；杭州资本为杭州市国有资本投资运营有限公司；国资委为人民政府国有资产监督管理委员会
资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2023/08/28	李明 张梦苏	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208	--

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李 明 liming@lhratings.com

项目组成员：李思雨 lisy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、主体概况

江苏悦达集团有限公司（以下简称“公司”或“悦达集团”）前身是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 12 月，经江苏省现代企业制度建设领导小组苏现发（1998）5 号文批复改制为国有独资公司，更名为现名；公司出资人为盐城市人民政府。经过多轮增资，截至 2024 年 3 月底，公司注册资本为 75.00 亿元，实收资本为 73.80 亿元，盐城市人民政府直接持有公司 91.76% 的股权，为公司控股股东和实际控制人。

公司控股经营业务分为汽车及智能制造板块，以煤矿、新能源为主的能源板块，房地产板块，及以商贸流通、租赁保理为主的供应链板块，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为一般工商企业。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设财务部、安全环保和企业管理部、投资管理部、贸易部等职能部门。截至 2023 年底，公司合并范围内拥有一级子公司 14 家。其中，江苏悦达投资股份有限公司（以下简称“悦达投资”，股票代码：000430.SZ）和悦达国际控股有限公司（以下简称“悦达国际控股”，股票代码：0629.HK）为上市公司。

截至 2023 年底，公司合并资产总额为 842.74 亿元，所有者权益合计 301.69 亿元（含少数股东权益 142.99 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 241.23 亿元，利润总额 13.94 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额为 846.27 亿元，所有者权益合计 305.87 亿元（含少数股东权益 143.34 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 62.47 亿元，利润总额 4.64 亿元。

公司注册地址：江苏省盐城市世纪大道东路 2 号；法定代表人：张乃文。

二、本期债项概况

公司拟发行“江苏悦达集团有限公司 2024 年度第三期中期票据”（以下简称“本期债项”）。本期债项发行金额为 10.00 亿元，期限为 5 年期；按年付息，到期一次还本付息。

本期债项无担保。

本期债项募集资金拟用于偿还公司及其子公司存量有息债务。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）煤炭行业

随着国家发改委指导价格的出台、长协签约率及履约率的提升，煤炭价格尤其是动力煤价格趋于稳定。2023 年，煤炭供给量提升，但下游需求支撑不足，煤炭价格震荡回落，行业整体盈利水平有所下滑。2024 年，煤炭市场供需有望保持平衡态势，煤炭价格将趋于稳定且可控，煤炭行业有望实现持续盈利。但非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来压力，以及新能源快速发展对传统能源发展空间的挤压等对煤炭行业的影响仍需持续关注。完整版行业分析详见 [《2024 年煤炭行业分析》](#)。

(2) 汽车制造行业

2023 年，中国汽车行业增速大幅提升，产销量面临历史新高。新能源汽车蓬勃发展并拉动乘用车销量增长，商用车扭转了连续两年的颓势，景气度明显回升。从上游情况看，2023 年，车载芯片供应已由全面紧张转为结构性供需矛盾；金属材料价格稳中有降，动力电池主材价格大幅下跌，生产成本下降为车企降价及销量提高提供了重要支撑。在全球汽车工业转型期，中国汽车行业已具备必要的新能源技术积累，加之动力电池产业链完善，未来“电动化+智能化”的加速渗透有望提升汽车产品的吸引力并拉动消费需求；境外市场将成为中国汽车行业的重要增长点。但中国和全球汽车消费均已离开高速增长阶段，近年来，全球经济增长乏力，中国经济在转型中增速也有所下降，未来汽车产业大概率将呈现周期性波动、中低速增长的态势。

展望未来，政策刺激、产品周期等因素可能使中国汽车产业在个别阶段出现较高增长，但不能改变其长期中低速增长的基本趋势，甚至个别年份消费需求的提前释放可能透支其后 1~2 年的销量。在智能驾驶、智能座舱等新技术的带动下，预计 2024 年中国汽车产销量仍将有所增长，但增速或将出现下降。中国汽车行业存在产能过剩、行业集中度低等问题，企业整体盈利能力偏弱，未来在行业景气度下行期，同业竞争的加剧必将进一步压缩行业利润空间，企业间的优胜劣汰或将再现。完整版行业分析详见 [《汽车制造业 2023 年运行情况回顾及 2024 年信用风险展望》](#)。

(3) 房地产行业

2023 年房地产市场波动较大，其中一季度短暂回暖复苏后于二季度再次降温；虽 7 月以来利好政策集中释放，但销售下行趋势仍未逆转，行业仍处于探底状态。受销售端未有明显起色影响，土地市场继续冷清但不同城市间仍有分化，城投兜底现象逐步退去，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。考虑到房地产市场供求关系已发生重大变化，2023 年以来调控政策延续宽松态势，放松政策密集发布，但市场信心修复预计仍需一定时间。完整版行业分析详见 [《2024 年房地产行业分析》](#)。

(4) 贸易行业

进出口贸易方面，2023 年，受全球主要经济体持续通胀和货币紧缩导致的需求放缓、全球供应链格局重塑、以及主要商品价格回落影响，以人民币计价的中国货物贸易进出口总额增速同比放缓，进出口贸易国家框架基本稳定，但欧美国家需求放缓、新兴国家对出口需求拉动有限，中国外贸压力仍存；进出口产品结构不断改善，附加值高的机电产品出口占比提升，有进出口实绩的外贸企业数量不断增加。2024 年一季度，得益于全球制造业需求恢复，中国进出口贸易增速回升。

大宗商品贸易方面，2023 年，中国固定资产投资增速 3.0%，增速放缓，基建投资景气度仍在高位，房地产新开工面积同比下降 20.4%。受供求关系的影响，大宗商品价格呈窄幅震荡态势。原油价格受海外货币政策紧缩、OPEC 减产等影响呈窄幅震荡；钢材价格受中国国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受海外煤炭供应较充足、房地产行业低迷导致钢铁及建材行业需求不足等因素影响，震荡回落。

展望 2024 年，随着新一轮稳外贸支持政策持续发力、美国经济韧性仍存以及在新兴市场出口份额的提升，中国外贸总额增速同比有望提升。同时，中国出口产品结构将持续改善，高附加值的机电产品出口占比有望持续提升，大宗商品市场将受货币政策、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。详见 [《2023 年贸易行业运行分析及 2024 年信用风险展望》](#)。

2 区域环境分析

2023 年，盐城市区域经济保持增长，公司作为当地核心的产业投资平台，重点投资产业符合区域产业发展方向，能够得到有力的外部支持；同时，传统优势产业的转型及新兴产业的发展有望提升公司投资回报。

公司是盐城市人民政府直属的核心产业投资平台，投资的汽车制造产能及房地产项目主要集中于盐城市。

盐城市是江苏省土地面积最大、海岸线最长的地级市。射阳河口以南沿海地段仍以每年 10 多平方千米的速度向大海延伸，被誉为“黄金海岸”，是江苏最大、最具潜力的土地后备资源。根据《2023 年盐城市国民经济和社会发展统计公报》，2023 年，盐城市地区生产总值达 7403.9 亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.9%，三次产业增加值比例调整为 11.0:40.3:48.7。地标产业链产值增长 9.8%，其中晶硅光伏产业链产值增长 18.2%，动力及储能电池产业链产值增长 63.7%。

产业发展方面，2024 年，面向汽车、纺织、钢铁、化工、机械加工等优势传统产业，盐城市计划开展老旧更新、绿色转型、布局优化、淘汰落后、产品提档五大行动，推进产业基础再造。支持悦达起亚汽车加快实现向新能源乘用车方向战略转型，打造起亚全球出口基地；推动一汽集团盐城分公司纯电动乘用车项目量产达效。落实新能源汽车及核心零部件、新能源、新一代信息技术、新材料、大健康和数字经济、海洋经济“5+2”战略性新兴产业高质量发展三年行动计划。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司为盐城市核心产业投资平台，控股产业多元且以竞争性行业为主，参股投资领域涉及汽车、煤矿、新能源、高速公路及金融等，在区域产业发展及招商引资方面发挥重要作用。

公司是盐城市人民政府下属的核心产业投资平台，经过多年发展，已形成以汽车及智能制造、能源、地产和供应链金融等为主的产业格局，对于促进盐城市经济及产业发展、招商引资，发挥着重要的作用。

图表 1 • 公司控股经营行业信用风险评价

一级行业	二级行业	2023 年综合得分
工业制造	制造业	3
能源	煤炭	4
房地产	房地产开发经营	5
商贸服务	贸易	5

注：联合资信将行业信用风险由低到高分六个等级，分别为 1~6，其中 1 为行业信用风险最低，6 为行业信用风险最高
 资料来源：联合资信行业信用风险评价结果

2 人员素质

公司高级管理人员管理经验较为丰富；员工结构符合公司业务设置，可满足公司现有业务运营需要。

截至 2024 年 3 月底，公司高级管理人员包括总经理、副总经理、总会计师、总经济师和总工程师；公司全资控股在职职工 6,589 人。其中：博士学历 6 人，硕士学历 273 人，本科学历 1,644 人，大专学历 1,429 人，中专及以下学历 3,237 人；高级及以上职称 154 人，中级职称 467 人，初级职称 200 人；管理和专业技术人员 2,115 人，生产人员 3,696 人，销售人员 778 人。截至 2023 年底，公司本部拥有员工 163 人，其中管理人员占 41%，财务人员占 16%，行政人员占 21%；从教育程度来看，研究生及以上学历员工占 36%，大学本科学历员工占 53%。

张乃文先生，1969 年 1 月出生，中共党员，省委党校研究生学历，历任江苏省盐城市财政局局长、党委书记，盐城市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“盐城市国资委”）主任、党委书记。现任公司党委书记、董事长。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：3207010000016843），截至 2024 年 7 月 4 日，公司已结清信贷中有 3 笔关注类贷款，根据上海浦东发展银行南京分行城北支行出具的相关说明，因考虑贷款企业属地管理原因，上述贷款被分类为关注类，与贷款企业无关，上述关注类贷款已于 2007 年以前还清。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 8 月 6 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

六、管理分析

1 法人治理

公司已建立相对完善的法人治理结构。

法人治理方面，公司不设股东会，由盐城市国资委行使股东会职权。公司设董事会和监事会，实际运行情况良好。公司董事中，非职工董事由盐城市国资委按干部管理权限和程序委派，职工董事由职工代表大会或者其他形式民主选举产生；监事中，非职工代表出任的监事由盐城市国资委委派，职工代表出任的监事由公司职工代表大会或其他形式的民主选举方式产生；总理由董事会按规定的权限和程序决定聘任或者解聘。

2 管理水平

公司内部管理制度较为健全，能够满足公司日常经营和管理需要。

公司内部控制制度较为健全。对子公司的管理方面，公司通过委派高管人员和财务总监对子公司进行管理，同时公司制定了《委派工作人员守则》，通过对委派人员的管理加强对所属子公司的管理。子公司的三会（股东会、董事会、监事会）议案在审议前需到公司进行预审。公司对各子公司和委派人员建立目标考核管理制度，每年结合子公司上年度的生产经营情况，对委派人员下达子公司的各项生产目标，年底按经营目标完成情况进行考核，并兑现全年的工资薪酬。公司实行统一授信、独立核算的资金管理制度，公司内部资金拆借履行严格的审批手续，约定还款时间，按期还本付息；子公司独立核算，公司实施的动态跟踪监控。公司为子公司提供担保实行额度管理，在充分考虑被担保人信用状况、注册资本、盈利能力、资产负债、资金周转等情况的基础上制定担保额度，并实施动态管理，每半年对额度审查一次。参股企业向公司申请担保，公司在参股企业其他股东均承担与其持股比例相同的担保责任情况下予以受理。

七、经营分析

1 经营概况

（1）控股经营业务

2021—2023 年，公司营业总收入在贸易业务带动下逐年增长，受汽车及智能制造、房地产等板块毛利率下降影响，公司综合毛利率逐年下降。

2021—2023 年，随着贸易业务收入规模提升，公司营业总收入持续较快增长。2023 年，公司营业总收入同比增长 10.74%，主要源于供应链及其他业务增长的拉动。其中，汽车及智能制造板块收入同比增长 22.47%，主要系江苏悦达南方控股有限公司（以下简称“悦达南方”）平行进口车业务规模增加所致；能源板块收入同比下降 41.42%，主要系煤炭价格波动加大，公司减少煤炭经销业务开展所致；受拿地节奏及开发周期影响，房地产业务收入同比下降 8.65%；供应链及其他收入同比增长 87.34%，主要系上海悦达新实业集团有限公司（以下简称“悦达新实业”）乙二醇、悦达资本股份有限公司（以下简称“悦达资本”）大豆及本部电解铜等贸易规模增长，加之悦达南方新增电解铜等贸易品种所致。

2021—2023 年，公司综合毛利率逐年下降。2023 年，公司综合毛利率同比下降 4.38 个百分点。其中，受房地产市场下行影响，房地产板块毛利率同比下降 12.38 个百分点；受低毛利率的商贸流通业务规模大幅增加影响，供应链及其他板块毛利率同比下降 7.34 个百分点。

2024 年一季度，公司营业总收入同比增长 3.92%，其中能源和供应链及其他板块收入分别同比增长 18.73%和 27.62%，房地产收入同比下降 68.49%，主要系上年同期集中交付部分项目所致。受能源板块毛利率同比下降影响，公司综合毛利率同比减少 2.39 个百分点。

图表 2 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽车及智能制造板块	48.00	25.97%	15.44%	40.65	18.66%	11.82%	49.79	20.64%	10.17%	10.97	17.55%	11.87%
能源板块	57.01	30.85%	4.68%	88.66	40.70%	5.14%	51.94	21.53%	4.78%	18.49	29.59%	1.81%

房地产板块	13.90	7.52%	48.97%	27.45	12.60%	35.59%	25.07	10.39%	23.21%	2.85	4.57%	23.13%
供应链及其他	65.89	35.66%	10.78%	61.08	28.04%	12.06%	114.43	47.44%	4.72%	30.17	48.29%	8.43%
合计	184.80	100.00%	12.98%	217.84	100.00%	12.16%	241.23	100.00%	7.78%	62.47	100.00%	7.74%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司施行“集团总部-专业化平台公司-项目公司”三级管控模式，形成了悦达投资、悦达新实业、悦达南方、悦达地产、江苏悦达汽车集团有限公司（以下简称“悦达汽车集团”）、悦达资本等 6 个专业化产业运营平台和江苏悦达集团财务有限公司（以下简称“悦达财务公司”）1 个功能性平台在内的“6+1”运营管控体系。2023 年，悦达投资收入及净利润同比变动不大；悦达集团（香港）有限公司（以下简称“悦达香港”）收入同比增长 24.56%，主要系贸易收入同比增加所致，受地产行业下行导致结转项目盈利水平下降影响，净利润同比下降 73.28%；受益于供应链业务规模扩大，悦达新实业收入同比有所增长，受陕西黄陵二号煤矿有限公司投资收益同比下降影响，悦达新实业净利润同比有所下降；受煤炭贸易规模下降影响，悦达南方收入规模同比下降，净利润同比增长 52.29%；悦达资本收入同比增长 26.24%，净利润同比小幅减少；悦达汽车集团亏损主要系参股江苏悦达起亚汽车有限公司（以下简称“悦达起亚”）所致。

图 3 • 公司下属主要经营主体 2023 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	所属业务板块	持股比例		是否上市/ 发债	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润
		直接	间接					
悦达投资	汽车及智能制造（参股悦达起亚、江苏京沪高速公路有限公司）	34.00%	--	上市	84.82	48.12	31.27	0.13
悦达香港	房地产、供应链	100.00%	--	--	147.74	63.98	34.18	1.24
悦达新实业	能源、供应链及其他（参股陕西黄陵二号煤矿有限公司、陕西中能煤田有限公司、横山县悦达天云煤矿有限公司、山西悦达军山煤业有限公司、江苏润阳新能源科技股份有限公司）	31.12%	20.74%	--	159.91	91.42	47.56	22.27
悦达南方	能源、供应链及其他	100.00%	--	--	133.04	48.18	64.20	7.31
悦达资本	供应链及其他（控股悦达国际控股）	61.03%	--	--	131.63	86.37	17.75	1.28
悦达汽车集团	参股悦达起亚	70.00%	--	--	75.33	3.74	17.75	-9.83
悦达财务公司	财务公司	51.00%	49.00%	--	47.42	12.56	0.92	0.54
公司合并口径	--	--	--	--	842.74	301.69	241.23	11.71

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（2）投资业务

2021—2023 年，公司权益法核算的长期股权投资收益及取得投资收益收到的现金均逐年提升。

公司本部及控股子公司在汽车制造、煤炭、新能源、高速公路及金融等领域开展了大量投资，投资收益为公司利润的主要来源，现金分红规模逐年增长。其中，2021—2023 年，汽车领域投资受悦达起亚业绩影响持续为负；煤炭投资对投资收益的贡献显著且现金分红规模快速增长；新能源投资标的贡献的投资收益逐年增长。

图 4 • 2021—2023 年公司主要投资标的收益及分红情况（单位：亿元）

投资领域	投资标的	权益法下确认的投资损益			宣告发放现金股利或利润		
		2021 年	2022 年	2023 年	2021 年	2022 年	2023 年
汽车	江苏悦达起亚汽车有限公司	-5.31	-5.83	-4.14	--	--	--
	中汽研汽车试验场股份有限公司	0.60	0.43	0.37	0.04	0.09	0.21
煤炭	陕西黄陵二号煤矿有限公司	15.44	18.03	15.68	6.64	12.36	17.84
	内蒙古西蒙悦达能源有限公司	0.46	2.47	1.51	--	0.79	2.91
	横山县天云煤矿有限公司	--	--	--	--	--	--
	平凉天元煤电化有限公司	--	--	0.01	--	--	--
	陕西中能煤田有限公司	2.03	2.62	2.69	--	--	0.80

	陕西韩城矿业王峰煤矿有限责任公司	--	--	--	--	--	--
新能源	江苏润阳新能源科技股份有限公司	1.01	4.49	5.24	--	--	--
高速公路	江苏京沪高速公路有限公司	-0.39	-0.03	0.33	2.10	0.60	0.12
金融	国投泰康信托有限公司	1.04	0.95	0.89	0.25	0.25	0.25
合计		14.88	23.13	22.58	9.03	14.09	22.13
公司当期权益法核算的长期股权投资收益		15.74	22.97	23.45	--	--	--
公司当期投资收益或取得投资收益收到的现金		16.17	26.27	40.97	9.63	17.16	23.23

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2 业务经营分析

公司控股经营业务分为汽车及智能制造板块，以煤矿、新能源为主的能源板块，房地产板块，及以商贸流通、租赁保理为主的供应链板块；参股投资领域包括汽车制造、煤炭、新能源、高速公路及金融等。

（1）汽车及智能制造业务

公司汽车及智能制造板块收入主要来自整车、配件销售和纺织业。其中，悦达起亚 4S 店汽车销售及零配件销售受该品牌国内市场行情影响大，经营业绩持续亏损；2023 年，平行进口车业务规模增加带动汽车销售收入同比明显增长；2023 年，纺织业新建产能投产，当期实现扭亏为盈，但盈利水平仍低。

2021—2023 年，公司汽车及智能制造板块收入波动增长。公司汽车及智能制造板块收入构成较为多元，其中汽车销售、汽车配件及纺织业占比较高。2023 年，汽车销售收入同比增长主要来自平行进口车业务规模的增长。汽车配件业务由子公司江苏悦达汽车配件有限公司（以下简称“汽配公司”，截至 2023 年底公司直接持股 30.50%）经营，汽配公司是悦达起亚汽车 4S 店唯一的零配件供应商。

图表 5 • 公司汽车及智能制造板块收入构成情况（单位：亿元）

细分业务	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
新能源汽车	0.70	1.46%	0.65	1.59%	2.30	4.62%	--	0.00%
汽车销售	12.83	26.73%	13.50	33.22%	20.44	41.06%	3.98	36.30%
汽车配件	10.26	21.38%	6.22	15.30%	6.26	12.57%	1.54	14.02%
汽车物流	3.74	7.79%	2.33	5.74%	1.56	3.14%	0.31	2.84%
专用车	2.16	4.51%	1.59	3.90%	1.83	3.68%	0.47	4.29%
拖拉机	2.93	6.11%	2.67	6.56%	2.98	5.99%	0.83	7.54%
纺织业	15.36	32.01%	13.69	33.68%	14.41	28.94%	3.84	35.01%
合计	48.00	100.00%	40.65	100.00%	49.79	100.00%	10.97	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

汽车销售

公司汽车销售收入主要由悦达起亚 4S 店收入及平行进口车业务收入构成。其中，平行进口车业务由悦达南方开展，业务区域主要集中在天津滨海新区；2023 年，受益于外部环境改善及新能源汽车出口量增加，平行进口车业务规模显著增长；上游结算方式为信用证，从购汇至车辆入关一般不超过 3 个月。

悦达起亚 4S 店业务由上海悦达智行汽车服务有限公司（以下简称“悦达智行公司”）¹经营。截至 2023 年底，悦达智行公司在营汽车专营店 24 家。2021—2023 年，由于汽车市场竞争激烈，汽车专营店运营成本较高，以及悦达智行公司销售的起亚品牌汽车市场占有率下降，悦达智行公司销量及营业收入波动下降，且持续亏损。

经营模式方面，悦达智行公司所属各专营店根据主机厂（悦达起亚）月度商务政策及客户订单情况，确定月度采购计划并向主机厂发出采购订单；各专营店依据采购资金需求，向银行申请开立“厂商银”三方银行承兑汇票向主机厂付款，主机厂签收确认银行承兑汇票后安排其运输商发车至专营店指定地点，专营店验收合格后签收入库；整车销售主要分私家车及大宗车，私家车客户为个人，大宗车客户为

¹ 2024 年 5 月，悦达投资发布公告，为聚焦“新能源、新材料、智能制造”产业定位，拟将悦达智行公司 100%股权转让给悦达汽车集团，交易价格总金额 2.79 万元（截至 2023 年底，悦达智行公司净资产为-0.10 亿元）。

出租车公司或出租车司机；私家车销售方式主要为专营店直销，少部分为线上（抖音等）线索转化成交至线下专营店提车销售；大宗车销售方式为专营店直销；确认客户车款到账后，悦达智行公司按销售合同开具发票并协助客户办理提车上牌等手续，客户验收合格后签收，悦达智行公司确认此笔交易完成。

图表 6 • 悦达智行公司经营情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年
销售汽车数量（台）	11,696	9,016	9,660
营业收入（亿元）	12.52	10.45	10.47
归母净利润（亿元）	-0.51	-0.66	-0.49

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

纺织业

公司纺织业主要由悦达投资全资子公司江苏悦达纺织集团有限公司（以下简称“悦达纺织”）经营。悦达纺织是一家集研发设计、生产制造、品牌运营于一体的综合型纺织企业。2022 年，悦达纺织开始实施 10 万锭绿色智能工厂项目，在原有 1 万锭智能化生产线基础上，新增 9 万锭智能化生产规模，总投资 3.62 亿元；该项目于 2023 年建成投产，并于 2024 年 6 月底实现达产达效，累计实现产销量 5,489 吨，营收 15,152 万元，毛利 1,432 万元，毛利率 9.5%，较改造前提高近 6 个百分点。截至 2024 年 6 月底，悦达纺织已形成年产 4 万吨高档针织纱线、1,800 万米家纺坯布、2,880 万米家纺印染面料，400 万套（件）家纺制品生产加工能力和一条垂直完整家纺产业链。

悦达纺织差异化产品市场占有率、影响力较低，产品结构制约了市场接单和盈利性。2021—2023 年，悦达纺织收入规模相对稳定，归母净利润分别为 0.11 亿元、-0.68 亿元和 0.02 亿元。2023 年，悦达纺织通过市场结构调整、降本增效、智改数转、研发创新等一系列措施，实现扭亏。2024 年上半年，悦达纺织实现营业收入 8.53 亿元，归母净利润为 0.59 亿元²。

图表 7 • 2023 年悦达纺织主要供应商情况（单位：亿元）

供应商名称	采购额	占比
中华棉花集团有限公司	1.60	11.43%
OLAM GLOBAL AGRI PTE LTD (奥兰全球农产品有限公司)	0.91	6.50%
盐城鑫浩棉业有限公司	0.26	1.86%
厦门宝达纺织有限公司	0.26	1.86%
中华棉花集团张家港保税物流园 区国际贸易有限公司	0.21	1.50%
合计	3.24	23.14%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 8 • 2023 年悦达纺织主要客户情况（单位：亿元）

客户名称	销售额	占比
宁波大千纺织品有限公司	3.17	21.97%
盐城康福达纺织品有限公司	0.65	4.50%
上海题桥纺织染纱有限公司	0.43	2.96%
常州旭荣针织印染有限公司	0.37	2.55%
愉悦家纺有限公司	0.24	1.68%
合计	4.85	33.65%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(2) 能源业务

2021—2023 年，受煤炭价格及贸易业务规模变化影响，公司能源板块收入波动下降，毛利率波动增长。2023 年，煤炭价格同比下降，公司减少煤炭经销业务开展，上下游集中度较高；煤炭开采受采区转移影响开采量及盈利水平有所下降；新能源项目尚未达产，且略有亏损。

公司能源板块收入由煤炭贸易、煤炭开采和新能源业务构成。其中，煤炭贸易收入占比较高。2021—2023 年，随着煤炭贸易收入波动，公司能源板块收入波动下降。2023 年，煤炭价格波动下降，公司调整贸易品种结构，煤炭贸易收入同比减少；受开采量和煤炭价格下降影响，煤炭开采收入同比下降。2021—2023 年，能源板块毛利率有所波动，2023 年受煤炭贸易毛利率同比下降影响同比减少 0.36 个百分点。2024 年一季度，能源板块收入在煤炭贸易收入带动下同比增长 18.75%，但毛利率受煤炭开采业务采区迁移成本增加影响同比有所下降。

图表 9 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司能源板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭贸易	53.30	93.49%	1.03%	68.58	77.35%	2.58%	33.80	65.07%	0.66%	15.47	83.67%	1.96%
煤炭开采	3.54	6.21%	57.02%	4.72	5.32%	59.20%	2.48	4.77%	60.62%	0.31	1.68%	5.14%

² 2023 年，悦达纺织公开挂牌转让江苏艾文德悦达汽车内饰有限责任公司 36% 股权，挂牌价格不低于 36% 股权评估价值（剔除分红 4,396 万元），即 10,004 万元。2024 年 2 月 20 日，盐城市公共资源交易中心对本次股权转让事项出具了《产权交易凭证》，受让方德国艾文德有限公司已按约定足额支付交易价款，交易价款 10,004 万元，本次交易预计增加 2024 年度收益约 6,000 万元。

雅海 LNG 及光伏项目	0.18	0.32%	59.55%	15.35	17.31%	4.07%	15.66	30.15%	4.84%	2.71	14.65%	0.57%
合计	57.01	100.00%	4.68%	88.66	100.00%	5.14%	51.94	100.00%	4.78%	18.49	100.00%	1.81%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

煤炭贸易

公司煤炭贸易业务经营主体包括悦达南方、公司本部和悦达新实业。

贸易模式方面，公司煤炭贸易业务以销定采，针对不同类别的客户采取不同的销售模式。对贸易量较大且长期合作的较固定客户采取长期合同，一般每年签订一次，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；对一般客户采取定期或不定期合同，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；公司煤炭贸易业务平均交易周期为 90 天。

图表10 • 2023年煤炭贸易业务主要供应商情况（单位：亿元）

供应商名称	采购额	占比
淮矿电力燃料有限责任公司	6.91	20.46%
盐城睿衡物资贸易有限公司	9.50	28.12%
盐城海泰达企业管理有限公司	6.09	18.01%
淮河能源西部煤电集团有限责任公司	1.49	4.40%
中丽（海南）能源有限公司	1.20	3.54%
合计	25.19	74.53%

注：盐城睿衡物资贸易有限公司和盐城海泰达企业管理有限公司均为盐城市国有资本运营发展有限公司全资子公司；淮矿电力燃料有限责任公司和淮河能源西部煤电集团有限责任公司均为淮南矿业（集团）有限责任公司下属子公司
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表11 • 2023年煤炭贸易业务主要客户情况（单位：亿元）

客户名称	销售额	占比
南京中欣悦工贸发展有限公司	6.57	19.56%
中国煤炭工业秦皇岛进出口有限公司	5.06	15.06%
赛得利（福建）纤维有限公司	2.84	8.46%
赛得利（江苏）纤维有限公司	2.03	6.05%
天津国投津能发电有限公司	1.84	5.48%
合计	18.34	54.61%

注：南京中欣悦工贸发展有限公司为悦达南方参股企业
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

煤炭开采

公司煤炭开采收入来自悦达新实业控股的鄂尔多斯市巴音孟克煤炭有限责任公司（截至 2024 年 3 月底，悦达新实业持股 80%）。截至 2024 年 3 月底，巴音孟克煤矿地质储量为 2,454 万吨，可采储量为 1,800 万吨，核定产能为 120 万吨/年，剩余可开采年限为 5 年。2021—2023 年，巴音孟克煤矿开采量波动下降，主要系中部和南部采区已基本开采完毕，向剩余的北部采区转移对开采量有一定影响。

图表 12 • 巴音孟克煤矿经营情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
开采量（万吨）	88.34	117.25	68.82	1.26
销售量（万吨）	88.34	117.25	68.82	1.26
销售均价（元/吨）	400.37	402.46	360.36	317.46
净利润（亿元）	0.92	1.50	0.35	-0.05

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

新能源业务

近年来，公司陆续布局新能源领域。2019 年 3 月，悦达新实业投资 1.05 亿元控股内蒙古雅海能源开发有限责任公司（截至 2024 年 3 月底持股 70%），其内蒙古雅海液化天然气 60 万吨 LNG 综合开发项目预计总投资 10.00 亿元，全面投产后可实现年收入 30.00 亿元，净利润为 3.00 亿元。2022 年，上述项目试运营实现收入 15.00 亿元，净利润 0.10 亿元；2023 年受进口冲击影响尚未达产，当期实现收入 13.31 亿元，净利润-0.40 亿元。

（3）房地产业务

公司房地产项目主要集中在盐城市，以自主开发的住宅类项目为主；2021—2023 年，房地产收入波动增长，毛利率受市场行情影响逐年下降；部分项目去化较慢，土地储备保持一定规模。考虑到地产行业景气度尚未恢复，公司地产项目去化进展及盈利压力有待关注。

公司房地产业务主要由全资子公司悦达香港及其子公司运营。2021—2023 年，房地产收入波动增长，毛利率逐年下降。截至 2023 年底，公司存货中，开发成本为 141.41 亿元（含政府历史无偿划入土地 93.67 亿元），开发产品为 10.70 亿元；合同负债中的预收房款工程款等为 9.91 亿元。

公司房地产业务经营模式包括自主开发和合作开发，其中自主开发项目主要分布在盐城、西安和上海，合作开发项目主要分布在盐城、常熟、平凉和淮安，合作方包括万科及地方平台公司，公司对合作项目公司的持股比例在 30%~50%之间。公司已开发项目以住宅类为主，资金来源为自筹或股东投入（截至 2023 年底，公司本部对悦达香港的其他应收款为 7.13 亿元；本部长期股权投资中，悦达香港期末余额为 18.10 亿元）。2021—2023 年，受市场行情影响，公司房地产业务销售面积逐年下降。

图表 13 • 房地产业务经营情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
开发完成投资（万元）	196,380	152,337	245,868	43,961
开工面积（万平方米）	29.56	15.04	21.86	3.75
房屋竣工面积（万平方米）	28.01	19.98	8.08	1.38
房屋销售面积（万平方米）	23.38	18.03	11.42	2.47
新增土地储备面积（万平方米）	3.60	22.41	21.93	--
期末土地储备面积（万平方米）	36.67	59.08	58.60	51.22
结转销售均价（元/平方米）	11,999	15,163	15,516	10,864

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2024 年 3 月底，公司自主开发的在售及在建项目中，部分项目因项目类型及地理位置等因素销售进度较慢，需关注未来去化进展；同时，在建项目未来投资规模可控。

图表 14 • 截至 2024 年 3 月底公司自主开发的在售及在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	所在地	项目类型	建设周期	总可售面积	已销售面积	总投资额	已投资额	累计回款
悦棠湾项目	盐城市	住宅	2020.04~2023.07	20.70	18.22	10.81	9.70	12.58
忻悦府项目	盐城市	住宅	2023.03~2025.05	1.78	0.09	4.72	3.25	0.16
海玥府项目（一期）	盐城市	住宅	2023.06~2025.12	10.24	0.48	8.63	4.06	0.15
汽车广场项目	盐城市	商业	2018.08~2027.06	14.92	5.38	26.60	14.91	6.11
悦达玖玺台小区	西安市	住宅	2021.06~2026.12	12.57	1.19	22.00	13.88	1.59
悦达·天山水岸花园	盐城市	住宅	2014.09~2020.11	8.05	7.55	8.40	8.03	9.05
悦海名邸项目	上海市	住宅	2021.05~2023.08	2.68	2.68	8.93	8.69	8.87
玲珑湾项目	上海市	住宅	2022.12~2025.07	1.82	1.82	7.87	6.24	8.01
十里香溪项目	盐城市	住宅	2013.12~2019.05	15.64	14.47	14.47	12.96	14.58
玲珑湾项目（A08）	盐城市	住宅	2024.02~2025.09	2.66	--	3.45	1.66	--
悦珑湾项目	盐城市	住宅	2010.07~2023.11	56.57	55.83	35.00	32.07	46.05
合计	--	--	--	147.63	107.70	150.88	115.45	107.15

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2022 和 2023 年，公司保持一定拿地节奏，年均土地投资规模约 8 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司土地储备均位于盐城市，土地出让金均已足额缴纳并办理土地证，资金来源均为自有资金。

图表 15 • 截至 2024 年 3 月底公司土地储备情况（单位：亩、亿元）

地块名称	土地位置	取得时间	土地性质	土地面积	拟建项目类型	出让金
大丰悦丰公司	大丰市区	2013 年	出让地	500.00	住宅及商业	5.28
盐城汽车广场地块	盐城市经济技术开发区泰山路东侧，新都东路南侧	2014 年	出让地	50.00	商业地产开发	1.24
悦珑湾北地块	东进路北、六合路西侧地块	2023 年	出让地	62.19	住宅	8.21
射阳地块	双山科技大厦西侧地块	2022 年	出让地	156.11	住宅	7.34
合计	--	--	--	768.30	--	22.07

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(4) 供应链及其他业务

2021—2023 年，在商贸流通业务带动下，公司供应链及其他板块收入波动增长；受低毛利率的商贸物流收入占比提升影响，供应链及其他板块毛利率波动下降。其中，商贸物流业务盈利水平低，上下游集中度较高。

2021—2023 年，公司供应链及其他板块收入波动增长。2023 年，乙二醇、大豆及电解铜等贸易规模增长带动收入规模同比大幅提升，毛利率进一步下降；同期，受融资租赁收入减少影响，金融业务收入同比有所下降，毛利率同比提升；2023 年公司控股的高速公路未发生变化，当期收入及毛利率同比小幅下降。

图表 16 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司供应链及其他板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸流通	50.29	76.32%	0.94%	43.77	71.66%	0.67%	102.50	89.57%	0.41%	26.42	87.57%	0.41%
金融业务	3.92	5.95%	40.57%	4.76	7.79%	32.25%	3.33	2.91%	44.89%	0.89	2.96%	63.99%
高速公路	5.71	8.67%	34.92%	4.02	6.58%	59.08%	3.90	3.41%	53.17%	0.74	2.44%	42.57%
其他	5.97	9.06%	51.01%	8.53	13.97%	37.07%	4.71	4.11%	29.90%	2.12	7.03%	73.09%
合计	65.89	100.00%	10.78%	61.08	100.00%	12.06%	114.43	100.00%	4.72%	30.17	100.00%	8.43%

注：金融业务收入主要包含融资租赁及保理业务收入

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

商贸流通

公司商贸流通业务主要由悦达新实业、悦达南方、公司本部及悦达资本经营，主要贸易品种包括乙二醇、单晶硅、钢材、矿产品和农产品等，2023 年悦达南方新增电解铜等品种；主要业务模式为以销定供，即下游客户通过现款预付后，公司向上游现款采购，均通过现汇结算，账款的结算周期 45 天；钢材主要为车用品种，上游钢厂预付比例为 70%，下游以盐城整车厂为主，保证金比例为 10%~30%；电解铜由于产品单价较高，为避免价格波动风险交易基本当天内完成，上游主要为酒泉钢铁（集团）有限责任公司下属企业，下游以甘肃省大型国企为主，结算方式为先款后货。在业务合作主合同框架下，公司按批次合同执行分销业务，分销价格根据官方指导价结合市场行情、批量等在批次合同中明确，批次业务周转期在一个月以内，分销业务遍布全国各地，上下游集中度均较高。

风险控制方面，公司设有专门的法务风控部门，与贸易部相独立；对合作方的筛选设置了准入门槛，并通过自身构建的网络平台对合作方进行风险评估，按月形成风控月报，且不定期进行现场检查；仓库设置专人管理，部分仓库通过系统进行管理。

图表17 • 2023年商贸物流业务主要供应商情况（单位：亿元）

供应商名称	采购额	占比
盐城海泰达企业管理有限公司	30.38	29.64%
上海华昌源实业投资有限责任公司	19.73	19.25%
上海嘉利兴国际贸易有限公司	10.07	9.82%
南京仁卓贸易有限公司	10.21	9.96%
南京瑞铂亨贸易有限公司	9.70	9.46%
合计	80.08	78.13%

注：上海华昌源实业投资有限责任公司和上海嘉利兴国际贸易有限公司均为酒泉钢铁（集团）有限责任公司全资子公司；南京仁卓贸易有限公司和南京瑞铂亨贸易有限公司均为民营企业且人员存在交叉

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表18 • 2023年商贸物流业务主要客户情况（单位：亿元）

客户名称	销售额	占比
甘肃公航旅国际贸易有限公司	22.99	22.52%
陕西延长石油物资集团（天津）有限公司	22.05	21.61%
公航旅（兰州新区）国际贸易有限公司	8.04	7.88%
浙江秦舟贸易有限责任公司	7.08	6.94%
苏州肯帝亚能源有限公司	5.28	5.17%
合计	65.45	64.11%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

金融业务

公司通过控股子公司悦达资本先后开展了融资租赁、商业保理、创业投资、股权基金、资产管理、供应链管理服务等多项业务，其中，股权投资、融资租赁、保理和供应链业务为公司金融板块的主要收入来源。

悦达资本股权投资分为直接股权投资和股权投资基金；2023 年退出股权投资项目 2 个，实现净收益 0.26 亿元；截至 2024 年 3 月底，悦达资本存续长期股权投资项目共 7 个，投资金额（成本）合计 9.30 亿元；投资 13 支股权投资基金，基金总规模 143.02 亿元，公司认缴出资 26.34 亿元（实缴 10.45 亿元），累计获得投资收益 2.39 亿元（其中 2022 年和 2023 年分别获得投资收益 0.60 亿元和 0.11 亿元）。

悦达资本融资租赁业务主要为汽车融资租赁和传统融资租赁，为控制公司整体负债水平，降低运营风险，对融资租赁业务逐步进行收缩，截至 2024 年 3 月底，悦达资本融资租赁不良资产 0.23 亿元，累计计提坏账准备 0.70 亿元。

图表 19 • 公司金融业务经营情况（单位：亿元）

业务板块	收入/收益		坏账/减值损失		截至 2024 年 3 月底资产账面余额
	2022 年	2023 年	2022 年	2023 年	
直接股权投资	1.47	1.03	--	-0.05	40.78
股权投资基金	0.60	0.11	--	--	7.27
固收投资	0.16	0.28	--	--	11.61
融资租赁	2.35	1.04	-0.11	-0.02	23.02
保理业务	2.02	2.11	-0.06	-0.01	25.58
供应链业务	9.30	14.42	-0.35	--	7.91

注：资产账面余额为管理口径
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

高速公路

公司控股的高速公路中，西铜高速收费经营权于 2021 年到期，2022—2023 年，剩余两条控股高速公路收入合计保持稳定，净利润合计小幅增长。

图表 20 • 公司控股高速公路经营情况（单位：亿元）

高速公路	截至 2024 年 3 月底持股比例	收费期限	营业收入		净利润	
			2022 年	2023 年	2022 年	2023 年
汾平高速	70%	2010 年 10 月 30 日—2040 年 10 月 29 日	2.48	2.53	0.64	1.16
京大高速	70%	2005 年 10 月 1 日—2025 年 10 月 1 日	1.47	1.38	0.75	0.50

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（5）投资业务

公司参股投资领域中，汽车产业存在一定投资风险；参股煤矿资源优势显著，能够持续贡献投资收益及现金分红。

汽车产业投资方面，公司主要投资标的包括悦达起亚、华人运通（江苏）技术有限公司（以下简称“华人运通”）和中汽研汽车试验场股份有限公司（以下简称“中汽股份”）。

悦达起亚成立之初由悦达投资、韩国起亚自动车株式会社（以下简称“韩国起亚”）与东风汽车集团有限公司（以下简称“东风汽车公司”）合资成立，三方持股比例分别为 25%、50%和 25%。2021 年末，公司以 2.97 亿元承接东风汽车公司所持悦达起亚 25%股权，并于 2022 年 1 月完成工商变更；2022 年 2 月，盐城市政府与韩国起亚签署扩大投资协议，双方计划共同对悦达起亚增资 9 亿美元；其中 2022 年公司和韩国起亚按 1：3 比例已出资到位 6 亿美元。2023 年以来，悦达起亚股权结构未发生变动。截至 2024 年 3 月底，韩国起亚、悦达投资和悦达汽车集团对悦达起亚的持股比例分别为 75%（25%由悦达汽车集团代持）、4.2%和 20.8%（截至 2023 年底，公司应收韩国起亚的代出资款 14.23 亿元计入其他应收款）；公司获得的悦达起亚累计投资分红能够覆盖投资成本。受汽车行业转型等因素影响，2021—2023 年，悦达起亚持续亏损。悦达起亚在盐城总部原拥有三个工厂，第一、第二、第三工厂乘用车年产能分别为 14 万辆、30 万辆和 45 万辆。2020 年、2021 年，公司依次以 8.76 亿元、17.00 亿元收购一工厂、二工厂，帮助缓解其经营压力。2022 年以来，通过扩大投资、导入新车型、发展新能源汽车、设立出口基地等方式，悦达起亚 2023 年新车销量及销售收入均同比增加，并有所减亏。2024 年 1—5 月，悦达起亚累计销售汽车 88,934 台，同比增长 86%，其中累计出口汽车 57,156 台，同比增长 227%；2024 年 5 月实现净利润 0.14 亿元。悦达起亚后续经营业绩的恢复仍有待观察，同时需关注公司相关应收款回收风险及担保产生的或有负债风险。

公司投资的新能源整车制造企业华人运通因对供应商欠款令供货端出现问题及部分车型销量未达到既定目标，于 2024 年 2 月开始停产停工。2019 年 7 月起，公司将一工厂转租给华人运通用于改造建设新能源生产基地，不含税年租赁费为 0.56 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司对华人运通股权投资成本为 2.00 亿元，暂未计提减值；对华人运通拆借余额 7.10 亿元，均由盐城市国企提供反担保，暂未计提减值；应收华人运通厂房租金 2.69 亿元。华人运通已开展重组，后续重组进展有待关注。

2022 年 3 月，公司参股投资的中汽股份在深交所上市，成为国内第一家专注于第三方汽车试验场投资、管理运营的上市公司。2023 年，中汽股份各项技术指标在国内主要汽车试验场中排名前列，在主要的汽车试验场中相对市场占有率较高。

图表 21 • 截至 2024 年 3 月底汽车产业主要投资标的情况（单位：亿元）

参股标的	持股比例	累计投资成本	累计获得现金分红	账面余额	担保余额	拆借余额
悦达起亚	25.00%	20.87	32.25	0.00	6.50	12.78
华人运通	20.00%	2.00	--	2.00	--	7.10
中汽股份	29.25%	4.65	0.63	23.86	--	--

注：华人运通计入其他权益工具投资，悦达起亚及中汽股份计入长期股权投资；公司对悦达起亚的担保未设置增信措施
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司参股的煤炭开采企业共 6 家，涉及矿井主要分布在山西、陕西、甘肃以及内蒙古地区，其中黄陵二号、西蒙煤矿和中能煤田-袁大滩煤种为动力煤，横山天云煤矿为配焦煤，五举煤矿为长焰煤，王峰煤矿为贫瘦煤和无烟煤。总体来看，公司参股的煤矿资源禀赋较高，且储备规模较大，平均剩余可开采年限长，具有显著的资源优势。2021—2023 年，受益于煤炭价格高位运行，公司参股煤矿贡献的投资收益总额波动增长，分别占投资收益的 110.88%、88.00%和 48.54%，是公司投资收益的主要来源；同期，现金分红快速增长。在建的横山天云煤矿、五举煤矿、王峰煤矿预计将于 2024~2026 年陆续投产，投产后公司投资收益有望继续增加。

2020 年 8 月，公司与陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤集团”）合作建设陕西黄陵发电有限公司（以下简称“黄陵发电公司”），公司出资 4.80 亿元并持股 40%。该项目计划总投资 48 亿元，已于 2023 年 6 月建成运营，2023 年贡献投资收益 0.53 亿元（未分红），作为黄陵二号煤矿下游产业链延伸，有助于平抑煤炭行情波动对投资收益的影响。截至 2023 年底，公司对黄陵发电公司提供担保余额为 13.70 亿元；截至 2024 年 3 月底，公司未对黄陵发电公司提供资金拆借。

图表 22 • 截至 2024 年 3 月底煤炭产业主要投资标的情况（单位：亿元）

参股标的	持股主体	持股比例	累计投资成本	累计获得现金分红	账面余额	对应煤矿	可采储量（万吨）	核定产能（万吨/年）	平均剩余可开采年限（年）
陕西黄陵二号煤矿有限公司	悦达新实业	46.00%	5.87	82.77	46.19	黄陵二号	51373	800	51
内蒙古西蒙悦达能源有限公司	悦达新实业	43.70%	4.20	3.70	5.84	西蒙煤矿	5939	180	16
横山县天云煤矿有限公司	悦达新实业	38.94%	1.46	--	2.64	横山天云煤矿	5344	150	26
平凉天元煤电化有限公司	悦达南方	40.00%	14.02	--	13.98	五举煤矿	24700	300	51
陕西中能煤田有限公司	上海申丰投资发展有限公司	29.50%	9.90	6.99	17.57	中能煤田-袁大滩	53980	800	50
陕西韩城矿业王峰煤矿有限责任公司	悦达新实业	40.00%	4.40	--	4.40	王峰煤矿	29575	300	70

注：悦达新实业为上海悦达新实业有限公司；上海申丰投资发展有限公司为上海悦达新实业有限公司全资子公司；悦达南方为江苏悦达南方控股有限公司
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

新能源投资方面，公司通过子公司投资的江苏润阳新能源科技股份有限公司（以下简称“润阳股份”，截至 2024 年 3 月底，公司持有润阳股份 19.48%的股权，投资成本为 2 亿元）主要从事高效晶硅电池的研发及制造，根据 PVInfoLink 统计，2020 年、2021 年及 2022 年润阳股份太阳能电池片销量均位居全球第三名；根据行业机构 InfoLink Consulting 数据，2023 年，润阳股份光伏电池出货量全球排名第五。2024 年 6 月，润阳股份 IPO 注册批文失效，未来发展规划有待关注。

高速公路投资方面，悦达投资于 2001 年、2002 年分两次收购江苏京沪高速公路有限公司（以下简称“京沪高速”）21.00%的股权，2022 年公司出售京沪高速 15%的股权（转让收益 2.34 亿元，截至 2023 年 6 月底已收到全部回款 21.00 亿元），截至 2023 年底持有京沪高速 6%的股权。京沪高速主要从事京沪高速公路江苏段和扬州西北绕城公路经营管理，并发展与此相关的其他辅助服务，公路总里程 296 公里，收费期限 30 年（收费经营权终止日期为 2030 年 12 月 14 日）。截至 2024 年 3 月底，公司对京沪高速累计投资成本 9.45 亿元，累计获得分红 37.16 亿元。

金融投资方面，公司下属子公司悦达资本股份有限公司于 2015 年增资入股国投泰康信托有限公司（以下简称“国投泰康”），持有其 10%的股权。国投泰康属于非银行金融企业，主要从事信托、公司理财、固有财产投资等业务。截至 2024 年 3 月底，公司对国投泰康累计投资成本 4.96 亿元，累计获得分红 1.56 亿元。

3 未来发展

公司发展战略清晰，未来通过产业链的不断完善，经营实力有望进一步提升。

公司将依托现有产业，创新变革，提升工业制造板块竞争力；重点关注新能源、新材料等技术研发工作，不断完善产业链；进一步推动煤炭能源矿产类产业上下游一体化建设，积极推动低污染、低能耗、深加工技术以及清洁能源技术的研发；进一步加强对现有公路项目的养护、运营，原则上不再对公路项目进行投资；提高现有土地和楼盘去化率，盘活存量资产，加大对城市综合体、物业社区服务、新产业园区等业务的投资力度，开发健康地产、养老地产、旅游地产等地产模式；进一步发挥金融产业对集团现有实业板块的支持力度，推动集团产融结合。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年和 2022 年财务报告进行了审计，南通万隆会计师事务所（普通合伙）对 2023 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2021 年底，公司合并范围内子公司较 2020 年底新增 30 家，减少 36 家。截至 2022 年底，公司合并范围内子公司较 2021 年底新增 6 家，减少 22 家。2023 年，公司因股权处置丧失控制权的子公司共 3 家，其中 1 家包括 7 家下属子公司；非同一控制下企业合并 2 家；新设 11 家，取得控制权 1 家，注销 5 家。2024 年一季度，公司合并范围未发生变化。整体看，新增或减少子公司规模相对较小，对财务数据可比性影响不大。

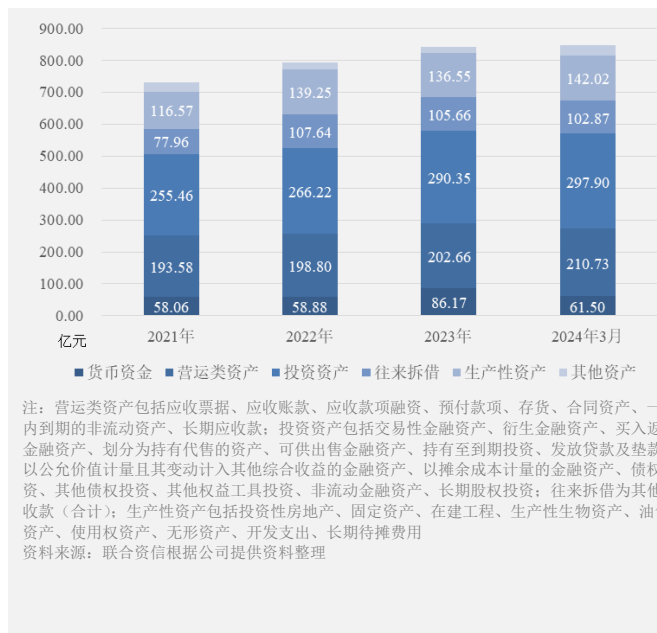
1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产规模保持增长，资产中现金类资产、其他应收款、开发成本、参股投资的股权类资产及控股产业相关固定资产和无形资产占比较高，其他应收款账龄偏长且未来回收有赖于汽车及地产参控股企业经营情况，部分优质资产受限，资产流动性一般，资产质量较好。

2021—2023 年末，公司资产规模逐年增长。截至 2023 年底，公司总资产较上年底增加 49.01 亿元，增幅为 6.17%，主要系货币资金和交易性金融资产增加所致。其中，随着外部融资增加，公司货币资金较上年底增加 27.30 亿元，增幅为 46.37%；交易性金融资产较上年底增加 31.94 亿元，主要系中汽股份的股权由长期股权投资转入所致；投资性房地产较上年底增加 13.93 亿元，增幅为 40.44%，主要系存货/固定资产/在建工程/无形资产转入及企业合并导致的房屋建筑物增加所致；在建工程较上年底减少 7.32 亿元，主要系江苏奥新新能源汽车有限公司出表所致；无形资产较上年底减少 5.65 亿元，主要系悦达香港下属铜陵冠华矿业有限责任公司出表导致采矿权减少所致。截至 2024 年 3 月底，公司资产总额较 2023 年底增长 7.61%，主要系货币资金及其他应收款增加所致。

截至 2023 年底，公司资产主要包括现金类资产、其他应收款、存货、参股公司股权及控股产业相关的固定资产和无形资产。其中，其他应收款账龄偏长（1 年以上的占 59.69%），期末金额前五名中，应收起亚株式会社和华人运通的往来款项合计占 20.32%，应收地产类主体往来款项合计占 16.82%，未来款项回收有赖于汽车产业投资标的的经营情况及地产项目资金回笼情况；公司存货以开发成本（占 86.58%）和开发产品（占 6.55%）为主，开发成本主要以政府历史注入土地及地产类存货为主；其他权益工具投资主要包括盐城市人民政府下属企业股权（盐城市新盐交通投资集团有限公司投资 16.00 亿元，盐城经城印象住房租赁有限公司 15.00 亿元及盐城东方建设投资股份有限公司 15.00 亿元）、汽车领域投资标的（帝亚一维新能源汽车有限公司 6.99 亿元和华人运通 2.00 亿元）及上市公司北方国际合作股份有限公司（以下简称“北方国际”）4.58 亿元（2023 年计入其他综合收益的利得 2.37 亿元）；长期股权投资以煤炭类主要投资标的为主（占 52.80%），润阳股份占 9.47%，京沪高速占 7.04%，国投泰康占 6.81%，发电类投资标的（黄陵发电公司及国能陈家港发电有限公司）占 5.63%，另有部分地产类合作项目公司股权，参股标的能够持续贡献投资收益。公司其他应收款及存货对资金存在一定占用，部分资产受限比例较高，股权类资产能够持续贡献投资收益，资产整体流动性一般，资产质量较好。

图表23 • 公司各类资产变化情况



图表24 • 截至2023年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占相应资产 比例	受限原因
货币资金	39.77	46.15%	质押存单、借款及银票保证金及应收利息等
存货	4.26	2.61%	土地/设备抵押
其他权益工具投资	14.59	22.02%	质押
固定资产	9.60	20.72%	抵押
无形资产	18.01	58.46%	土地抵押、公路经营权质押
长期股权投资	31.85	19.77%	质押
长期应收款	6.10	75.05%	借款质押
其他流动资产	0.79	5.23%	借款质押
投资性房地产	33.91	70.11%	抵押
一年内到期的非流动资产	0.24	1.32%	借款质押
合计	159.13	18.88%	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

2021—2023 年末，受益于股东注资及利润积累，公司所有者权益逐年增长；少数股东权益占比高，且部分设置了到期赎回条款。总体看，公司所有者权益稳定性一般。

2021—2023 年末，受益于股东注资及利润积累，公司所有者权益年均复合增长 6.40%。其中，实收资本和未分配利润分别年均复合增长 21.49%和 19.41%。截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 2.29%，其中归属于母公司所有者权益占比为 52.61%，少数股东权益占比为 47.39%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具、盈余公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 24.46%、3.41%、0.99%、1.63%和 22.46%，权益结构稳定性一般。公司少数股东权益中，子公司债转股资金均设置了到期赎回条款。

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益较 2023 年底增长 1.38%，主要系未分配利润增加所致。

图表 25 • 少数股东权益中的债转股金额（单位：亿元）

融资主体	资金方	2021 年底	2022 年底	2023 年底	2024 年 3 月底	融资成本	融资期限 (年)	起止时间
悦达新实业	陕金资	10.00	10.00	10.00	10.00	6.5%	5	2020/03/30 - 2025/03/30
	工银投资	10.00	10.00	10.00	10.00	6.4%	5+2	2018/09/05 - 2025/09/03
	交银投资	0.00	0.00	10.00	10.00	5.8%	3	2023/12/29 - 2026/12/29
悦达南方	建信投资	6.00	6.00	--	--	--	--	--
悦达资本	兴业银行	25.00	25.00	25.00	25.00	6.5%	5	2021/01/22 - 2026/01/22
合计	--	51.00	51.00	55.00	55.00	--	--	--

注：陕金资为陕西金融资产管理有限公司；工银投资为工银金融资产投资有限公司；交银投资为交银金融资产投资有限公司；建信投资为建信金融资产投资有限公司；兴业银行为兴业银行股份有限公司

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(2) 负债

2021—2023 年末，公司有息债务规模逐年增长，考虑到部分少数股东权益存在或有赎回义务，实际债务负担重，债务期限结构有待进一步优化。

2021—2023 年末，公司全部债务年均复合增长 9.42%。截至 2023 年底，公司全部债务较上年底增长 13.16%，占同期末负债总额的 85.15%，其中银行借款约占 65%、发行债券约占 20%；2023 年综合融资成本³约为 5.01%。债务期限结构方面，截至 2023 年底，短期债务占 60.96%，较上年底有所下降；2024 年 5 至 12 月内到期或回售偿付的信用类债券为 8.50 亿元。其中，短期借款主要由保证借款（占

³综合融资成本=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）/（期初全部债务+期末全部债务）*2。

49.43%)、质押借款(占 16.66%)和信用借款(占 15.45%)构成;长期借款主要由保证借款(占 46.55%)、质押并保证借款(占 17.86%)、抵押借款(占 17.55%)和质押借款(占 10.83%)构成。截至 2024 年 3 月底,公司债务规模及期限结构较 2023 年底变动不大。

从债务指标来看,截至 2023 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.20%、60.43%和 37.35%。如将永续债及债转股资金调入长期债务,资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.08%、68.04%和 49.39%,债务负担重。

3 盈利能力

2021—2023 年,随着贸易业务规模拓展,公司营业总收入逐年增长,受煤炭贸易及房地产板块业务规模波动下降影响,控股产业毛利润波动下降,期间费用保持较大规模,投资收益为利润总额的核心来源;整体看,公司盈利指标表现较强。

2021—2023 年,公司营业总收入年均复合增长 14.25%。2023 年,随着商贸物流业务规模的扩大,公司营业总收入同比增长 10.74%;受煤炭贸易及房地产板块业务盈利下降影响,控股产业毛利润波动下降;以财务费用和管理费用为主的期间费用保持较大规模,对控股产业毛利润的侵蚀严重;合并口径利润总额主要来自投资收益,2023 年投资收益主要来自长期股权投资持有收益(23.45 亿元,同比增长且随着参股在建煤矿的陆续投产具备可持续性)和中汽股份由长期股权投资调整至交易性金融资产核算产生的收益(16.32 亿元,不具备持续性)。整体来看,公司盈利指标表现较强,需持续关注投资标的收益等因素对公司盈利稳定性的影响。

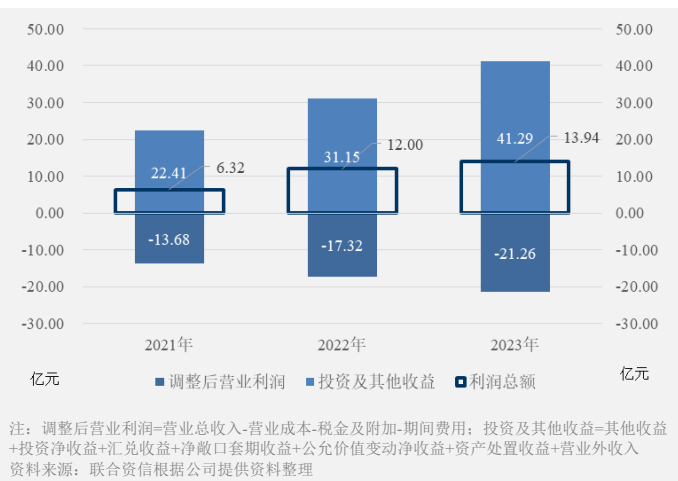
2024 年一季度,公司营业总收入同比增长 3.92%,受益于管理费用同比下降,期间费用同比下降 4.64%;同期,公司实现投资收益 7.91 亿元,同比增长 8.87%;受益于投资收益增加,利润总额同比增长 9.91%。

图表 26 • 公司盈利能力情况(单位:亿元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	184.80	217.84	241.23
毛利润	23.99	26.49	18.76
期间费用	35.10	39.45	36.29
投资收益	16.17	26.27	40.97
公允价值变动净收益	3.30	3.52	-1.66
利润总额	6.32	12.00	13.94
营业利润率(%)	11.59	10.16	6.23
总资本收益率(%)	3.75	4.33	4.20
净资产收益率(%)	1.44	3.04	3.88

资料来源:联合资信根据公司提供的资料整理

图表 27 • 2021—2023 年公司利润构成及变化趋势



与所选公司比较,公司整体盈利指标表现尚可。

图表 28 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	青岛国信	武汉金融控股集团	杭州资本
营业总收入(亿元)	241.23	128.54	807.40	350.70
销售毛利率(%)	7.78	12.16	5.06	15.25
总资产报酬率(%)	5.05	3.21	2.84	2.85
净资产收益率(%)	3.88	4.96	4.48	2.67

注:青岛国信为青岛国信发展(集团)有限责任公司;武汉金融控股集团为武汉金融控股(集团)有限公司;杭州资本为杭州市国有资本投资运营有限公司
资料来源:联合资信根据公司提供的资料及 Wind 整理

4 现金流

2021—2023 年,公司经营活动现金净流入规模逐年下降;公司始终保持一定规模的对外投资,融资节奏相应加快;考虑到公司未来在产业投资及地产领域的资本性支出,公司外部融资需求持续存在。

2021—2023 年,公司现金收入比波动下降,随着各板块业务规模的调整,经营活动现金净流入规模逐年下降。

公司始终保持一定规模的对外投资，2022 年受购买悦达起亚盐城基地二工厂影响，投资活动净现金流转为净流出。2023 年往来款支出规模增加使得投资活动净现金流保持净流出。

2021—2023 年，公司经营活动现金净流入规模下降，无法覆盖投资活动现金净流出，公司筹资节奏有所加快。公司主要依赖于银行借款、债券发行及债转股等方式来弥补资金缺口，需持续关注资本市场及融资监管政策变化。2023 年，通过外部债务融资等方式筹集的资金能够覆盖资金缺口，现金及现金等价物净增加额转正。考虑到未来公司计划持续在产业投资及房地产开发领域拓展，对外融资需求大。

图表 29 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	235.88	286.47	340.39	74.70
经营活动现金流出小计	225.44	278.57	335.49	72.37
经营现金流量净额	10.44	7.90	4.90	2.33
投资活动现金流入小计	57.68	62.02	61.40	6.54
投资活动现金流出小计	54.47	80.62	74.45	21.55
投资活动现金流量净额	3.21	-18.60	-13.05	-15.01
筹资活动前现金流量净额	13.65	-10.70	-8.15	-12.68
筹资活动现金流入小计	395.59	374.40	393.14	103.75
筹资活动现金流出小计	413.05	366.02	367.74	90.84
筹资活动现金流量净额	-17.46	8.38	25.39	12.91
现金收入比（%）	116.63	117.26	109.10	116.20
现金及现金等价物净增加额	-3.82	-2.30	17.16	0.23

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

5 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，存在一定短期偿债压力；长期偿债指标受益于参股产业贡献盈利增加有所增强，整体偿债指标表现尚可，融资渠道畅通。

图表 30 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率（%）	105.06	102.61	126.96
	速动比率（%）	62.85	59.33	79.91
	经营现金/流动负债（%）	3.13	2.15	1.41
	经营现金/短期债务（倍）	0.04	0.03	0.02
	现金类资产/短期债务（倍）	0.26	0.24	0.46
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	32.86	40.14	41.33
	全部债务/EBITDA（倍）	11.71	10.14	11.15
	经营现金/全部债务（倍）	0.03	0.02	0.01
	EBITDA/利息支出（倍）	1.52	1.80	1.90
	经营现金/利息支出（倍）	0.48	0.36	0.23

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

从偿债指标看，截至 2023 年底，公司流动资产对流动负债的保障程度良好，现金类资产对短期债务的保障程度较弱；2021—2023 年，随着参股标的贡献的投资收益增加，EBITDA 对利息的覆盖程度逐年增强，偿债指标整体表现尚可。

截至 2024 年 3 月底，公司对外担保余额合计 54.00 亿元，担保比率为 17.65%，担保对象主要为参股公司和盐城市属国有企业，需关注被担保企业经营状况及代偿风险。

图表 31 • 截至 2024 年 3 月底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日
平凉五举煤业有限公司	18.00	2041/11/23
台玻汽车玻璃公司	0.73	2025/02/28
江苏奥新新能源汽车有限公司	1.53	2026/02/10
东风悦达起亚汽车有限公司	6.50	2024/07/02
江苏国新新能源乘用车有限公司	2.25	2025/08/01
江苏悦达金骆驼医疗管理有限公司	0.11	2024/04/22
陕西达美轮毂有限公司	4.38	2028/05/06
盐城市国有资产投资集团有限公司	7.14	2028/01/09
江苏银宝控股集团有限公司	2.00	2024/11/24
盐城东方建设投资股份有限公司	11.36	2029/01/05
合计	54.00	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2024 年 3 月底，联合资信未发现公司存在尚未了结或可预见的重大诉讼或仲裁事项。

截至 2024 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额 367.54 亿元，其中未使用授信额度 87.92 亿元，间接融资渠道畅通；同时考虑到悦达投资和悦达国际控股为上市公司，公司具备直接融资渠道。

6 公司本部财务分析

公司本部承担了大部分融资职能，本部收益来源主要为子公司分红收益。公司本部资产主要为其他应收款、政府历史注入土地及子公司股权，资产流动性较弱；债务负担重，短期偿债压力大，对外部融资依赖度高。

公司本部主营国内贸易业务，并承担战略决策及大部分融资职能。

截至 2023 年底，公司本部资产主要为子公司股权、政府历史注入土地以及其他应收款。其中，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）45.43 亿元，长期股权投资 160.45 亿元（子公司股权占 98.88%），其他应收款 127.86 亿元（账龄在 1 年以内的占 70.00%，主要为对子公司及联营企业的计息拆借款，增长主要来自对悦达汽车集团等关联方企业往来款的增加），存货 62.78 亿元（政府历史注入土地）。截至 2024 年 3 月底，公司本部直接持有上市公司市值合计约 39 亿元，其中约 16 亿元已质押。

图表32 • 2023年末公司本部其他应收款前五大情况（单位：亿元）

单位名称	账面余额	账龄	占比
悦达汽车集团	28.80	1 年以内 13.67 亿元；1~2 年 15.12 亿元	22.36%
悦达汽车发展有限公司	18.90	1 年以内	14.67%
华人运通	8.16	1 年以内 0.90 亿元；1~2 年 0.94 亿元；2~3 年 6.32 亿元	3.88%
悦达香港	7.13	1 年以内 3.31 亿元；1~2 年 3.82 亿元	6.33%
工银金融资产投资有限公司	5.00	1 年以内	5.54%
合计	67.98	--	52.78%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表33 • 2024年3月末本部持有上市公司股权情况（单位：亿元）

上市公司名称	期末市值	期末质押比例
悦达投资	12.29	47.06%
北方国际	4.45	--
中汽股份	21.39	49.38%
盛京银行股份有限公司	0.31	--
合计	38.44	--

注：港股市值按人民币汇率中间价折算后的收盘价及所持股份计算
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司本部利润主要来源于国内贸易业务及投资净收益。2023 年，公司本部实现营业总收入 40.98 亿元，同比增长 23.41%，毛利润为 1.03 亿元，财务费用为 14.86 亿元，投资收益为 29.65 亿元（主要来自成本法核算的长期股权投资收益 12.81 亿元及中汽股份由长期股权投资转为交易性金融资产产生的其他投资收益 16.32 亿元），利润总额为 11.83 亿元。

截至 2023 年底，公司本部全部债务为 240.09 亿元（较上年底增加 18.57 亿元），占合并口径全部债务的 61.87%。其中，短期债务为 164.70 亿元，占全部债务的 57.78%，债务结构较上年底有所优化；公司本部有 3.50 亿元公司信用类债券在 2024 年 5 至 12 月内到期或回售偿付。同期末，公司本部全部债务资本化比率 69.26%，债务负担重。

偿债能力方面，2023 年，公司本部经营活动现金净流入 0.33 亿元，取得投资收益收到的现金 8.51 亿元，吸收投资收到的现金 8.50 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 14.44 亿元；截至 2023 年底，公司本部现金短期债务比为 0.28 倍，债务偿还依赖再融资。

九、ESG 分析

公司面临的环境风险较小，区域地位重要，社会贡献度较高，此外，公司战略规划清晰，规章制度和内控制度较为健全。

环境方面，作为产业投资平台，公司面临的环境风险较小，下属上市公司悦达投资已建立环境保护相关机制，2023 年投入环保资金 71.26 万元（2022 年为 121.85 万元）。

社会责任方面，公司作为盐城市核心产业投资平台，承担了一定的社会责任。盐城胡友林慈善基金会以公司前董事局主席胡友林的名字命名，于 2011 年 3 月经江苏省社会组织管理局批准设立，先后走进盐城市亭湖区朝阳社区、雅和社区 and 盐都区宝才社区开展“五助（助老、助学、助残、助医、助业）”活动，提供助困资金 65 万元，共资助帮扶了 106 户特困家庭，有 120 多名志愿者参加了帮扶活动。

公司治理结构和内控制度较为健全。

十、外部支持

1 支持能力

政府支持能力较强。

盐城市是江苏省北部重要的地级市之一，2021—2023 年，盐城市 GDP 持续增长。2023 年，盐城地区生产总值实现 7403.9 亿元，增长 5.9%，总量列同类地级市（不含直辖市、副省级市、省会城市）第 15 位。财政实力方面，2021—2023 年，盐城市地方公共财政收入持续增长。2023 年，盐城市完成一般公共预算收入 482.7 亿元，比上年增长 6.5%，其中税收收入 341.2 亿元，税收收入占一般公共预算收入比重 70.7%。2023 年，盐城市政府性债务风险等级转绿，融资成本在上年度大幅下降的基础上再降 49 个 BP。盐城市经济持续发展，政府财政实力较强，支持能力较强。

2 支持可能性

公司作为盐城市人民政府下属核心产业投资平台，围绕盐城市汽车产业链整体布局，所投产业对当地经济社会的贡献程度很高，政府支持意愿很强，持续在资金及政策方面给予公司大力支持。

公司投资的汽车和新能源产业系盐城市主导产业，投资的悦达起亚自 2002 年落户盐城以来，累计上缴税收 520 亿元左右，有力带动了盐城汽车零部件产业发展，有效解决地方就业；公司在光伏、储能、氢能等领域促成一批重点项目落地盐城。

资金方面，2022 年 2 月，盐城市政府以财政资金注资 17.00 亿元，支持公司继续投资汽车相关产业，公司实收资本增至 67.00 亿元。2023 年 11 月，根据盐国资〔2023〕76 号文，盐城市人民政府同意公司注册资本由 67.00 亿元增加至 75.00 亿元。截至 2024 年 3 月底，盐城市人民政府和江苏省财政厅已完成对公司增资 6.80 亿元，实收资本增至 73.80 亿元，并拟继续盘活土地资源并将净收益对公司注资。政府补贴方面，2021—2023 年，公司分别获得政府补助 1.16 亿元、0.92 亿元和 0.35 亿元。

政策方面，盐城市人民政府计划在 2021—2030 年期间给予悦达起亚 1,000 元/台汽车海外市场开拓投资费，以支持其业务转型和发展。2022 年，盐城市国资委向公司印发授权放权事项清单，在干部放权、人才引进、经营决策等方面给予公司进一步支持。此外，盐城市人民政府在沿海风光电资源配置上进一步向公司倾斜，现已取得渔光互补项目。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构影响较小。

公司本期债项发行规模为 10.00 亿元，分别占公司 2023 年底长期债务和全部债务的 5.56%和 2.17%，对公司现有债务结构影响较小。以 2023 年底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 64.20%、60.43%和 37.35%上升至 64.62%、60.94%和 38.62%。若将永续债及债转股计入长期债务，其他因素保持不变的情况

下，公司资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.42%、68.45%和 50.42%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金拟用于偿还公司及其子公司存量有息债务，发行后公司实际债务负担或将低于预测值。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可。考虑到公司持续在资金及政策方面获得有力的外部支持，融资渠道畅通，均可为本期债项偿还提供一定支撑。

2023 年，公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可。考虑到公司持续在资金及政策方面获得有力的外部支持，融资渠道畅通，均可为本期债项偿还提供一定支撑。

图表 34 • 本期债项偿还能力测算

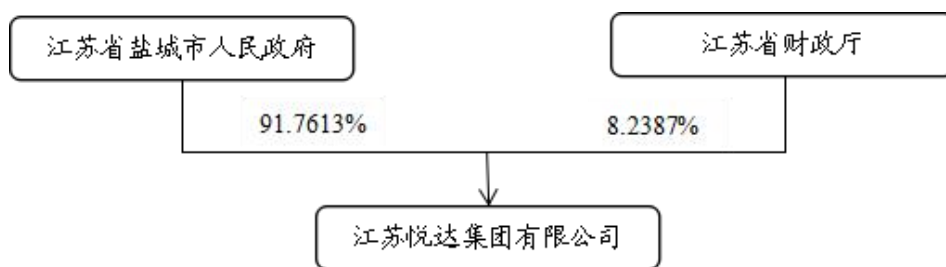
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	189.85
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.79
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.03
发行后长期债务/EBITDA（倍）	4.59

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

十二、评级结论

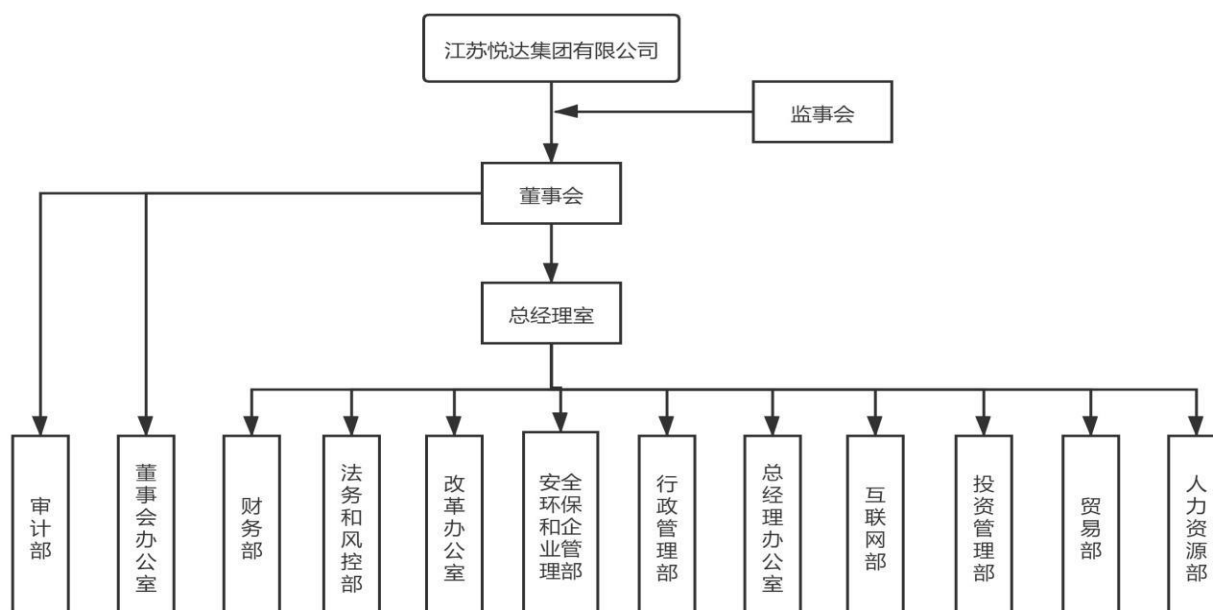
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	业务性质	持股比例		取得方式
		直接	间接	
江苏悦达投资股份有限公司	实业投资	34.00%	--	投资设立
上海悦达新实业集团有限公司	投资、贸易	31.12%	20.74%	投资设立
江苏悦达南方控股有限公司	商业、房地产	100.00%	--	投资设立
悦达资本股份有限公司	资产管理	61.03%	--	投资设立
悦达集团(香港)有限公司	交通业、矿业	100.00%	--	投资设立
江苏悦达物流有限公司	仓储物流	100.00%	--	投资设立
江苏悦达集团财务有限公司	金融业	51.00%	49.00%	投资设立
江苏悦达大圣针织服装有限公司	工业制造	100.00%	--	投资设立
湖南悦达发展投资有限公司	矿业投资	60.00%	--	投资设立
江苏悦达黄海拖拉机制造有限公司	机械制造	51.00%	--	投资设立
江苏悦达汽车集团有限公司	汽车产业投资	70.00%	--	投资设立
江苏悦达汽车配件有限公司	工业制造	30.50%	--	投资设立
江苏悦达汽车制造有限公司	汽车制造	100.00%	--	投资设立
江苏悦达集团南京投资发展有限公司	投资管理	100.00%	--	改制成立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	66.87	66.99	128.17	102.29
应收账款（亿元）	14.02	6.64	6.45	8.07
其他应收款（亿元）	77.96	107.64	105.66	102.87
存货（亿元）	140.77	158.75	163.33	167.24
长期股权投资（亿元）	153.02	166.44	161.08	168.58
固定资产（亿元）	32.88	47.78	46.35	47.74
在建工程（亿元）	20.74	13.18	5.87	9.78
资产总额（亿元）	730.32	793.73	842.74	846.27
实收资本（亿元）	50.00	67.00	73.80	73.80
少数股东权益（亿元）	156.61	153.51	142.99	143.34
所有者权益（亿元）	266.50	294.95	301.69	305.87
短期债务（亿元）	257.97	279.95	280.88	286.20
长期债务（亿元）	126.85	127.21	179.85	175.99
全部债务（亿元）	384.83	407.15	460.73	462.19
营业总收入（亿元）	184.80	217.84	241.23	62.47
营业成本（亿元）	160.81	191.35	222.47	57.64
其他收益（亿元）	0.47	0.33	0.33	0.07
利润总额（亿元）	6.32	12.00	13.94	4.64
EBITDA（亿元）	32.86	40.14	41.33	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	215.53	255.45	263.19	72.59
经营活动现金流入小计（亿元）	235.88	286.47	340.39	74.70
经营活动现金流量净额（亿元）	10.44	7.90	4.90	2.33
投资活动现金流量净额（亿元）	3.21	-18.60	-13.05	-15.01
筹资活动现金流量净额（亿元）	-17.46	8.38	25.39	12.91
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.61	17.75	25.36	--
存货周转次数（次）	1.16	1.28	1.38	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.29	0.29	--
现金收入比（%）	116.63	117.26	109.10	116.20
营业利润率（%）	11.59	10.16	6.23	7.31
总资本收益率（%）	3.75	4.33	4.20	--
净资产收益率（%）	1.44	3.04	3.88	--
长期债务资本化比率（%）	32.25	30.13	37.35	36.52
全部债务资本化比率（%）	59.08	57.99	60.43	60.18
资产负债率（%）	63.51	62.84	64.20	63.86
流动比率（%）	105.06	102.61	126.96	121.94
速动比率（%）	62.85	59.33	79.91	73.93
经营现金流动负债比（%）	3.13	2.15	1.41	--
现金短期债务比（倍）	0.26	0.24	0.46	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.80	1.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.71	10.14	11.15	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.44	20.08	45.43	39.52
应收账款（亿元）	2.48	0.70	0.00	0.31
其他应收款（亿元）	57.57	88.24	127.86	123.99
存货（亿元）	62.81	62.78	62.78	62.78
长期股权投资（亿元）	157.09	164.11	160.45	160.40
固定资产（亿元）	8.96	14.52	12.59	12.34
在建工程（亿元）	0.08	0.13	0.08	0.13
资产总额（亿元）	339.78	389.32	444.06	434.00
实收资本（亿元）	50.00	67.00	73.80	73.80
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	85.32	108.12	126.50	123.95
短期债务（亿元）	154.36	160.84	164.70	167.65
长期债务（亿元）	67.16	79.25	120.36	107.76
全部债务（亿元）	221.52	240.09	285.06	275.41
营业总收入（亿元）	27.95	33.21	40.98	8.02
营业成本（亿元）	27.34	30.89	39.95	7.04
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	4.31	1.68	11.83	-2.44
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	33.44	39.33	46.81	8.83
经营活动现金流入小计（亿元）	45.25	51.45	59.47	8.83
经营活动现金流量净额（亿元）	1.91	1.27	0.33	0.39
投资活动现金流量净额（亿元）	17.30	-14.30	-32.68	-0.59
筹资活动现金流量净额（亿元）	-22.06	11.14	33.00	1.95
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.27	20.89	116.63	--
存货周转次数（次）	0.44	0.49	0.64	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.09	0.10	--
现金收入比（%）	119.65	118.42	114.23	110.04
营业利润率（%）	1.77	6.53	2.15	11.53
总资本收益率（%）	5.84	4.54	6.44	--
净资产收益率（%）	5.19	1.36	9.35	--
长期债务资本化比率（%）	44.04	42.30	48.76	46.51
全部债务资本化比率（%）	72.19	68.95	69.26	68.96
资产负债率（%）	74.89	72.23	71.51	71.44
流动比率（%）	82.80	88.55	122.29	114.35
速动比率（%）	49.20	57.30	90.29	83.15
经营现金流动负债比（%）	1.02	0.63	0.17	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.12	0.28	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

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%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加-期间费用) / 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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

江苏悦达集团有限公司（以下简称“贵公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。