

江苏悦达集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

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〔2026〕4277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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏悦达集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 悦达 MTN003”和“25 悦达 G2”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

评级总监：

二〇二六年六月二十九日

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

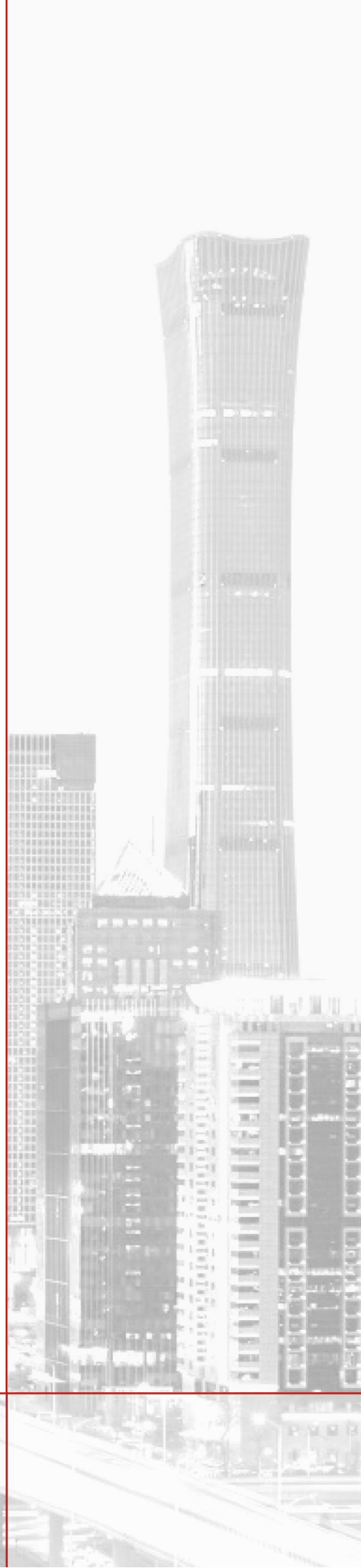
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
江苏悦达集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/29
24 悦达 MTN003/25 悦达 G2	AAA/稳定	AAA/稳定	

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。跟踪期内，公司产业布局保持稳定，核心产业符合区域产业发展方向。其中，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，为公司长期可持续发展奠定了基础。管理方面，公司本部对下属重要子公司的管控力仍强。2025 年，公司各板块收入同比均实现增长，但毛利润仍无法覆盖期间费用，控股产业盈利能力偏弱，煤炭领域的参股投资收益仍为公司利润的核心来源，但同比有所下降，新能源和汽车领域存在一定投资风险。整体看，公司经营风险很低，需关注控股产业盈利能力改善情况，参股产业收益集中度高及相关投资风险。财务方面，公司资产质量较好，流动性一般；实际债务负担重，偿债指标表现尚可，融资渠道畅通，财务风险较低。

个体调整：无。

外部支持调整：公司作为盐城市人民政府直属的核心产业投资平台，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，随着盐城市加强对新能源汽车和晶硅光伏产业链的支持，公司参股投资的汽车和新能源标的业绩回升，加之盐城市人民政府对公司的持续支持，公司评级展望保持稳定。

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，致使股东及各方支持意愿减弱；公司财务指标显著弱化。

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。**2023—2025 年，公司参股的煤炭企业贡献的投资收益分别为 19.89 亿元、23.67 亿元和 14.34 亿元，现金分红分别为 21.55 亿元、15.51 亿元和 16.33 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，资源优势显著。
- **公司本部持有的上市公司股权市值规模较大。**截至 2025 年底，公司本部直接持有上市公司市值合计约 47 亿元，其中约 38 亿元未质押。

关注

- **公司参股产业收益集中度高，汽车及新能源领域存在一定投资风险。**2023—2025 年，公司参股的煤炭企业陕西黄陵二号煤矿有限公司贡献的投资收益分别占合并口径投资收益的 38.27%、74.25%和 86.35%，公司经营业绩易受煤炭行业周期影响。汽车投资方面，公司投资的华人运通（江苏）技术有限公司于 2024 年 2 月开始停产停工，截至 2026 年 3 月底股权投资成本 2 亿元，对其各类应收款余额 12.40 亿元，存在一定投资风险。新能源投资方面，公司投资的江苏润阳新能源科技股份有限公司（截至 2026 年 3 月底累计投资成本 12 亿元，拆借款为 49.32 亿元，供应链垫款约 17 亿元）受光伏产业链各环节市场价格大幅下降影响，2025 年亏损，需关注其未来发展情况。
- **公司控股产业盈利能力偏弱，房地产业务部分项目去化进展有待关注。**公司期间费用对控股产业毛利润的侵蚀严重，调整后营业利润持续为负；房地产板块部分项目去化较慢，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。

- **其他应收款及存货对资金占用规模大且存在减值风险，债务规模增幅明显且债务负担重。**公司其他应收款账龄偏长，主要系对汽车和新能源等领域参股投资标的的拆借款，地产类存货规模较大，上述资产对资金占用明显。2025 年，公司分别计提其他应收款坏账损失 0.50 亿元，存货跌价损失及合同履约成本减值损失 1.15 亿元。截至 2025 年末，公司全部债务较上年底增长 12.71%；截至 2026 年 3 月底，公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为 68.22%和 65.28%，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、模型及结果

评级方法与模型 多元控股企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			经营分析	1
			企业管理	2
财务风险	F3	资产质量和盈利能力		3
		资本结构		4
		偿债能力		3
指示评级				a ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+4
模型级别				AAA

个体信用状况变动和外部支持变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《多元控股企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

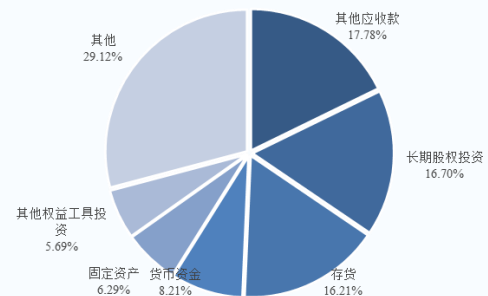
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	128.17	123.83	137.44	137.71
资产总额（亿元）	842.74	944.09	1038.65	1051.60
所有者权益（亿元）	301.69	312.15	325.33	334.18
短期债务（亿元）	280.88	339.12	345.19	295.88
长期债务（亿元）	179.85	214.19	278.47	332.34
全部债务（亿元）	460.73	553.31	623.66	628.22
营业总收入（亿元）	241.23	295.66	338.11	92.88
利润总额（亿元）	13.94	13.50	14.96	4.74
EBITDA（亿元）	41.33	40.97	42.41	--
经营性净现金流（亿元）	4.90	5.63	6.23	2.41
经调整的营业利润率（%）	-8.68	-5.34	-3.84	0.19
总资产报酬率（%）	5.05	4.59	4.28	--
资产负债率（%）	64.20	66.94	68.68	68.22
全部债务资本化比率（%）	60.43	63.93	65.72	65.28
流动比率（%）	126.96	121.15	134.00	153.31
经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.98	0.97	0.99	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.37	0.40	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	1.90	1.91	2.06	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.15	13.51	14.71	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	444.06	500.48	558.73	603.34
所有者权益（亿元）	126.50	145.63	165.14	166.10
全部债务（亿元）	285.06	327.40	365.45	370.18
营业总收入（亿元）	40.98	52.92	52.13	14.67
利润总额（亿元）	11.83	2.56	4.28	-2.18
资产负债率（%）	71.51	70.90	70.44	72.47
全部债务资本化比率（%）	69.26	69.21	68.88	69.03
流动比率（%）	122.29	130.37	156.93	203.35
经营现金流动负债比（%）	0.17	0.30	0.16	--

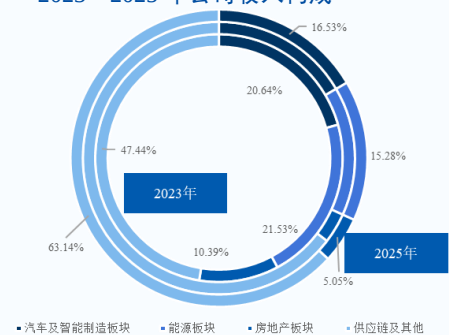
注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

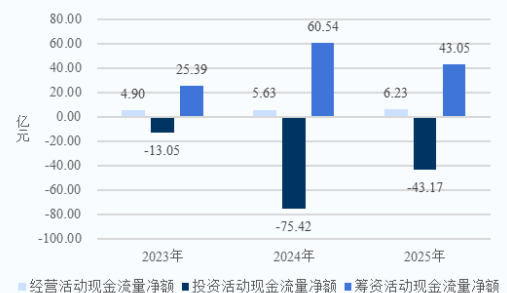
2025 年底公司资产构成



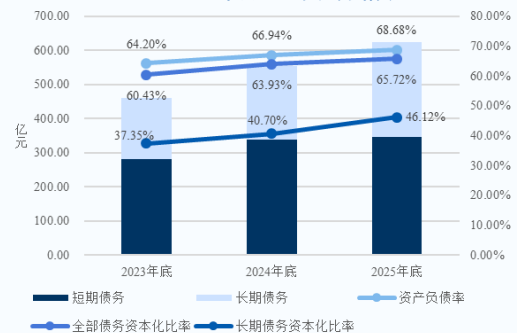
2023—2025 年公司收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
24 悦达 MTN003	10.00 亿元	10.00 亿元	2029/08/15	--
25 悦达 G2	5.00 亿元	5.00 亿元	2030/07/23	投资者保护（其他）

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 悦达 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/24	李明 刘雨晨	多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202505	阅读全文
25 悦达 G2	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/03	李明 刘雨晨	多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202505	阅读全文
24 悦达 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/08	李明 李思雨	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（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 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：刘雨晨 liuyuchen@lhratings.com | 王佳晨子 wangjcz@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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于江苏悦达集团有限公司（以下简称“公司”或“悦达集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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，公司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 2026 年 3 月底，公司注册资本为 100.00 亿元，实收资本为 85.40 亿元，盐城市人民政府直接持有公司 92.88% 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，以煤矿、新能源为主的能源业务，房地产业务，及以商贸流通、租赁保理为主的供应链业务，按照联合资信行业分类标准划分为多元控股企业。

截至 2026 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、法务和风控部等职能部门；合并口径在职职工 6405 人。

截至 2025 年底，公司合并资产总额为 1038.65 亿元，所有者权益合计 325.33 亿元（含少数股东权益 124.21 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 338.11 亿元，利润总额 14.96 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额为 1051.60 亿元，所有者权益合计 334.18 亿元（含少数股东权益 124.61 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 92.88 亿元，利润总额 4.74 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按承诺用途或最新披露用途使用完毕，“24 悦达 MTN003”在付息日正常付息，“25 悦达 G2”尚未到付息日。

图表 1 • 截至 2026 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
24 悦达 MTN003	10.00	10.00	2024/08/15	5 年
25 悦达 G2	5.00	5.00	2025/07/23	5 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六

张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）多元控股

多元控股企业是指通过控股或参股方式，持有并管理跨越多个行业板块的子公司或业务单位的企业集团。通过对不同行业子公司的战略性持股与管理，多元控股企业既可分散风险，又能促进协同增效与价值增值，从而推动集团整体的可持续发展。

多元控股企业的母公司以投资管理为核心，通过持有各子公司股权，参与子公司的战略决策与重要运营，同时为子公司提供资本支持、资源整合和战略指导，借此在多个行业间分散经营风险。多元控股企业母公司主要收入来源包括：（1）股权分红和投资收益：子公司实现盈利后按比例分配的股利，以及母公司通过股权处置获得的资本利得；（2）资产运作收益：在必要时通过出售或转让股权、合资退出等方式实现的一次性增值；（3）管理服务费：部分多元控股企业母公司对子公司收取管理或咨询费用，但该类收益整体占比较小。

多元控股企业数量众多，头部公司资产总量庞大，大型多元控股企业通常拥有千亿元以上的资产规模。对于一般多元控股企业，行业结构呈现“一超多强”局面，少数几家最大的控股集团处于主导地位，其余为中小规模的控股企业。多元控股企业在跨行业、多元化布局过程中，不仅要应对市场与监管带来的外部压力，还需关注内部运营与战略执行方面的多重风险。

（1）激烈竞争与行业周期波动

由于行业进入门槛低、参与主体众多，头部控股集团凭借资源和资本优势，在市场波动期更容易获取优质资产和业务机会；而中小规模企业则可能因资源不足而面临市场份额被边缘化的局面。同时，不同子行业的经济周期交织影响，上行阶段助推扩张，下行阶段则因标的业绩承压和现金流回收放缓而带来整体经营波动。

（2）融资成本攀升与高杠杆压力

当外部环境处于宏观利率上行、融资环境趋紧的情形下，多元控股企业的募资难度普遍较大。同时，为了实现外延式并购和快速扩张，多元控股企业承担了较高的负债水平，一旦并购标的未能实现预期业绩，就可能出现合并口径收入和利润未如预期、商誉减值等情形，进而对再融资形成抑制，短期内陷入偿债和流动性双重压力。

（3）跨领域管理与协同效率挑战

多元控股企业的业务布局通常涵盖多个行业板块，需要在不同领域建立专业化管理和风险监控体系。若管理层缺乏相应行业经验或盲目扩张至无协同效应的板块，将导致决策滞后、资源错配，不仅浪费管理成本，也可能使集团整体盈利稳定性受到影响。

（4）盈利模式与资本结构差异

各子公司在盈利水平、杠杆率和偿债期限上存在显著差异，这要求多元控股企业母公司在资源配置和财务管理上既要保持整体协同，也要针对单一板块风险进行精细化控制，以防某一业务单元的波动对集团财务健康产生连锁反应。

（2）煤炭

2025年，全国煤炭产量略有增长，且进一步向晋陕蒙和新疆地区集中，煤炭进口量有所下降；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。2026年，煤炭供需将维持“整体平衡、阶段性偏紧”格局，动力煤价格中枢有望较2025年小幅上移。煤炭企业的收入、利润及经营获现规模有望止跌企稳，考虑到新增产能审批趋严使得行业大规模投资支出减少，债务规模增长放缓，行业整体偿债能力稳定，但仍需关注非经营性负担对煤炭企业可持续发展的不利影响，以及新能源快速发展对传统能源发展空间的挤压等。完整版行业分析详见[《2026年煤炭行业分析》](#)。

（3）光伏

2025年是光伏行业由“规模扩张”向“质量效益”转型的关键枢纽期。面对全球装机增速趋缓、产能结构性过剩、价格非理性下行及全产业链亏损的严峻挑战，光伏行业制造端在政策规制引导与市场出清机制的双重共振下，加速推进落后产能淘汰与技术代际迭代。展望2026年，全球装机需求韧性犹存。伴随供需格局的实质性再平衡、新型电力系统建设的持续深化以及全球贸易

格局的深刻重塑，光伏制造端将全面开启以“产业集聚化、发展技术化、价值理性化”为标志的高质量发展新阶段。完整版光伏行业分析详见《2026 年光伏行业分析》。

2 区域环境分析

2023—2025 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，能够在业务开展的过程中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。截至 2024 年底，盐城市常住人口 667.1 万人，城镇化率为 67%。

根据盐城市国民经济和社会发展统计公报，2023—2025 年，盐城市地区生产总值逐年增长，增速略有放缓，人均 GDP 处于较高水平。2025 年，盐城市 GDP 在江苏省排名第 8 位。产业结构方面，2025 年，盐城市第一产业增加值 873.6 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 3022.2 亿元，增长 4.4%；第三产业增加值 4149.5 亿元，增长 6.5%；产业结构以二、三产业为主，第三产业增速较快。固定资产投资方面，2023—2025 年，盐城市固定资产投资增速逐年下降。

图表 2 • 盐城市主要经济指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP（亿元）	7403.9	7779.2	8045.3
GDP 增速（%）	5.9	5.5	5.4
固定资产投资增速（%）	9.2	0.3	-15.0
三产结构	11.0:40.3:48.7	10.9:38.7:50.4	--
人均 GDP（万元）	11.07	11.65	--

注：2025 年三产结构及人均 GDP 尚未公布

资料来源：联合资信根据公开资料整理

产业发展方面，盐城市支柱产业包括汽车、机械、纺织、化工，近年来持续培育“5+2”战略性新兴产业和 23 条重点产业链，即：大力发展新能源汽车及核心零部件、新能源、新一代信息技术、新材料、大健康五大产业；加快布局数字经济、海洋经济两大产业；培育不锈钢、晶硅光伏、动力电池等 23 条重点产业链。截至 2025 年底，“5+2”战略性新兴产业规模全部超千亿元，汽车产业规模重返千亿，高新技术产业产值占规上工业产值比重达 46.7%。盐城市光伏集群获评国家先进制造业集群。“十五五”期间，盐城市计划不断提升“5+2”战略性新兴产业规模和核心竞争力。

六、跟踪期主要变化

（一）控股产业布局及子公司概况

1 控股经营业务

公司营业总收入主要来自汽车及智能制造、能源、房地产、供应链及其他业务，控股产业构成较为稳定。2025 年，公司各板块收入均实现同比增长；受汽车及智能制造、房地产、供应链及其他板块毛利率下降影响，公司综合毛利率同比下降。2026 年一季度，公司营业总收入和毛利率同比均有所增长。

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；能源板块收入由煤炭贸易、煤炭开采和 LNG 生产销售收入构成；供应链及其他收入由商贸流通、租赁保理等金融业务、高速公路等业务收入构成。综合看，商贸流通业务为公司主要收入来源。

2025 年，公司营业总收入同比增长 14.36%。其中，受益于汽车销售收入同比增长，汽车及智能制造板块收入同比增长 14.51%；能源板块收入同比增长 14.19%，主要系新能源板块光电项目陆续投产带动收入增长所致；房地产业务收入同比增长 60.52%；供应链及其他收入同比增长 11.79%，主要系钢材、铝锭、光伏原材料等贸易规模增加所致。同期，公司综合毛利率同比下降 0.46 个百分点。其中，能源板块毛利率同比提升 4.19 个百分点，主要系渔光互补发电项目等的完工使用所致；房地产板块毛利率同比下降

5.49 个百分点，主要系房价下跌所致；供应链及其他板块毛利率同比下降 1.40 个百分点，主要系低毛利率的商贸流通收入占比提升所致。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 7.45%。其中汽车及智能制造板块收入同比下降 30.18%，主要系汽车配件业务及出口业务收入下滑所致；受煤炭贸易业务收入下降等因素影响，能源板块收入同比下降 18.02%；房地产板块收入同比增长 26.99%，供应链及其他板块收入同比增长 22.80%。同期，受益于汽车及智能制造板块和能源板块毛利率同比提升，公司综合毛利率同比提升 0.51 个百分点。

图 3 • 2023—2025 年及 2026 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	2023 年			2024 年			2025 年			2026 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	49.79	20.64%	10.17%	48.80	16.51%	8.41%	55.88	16.53%	7.22%	11.14	12.00%	19.31%
能源板块	51.94	21.53%	4.78%	45.25	15.30%	2.79%	51.67	15.28%	6.98%	10.08	10.86%	9.09%
房地产板块	25.07	10.39%	23.21%	10.63	3.59%	22.80%	17.06	5.05%	17.31%	6.54	7.04%	21.28%
供应链及其他	114.43	47.44%	4.72%	190.98	64.60%	4.83%	213.50	63.14%	3.43%	65.11	70.10%	5.46%
合计	241.23	100.00%	7.78%	295.66	100.00%	5.76%	338.11	100.00%	5.30%	92.88	100.00%	8.63%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 投资业务

2025 年，受黄陵二号矿盈利下滑影响，公司权益法核算的长期股权投资收益同比下滑，取得投资收益收到的现金同比小幅增长，构成主要来自对陕西黄陵二号煤矿有限公司的投资收益。

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，现金分红规模波动下降。其中，2023—2025 年，江苏悦达起亚汽车有限公司（以下简称“悦达起亚”）实现扭亏为盈；公司参股的煤炭企业贡献的投资收益分别为 19.89 亿元、23.67 亿元和 14.34 亿元，对合并口径投资收益的贡献显著，现金分红分别为 21.55 亿元、15.51 亿元和 16.33 亿元，主要来自陕西黄陵二号煤矿有限公司（以下简称“黄陵二号矿”），黄陵二号矿贡献的投资收益分别占合并口径投资收益的 38.27%、74.25%和 86.35%；新能源投资标的江苏润阳新能源科技股份有限公司（以下简称“润阳股份”）受光伏产业链各环节市场价格大幅下降影响，2025 年持续亏损。

图 4 • 2023—2025 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		
		2023 年	2024 年	2025 年	2023 年	2024 年	2025 年
汽车	悦达起亚	-4.14	--	0.57	--	--	--
	中汽研汽车试验场股份有限公司	0.37	--	--	0.21	--	--
煤炭	黄陵二号矿	15.68	21.05	13.66	17.84	15.51	16.33
	内蒙古西蒙悦达能源有限公司	1.51	1.15	-0.20	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	-0.86	-0.12	--	--	--
	陕西中能煤田有限公司	2.69	2.32	1.00	0.80	--	--
	陕西韩城矿业王峰煤矿有限责任公司	--	--	--	--	--	--
新能源	润阳股份	5.24	-1.90	-4.55	--	--	--
高速公路	江苏京沪高速公路有限公司	0.33	0.56	0.50	0.12	--	0.03
金融	国投泰康信托有限公司	0.89	0.68	0.38	0.25	1.28	0.12
合计		22.58	23.00	11.24	22.13	16.79	16.48
公司当期权益法核算的长期股权投资收益/宣告发放现金股利或利润		23.45	25.15	12.71	23.01	17.45	17.73
公司当期投资收益/取得投资收益收到的现金		40.97	28.35	15.82	23.23	19.16	20.55

注：2023 年，中汽研汽车试验场股份有限公司由长期股权投资转入交易性金融资产；截至 2023 年底，长期股权投资中的悦达起亚期末余额为 0

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 重要子公司

公司合并口径收入主要来自各供应链业务经营主体，净利润主要来自煤炭投资主体；合并口径资产与债务分布较为均衡，但需关注汽车产业投资主体债务负担过重的情况。跟踪期内，公司主要经营主体业绩均保持平稳或向好。

公司合并口径收入主要来自各供应链业务经营主体，包括江苏悦达南方控股有限公司（以下简称“悦达南方”）、上海悦达新实业集团有限公司（以下简称“悦达新实业”）、公司本部、悦达集团（香港）有限公司（以下简称“悦达香港”）和悦达资本股份有限公司（以下简称“悦达资本”）；净利润主要来自能源板块投资主体悦达新实业；资产和债务分布较为均衡，但江苏悦达汽车集团有限公司（以下简称“悦达汽车集团”）由于参股的悦达起亚前期持续亏损对权益侵蚀大，导致其资产负债率很高。

2025 年，受上海悦达智行汽车服务有限公司（以下简称“悦达智行”）上年出表影响，江苏悦达投资股份有限公司（以下简称“悦达投资”）收入同比下降 15.89%，受益于光伏储能前期建设项目陆续实现并网等，净利润同比大幅提升；随着项目交付增加，悦达香港收入和净利润同比均实现显著增长；受黄陵二号矿贡献的投资收益同比下滑影响，悦达新实业净利润同比下降 48.45%；悦达南方收入和净利润同比变动不大；随着贸易业务规模扩大，悦达资本收入同比增长 23.90%，净利润同比增长 9.52%；受益于悦达智行划入，悦达汽车集团收入同比增长 24.99%，净利润同比扭亏，主要系参股的悦达起亚实现盈利所致。

图表 5 • 公司下属主要经营主体 2025 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%	0.99%	上市	104.68	50.68	25.56	0.76
悦达香港	房地产、供应链	100.00%	--	--	170.32	66.78	39.54	2.59
悦达新实业	能源、供应链及其他（参股黄陵二号矿、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）	55.62%	20.74%	--	166.31	97.55	63.92	13.12
悦达南方	能源、供应链及其他	100.00%	--	--	138.66	45.79	84.70	5.20
悦达资本	供应链及其他（控股悦达国际控股）	61.03%	--	发债	164.90	81.87	42.83	1.52
悦达汽车集团	参股悦达起亚	70.00%	--	--	93.19	3.88	26.21	0.79
江苏悦达集团财务有限公司	财务公司	51.00%	49.00%	--	52.74	13.73	1.01	0.62
公司本部	--	--	--	--	558.73	165.14	52.13	3.15
公司合并口径	--	--	--	--	1038.65	325.33	338.11	11.24

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（二）基础素质

公司为盐城市核心产业投资平台，在区域产业发展及招商引资方面发挥重要作用；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，参股煤矿资源优势显著；本部无不良信贷记录。

企业规模和竞争力方面，公司是盐城市人民政府下属的核心产业投资平台，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。近年来，公司控股产业布局保持稳定，现有产业以竞争性业务为主，但盈利性偏弱。

汽车及智能制造业务方面，公司汽车销售、汽车配件及纺织业务规模均较小。截至 2026 年 3 月底，公司所属起亚自营 4S 店 22 家。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 2025 年底公司直接持股 36.00%）经营，汽配公司是悦达起亚汽车 4S 店唯一的零配件供应商。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，已形成年产 4.2 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。

能源业务方面，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 2025 年底，悦达新实业持股 80%）。截至 2026 年 3 月底，巴音孟克煤矿主要煤种为动力煤，地质储量为 4001 万吨，可采储量为 2072 万吨，核定产能为 120 万吨/年，属于大型煤矿，剩余可开采年限为 17 年。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 2026 年 3 月底持股 95.71%），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，已投

资 10.00 亿元，并于 2022 年 12 月正式投产。

地产业务方面，公司地产业务区域竞争力强，旗下开发项目屡获“广厦奖”；根据江苏省房地产业协会发布的《江苏省房地产开发行业 2023 年度综合实力 50 强企业名单》，悦达地产荣列第 7 位，是盐城市唯一进入前 10 强的企业。同时，公司部分地产项目去化较慢，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。

参股投资方面，煤炭投资对公司利润贡献显著。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。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2026 年 6 月 16 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。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（三）管理水平

跟踪期内，公司取消监事会，部分董事及高管人员调整，新任总经理具备多年政府任职经历，本部对下属重要子公司的管控力变动不大。

跟踪期内，公司取消监事会，由董事会审计与风控委员会行使相关职权。同时，部分董事及高级管理人员变更。2026 年 5 月，根据中国共产党盐城市委员会《关于臧冲同志任职的通知》（盐委组〔2026〕100 号），臧冲同志任公司党委委员、副书记、总经理。2026 年 6 月 17 日，根据盐城市国资委批复，臧冲同志任公司董事。

臧冲，现任公司董事、党委委员、副书记、总经理。历任盐城市政府办公室交通流通处工副处长，市政府办公室秘书三处主任科员、处长，建湖县政府副县长，建湖县委常委、常务副县长，建湖高新技术产业开发区党工委书记，盐城市工业和信息化局局长、党组书记，市大数据管理局局长，市发展和改革委员会主任、党组书记，市粮食和物资储备局局长，市国防动员办公室主任，盐都区委副书记、区长。

（四）经营方面

1 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，以及商贸流通、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

2025 年，公司汽车及智能制造板块收入同比增长。其中，悦达起亚 4S 店汽车销售受益于悦达起亚新能源及出口转型战略的实施，当期销量明显增长但仍未扭亏；纺织板块受对美出口下滑、行业竞争激烈及家纺产品附加值低等因素影响亏损，上下游集中度同比有所提升。

2025 年，公司汽车及智能制造板块收入同比增长。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；当期汽车销售收入同比大幅增长，汽车配件及纺织业务收入同比变动不大。2026 年 1—3 月，受汽车销售业务收入同比下降影响，公司汽车及智能制造板块收入同比下降 30.20%。

图表 6 • 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	2023 年		2024 年		2025 年		2026 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	2.30	4.62%	--	--	--	--	--	--
汽车销售	20.44	41.06%	20.02	41.03%	27.82	49.79%	3.37	30.22%

汽车配件	6.26	12.57%	5.40	11.06%	4.31	7.71%	1.06	9.50%
汽车物流	1.56	3.14%	1.76	3.61%	2.95	5.28%	0.67	6.02%
专用车	1.83	3.68%	2.80	5.74%	2.80	5.02%	1.19	10.71%
拖拉机	2.98	5.99%	2.20	4.52%	1.85	3.31%	0.74	6.68%
纺织业	14.41	28.94%	16.62	34.05%	16.15	28.90%	4.11	36.87%
合计	49.79	100.00%	48.80	100.00%	55.88	100.00%	11.14	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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，下游客户主要为天津港保税区内汽车经销商，结算方式为信用证或电汇，销售周期一般为 3~6 个月；上游由下游客户指定，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 店业务由悦达智行公司经营。2025 年，受益于悦达起亚新能源及出口转型战略的实施，悦达智行公司销量及营业收入同比增长明显，但受新能源车内销毛利倒挂影响，归母净利润仍为负。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。悦达智行公司整车销售主要分私家车及大宗车，其中私家车客户为个人；大宗车客户为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 7 • 悦达智行公司经营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
销售汽车数量（台）	9,660	12,149	21,338	3,290
营业收入（亿元）	10.47	13.01	19.80	2.68
归母净利润（亿元）	-0.49	-0.73	-0.48	-0.10

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

纺织业

公司纺织业主要由悦达投资全资子公司悦达纺织经营。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。2025 年，悦达纺织加速推进绿色工厂建设，能耗管控成效明显，实现营业收入 16.15 亿元，但因对美出口受关税影响大幅下滑，行业竞争激烈，家纺产品附加值低等因素，净利润-0.24 亿元（2024 年为 0.70 亿元，含公开挂牌转让江苏艾文德悦达汽车内饰有限责任公司 36%股权的收益 0.60 亿元）；主要供应商及客户同比变动不大，集中度较上年均有所提升。

图表 8 • 2025 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
中华棉花集团张家港保税物流园国际贸易有限公司	2.17	12.67%
青岛东鸿泰国际贸易有限公司	1.55	9.05%
OLAM GLOBAL AGRI PTE LTD（奥兰全球农产品有限公司）	0.86	5.05%
中华棉花集团有限公司	0.76	4.42%
OTTO STADTLANDER GMBH（澳拓施达兰德有限公司）	0.45	2.61%
合计	5.79	33.81%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 9 • 2025 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	5.32	32.92%
江苏鹿港科技有限公司	0.42	2.63%
上海题桥江苏纺织科技有限公司	0.42	2.63%
常州旭荣针织印染有限公司	0.38	2.36%
GAIN LUCKY（VIETNAM）LIMITED 得利（越南）有限公司	0.37	2.32%
合计	6.92	42.85%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）能源业务

2025 年，受益于光伏项目陆续投产，公司能源板块收入及毛利率均同比提升。其中，煤炭价格 2025 年震荡回落，公司煤炭经销业务规模同比下降，上下游集中度仍较高；煤炭开采采区转移完成，收入同比提升；新能源业务光伏项目投产带动收入及毛利率均有所增长。

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。2025 年，随着新能源板块下属光伏项目陆续投产，公司能源板块收入同比增长。同期，煤炭价格震荡回落，公司煤炭贸易收入同比下降；随着采区转移完成，煤炭开采收入同比增长 66.67%，毛利率同比回升；雅海 LNG 及光伏项目收入及毛利率同比均有所提升。2026 年一季度，受产品结构调整影响，煤炭贸易收入同比下降 41.55%；煤炭开采收入同比下降 54.55%，主要系煤矿更换采区所致；受益于光伏项目投产，雅海 LNG 及光伏项目收入同比增长 72.45%；综合影响下，能源板块收入同比下降 18.05%，但毛利率同比大幅增加 2.83 个百分点。

图表 10 • 2023—2025 年及 2026 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	2023 年			2024 年			2025 年			2026 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	33.80	65.07%	0.66%	26.20	57.91%	1.11%	24.40	47.22%	0.70%	5.12	50.74%	4.33%
煤炭开采	2.48	4.77%	60.62%	1.77	3.91%	11.67%	2.95	5.71%	49.87%	0.40	3.96%	63.92%
雅海 LNG 及光伏项目	15.66	30.15%	4.84%	17.28	38.18%	4.44%	24.32	47.07%	8.07%	4.57	45.30%	9.63%
合计	51.94	100.00%	4.78%	45.25	100.00%	2.79%	51.67	100.00%	6.98%	10.08	10.86%	9.09%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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。2025 年，公司煤炭贸易业务上游集中度同比小幅下降，下游集中度同比有所上升，上下游集中度均较高。

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，为防范价格波动风险，一般向下游客户收取 15~20% 的保证金；公司煤炭贸易存货规模较小，存放点为天津港、曹妃甸港等国有大型港口仓储企业，同时公司长期派驻人员现场管理，确保货权安全。2025 年，公司煤炭贸易业务上游供应商以盐城市属贸易企业和安徽省属煤炭企业为主，下游客户以榆林市属、安徽和陕西省属国企为主。

图表 11 • 2025 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
安徽省皖煤运销有限责任公司	5.30	21.87%
盐城睿衡物资贸易有限公司	3.49	14.41%
秦岭数字科技有限责任公司	2.27	9.36%
安徽省皖煤国贸有限责任公司	1.89	7.79%
新疆农发供应链有限公司	1.33	5.48%
合计	14.27	58.91%

注：根据公开资料，盐城睿衡物资贸易有限公司为盐城市国有资本运营发展有限公司全资子公司；安徽省皖煤运销有限责任公司为安徽省皖煤国贸有限责任公司控股子公司，安徽省皖煤国贸有限责任公司为安徽省属国企安徽省皖北煤电集团有限责任公司全资子公司
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 12 • 2025 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
湖南华中铁水联运能源基地有限公司	4.72	19.35%
淮矿电力燃料有限责任公司	3.88	15.89%
陕西渭河实业有限责任公司	2.66	10.90%
嘉迅宏能源发展（海南）有限公司	1.89	7.75%
榆林文景盛实煤业有限公司	1.35	5.54%
合计	14.50	59.43%

注：根据公开资料，湖南华中铁水联运能源基地有限公司为榆林市属国企，淮矿电力燃料有限责任公司为淮南矿业（集团）有限责任公司下属子公司，陕西渭河实业有限责任公司为陕西省属国企
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

新能源业务

内蒙古雅海液化天然气 60 万吨 LNG 综合开发项目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；2024 年，该项目实现收入 17.03 亿元，净利润-0.30 亿元；2025 年，该项目实现收入 21.34 亿元，净利润 0.02 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；2025 年，公司房地产业务签约销售面积及销售均价同比均有所下降，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。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 2025 年底，公司本部对悦达香港及其子公司盐城悦达置业发展有限公司的其他应收款合计 15.90 亿元；本部长股权投资中，悦达香港期末余额为 18.10 亿元）。

2025 年，受地产市场持续低迷放缓开发节奏影响，公司开发完成投资额和开工面积均同比下降。销售方面，2025 年，公司房地产业务销售面积及销售均价同比均有所下降。截至 2025 年底，公司存货中，开发成本为 136.54 亿元（含政府历史无偿划入土地 92.36 亿元），开发产品为 22.18 亿元；合同负债中的预收房款工程款等为 7.90 亿元。公司主要房地产项目开工时间集中在 2020—2023 年；截至 2025 年底，公司存量开发成本及开发产品仅在 2025 年计提跌价准备 1.10 亿元，主要系西安地产项目计提，考虑到地产行业景气度尚未恢复，存量地产项目仍存在一定减值风险。2026 年 1—3 月，房地产板块销售面积同比增长，销售均价同比下跌，收入同比增长 26.99%，毛利率同比下降 4.57 个百分点。

图表 13 • 房地产业务经营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
开发完成投资（万元）	245,868	156,038	30,716	106,112
开工面积（万平方米）	21.86	18.42	14.83	11.38
房屋竣工面积（万平方米）	8.08	16.35	0.69	3.90
房屋销售面积（万平方米）	11.42	14.47	5.31	11.74
新增土地储备面积（万平方米）	21.93	14.37	--	6.06
期末土地储备面积（万平方米）	58.60	61.44	56.12	56.12
销售均价（元/平方米）	15,516	11,962	11,316	10,986

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2026 年 3 月底，公司自主开发的在售及在建项目中，除汽车广场项目、玲珑湾项目（A08）和铂府项目在建外，其他项目均已完工，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 2026 年 3 月底公司自主开发的主要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	19.51	10.81	10.73	13.15
忻悦府项目	盐城市	住宅	2023.03~2025.05	2.84	0.80	4.72	4.22	1.15
海玥府项目（一期）	盐城市	住宅	2023.06~2025.12	12.67	2.85	8.63	8.08	1.73
汽车广场项目	盐城市	商业	2018.08~2027.06	19.56	10.96	26.59	17.34	12.33
悦达玖玺台小区	西安市	住宅	2021.06~2026.12	12.57	2.34	22.00	14.91	2.83
悦海名邸项目	上海市	住宅	2021.05~2023.08	2.68	2.68	8.73	8.30	8.88
玲珑湾项目	上海市	住宅	2022.12~2025.07	1.82	1.82	6.75	5.63	7.99
十里香溪项目	盐城市	住宅	2013.12~2019.05	15.64	13.55	14.47	12.61	14.59
玲珑湾项目（A08）	盐城市	住宅	2024.02~2025.09	2.46	0.83	3.48	2.54	1.05

悦珑湾项目	盐城市	住宅	2010.07~2023.11	56.57	56.12	35.00	34.05	46.37
889 项目	盐城市	商业	2018.12~2021.09	3.90	1.45	8.49	8.49	1.64
铂府项目	盐城市	住宅	2024.05~2026.12	8.56	4.77	16.50	13.98	7.29
合计	--	--	--	159.97	117.68	166.17	140.88	119.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年及 2026 年一季度，公司拿地节奏有所放慢，新增 1 块住宅用地储备，出让金 5.50 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司土地储备均位于盐城市。

图表 15 • 截至 2026 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
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
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
鹿鸣路北、盐马路东地块	鹿鸣路北、盐马路东	2024 年	出让地	24.75	住宅	1.73
鹿鸣路南、盐马路东地块	鹿鸣路南、盐马路东	2024 年	出让地	42.60	住宅	3.18
东环路东、嫩江路南地块	东环路东、嫩江路南地块	2026 年	出让地	92.00	住宅	5.50
合计	--	--	--	365.46	--	18.99

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（4）供应链及其他业务

2025 年，在商贸流通业务带动下，公司供应链及其他板块收入保持增长，毛利率同比提升。其中，商贸物流业务盈利水平低，上下游集中度较高。

公司供应链及其他板块主要包括商贸流通、租赁保理等金融业务、高速公路等。2025 年，在商贸流通业务的带动下，公司供应链及其他板块收入保持增长。其中，钢材、铝锭及光伏原材料等贸易规模增长带动商贸流通收入规模同比增长，光伏原材料贸易毛利率较高带动商贸流通业务毛利率同比增长；金融业务和高速公路收入同比变动不大；受益于资金成本下降，金融业务毛利率同比有所提升；其他收入主要包括零售业务收入、厂房租金及江苏悦达集团财务有限公司收入等。2026 年 1—3 月，商贸流通业务收入同比增长 23.79%，毛利率同比下降 1.73 个百分点，受此影响，供应链及其他板块收入同比增长 22.80%，毛利率同比下降 2.45 个百分点。

图表 16 • 2023—2025 年及 2026 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	2023 年			2024 年			2025 年			2026 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	102.50	89.57%	0.41%	171.58	89.84%	0.72%	199.13	93.27%	2.31%	62.19	95.51%	0.66%
金融业务	3.33	2.91%	44.89%	3.76	1.97%	66.48%	3.69	1.73%	72.45%	1.28	1.97%	66.94%
高速公路	3.90	3.41%	53.17%	3.83	2.01%	51.30%	3.63	1.70%	54.63%	0.78	1.20%	49.99%
其他	4.71	4.11%	29.90%	11.81	6.18%	29.97%	7.04	3.30%	89.29%	0.86	1.31%	24.40%
合计	114.43	100.00%	4.72%	190.98	100.00%	4.83%	213.50	100.00%	5.46%	65.11	100.00%	3.43%

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、有色金属、钢材、矿产品和农产品等。公司主要业务模式为以销定采，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。各类贸易品中，钢材主要为车用品种，公司对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%，账期一般为 15~45 天；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。在业务主合同项下，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。2025 年，公司商贸流通业务上游集中度有所下降，下游向参股公司润阳股份子公司供应规模较大，集中度同比提升。

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 • 2025 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	38.36	19.39%
上海安盟国际贸易有限公司	11.86	5.99%
阳泉纳谷物贸有限责任公司	9.81	4.96%
南京仁卓贸易有限公司	7.91	4.00%
苏州晶银新材料科技有限公司	6.80	3.44%
合计	74.73	37.78%

注：根据公开资料，盐城海泰达企业管理有限公司为盐城市属国企；阳泉纳谷物贸有限责任公司为山西省属国企；其他表内主体均为民营企业
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 18 • 2025 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
大榭能源化工（淮北）有限公司	30.20	15.17%
江苏润阳悦达光伏科技有限公司	25.05	12.58%
金川集团贸易有限公司	17.76	8.92%
南京华铝工贸实业有限公司	9.80	4.92%
江苏盐城港大丰港开发集团有限公司	5.29	2.66%
合计	88.11	44.25%

注：根据公开资料，大榭能源化工（淮北）有限公司现名淮北矿业集团聚鑫矿产资源经营有限公司，为安徽省属国企；江苏润阳悦达光伏科技有限公司为润阳股份全资子公司；金川集团贸易有限公司为甘肃省属国企；江苏盐城港大丰港开发集团有限公司为盐城市属国企；南京华铝工贸实业有限公司为民营企业
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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、资产管理等多项业务，其中，股权投资、融资租赁和保理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。截至 2025 年底，悦达资本存续长期股权投资项目共 8 个（包括国投泰康信托有限公司及江苏悦达集团财务有限公司），投资金额（成本）合计 8.83 亿元；投资 21 只基金，基金募集资金总额合计 222.96 亿元，实缴金额合计 14.14 亿元；已退出长期股权投资或私募股权投资主要项目收益合计 0.56 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。截至 2025 年底，悦达资本融资租赁余额为 32.98 亿元，不良类本金余额为 0.17 亿元，计提坏账准备 0.12 亿元。悦达资本保理业务分为传统保理业务和通讯类保理业务。截至 2025 年底，悦达资本保理应收款账面余额为 29.01 亿元，均为正常类。

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 2026 年 3 月底资产账面余额
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月	
直接股权投资	1.03	0.37	0.62	0.10	-0.05	--	--	--	36.21
股权投资基金	0.11	0.20	0.27	0.04	--	--	--	--	7.80
固收投资	0.28	0.50	--	--	--	--	--	--	11.75
融资租赁	1.04	1.46	1.89	0.56	-0.02	-0.09	0.25	0.05	32.74
保理业务	2.11	2.17	2.35	0.65	-0.01	-0.07	0.02	0.01	33.04

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，2025 年，剩余两条控股高速公路收入同比保持稳定，净利润同比小幅增长。

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 2026 年 3 月底持股比例	收费期限	营业收入				净利润			
			2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
汾平高速	70%	2010 年 10 月 30 日—2040 年 10 月 29 日	2.53	2.41	2.34	0.54	1.16	0.56	0.63	0.25
京大高速	70%	2005 年 10 月 1 日—2027 年 5 月 6 日	1.38	1.43	1.29	0.15	0.50	0.51	0.49	0.12

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，汽车和新能源产业存在一定投资风险；参股煤矿能够持续贡献投资收益及现金分红。

汽车产业

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”）。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。

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 2026 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 75.0%（其中 25.0%由悦达汽车集团代持）、20.8%和 4.2%；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，2022—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，悦达起亚销售汽车 24.91 万台，同比增长 49.7%，其中出口汽车 17.0 万台，同比增长 97.6%，实现营业收入 242 亿元，净利润 1.4 亿元，实现扭亏。2025 年，悦达起亚销售汽车 25.4 万台，同比增长 2.3%，其中出口汽车 17.3 万台，同比增长 1.4%；2025 年实现营业收入 261 亿元，净利润 8.4 亿元。截至 2025 年底，悦达起亚所有者权益为-39.25 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 2026 年 3 月底，公司对华人运通股权投资成本 2.00 亿元，暂未计提减值；为支持华人运通重整，2024 年新增 2.00 亿元华人运通共益债；公司对华人运通拆借余额 7.15 亿元，均由盐城市国企提供担保，暂未计提减值；应收华人运通厂房租金 3.25 亿元。华人运通已开展重组，后续重组进展有待关注。

图表 21 • 截至 2026 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	0.57	6.17	--
华人运通	20.00%	2.00	--	2.00	--	7.15
中汽股份	28.84%	3.86	0.69	26.00	--	--

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：联合资信根据公开资料及公司提供资料整理

煤矿及发电

2023—2025 年，公司参股煤矿贡献的投资收益总额波动下降，分别占投资收益的 48.54%、83.49%和 90.64%，是公司投资收益的核心来源；同期，现金分红逐年下降但仍保持较大规模，在建的横山天云煤矿和王峰煤矿预计将于 2026 年底前陆续投产。

2020 年 8 月，公司与陕西煤业化工集团有限责任公司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—2025 年分别贡献投资收益 0.53 亿元、1.07 亿元（未分红）和 0.97 亿元（分红 0.47 亿元），作为黄陵二号矿下游产业链延伸，有助于平抑煤炭行情波动对投资收益的影响。截至 2025 年底，公司对黄陵发电公司提供担保余额为 13.69 亿元，未对黄陵发电公司提供资金拆借。

图表 22 • 截至 2026 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）
黄陵二号矿	悦达新实业	46.00%	5.87	114.60	47.91	黄陵二号	51373	800	40
内蒙古西蒙悦达能源有限公司	悦达新实业	43.70%	4.20	3.70	6.72	满都拉煤矿/乌兰渠煤矿	5939	120/60	16.5/33.2
横山县天云煤矿有限公司	悦达新实业	38.94%	2.06	--	3.24	横山天云煤矿	5344	150	27
平凉天元煤电化有限公司	悦达南方	40.00%	14.53	--	13.01	五举煤矿	24700	300	56
陕西中能煤田有限公司	悦达新实业	29.50%	10.25	7.00	21.63	中能煤田-袁大滩	53980	1000	36.7
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	69.8

注：上海申丰投资发展有限公司为悦达新实业全资子公司
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

新能源、高速公路及金融

新能源投资方面，公司通过子公司投资的润阳股份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 年未进前五。2024 年 6 月，润阳股份 IPO 注册批文失效；2024 年下半年，公司对润阳股份进行现金增资 10 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司持有润阳股份 27.62%的股权，投资成本为 12.00 亿元，未将其纳入合并范围，公司对润阳股份的拆借款为 49.32 亿元，供应链垫款约 17 亿元，担保余额为 44.16 亿元。截至 2025 年底，润阳股份资产总额为 368.47 亿元，所有者权益为 75.56 亿元，2024 年，润阳股份实现营业总收入 114.07 亿元，净利润为-16.83 亿元（2024 年为-9.06 亿元）。

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 2026 年 3 月底，悦达投资持有京沪高速 6%的股权；对京沪高速累计投资成本 9.45 亿元，累计获得分红 11.69 亿元。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）。

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 2026 年 3 月底，公司对国投泰康持股比例为 8.20%，累计投资成本 4.96 亿元，累计获得分红 3.14 亿元。

2 未来发展

公司发展战略清晰，整体产业布局将保持稳定，同时不断培育新兴产业，经营实力有望进一步提升。

公司总体规划为做强汽车主业，加快步伐提升传统产业，积极稳妥培育新兴产业。具体措施包括，聚焦主业，调整产业结构，提升核心竞争力，在全力发展汽车及智能制造产业的基础上，将能源、地产、供应链作为重点发展产业；充分发挥优势，培植更多处于行业或区域前列的“小巨人”企业；加快整合资源，突破新项目；强化生产经营，致力提质效。

（五）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年，公司新设子公司 7 家，收购子公司 3 家；处置子公司 1 家，注销 5 家。2026 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 主要财务数据变化

2025 年末，参股企业往来款持续推升其他应收款规模，公司资产规模随之增长，资产主要由现金类资产、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构成；参股企业其他应收款及投资资产质量回收高度依赖于投资标的经营

情况，需关注相关资产及地产类存货面临的减值风险；另外，公司部分优质资产受限，资产流动性一般；考虑公司其他权益工具投资以盐城市人民政府下属企业股权为主，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，公司整体资产质量较好。

公司资产主要由现金类资产、对参股标的的拆借款和投资形成的其他应收款和投资类资产、历史注入土地及地产业务形成的存货、汽车及智能制造和能源业务形成的投资性房地产和固定资产等。

图表 23 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	440.73	52.30%	496.91	52.63%	571.51	55.02%	576.30	54.80%
货币资金	86.17	10.23%	75.44	7.99%	85.27	8.21%	83.03	7.90%
其他应收款	105.66	12.54%	127.95	13.55%	184.65	17.78%	180.82	17.20%
存货	163.33	19.38%	170.87	18.10%	168.35	16.21%	162.29	15.43%
非流动资产	402.01	47.70%	447.19	47.37%	467.14	44.98%	475.30	45.20%
其他权益工具投资	66.27	7.86%	65.59	6.95%	59.07	5.69%	59.07	5.62%
长期股权投资	161.08	19.11%	174.66	18.50%	173.50	16.70%	178.01	16.93%
投资性房地产	48.37	5.74%	53.61	5.68%	58.73	5.65%	58.75	5.59%
固定资产	46.35	5.50%	56.02	5.93%	65.33	6.29%	64.79	6.16%
资产总额	842.74	100.00%	944.09	100.00%	1038.65	100.00%	1051.60	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年底，公司总资产较上年底增加 94.56 亿元，增幅为 10.02%。其中，由于当期增加对润阳股份等参股企业的资金支持，公司其他应收款较上年底增加 56.71 亿元；其他非流动金融资产较上年底增加 10.79 亿元，主要系对一汽奔腾项目的投资；固定资产较上年底增加 9.31 亿元，主要系渔光互补发电项目转固等所致。截至 2026 年 3 月底，公司资产规模及结构较 2025 年底变动不大。

截至 2025 年底，公司其他应收款账龄偏长（1 年以上的占 53.66%），已计提坏账准备 6.29 亿元，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 13.85%，应收润阳股份的往来款项占 23.54%，应收地产参股公司往来款占 5.83%，未来款项回收有赖于投资标的的经营情况；公司存货以开发成本（占 81.11%）和开发产品（占 13.17%）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；2025 年，公司分别计提其他应收款坏账损失 0.50 亿元，存货跌价损失及合同履约成本减值损失 1.15 亿元。公司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（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”）5.09 亿元（2025 年计入其他综合收益的利得 1.09 亿元）；长期股权投资以煤炭类主要投资标的为主（占 52.78%），润阳股份占 9.61%，京沪高速占 7.13%，国投泰康占 6.12%，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 6.13%，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，个别资产科目受限比例较高，资产整体流动性一般，但投资类资产能够持续贡献投资收益。

图表 24 • 截至 2025 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	42.04	49.30%	质押存单、借款及银票保证金及应收利息等
应收票据	4.42	92.69%	已背书/已贴现未到期
长期股权投资	60.39	34.81%	质押
交易性金融资产	11.71	24.71%	质押
其他权益工具投资	1.64	2.78%	质押
固定资产	6.51	9.97%	抵押
在建工程	0.89	71.48%	抵押
无形资产	15.57	51.35%	土地抵押、公路经营权质押

投资性房地产	41.27	70.28%	抵押
存货	34.29	20.37%	土地/房产抵押
其他流动资产	5.32	16.06%	质押
一年内到期的非流动资产	0.41	3.02%	质押
长期应收款	5.04	22.19%	质押
其他应收款	11.13	6.03%	质押
合计	240.63	23.17%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年末，受益于股东注资、发行永续债及利润积累，公司所有者权益保持增长；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。

截至 2025 年底，受益于股东注资、发行永续债及利润积累，公司所有者权益较上年底增长 4.22%。同期末，受益于股东增资，公司实收资本较上年底增加 2.80 亿元；资本公积较上年底增加 1.29 亿元；其他综合收益较上年底减少 4.96 亿元至-5.63 亿元，主要系计入其他权益工具投资的投资标的帝亚一维新能源汽车有限公司本期进入破产程序，由于预期无可收回金额，金额由 6.93 亿元减计至 0 所致。截至 2025 年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 61.82%，少数股东权益占比为 38.18%。其中，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 25.24%、1.49%、9.22%、1.69%和 25.88%，少数股东权益、其他权益工具及未分配利润合计占比偏高，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 2026 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较 2025 年底变动不大；受益于股东注资，实收资本进一步增至 85.40 亿元。

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	2023 年底	2024 年底	2025 年底	2026 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%+5.3%	5+3	2020/03/30 - 2028/03/30
	工银投资	10.00	2.50	0	0	6.4%	5+2	2018/09/05 - 2025/09/03
	交银投资	10.00	10.00	5.00	5.00	5.8%	3	2023/12/29 - 2026/12/29
悦达资本	兴业银行	25.00	12.50	25.00	0	6.5%	5	2021/01/22 - 2026/01/22
合计	--	55.00	35.00	40.00	15.00	--	--	--

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；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资料整理

2025 年末，公司有息债务规模保持增长，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。

截至 2025 年底，公司负债规模较上年底增长 12.88%，主要系有息债务增加所致。同期末，公司负债主要由全部债务（占 87.43%）构成。

截至 2025 年底，公司全部债务较上年底增长 12.71%，其中银行借款约占 55%、发行债券约占 30%；2025 年综合融资成本¹约为 3.50%（2024 年为 4.24%）。债务期限结构方面，截至 2025 年底，短期债务占 55.35%，较上年底有所下降；一年以内（含）到期的公司信用类债券为 27.00 亿元。其中，短期借款主要由保证借款（占 65.19%）、质押借款（占 11.26%）和信用借款（占 9.86%）构成；长期借款主要由保证借款（占 33.42%）、抵押并保证借款（占 22.18%）、质押借款（占 15.48%）和信用借款（占 11.71%）构成。截至 2026 年 3 月底，公司全部债务较 2025 年底增长 0.73%，短期债务占比较 2025 年底进一步下降。

从债务指标来看，截至 2026 年 3 月底，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 68.22%、65.28%和 49.86%。如将永续债调入长期债务，截至 2026 年 3 月底，公司调整后全部债务增至 658.22 亿元。债务结构方面，调整后短期债务 295.88 亿元（占 44.95%）、调整后长期债务 362.34 亿元（占 55.05%）。从债务指标看，截至 2026 年 3 月底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.07%、68.39%和 54.36%，较调整前分别上升 2.85 个百分点、3.12 个百分点和 4.50 个百分点。

2025 年，公司营业总收入及毛利润均实现同比增长；受黄陵二号矿盈利下滑影响，投资收益同比明显下降但仍为公司利润总

¹ 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。

额的核心来源；受益于当期交易性金融资产等公允价值提升，利润总额同比小幅增长，但需关注公允价值变动净收益的可持续性。整体看，公司盈利指标表现较强，需关注投资标的收益等因素对公司盈利稳定性的影响。

2025 年，各板块收入均实现同比增长，公司营业总收入同比增长 14.36%；受益于渔光互补发电项目等的完工使用及房地产收入提升，控股产业毛利润同比小幅增长；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。同期，公司合并口径利润总额主要来自投资收益和公允价值变动净收益。其中，投资收益主要来自长期股权投资持有收益（12.71 亿元，其中黄陵二号矿投资收益由上年同期的 21.05 亿元降至 13.66 亿元）和其他权益工具投资在持有期间取得的股利收入（2.19 亿元，主要来自盐城市人民政府下属企业），具备一定的可持续性；公允价值变动净收益主要来自中汽股份等交易性金融资产（7.40 亿元）和按公允价值计量的投资性房地产（3.94 亿元）。整体看，公司盈利指标表现较强，需关注投资标的收益等因素对公司盈利稳定性的影响。

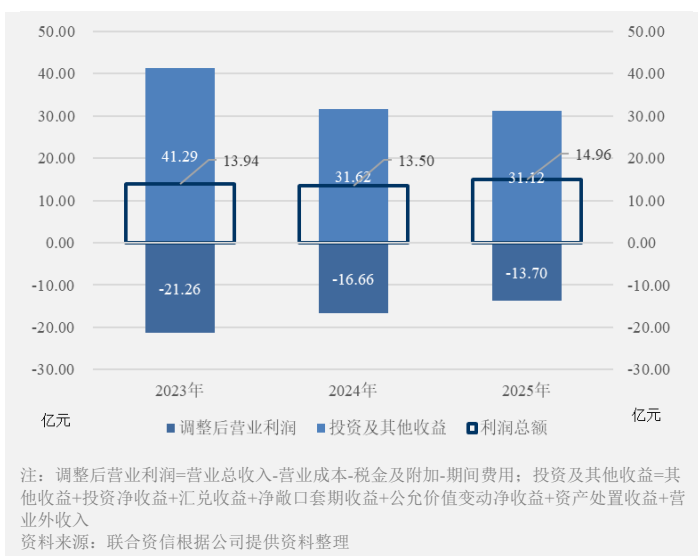
2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 7.45%；同期，公司实现投资收益 4.32 亿元，同比下降 13.52%；综合影响下，利润总额同比下降 1.52%。

图表 26 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
营业总收入	241.23	295.66	338.11
毛利润	18.76	17.02	17.92
期间费用	36.29	32.79	30.44
投资收益	40.97	28.35	15.82
公允价值变动净收益	-1.66	0.89	11.94
利润总额	13.94	13.50	14.96
归属于母公司所有者的净利润	12.36	11.20	10.18
经调整的营业利润率	-8.68%	-5.34%	-3.84%
总资产报酬率	5.05%	4.59%	4.28%
净资产收益率	3.88%	3.80%	3.45%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 27 • 2023—2025 年公司利润构成及变化趋势



2025 年，公司经营活动现金净流入规模同比小幅增长；投资活动现金缺口同比收窄但仍保持较大规模，筹资活动前现金缺口较大；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。

2025 年，公司现金收入比同比小幅下降但仍保持较好水平，随着商贸流通等业务规模的扩大，经营活动现金净流入规模同比小幅增长。2026 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入同比增长 1.99%。

公司始终保持一定规模的对外投资，2025 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金主要为渔光互补发电项目和共享储能电站项目等投资支出；投资支付的现金主要为融资租赁及保理业务投放等；公司投资活动现金净流出规模同比有所下降但仍保持较大资金缺口。

2025 年，公司经营活动现金净流入规模无法覆盖投资活动现金净流出，公司筹资活动保持较大规模现金净流入。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。2025 年，公司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 28 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	340.39	399.82	423.61	107.89
经营活动现金流出小计	335.49	394.20	417.38	105.48
经营活动现金流量净额	4.90	5.63	6.23	2.41
投资活动现金流入小计	61.40	68.52	70.10	11.81
投资活动现金流出小计	74.45	143.95	113.27	24.81
投资活动现金流量净额	-13.05	-75.42	-43.17	-13.00

筹资活动前现金流量净额	-8.15	-69.80	-36.95	-10.59
筹资活动现金流入小计	393.14	461.44	472.21	97.39
筹资活动现金流出小计	367.74	400.90	429.16	86.46
筹资活动现金流量净额	25.39	60.54	43.05	10.93
现金收入比	109.10%	112.43%	110.25%	115.39%
现金及现金等价物净增加额	17.16	-9.25	6.08	0.33

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现尚可；融资渠道畅通，整体偿债能力较强。同时，公司对外担保规模大，需关注被担保对象的经营情况。

图表 29 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	126.96%	121.15%	134.00%	153.31%
	速动比率	79.91%	79.49%	94.53%	110.14%
	经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.98	0.97	0.99	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.02	0.02	0.02	--
	现金短期债务比（倍）	0.46	0.37	0.40	0.47
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	41.33	40.97	42.41	--
	全部债务/EBITDA（倍）	11.15	13.51	14.71	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.01	0.01	0.01	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.90	1.91	2.06	--
	经营现金/利息支出（倍）	0.23	0.26	0.30	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从偿债指标看，截至 2025 年底，公司流动资产对流动负债的保障程度良好，经营活动现金流入对流动负债的覆盖程度尚可；现金类资产对短期债务的保障程度一般；2025 年，EBITDA 对利息的覆盖程度较强，偿债指标整体表现尚可。截至 2025 年底，公司获得各家银行授信总额 474.76 亿元，其中未使用授信额度 150.20 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。

截至 2025 年底，公司对外担保余额合计 116.19 亿元，担保比率为 35.71%，担保对象主要为盐城市属国有企业、参股公司及其子公司，其中对润阳股份及其子公司的担保规模大，需关注被担保企业经营状况及代偿风险。

截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在重大诉讼或仲裁情况。

3 公司本部主要变化情况

公司本部承担了大部分融资职能，本部收益主要来源为子公司分红收益。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，对外部融资依赖度高，考虑到公司本部融资渠道畅通且能够持续获得外部支持，实际利息与本金支付压力可控，但需关注本部投资收益收现情况及资本市场及融资监管政策变化。

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 2025 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 56.03 亿元，长期股权投资 186.09 亿元（子公司股权占 94.56%），其他应收款 207.07 亿元（账龄在 1 年以内的占 53.85%，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、润阳股份及地产板块子公司的拆借），存货 62.77 亿元（政府历史注入土地）。截至 2025 年底，公司本部直接持有上市公司市值合计约 47 亿元，其中约 38 亿元未质押。

图表 30 • 2025 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	65.99	1 年以内 19.27 亿元; 1~2 年 46.73 亿元;	33.58%
润阳股份	44.96	1 年以内 38.87 亿元; 1~2 年 6.08 亿元;	22.87%
华人运通	11.01	1 年以内 1.04 亿元; 1~2 年 7.19 亿元; 2~3 年 1.52 亿元; 3~4 年 1.27 亿元;	5.60%
悦达香港	8.40	1~2 年 1.74 亿元; 2~3 年 6.66 亿元;	4.27%
盐城悦达置业发展有限公司	7.50	1 年以内	3.82%
合计	137.86	--	70.14%

注: 表内应收华人运通款项已计提坏账准备 0.44 亿元; 盐城悦达置业发展有限公司为悦达香港控股子公司

资料来源: 联合资信根据公司提供资料整理

图表 31 • 2025 年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	15.71	--
北方国际	5.09	15.91%
中汽股份	26.15	32.87%
合计	46.95	--

资料来源: 联合资信根据公司提供资料整理

公司本部利润主要来源于国内贸易业务及投资净收益。2025 年, 公司本部实现营业总收入 52.13 亿元, 同比保持稳定, 毛利润为 1.00 亿元, 财务费用为 10.94 亿元, 投资收益为 10.50 亿元 (主要来自成本法核算的长期股权投资收益 12.67 亿元, 系子公司悦达新实业和悦达南方的分红), 公允价值变动净收益为 4.89 亿元, 利润总额为 4.28 亿元。

截至 2025 年底, 公司本部全部债务为 365.45 亿元 (较上年底增加 38.05 亿元), 占合并口径全部债务的 58.60%。其中, 短期债务为 183.73 亿元, 占全部债务的 50.28%, 债务结构较上年底有所优化; 一年以内 (含) 到期的公司信用类债券为 27.00 亿元。同期末, 公司本部全部债务资本化比率为 68.88%, 债务负担重。

偿债能力方面, 短期来看, 截至 2025 年底, 公司本部现金类资产和直接持股市值合计 102.98 亿元, 为当期本部短期债务的 0.56 倍; 2025 年, 公司本部经营活动现金净流入 0.34 亿元, 取得投资收益收到的现金 1.08 亿元, 吸收投资收到的现金 22.80 亿元 (主要来自永续债及股东注资), 上述现金流入合计能够覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 15.59 亿元, 但投资收益收现情况有待关注; 长期来看, 截至 2025 年底, 公司本部现金类资产、债权投资及股权类资产估值合计对本部全部债务的保障能力一般, 债务偿还还依赖再融资。考虑到公司本部融资渠道畅通且能够持续获得外部支持, 实际利息与本金支付压力可控。

(六) ESG 方面

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, 2025 年聚焦新能源产业发展, 灌东一期 150MW 渔光互补光伏项目、东台弥港 100MW/200MWh 大型共享储能电站实现全容量并网, 与央企合作开发海上风电项目。同期, 江苏悦达棉纺有限公司 10 万锭绿色智能工厂荣获全球棉纺织行业首家“灯塔工厂”, 悦达纺织绿色环保技术应用不断拓展, 大力推广冷染、绿色上浆等绿色工艺应用, 冷染产量同比增长 31%。

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、资助帮扶特困家庭。

公司治理结构和内控制度较为健全。

七、外部支持

1 支持能力

政府支持能力非常强。

公司实际控制人为盐城市人民政府。2025 年, 盐城市区域经济发展态势稳健, 全年实现地区生产总值 8045.3 亿元, 同比增长 5.4%, 经济体量稳步攀升, 产业基础扎实, 经济增长具备可持续性; 财政收支表现平稳向好, 全年完成一般公共预算收入 515.74

亿元，同比增长 3.9%，稳定的财政税源为地方基础设施建设、国企发展扶持、债务风险缓释提供充足财力保障。综合区域经济规模、财政创收能力、城市发展潜力等多重维度来看，公司实际控制人具有非常强的综合实力。

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，围绕盐城市汽车和新能源产业链整体布局，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。

截至 2026 年 3 月底，盐城市人民政府直接持有公司 92.88% 的股权，重大事项均报政府审批决策。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，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。

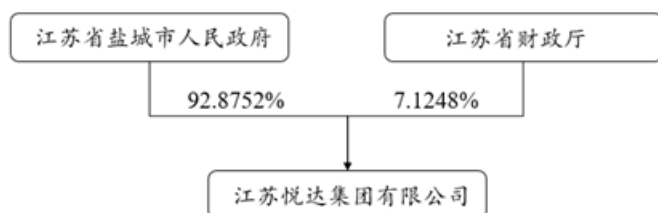
资金方面，2024 年 12 月，经盐城市国资委批复（盐国资通〔2024〕32 号），公司注册资本由 75.00 亿元增加至 100.00 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司实收资本为 85.40 亿元。政府补贴方面，2025 年，公司获得政府补助 2.37 亿元。

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 1000 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。

八、跟踪评级结论

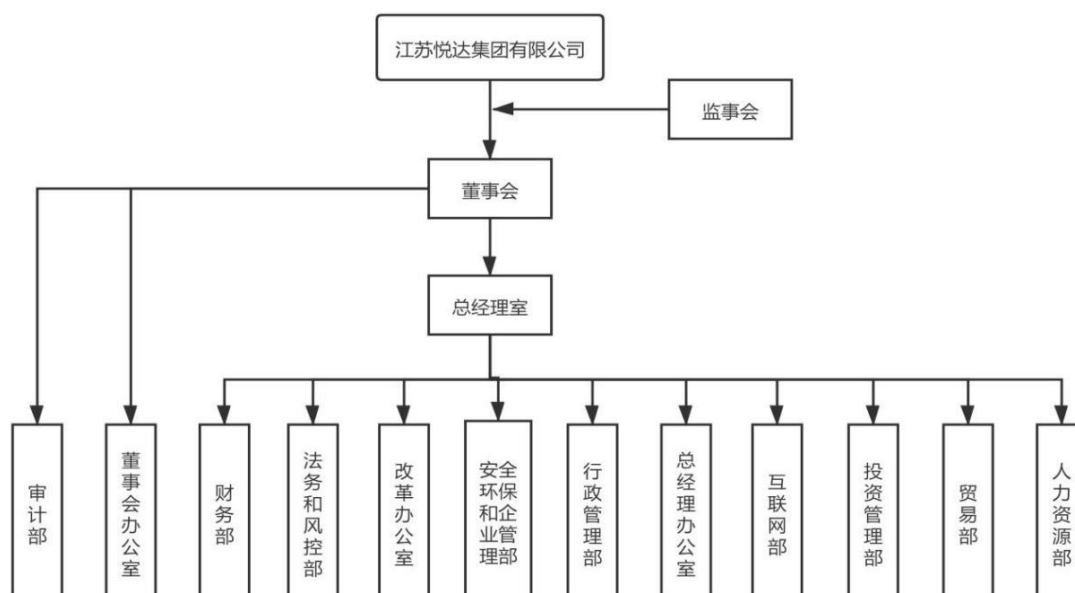
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 悦达 MTN003”和“25 悦达 G2”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 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 2026 年 3 月底）



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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	128.17	123.83	137.44	137.71
应收账款（亿元）	6.45	11.92	19.21	24.62
其他应收款（亿元）	105.66	127.95	184.65	180.82
存货（亿元）	163.33	170.87	168.35	162.29
长期股权投资（亿元）	161.08	174.66	173.50	178.01
固定资产（亿元）	46.35	56.02	65.33	64.79
在建工程（亿元）	5.87	7.70	1.25	1.64
资产总额（亿元）	842.74	944.09	1038.65	1051.60
实收资本（亿元）	73.80	79.30	82.10	85.40
少数股东权益（亿元）	142.99	132.39	124.21	124.61
所有者权益（亿元）	301.69	312.15	325.33	334.18
短期债务（亿元）	280.88	339.12	345.19	295.88
长期债务（亿元）	179.85	214.19	278.47	332.34
全部债务（亿元）	460.73	553.31	623.66	628.22
营业总收入（亿元）	241.23	295.66	338.11	92.88
营业成本（亿元）	222.47	278.63	320.19	84.86
其他收益（亿元）	0.33	0.87	0.70	0.12
利润总额（亿元）	13.94	13.50	14.96	4.74
EBITDA（亿元）	41.33	40.97	42.41	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	263.19	332.39	372.76	107.17
经营活动现金流入小计（亿元）	340.39	399.82	423.61	107.89
经营活动现金流量净额（亿元）	4.90	5.63	6.23	2.41
投资活动现金流量净额（亿元）	-13.05	-75.42	-43.17	-13.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	25.39	60.54	43.05	10.93
财务指标				
销售债权周转次数（次）	25.36	17.76	14.19	--
存货周转次数（次）	1.38	1.67	1.89	--
总资产周转次数（次）	0.29	0.33	0.34	--
现金收入比（%）	109.10	112.43	110.25	115.39
经调整的营业利润率（%）	-8.68	-5.34	-3.84	0.19
总资本收益率（%）	4.20	3.74	3.20	--
总资产报酬率（%）	5.05	4.59	4.28	--
长期债务资本化比率（%）	37.35	40.70	46.12	49.86
全部债务资本化比率（%）	60.43	63.93	65.72	65.28
资产负债率（%）	64.20	66.94	68.68	68.22
流动比率（%）	126.96	121.15	134.00	153.31
速动比率（%）	79.91	79.49	94.53	110.14
经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.98	0.97	0.99	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.37	0.40	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	1.90	1.91	2.06	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.15	13.51	14.71	--

注：1. 公司 2026 年一季度未经审计；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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	45.43	41.03	56.03	66.29
应收账款（亿元）	0.00	0.07	0.00	0.22
其他应收款（亿元）	127.86	170.74	207.07	241.98
存货（亿元）	62.78	62.77	62.77	62.77
长期股权投资（亿元）	160.45	180.26	186.09	185.50
固定资产（亿元）	12.59	11.01	10.02	9.77
在建工程（亿元）	0.08	0.12	0.07	0.13
资产总额（亿元）	444.06	500.48	558.73	603.34
实收资本（亿元）	73.80	79.30	82.10	85.40
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	126.50	145.63	165.14	166.10
短期债务（亿元）	164.70	186.66	183.73	155.76
长期债务（亿元）	120.36	140.74	181.72	214.42
全部债务（亿元）	285.06	327.40	365.45	370.18
营业总收入（亿元）	40.98	52.92	52.13	14.67
营业成本（亿元）	39.95	50.54	51.13	13.01
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.26	0.00
利润总额（亿元）	11.83	2.56	4.28	-2.18
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	46.81	59.55	58.91	15.81
经营活动现金流入小计（亿元）	59.47	60.64	61.63	15.81
经营活动现金流量净额（亿元）	0.33	0.63	0.34	0.24
投资活动现金流量净额（亿元）	-32.68	-59.60	-34.96	-11.03
筹资活动现金流量净额（亿元）	33.00	51.95	43.78	11.84
财务指标				
销售债权周转次数（次）	116.63	1446.36	1470.67	--
存货周转次数（次）	0.64	0.81	0.81	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.11	0.10	--
现金收入比（%）	114.23	112.53	113.00	107.77
经调整的营业利润率（%）	-42.31	-25.15	-23.80	-12.34
总资本收益率（%）	6.44	3.55	3.12	--
总资产报酬率（%）	--	--	--	--
长期债务资本化比率（%）	48.76	49.15	52.39	56.35
全部债务资本化比率（%）	69.26	69.21	68.88	69.03
资产负债率（%）	71.51	70.90	70.44	72.47
流动比率（%）	122.29	130.37	156.93	203.35
速动比率（%）	90.29	100.91	127.00	169.27
经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.30	0.28	0.29	--
现金短期债务比（倍）	0.28	0.22	0.30	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2026 年一季度未经审计；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%
总资产报酬率	EBITDA / 平均资产总额×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%
经调整的营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-其他业务成本-期间费用+其他收益) / 营业总收入×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%
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断