

江苏悦达集团有限公司 2022 年面向专业投资者公 开发行公司债券（第一期）2022 年度跟踪评级报 告

项目负责人：李傲颜 ayli@ccxi.com.cn

项目组成员：谭婕妤 jytan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 27 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1330 号

江苏悦达集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“22 悦达 G1”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

评级观点：中诚信国际维持江苏悦达集团有限公司（以下简称“悦达集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持陕西信用增进有限责任公司（以下简称“陕西增信”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 悦达 G1”的债项信用等级为 **AAA**。上述债项级别考虑了陕西增信提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对债券还本付息的保障作用。中诚信国际肯定了多元化产业布局、继续获得政府的大力支持、参股优质资产、融资渠道较为畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司主营业务盈利能力偏弱，悦达起亚汽车亏损对利润形成侵蚀、短期偿债压力较大、存货和其他应收款对资金形成占用、受限资产及对外担保规模较大、需关注投资行业周期性及政策风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

悦达集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	696.04	705.15	730.32	749.26
所有者权益合计（亿元）	245.32	240.28	266.50	284.45
总负债（亿元）	450.72	464.87	463.81	464.82
总债务（亿元）	383.00	399.32	384.83	384.30
营业总收入（亿元）	235.90	167.58	184.80	57.69
净利润（亿元）	8.59	1.09	3.83	1.83
经营活动净现金流（亿元）	10.73	7.38	10.44	1.74
营业毛利率(%)	11.96	13.64	12.98	10.40
总资产收益率(%)	5.04	3.79	3.75	--
资产负债率(%)	64.76	65.92	63.51	62.04
总资本化比率(%)	60.96	62.43	59.08	57.47
总债务/EBITDA(X)	9.63	12.26	11.71	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.81	1.50	1.52	--
悦达集团（本部口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	308.56	341.56	339.78	354.50
所有者权益合计（亿元）	93.74	91.36	85.32	98.55
总债务（亿元）	184.00	236.65	221.52	223.16
营业总收入（亿元）	13.60	25.67	27.95	5.07
净利润（亿元）	1.68	10.39	4.43	-3.68
经营活动净现金流（亿元）	1.44	1.50	1.91	0.42
营业毛利率(%)	8.13	2.53	2.15	2.89
资产负债率(%)	69.62	73.25	74.89	72.20
总资本化比率(%)	66.25	72.15	72.19	69.37

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

担保主体概况数据

陕西增信	2019	2020	2021
总资产（百万元）	3,441.36	5,115.63	7,625.95
担保损失准备金（百万元）	6.54	29.52	129.91
所有者权益（百万元）	3,318.11	4,443.28	5,620.52
增信责任余额（百万元）	996.00	2,284.00	8,088.00
年新增增信额（百万元）	1,220.00	1,730.00	7,530.00
担保业务净收入（百万元）	4.98	37.78	113.56
投资收益（百万元）	161.19	245.72	379.52
净利润（百万元）	159.55	231.16	423.43
平均资本回报率（%）	4.89	5.96	8.41
累计代偿率（%）（改制后）	0.00	0.00	0.00
核心资本放大倍数（X）	0.33	0.55	1.49
净资产放大倍数（X）	0.30	0.51	1.44

注：1、数据来源为陕西增信提供的经审计的 2019~2021 年财务报告；2、陕西增信于 2021 年 1 月 1 日执行新金融工具准则，本报告 2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数；3、本报告所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

正面

■ **多元化产业布局。**公司现有矿产资源开采、新能源、贸易、高速公路运营、房地产、工业制造、金融投资等业务，多元化的产业布局有利于分散经营和行业波动风险。

■ **继续获得政府的大力支持。**公司作为盐城市国资委下属主要的产业投资平台，为当地经济和相关产业发展做出了贡献，能够在资金等方面得到政府大力支持。跟踪期内，公司获得盐城市政府财政注资 17.00 亿元。

■ **参股煤矿及产业股权等优质资产，为公司贡献较多投资收益并助力于实现资产增值。**跟踪期内，公司参股的陕西黄陵二号煤矿有限公司（以下简称“黄陵二号”）等盈利情况良好，贡献较多投资收益；此外公司还参股投资江苏润阳新能源科技有限公司（以下简称“润阳新能源”）及中汽研汽车试验场股份有限公司（以下简称“中汽股份”）等，2022 年中汽股份在创业板上市，有助于公司实现资产增值。

■ **融资渠道较为畅通。**公司旗下拥有两家上市公司，分别为江苏悦达投资股份有限公司（以下简称“悦达投资”，600805.SH）和悦达国际控股有限公司（以下简称“悦达国际控股”，00629.HK），股权融资渠道较为畅通；此外，公司具备一定的财务弹性。

■ **担保方实力强。**陕西增信具备极强的综合竞争实力及财务实力，可为债券偿还提供有力的保障。

关注

■ **需关注投资行业周期性及政策风险。**公司主要投资领域涉及煤炭、汽车、房地产等行业，易受经济环境、政策调控、市场供需变化等影响，公司在上述行业投资规模较大，需关注行业周期性波动及政策变化对公司经营业绩和投资收益稳定性的影响。

■ **主营业务盈利能力偏弱，悦达起亚汽车亏损对利润形成侵蚀。**公司主营业务呈持续亏损状态，2021 年公司因江苏悦达起亚汽车有限公司（以下简称“悦达起亚汽车”）经营亏损确认投资损失 5.31 亿元，对利润形成较大侵蚀。

■ **短期偿债压力较大。**公司合并口径和本部口径总债务中短期债务占比较大，均面临较大的短期债务偿还压力。

■ **存货和其他应收款规模较大。**公司存货以开发成本为主，与参股企业的往来款等其他应收款规模较大，对资金形成占用，需关注后续存货周转及其他应收款回收情况。

■ **受限资产及对外担保规模较大。**截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计 98.76 亿元，占总资产的比例为 13.18%，受限比例较高且多为优质资产。同期末，公司对外担保金额增至 26.43 亿元。

评级展望

中诚信国际认为，江苏悦达集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**债务规模持续上涨导致财务杠杆攀升、流动性恶化；主营业务盈利能力持续弱化、获得参股公司投资收益下滑导致公司盈利水平大幅下降，外部支持力度大幅减弱等。

同行业比较

2021 年（末）部分综合类企业主要指标对比表					
公司名称	总资产（亿元）	所有者权益合计（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
南通产控	700.00	297.03	57.57	62.48	3.44
悦达集团	730.32	266.50	63.51	184.80	3.83

注：“南通产控”为“南通产业控股集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债券余额 （亿元）	存续期	特殊条款
22 悦达 G1	AAA	AAA	2022/03/10	5.00	5.00	2022/03/25~2027/03/25 (3+2)	回售、调整票面利率选择权、救济措施、偿债保障措施承诺

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“22 悦达 G1”募集资金总额 5.00 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还有息债务。截至报告出具日，已使用募集资金 5.00 亿元，与募集说明书承诺的用途及使用计划一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

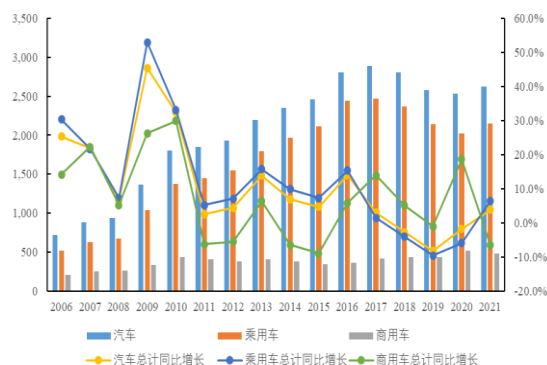
得益于国内持续的促进消费政策和出口市场向好，2021 年我国汽车市场需求整体回升，扭转了过去三年持续下滑的趋势，预计 2022 年全年整体产销量仍将维持较大规模，但芯片供应、局部疫情及商用车前期消费透支等因素将对其造成制约，预计全年汽车产销量仍难以恢复至前期很高水平

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一，目前已形成多品种、全系列的各类整车和零部件生产及配套体系。随着行业发展，我国已连续十多年位居世界第一汽车生产国，产量占全球比重亦由 2005 年的 8.59% 升至 2020 年的 32.5%。

2021 年以来，中国国民经济稳定恢复，在持续的促进消费政策的带动下，国内汽车市场需求不断释放，同时疫情及国际市场恢复背景下国内完整的汽车工业产业链及产品综合水平的提升令汽车出口快速增长，当年我国汽车产量、销量和出口量分别同比增长 3.4%、3.8% 和 101.1% 至 2,608.2 万辆、2,627.5 万辆和 201.5 万辆，均超过疫情前 2019 年同期水平，扭转了过去三年持续下滑的趋势。不过，近年来全球半导体行业产能投资相对保守且汽车芯片领域的投资更加不足；疫情导致消费电子芯片市场增长抢占了部分汽车芯片产能；2020 年中境外疫情爆发、2021 年以来日本地震及美国暴风雪和马来西亚局部疫情加剧等不可抗力因素使得半导体

生产企业出现减产、停产。上述因素造成汽车芯片供应不足且芯片短缺矛盾在 2021 年凸显。受此影响，我国汽车产销量在 4~8 月连续 5 个月环比下降；9 月以来芯片短缺的情况虽不断好转，但订单仍无法满足。据预测机构 AutoForecast Solutions 的数据，截至 2021 年 12 月 19 日，全球汽车市场累计减产约 1,023.2 万辆，其中中国汽车市场累计减产 198.2 万辆。AutoForecast Solutions 预计受制于芯片短缺，2021 年全球汽车累计减产 1,131 万辆。此外，9 月份以来全国多个省份实行的有序用电政策亦对国内汽车生产带来一定影响。由于生产不足，我国汽车企业库存大幅下降，截至 2021 年末，乘用车和商用车库存分别较 2020 年末下降 12.56% 和 24.17% 至 55 万辆和 29.5 万辆；根据中国汽车流通协会披露的汽车经销商库存预警指数，2021 年各月值均低于 2019 及 2020 年同期值，亦表明 2021 年汽车市场需求回升，汽车供应较前期趋紧。

图 1：近年来我国汽车销量走势（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信国际整理

乘用车方面，近年来，我国乘用车市场增速受优惠政策逐步退出、前期销量透支及消费信心不足等因素影响持续下降，且 2020 年乘用车市场受新冠肺炎疫情影响呈前低后高态势。2021 年一季度，受上年同期疫情爆发、刺激消费政策效果显现及疫情控制后积累的需求释放等影响，乘用车各月销量同比大幅增长；但芯片短缺逐步对行业生产造成明显影响，5~11 月国内乘用车各月销量同比均有所下滑，随着芯片问题逐步缓解等，12 月国内乘用车销量同比上升。综合影响下，2021 年乘用车累计销售

2,148.2 万辆，同比增长 6.5%，亦较疫情前 2019 年销量增加 3.80 万辆。2022 年 5 月，财政部、税务总局发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》，宣布对于购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。购置税减征政策的颁布有望促进乘用车市场逐步恢复。

商用车方面，虽然 2020 年 3 月以后随着疫情逐步得以控制、电商物流等企业复工复产、重大工程项目陆续开工加速扩张运力需求，卡车市场持续升温，同时国三车辆淘汰、治超罚超趋严及“大吨小标”治理等政策加快实施，进一步刺激商用车更新需求的释放；但 2021 年以来，受排放法规切换及前期消费透支等影响，商用车销量同比下降 6.6% 至 479.3 万辆，其中货车为主要拉降因素，同期销量同比下降 8.5% 至 428.8 万辆，但好于疫情前各年水平。

新能源汽车方面，我国先后出台了新能源补贴及双积分等政策促进行业持续发展。在国家的大力扶持下，2019 年以前我国新能源汽车保持了高速发展态势。2019 年 7 月以来，受补贴退坡及排放标准切换带来的燃油车打折促销挤占市场等因素影响，新能源汽车市场月销量持续大幅下降，市场进入调整期。为促进新能源汽车消费、支持新能源汽车产业发展，2020 年 4 月，财政部、工信部、科技部、发改委四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，原则上 2020~2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20% 和 30%，加大对公共交通及特定领域电动化支持，2020 年补贴标准不退坡，2021~2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10% 和 20%，补贴退坡力度和节奏有所放缓。2021 年工信部、商务部、农业部和能源局综合司发布《关于开展 2021 年新能源汽车下乡活动的通知》，在政策利好和自主消费意愿驱动下，全年新能源汽车产销分别达到 354.5 万辆和 352.1 万辆，同比增长 159.5% 和

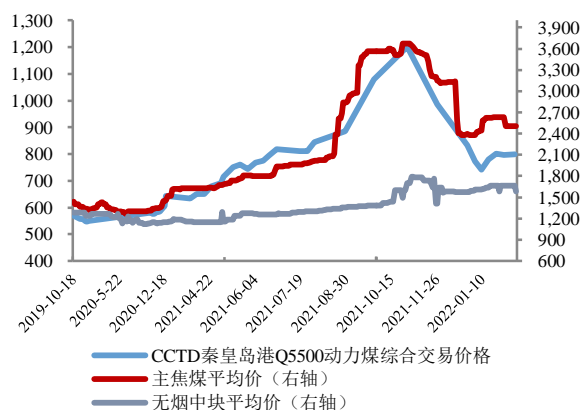
157.5%。短期看，政策利好有望推动新能源车购置需求的提前释放，加之自主消费意愿的提升，预计 2022 年新能源汽车销售仍将保持较快增长；但 2022 年以来，部分地区新冠疫情有所反复使得新能源汽车产业链生产受阻，产能利用率有所下降，后续复工复产情况仍有待观察。

总体来看，我国乘用车和商用车市场景气度持续分化。受益于汽车扶持政策和刺激消费举措等，乘用车市场逐步恢复，2021 年车企销量及盈利水平整体上行，其中新能源汽车市场增长明显；商用车市场则存在较大波动，2020 年至 2021 年上半年市场恢复明显，2021 年下半年以来需求下滑，盈利水平亦随之波动。预计 2022 年汽车行业销量仍将保持较大规模，盈利亦将进一步修复，但芯片短缺、局部性疫情短期内仍将对汽车行业造成不利影响。

2021 年以来受全球能源紧缺、国内煤炭供给偏紧等因素影响，煤炭价格呈波动上升态势；随着国家煤炭价格调控政策加大，煤炭供需格局逐步平衡，未来煤炭供应及价格水平有望回归合理水平。

近年来，受新冠疫情、产能控制、市场需求激增、政策调控等因素影响，煤炭价格呈现大幅波动态势。

图 2：近年来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，且煤炭进口仍保持增长态势，2020 年 1~6 月我国煤

炭价格整体呈下行态势。但 2020 年下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，动力煤及焦煤价格大幅回升。2021 年煤价上涨的趋势得到延续，动力煤、焦煤及无烟煤价格均大幅上涨，2021 年 10 月末，CCTD 秦皇岛 5,500 大卡动力煤综合交易价格已达到近年来峰值，为 1,202 元/吨，较上年末增长 87.23%；同期末，全国无烟中块均价达到 1,702 元/吨，较年初增长 47.87%。值得注意的是，受全国煤矿安全事故频发、水灾、疫情蔓延的影响，焦煤供给严重萎缩，下游行业陷入价格恐慌，焦煤价格高抬。截至 2021 年 10 月末，全国主焦煤均价 3,674 元/吨，较年初增长 142.67%，增幅显著。针对上述情况，国家相关部门、行业协会及煤炭主产地及时大力推进稳价保供，且国家相关部门发文保障后期煤炭等能源物资运输工作，全国煤炭产量取得了较为显著的增长；11 月份以来，全国煤炭日均产量已达到了 1,153 万吨，较 10 月初增加超过 80 万吨，最高日产量达到 1,193 万吨，创近年来新高，电厂和港口煤炭库存快速提升，为煤炭现货价格下行提供了有力支撑。受供需格局逐步平衡以及煤炭价格调控政策双重因素的影响下，煤炭价格迅速回落，截至 2021 年 12 月 31 日，CCTD 秦皇岛 5,500 大卡动力煤综合交易价格回落至 773 元/吨，主焦煤和无烟中块均价回落至 2,375 元/吨和 1,607 元/吨。随着天气回暖，晋陕蒙煤炭主产地生产供应将趋于稳定，同时春节期间煤矿进行了安全生产隐患排查整改和检修，安全生产能力有所增强，优质煤炭产能将进一步释放，煤炭供应水平将继续提升，煤炭价格将不会出现大幅波动情况。2022 年 2 月，国家发改委发布《国家发改委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（以下简称“《通知》”）指出，要立足以煤为主的基本国情，使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用，综合运用市场化、法治化手段，引导煤炭（动力煤，下同）价格在合理区间运行，完善煤、电价格传导机制，保障能源安全稳定供应，推动煤、电上下游协调高质量发展。《通知》还认为，从多年市场运行情况看，近期阶段秦皇岛港下水煤

（5500 千卡）中长期交易价格每吨 570~770 元（含税）较为合理，并给出了晋陕蒙相应煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间。

中诚信国际认为，新冠疫情的爆发及其在得到有效控制后经济增长的复苏对我国煤炭需求产生较大影响，短期内使得煤炭价格大幅波动。随着国家煤炭调控力度加大，煤炭供应的持续增加，短期内用煤需求得到有效缓解，但煤炭价格或将继续维持高位。长期来看，随着达标煤矿逐步恢复产能以及清洁能源出力的增加，未来煤炭供应及价格有望回归合理水平。

公司产权结构较稳定，已建立较为完善的法人治理结构；跟踪期内控股股东对公司进行增资，并调整公司主营业务板块划分和董事会结构

2022 年 2 月，盐城市政府以财政资金向悦达集团注资 17.00 亿元，公司注册资本增至 67.00 亿元，并于当年 3 月完成工商变更登记。截至 2022 年 3 月末，盐城市政府对公司持股比例为 91.2935%，由盐城市国有资产监督管理委员会（以下简称“盐城市国资委”）代行出资者职能，江苏省财政厅持股比例为 8.7047%；公司实际控制人仍系盐城市国资委。

治理结构方面，公司已按照《公司法》的要求建立较完善的法人治理结构，设立董事局和监事会。根据董事会“外大于内”改革要求，公司调整董事会人员构成，目前董事局由 7 名董事构成，其中外部董事 4 名，均由盐城市政府委派；公司监事会由 5 名监事组成，其中职工监事 2 名，由职工代表大会或者其他形式民主产生。2021 年 10 月 9 日，公司原董事局主席王连春离任，由原盐城市财政局局长、党委书记张乃文担任党委书记、董事长职务。按照战略规划，公司主要经营业务重新划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，及以商贸流动、租赁保理为主的供应链板块。

资金管理方面，公司实行统一授信、独立核算的资金管理制度，各所属企业独立核算，集团不可

随便调用各企业资金，各企业借用集团资金需履行严格的审批手续，按期还本付息。为加强集团资金集中管理和提高资金使用效率，公司通过财务公司对下属子公司除保障日常运营的资金每天向上归集，资金归集率超过 80%。

跟踪期内，汽车及智能制造板块控股业务经营稳定，对公司收入形成补充；参股企业悦达起亚汽车持续经营亏损，对业绩造成较大不利影响；联营企业中汽股份成功上市，存在一定资产增值空间

公司汽车及智能制造板块主要包含新能源汽车、汽车销售、汽车配件、汽车物流、专用车、拖拉机、纺织业等业务，已形成年产 10 万台大型拖拉机、1,500 台中高档环保垃圾运输专用车生产能力，以及以 20 万锭纺纱锭为基础的纺织产业链，经营较稳定。汽车及零配件销售、物流等业务主要为悦达起亚汽车的配套、衍生及服务。2021 年因划转并入两家新能源汽车公司新增相关收入，欧化纺织项目当年投产令纺织业收入大幅增加，汽车配件生产较上年恢复情况较好，但汽车销售业务受整车市场低迷影响收入仍同比下滑，上述因素综合影响下 2021 年公司汽车及智能制造板块收入同比增加。

表 1：近年来公司汽车及智能制造板块经营情况（亿元）

项目	销售收入			
	2019	2020	2021	2022.1~3
拖拉机	2.26	2.75	2.93	0.72
纺织业	12.23	11.77	15.36	3.61
专用车	1.60	2.17	2.16	0.44
新能源汽车	-	-	0.70	0.39
汽车销售	24.62	13.60	12.83	2.91
汽车配件	12.22	8.83	10.26	2.21
汽车物流	2.66	2.87	3.74	0.83
合计	55.59	41.98	48.00	11.09

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

2021 年 6 月，为整合盐城市汽车产业资源，根据盐城市委市政府部署组建江苏悦达汽车集团有

限公司（以下简称“悦达汽车集团”）¹，在整车制造、研发科创、零部件制造、汽车产业服务等板块全面布局，参股投资悦达起亚汽车、华人运通（江苏）技术有限公司（以下简称“华人运通”）等乘用车生产企业，并将盐城市国有资产投资集团有限公司持有的江苏奥新新能源汽车有限公司及江苏悦达国润新能源商用车有限公司 100% 股权划转至悦达汽车集团。悦达起亚汽车原由悦达投资、韩国起亚株式会社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，三方对其持股比例分别为 25%、50% 和 25%，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。“萨德”事件以来，韩系品牌在国内市场遇冷，近年来其车辆产销量整体有所下滑。2021 年悦达起亚汽车产销量仍呈下滑态势，持续经营亏损；当年公司对其确认投资损失 5.31 亿元，年末该投资账面价值为 0。

在盐城市政府的大力支持下，2021 年悦达集团先后以 17.00 亿元和 2.97 亿元收购悦达起亚汽车二工厂资产和东风汽车公司持有的 25% 股权，帮助其缓解经营压力。2022 年 2 月，盐城市政府与起亚株式会社签署扩大投资协议，双方计划共同对悦达起亚汽车增资 9 亿美元；其中 2022 年增资 6 亿美元²，悦达汽车集团和起亚株式会社按 1:3 比例出资，目前已按比例合计到位 4 亿美元。截至 2022 年 3 月末，起亚株式会社持有悦达起亚汽车 50% 股权，悦达汽车集团持股 45.80%，悦达投资持股 4.20%。未来悦达起亚汽车拟通过扩大投资、导入新车型、发展新能源汽车、设立出口基地等方式，提升整车销量及产能利用率，改善经营情况。2021 年以来，为支持盐城市汽车产业发展，盐城市政府及公司继续加大对悦达起亚汽车的投资，但其经营状况改善尚需一定时间，公司仍面临投资风险，中诚信国际将持续关注悦达起亚汽车经营情况及其对公司的影响。

¹截至 2022 年 6 月 6 日，公司持有悦达汽车集团 59.50% 股份，盐城市国有资产投资集团有限公司持股 25.50%，华人运通控股（上海）有限公司持股 15.00%。

²悦达资本放弃参与本次增资，放弃部分由悦达汽车集团出资。

表 2：近年来悦达起亚汽车销售情况（个、万辆、亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
4S 店数量	494	432	378	370
悦达起亚汽车新车销量	28.43	24.26	15.78	3.60
销售收入	232.81	219.40	132.10	33.99
净利润	-12.99	-47.50	-45.84	-9.70

资料来源：公司提供

悦达汽车集团持有华人运通 20% 股权，华人运通主要从事公司重点发展的新能源汽车业务，其新车“高合 HiPhi X”于 2020 年 9 月上市，并于 2021 年 5 月开始批量交付用户，全年实现销售 4,237 台。为支持参股公司发展，悦达集团为华人运通提供委托贷款及担保支持，截至 2022 年 3 月末，对其应收往来款余额为 7.75 亿元，担保余额为 2.36 亿元。中诚信国际将持续关注华人运通新能源汽车的销售经营情况及往来款和担保等回收情况。

此外，悦达集团亦持有中汽股份 39% 的股权，参股投资汽车试验场运营业务。中汽股份为目前国内面积最大、设施最全的第三方汽车试验场，核心业务为汽车产品道路试验和测试服务；2021 年实现营业收入 2.98 亿元，净利润 1.03 亿元，同比略有

增长；当年公司对其确认投资收益 0.60 亿元，获得现金分红 0.04 亿元。2022 年 2 月中汽股份成功在创业板 IPO 发行³，参股公司资本实力和市场竞争力增强的同时，公司所持股份流动性和资产增值空间亦有所提高。

受益于煤炭价格上涨，2021 年公司煤炭开采及贸易业务收入和盈利水平大幅提升，已投产的参股煤矿为公司贡献较高投资收益；清洁能源及光伏业务的投资进一步完善能源产业布局，需关注在建及新投产项目未来的效益情况

公司能源板块主要为煤矿开采、煤炭贸易及新能源项目投资。公司以煤炭贸易业务起步经营，本部和悦达新实业、悦达南方等多家子公司均参与煤炭贸易业务。2021 年以来煤炭价格上涨较多，令煤炭销售收入及毛利润均同比大幅增加。公司煤炭贸易业务上游供应商主要为江苏省内民营贸易企业，下游客户以大型钢铁、煤炭制造业国企的下属经营贸易公司为主，采购和销售相对稳定，集中度较高。2021 年煤炭贸易前五大供应商和客户占比分别为 76.26% 和 61.92%，同比集中度上升。

表 3：近年来公司煤炭贸易经营情况（万吨、亿元）

企业简称	销售量			销售收入			毛利润		
	2020	2021	2022.1~3	2020	2021	2022.1~3	2020	2021	2022.1~3
公司本部	58.63	75.54	27.66	8.31	13.58	4.39	0.25	0.07	0.006
悦达新实业	148.00	49.46	28.49	3.71	8.29	4.09	0.02	0.01	0.003
悦达南方	375.98	430.45	171.00	23.79	31.43	16.51	0.14	0.47	0.15
悦达资本	93.82	-	-	3.64	-	-	0.05	-	-
合计	676.43	555.45	227.15	39.45	53.30	24.99	0.46	0.55	0.159

注：1、根据集团对子公司业务规划与整合，2021 年以来悦达资本不再开展煤炭贸易业务；2、合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

公司 2003 年起涉足煤炭开采业务，以参股经营为主，截至 2022 年 3 月末，公司共控股 1 家、参股 6 家煤炭开采企业，拥有探明资源储量合计达 52.11 亿吨，煤炭资源储量丰富，以动力煤为主，部分煤矿于 2021 年转让或整合。2021 年煤矿开采量和销售量较上年有所减少，但受益于煤炭价格迅速

走高，煤炭开采经营收入及利润均同比大幅增长。占开采总量半数以上黄陵二号煤矿 2021 年及 2022 年 1~3 月分别为公司贡献投资收益 15.44 亿元和 4.85 亿元。2020 年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”）合作建设黄陵二号店头电厂，作为黄陵二号煤矿下游产业链延伸，

³ 发行价格为 3.80 元/股，首发上市后悦达集团持有其 38,680 万股，持股比例 29.25%，系第二大股东。

计划总投资 48 亿元，公司出资 4.80 亿元并持股 40%，建设期 3 年，将于 2023 年建成投产；截至 2022 年 3 月末，该项目已投资 26.07 亿元，公司完成 4.80 亿元出资。公司通过参股陕西中能煤田有限公司（以下简称“陕西中能煤田”）投资中能煤田-

袁大滩煤矿，2021 年贡献投资收益 2.03 亿元。此外，由于整合、技改产能升级等原因，部分煤矿尚未投产，中诚信国际将持续关注未来各在建矿山的投产情况以及为公司贡献的投资收益。

表 4：近年来公司控股及参股煤矿开采业务经营情况（%、万吨、万吨/年）

煤矿名称	持股公司	截至 2022 年 3 月末持股比例	储量	设计产能	2020 年开采量	2021 年开采量	2022 年 1~3 月开采量
控股煤矿							
巴音孟克煤矿	悦达新实业	80.00	4,001	60	79	80	30
参股煤矿							
黄陵二号	悦达新实业	46.00	82,100	1,000	1,026	1,031	270
横山天云煤矿	悦达新实业	38.94	727	60	13	-	-
中能煤田-袁大滩	上海申丰投资发展有限公司	29.50	123,500	500	591	555	166
西蒙煤矿	悦达新实业	43.70	13,184	180	130	55	5
平凉天元煤矿	悦达南方	40.00	196,600	1,140	-	-	-
王峰煤矿	悦达新实业	40.00	101,000	300	-	-	-
合计	-	-	521,112	3,240	1,839	1,721	471

注：1、上海申丰投资发展有限公司为悦达新实业全资子公司，通过持有陕西中能煤田有限公司 29.50% 股份间接参股中能煤田-袁大滩煤矿；2、军山煤矿于 2021 年以 2.8 亿元转让，榆林华通煤矿已经与横山天云煤矿完成整合，2021 年尚未恢复生产；3、西蒙煤矿 2021 年因技术升级停产半年时间。

资料来源：公司提供

表 5：近年来公司控股及参股煤矿开采业务经营情况（续）（万吨、亿元）

煤矿名称	销售量			销售收入			净利润		
	2020	2021	2022.1~3	2020	2021	2022.1~3	2020	2021	2022.1~3
控股煤矿									
巴音孟克煤矿	71.00	80.00	30.00	1.31	3.54	1.14	0.13	0.92	0.45
参股煤矿									
黄陵二号	1,028.00	1,031.00	270.00	43.29	74.16	20.18	18.51	33.42	10.93
横山天云煤矿	13.00	-	-	0.39	-	-	0.01	-	-
中能煤田-袁大滩	585.00	555.00	166.00	13.37	28.28	8.40	0.60	7.66	2.69
西蒙煤矿	130.00	55.00	5.00	3.21	3.22	0.31	0.56	0.88	-0.10
平凉天元煤矿	-	-	-	-	-	-	-	-0.06	-
王峰煤矿	-	-	-	-	-	-	-	-	-

注：1、军山煤矿于 2021 年转让；2、榆林华通煤矿已经与横山天云煤矿完成整合，2021 年尚未恢复生产；3、平凉天元煤矿尚在建设阶段，预计于 2023 年投产；4、王峰煤矿正处于矿井建设阶段，预计将于 2024 年末投产。

资料来源：公司提供

除煤炭开采及贸易业务外，公司亦增加在清洁能源产业的布局。2019 年，悦达新实业以资本金出资 1.05 亿元控股投资内蒙古雅海液化天然气项目，

预计总投资 10.00 亿元，目前在建 60 万吨 LNG 综合开发项目，该项目于 2021 年 12 月正式试通车；2022 年 1~3 月实现收入 1.49 亿元，实现净利润 0.13

亿元。雅海项目是公司在矿业资源板块的又一布局，需对项目投产后经营状况持续关注。

公司在新能源领域亦投资光伏产业，悦达新实业出资 2 亿元参股润阳新能源，持有其 19.48% 股权，该公司主要从事高效晶硅电池的研发及制造，已形成 22GW/年的生产能力。随着产能规模的快速提升及释放，2021 年润阳新能源实现收入 106.17 亿元，净利润为 4.85 亿元，为公司贡献投资收益 1.01 亿元。公司积极推动润阳新能源在科创板上市，目前深交所已正式受理其上市申请；若成功上市，该润阳新能源资本实力有望增强，公司所持股流动性及估值亦有望提高。

跟踪期内公司房地产项目销售放缓，销售收入及回款同比下降，需关注未来销售去化情况和房地产行业调控政策对公司业务的影响

公司房地产业务主要由悦达地产集团有限公司和盐城悦达东方置业有限公司负责运营，以住宅开发项目为主，自主开发的房地产项目分布在盐城、淮安和西安。2021 年以来，受国家行业政策调控及楼市降温等影响，公司房地产项目销售有所放缓，

2021 年该业务实现收入 13.90 亿元，净利润为 3.94 亿元，净回笼资金 7.23 亿元，同比均有所下降。截至 2022 年 3 月末，公司主要在建房地产项目以住宅项目为主，预计总投资额 143.43 亿元，已投资 115.32 亿元，资金来源均为自筹，未来仍面临一定的资本支出压力。此外，公司还采取合作开发模式获取投资收益，分别与万科、甘肃新世纪集团等成立合资公司进行项目开发。同期末，公司控股及参股开发在建房地产项目总可售面积（含已售面积）合计为 322 万平方米，已售面积 182 万平方米，累计实现销售额 209 亿元，预计未来可实现销售金额 200 亿元。

土地储备方面，2022 年公司新取得大丰新民河 10 号地项目，土地面积约 54 亩，合计购地支出 2.19 亿元，拟用于开发住宅项目；截至 2022 年 3 月末，土地储备总面积约为 649.36 亩。

中诚信国际认为，公司房地产开发业务可对公司收入形成一定补充，但近年来国家对房地产行业的政策趋严，行业景气度有所下降，加之受到宏观经济总体下行等因素影响，公司房地产业务未来销售去化情况存在不确定性。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司主要控股房地产项目情况（亿元）

项目名称	所在城市	项目性质	资金来源	总投资额	已投资	累计回款	建设时间	预计净收益
盐城悦珑湾	盐城	住宅	自筹	30.00	28.57	43.22	2012.08~2022.12	6.00
西安 OUTLETS	西安	住宅	自筹	26.47	23.77	30.69	2012.10~2021.12	3.00
悦达十里香溪项目	盐城	住宅	自筹	14.00	12.60	14.24	2014.08~2019.06	2.00
悦达（东台）-悦棠湾项目	盐城	住宅	自筹	10.36	5.88	8.86	2020.03~2023.06	1.00
悦达汽车广场项目一期	盐城	商业	自筹	9.00	6.52	3.04	2018.05~2020.12	0.20
悦达翔宇国际广场项目	淮安	住宅	自筹	8.17	7.51	7.55	2013.09~2022.12	0.20
天山水岸花园项目	盐城	住宅	自筹	7.13	6.71	8.25	2013.06~2020.06	0.20
汇文苑	盐城	住宅	自筹	6.80	6.47	9.24	2017.09~2019.10	0.80
西安玖熙台项目	西安	住宅	自筹	22.76	10.51	-	2021.06~2024.12	1.00
上海悦珑湾	上海	住宅	自筹	8.74	6.78	8.17	2021.05~2023.05	0.50
合计	--	--	--	143.43	115.32	133.26	-	14.90

资料来源：公司提供

表 7：截至 2022 年 3 月末公司主要参股房地产项目情况（亿元）

项目名称	所在城市	合作方	项目性质	资金来源	总投资额	已投资	累计回款	建设时间	预计净收益
璀璨天成	淮安	新区地产	住宅	自筹	21.00	9.35	-	2021.06~2024.08	3.00
玖玺台	盐城	江苏绿阳交通建设	住宅	自筹	18.00	11.44	8.02	2020.06~2024.12	1.00
新河湾 B 区	平凉	甘肃新世纪集团	住宅	自筹	11.72	9.83	3.43	2019.08~2022.01	1.40
世纪花园 D3-2 区	平凉	甘肃新世纪集团	住宅	自筹	13.93	8.54	3.78	2019.12~2023.12	2.00
湖畔现代城	常熟	广州瑞悦投资	住宅	自筹	40.00	33.34	47.45	2011.04~2024.12	5.00
盐城翡翠国际	盐城	万科地产	住宅	股东投入	8.90	8.21	12.80	2018.06~2021.12	2.00
盐城翡翠云台	盐城	万科地产	住宅	股东投入	35.90	33.05	37.68	2018.06~2022.06	0.80
盐城翡翠书院	盐城	万科地产	住宅	股东投入	5.70	5.50	8.95	2018.06~2021.12	0.50
亨威一号地块	盐城	万科地产	住宅	股东投入	27.70	18.24	2.99	2020.10~2023.12	2.50
合计	--	--	--	--	182.85	137.50	125.10	-	18.20

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司商业贸易业务规模保持稳定，但盈利水平偏低；在融资租赁和保理业务转型的影响下，业务投放规模收缩，金融板块盈利水平下滑；京沪高速改建项目面临较大投资压力，未来收费权及收益贡献存在不确定性

公司供应链及其他业务板块主要包括商贸流通、租赁保理、高速公路业务等。商贸流通业务经营主体主要为悦达新实业和悦达南方，立足自身煤炭产业衍生的煤化工产品及新能源电池产业的单晶硅等，2021 年商业贸易板块实现收入 50.29 亿元，主营业务利润为 0.47 亿元，收入规模保持稳定，但盈利水平偏低。

公司通过子公司悦达资本开展债权融资业务（包括融资租赁和商业保理）、股权投资业务（包括直接股权投资和股权投资基金）和供应链服务等多项业务。目前，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，其中汽车融资租赁业务逐步聚焦服务集团主业，主动退出集团外业务。受汽车行业下行压力及疫情持续影响，2021 年新增投放规模持续压降，并加快处理不良资产；截至 2022 年 3 月末，悦达资本融资租赁规模为 22.98 亿元；同期末，融资租赁业务不良资产余额 0.31 亿元，累

计计提坏账准备 0.25 亿元。商业保理业务方面，2021 年保理业务增幅主要来自收益率相对较低的通讯类业务，传统业务有所收缩，且存在一定行业集中度风险。

跟踪期内，新增投资 2 只股权投资基金，截至 2022 年 3 月末共投资 12 家股权投资基金，基金总规模 135.16 亿元，公司认缴出资 27.41 亿元，实缴金额 11.76 亿元，累计获得投资收益 1.94 亿元（其中 2021 年获得投资收益 0.57 亿元）。跟踪期内退出股权投资项目 1 个，实现退出收益 0.50 亿元；截至 2022 年 3 月末，悦达资本存续长期股权投资项目共 7 个，投资金额合计 8.81 亿元。

此外，为服务集团主业打造供应链服务平台，2021 年悦达资本继续加大集团内部合作，主动缩减系统外业务规模，但集团内业务毛利率较低，使得供应链贸易销售收入大幅增加的同时，利润贡献仍处于较低水平。受宏观经济底部运行及业务转型调整等影响，2021 年悦达资本净利润由 3.56 亿元降至 2.02 亿元。

表 8：悦达资本投资资产余额及收入情况（亿元）

	2021 年 坏账/减 值损失	2022 年 3 月末资产 余额	2020 年 收入	2021 年 收入
--	-----------------------	------------------------	--------------	--------------

直接股权投资	0.05	36.23	4.11	0.54
股权投资基金	-	9.64	1.46	2.16
固收投资	-	1.46	0.46	0.23
融资租赁	0.27	22.98	3.23	2.41
保理业务	0.04	17.36	1.67	1.51
供应链业务	0.22	4.13	5.94	9.08

注：直接股权投资资产余额口径调整将其他科目中的部分股权投资项目也纳入统计范围。

资料来源：公司提供

公司高速公路业务目前主要参、控股 3 条高速公路（除去已完成移交的公路），总里程约 396 公

表 9：近年来公司参控股高速公路收入和利润情况（%、亿元）

公路简称	截至 2022 年 3 月末持股比例	收费经营起始时间	营业收入			净利润		
			2020	2021	2022.1~3	2020	2021	2022.1~3
京沪高速	21	江苏段：2000.12.14-2030.12.14； 扬州西绕城公路：2004.10.12-2034.10.11	19.82	18.19	3.68	1.68	-1.58	0.13
西铜高速	70	已到期	2.18	2.31	--	-0.18	-0.81	--
汾平高速	70	2010.10.30-2040.10.29	1.52	2.24	0.53	-0.32	0.62	0.14
京大高速	70	2005.10.1-2025.10.1	1.61	1.15	0.29	0.97	0.40	0.11

注：1、西铜高速收费经营权于 2021 年 6 月到期移交，不再纳入合并范围；2、2021 年京大高速因入口处修缮公路桥影响通行，当年通行费收入同比下降。

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于公司提供的经苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年财务报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表。中诚信国际分析时采用的各年度财务数据均为期末数。

跟踪期内，公司主营业务持续亏损，以黄陵二号煤矿为主的参股企业贡献的投资收益为利润主要来源；悦达起亚汽车持续亏损侵蚀利润，未来公司盈利恢复情况有待持续关注

跟踪期内，因纺织业、汽车配件、汽车物流等经营业绩较好，且 2021 年新增新能源汽车业务，公司汽车及智能制造板块收入同比增加，但毛利率同比略有下滑；受益于煤炭价格上涨，公司能源板块收入和盈利水平同比大幅提升；房地产项目销售放缓使得 2021 年该板块收入有所下滑；持有的高速

里；其中，京沪高速是中国大陆第一条全线建成高速公路的国道主干线，车流量较大，因车道改建影响通行量，京沪高速 2021 年以来收入有所下滑，产生亏损，当年确认投资损失 0.39 亿元。目前京沪高速仍在车道改建，计划通过京沪高速账面留存收益及现金形式投资 125.61 亿元，建设周期为 4 年，公司按照持股比例出资 26.38 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 14.28 亿元；改建完成后收费权将重新核定，未来运营收益贡献尚存在不确定性。

公路部分到期移交，同时商贸流通业务结构调整，使得供应链及其他业务收入规模缩减，但毛利率水平稳步提升。整体来看，2021 年和 2022 年一季度公司收入保持较好增长，营业总收入分别同比增长 10.28% 和 6.27%，但营业毛利率有所下降。

表 10：近年来公司分板块收入及毛利率情况（亿元、%）

营业收入	2019	2020	2021	2022.1~3
汽车及智能制造板块	55.59	41.98	48.00	11.09
能源板块	56.73	40.93	57.01	27.66
房地产板块	19.92	17.49	13.90	5.52
供应链及其他	103.66	67.18	65.89	13.41
营业总收入	235.90	167.58	184.80	57.69
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
汽车及智能制造板块	13.34	16.78	15.44	14.45
能源板块	2.79	2.94	4.68	4.40
房地产板块	38.03	49.47	48.97	30.43
供应链及其他	11.21	8.86	10.78	11.19
营业毛利率	11.96	13.64	12.98	10.40

注：合计数因四舍五入存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用规模较大，跟踪期内，因合并范围扩大管理费用同比增加，以利息支出为主的财务费用亦处于高位，费用控制能力仍有待提升。公司主营业务盈利能力偏弱，2021 年以来经营性业务利润亏损有所扩大，利润总额中非经常性损益占比较大。投资收益系公司利润的重要来源，其中悦达起亚汽车 2021 年持续亏损侵蚀利润，但受益于黄陵二号煤矿等参股企业经营状况向好，当年投资收益同比大幅增加。此外，2021 年持有其他非流动金融资产和投资性房地产升值等实现公允价值变动收益 3.30 亿元，对利润形成一定补充。2021 年公司盈利指标较上年水平略有弱化，未来盈利稳定性仍需保持关注。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	4.18	3.77	3.79	0.90
管理费用	10.53	11.92	13.33	3.08
财务费用	19.16	18.56	17.97	4.52
期间费用合计	33.87	34.25	35.10	8.50
期间费用率	14.36	20.44	18.99	14.73
经营性业务利润	-6.61	-8.14	-13.21	-2.98
公允价值变动收益	-0.0001	7.07	3.30	-1.19
投资收益	18.89	7.00	16.17	6.45
利润总额	13.11	5.51	6.32	2.33
EBITDA	39.75	32.57	32.86	--
EBITDA 利润率	16.85	19.44	17.78	--
总资产收益率	5.04	3.79	3.75	--

注：中诚信国际在分析时将“研发费用”计入“管理费用”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 12：近年来公司主要参股公司投资收益情况（亿元）

	2020	2021
黄陵二号煤矿	7.97	15.44
京沪高速	0.36	-0.39
润阳新能源	0.74	1.01

表 13：2022 年 3 月末其他应收款期末余额前五名（亿元、%）

欠款方	是否为关联方	款项性质	账面余额	账龄	占比
上海悦达新世纪企业发展有限公司	是	往来款项	11.43	1 年	16.06
盐城万悦盐南置业有限公司	是	往来款项	8.32	1 年	11.69
华人运通（江苏）技术有限公司	是	往来款项	7.75	1 年	10.88
陕西交控资产管理有限责任公司	是	预分配股利款	3.84	5 年	5.40
东风悦达起亚汽车有限公司	是	往来款项	2.19	1 年	3.08
合计	--	--	33.53	--	47.11

注：公司按照账龄计提其他坏账准备，未对上述往来款项单独计提坏账。

⁴ 2021 年公司新增持有江苏万科悦达实业有限公司 50% 股权，新增持有淮安市新瑞臻房地产有限公司 50% 股权，作为公司参股企业按权益

悦达起亚汽车	-11.88	-5.31
--------	--------	-------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产规模保持增长，较大规模的应收款及房地产项目投资对资金形成占用；2021 年以来，公司偿还到期债务和实施债转股等令财务杠杆水平有所下降

跟踪期内，公司资产规模不断增长，以股权投资、基金投资、房屋及建筑物、土地使用权等非流动资产为主。长期股权投资方面，2021 年受益于黄陵二号煤矿、陕西中能煤田等公司利润积累以及新增对于江苏丰悦城市开发建设有限公司、淮安市新瑞臻房地产有限公司等⁴股权投资并按权益法核算，期末账面价值有所增加。2021 年权益法下确认投资收益合计 15.74 亿元，现金分红合计 9.28 亿元。2022 年一季度公司收购悦达起亚汽车二工厂资产入账及内蒙古雅海液化天然气项目投产转固等，当期末固定资产余额大幅增加。流动资产方面，公司货币资金大部分已归集到财务公司，截至 2022 年 3 月末，以银行质押存单为主的受限货币资金为 25.86 亿元，受限比例较大；且货币资金中财务公司存放中央银行法定准备金存款 1.85 亿元不能用于公司日常经营。公司以开发成本为主的存货存在一定资金占用，其中 2018 年盐城市国资委将位于灌东盐场境内的四宗土地注入公司，截至 2022 年 3 月末上述土地账面价值为 93.68 亿元，未来开发进度及现金回流情况值得关注。其他应收款主要系与关联企业的往来款，集中度较高，截至 2021 年末累计计提坏账准备 2.48 亿元，需对后续应收款回收情况保持关注。

法进行核算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理。

公司负债主要由有息债务构成，且以间接融资为主。跟踪期内，公司偿还较多短期银行借款和到期债券令债务规模有所减少，短期债务占比亦随之下降，但整体债务规模仍较大，债务期限结构有待改善。因房地产项目公司小股东投入项目借款，2021 年末其他应付款大幅增加。2022 年一季度，盐城市政府以财政资金注资，公司注册资本金增至 67.00 亿元。2021 年兴业银行以悦达资本为标的实施 25 亿元规模的债转股，少数股东权益大幅增加，带动所有者权益规模提升；但由于少数股东权益占比高，权益稳定性有待提升。财务杠杆方面，2021 年以来受益于公司对债务规模的控制和权益规模提升，期末财务杠杆有所降低。

表 14：近年来公司资产、负债及资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	61.59	59.25	58.06	53.56
其他应收款	57.53	79.94	77.96	71.17
存货	130.77	137.33	140.77	142.92
可供出售金融资产	81.43	-	-	-
其他权益工具投资	-	64.65	69.18	64.43
其他非流动金融资产	-	29.09	25.23	25.56
长期股权投资	150.12	144.76	153.02	161.20
固定资产	31.29	30.19	32.88	55.31
总资产	696.04	705.15	730.32	749.26
总负债	450.72	464.87	463.81	464.82
总债务	383.00	399.32	384.83	384.30
短期债务/总债务	72.62	70.67	67.04	68.44
实收资本	10.00	50.00	50.00	67.00
资本公积	39.30	9.50	10.23	10.23
未分配利润	49.97	42.98	47.51	49.61
少数股东权益	122.61	126.04	156.61	156.43
所有者权益合计	245.32	240.28	266.50	284.45
资产负债率	64.76	65.92	63.51	62.04
总资本化比率	60.96	62.43	59.08	57.47

注：2020 年 1 月 1 日起公司执行新金融工具准则，将计入可供出售金融资产项目的投资分别调整计入其他权益工具投资及其他非流动金融资产

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司短期债务偿付压力大，盈利和经营获现能力对债务本息的保障能力仍较弱，债务偿付对于再融资依赖较大，偿债能力有待提升

2021 年以来公司主营业务自上年疫情有所恢复，回款情况得到改善。当年收回投资规模有所减

小，但取得投资收益收到的现金能为公司投资支出提供一定支撑；2022 年一季度，因购置大额机器设备令当期投资活动现金流呈大幅净流出。筹资活动现金流保持大额净流出态势，主要系到期债务规模较大、借款保证金增加以及支付利息和股利等所致；2022 年一季度因获得政府注资、偿还到期债务较少等，当期筹资活动净现金流呈大幅净流入。

公司整体债务规模较大，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的保障能力仍较弱，偿债能力有待提升。截至 2022 年 3 月末，货币资金/短期债务为 0.20 倍，覆盖程度较低，债务偿付对于再融资依赖较大。公司房地产板块、基础设施投资板块尚需较大投资规模，且部分参股企业或仍需一定资金支持，未来资金需求压力较大。

表 15：近年来公司偿债指标情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	10.73	7.38	10.44	1.74
投资活动净现金流	4.11	12.58	3.21	-25.01
取得投资收益收到的现金	11.21	9.82	9.63	0.26
筹资活动净现金流	-15.50	-25.91	-17.46	23.28
经营活动净现金流/总债务	0.03	0.02	0.03	0.02*
经营活动净现金流/利息支出	0.49	0.34	0.48	--
经调整的经营净现金流/总债务	-4.99	-5.70	-5.06	--
总债务/EBITDA	9.63	12.26	11.71	--
EBITDA 利息保障系数	1.81	1.50	1.52	--
货币资金/短期债务	0.22	0.21	0.23	0.20

注：带*指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

本部贸易业务盈利能力较弱，利润主要来自投资收益，盈利稳定性较弱；公司本部承担投融资职能，债务规模及财务杠杆较高，面临一定短期偿债压力

公司本部主要从事煤炭贸易业务，毛利率水平较低，2021 年财务费用为主的期间费用同比增加，且上年获得计入其他收益的政府补助不可持续，经营性亏损有所扩大。控股子公司贡献的投资收益为利润的主要来源，2021 年实现投资收益为 17.66 亿元，取得投资收益收到的现金为 9.89 亿元，同比均有所增长。中诚信国际将对公司本部未来投资收益

实现情况保持关注。

本部总资产主要系货币资金、存货、对子公司的投资以及对关联方拆借款等。2021 年公司使用自有资金及收回拆借款用于新增对悦达汽车集团等投资，长期股权投资期末余额有所增加，由于公司大部分为战略性投资，投资周期较长，需关注投资风险。公司本部主要承担投融资职能，债务规模较大且短期债务占比较高，2022 年 3 月末短期债务占比为 69.80%。2021 年公司本部资产负债率维持在较高水平，且随负债规模增加、偿还到期永续债等致使权益规模减少，资产负债率继续上升；2022 年一季度获得股东增资，资产负债率有所下降。中诚信国际将对公司本部债务期限结构及财务风险保持持续关注。

本部经营活动净现金流规模较小；2021 年因投资收益收到现金较多且收到较多参股公司归还借款，当年投资活动净现金流入规模扩大；当年偿还较多银行借款和到期债券令筹资活动现金流呈大幅净流出。2022 年一季度，公司收到财政资金增资并加大融资力度，当期筹资活动净现金流入大幅增加。公司本部经营获现能力较弱，承担投融资职能令其债务规模处于较高水平，日常经营活动对债务本息偿付保障能力弱；但集团实行统一授信管理且对下属子公司分红及管控能力较强，能够为债务偿付提供一定支持。

表 16：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.3
营业总收入	13.60	25.67	27.95	5.07
期间费用合计	11.09	11.32	13.46	3.73
经营性业务利润	-10.06	-5.72	-12.97	-3.62
投资收益	10.55	15.49	17.66	-0.002
利润总额	1.71	10.39	4.31	-3.68
货币资金	13.78	23.70	22.44	25.82
其他应收款	41.83	62.36	57.57	49.60
存货	63.23	62.88	62.81	62.81
长期股权投资	152.63	155.24	157.09	157.08
总资产	308.56	341.56	339.78	354.50
总负债	214.82	250.20	254.47	255.95
短期债务	133.25	163.63	154.36	155.76
总债务	184.00	236.65	221.52	223.16
所有者权益	93.74	91.36	85.32	98.55

资产负债率	69.62	73.25	74.89	72.20
总资本化比率	66.25	72.15	72.19	69.37
经营活动净现金流	1.44	1.50	1.91	0.42
投资活动净现金流	8.83	0.44	17.30	-19.65
取得投资收益收到的现金	1.31	3.11	9.89	-
筹资活动净现金流	-18.44	2.98	-22.06	20.33
经营活动净现金流/总债务	0.008	0.006	0.009	0.008*
经营活动净现金流/利息支出	0.10	0.10	0.14	--
经调整的经营净现金流/总债务	-8.52	-5.85	-5.79	--
货币资金/短期债务	0.10	0.14	0.15	0.17

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

到期债务分布方面，公司合并口径及本部口径下 2022~2023 年均面临到期债务高峰，短期偿债压力较大，中诚信国际将持续关注公司偿债资金安排及到期债务兑付情况。

表 17：截至 2022 年 3 月末公司总债务及公开市场债券未来到期分布情况（亿元）

总债务	2022.4~12	2023	2024	2025 及以后
合并口径	168.93	100.44	24.49	40.95
本部口径	106.19	47.27	19.00	20.90
本部到期债券	38.74	18.31	13.50	5.00

注：1、到期债务分布统计未包含应付票据和租赁负债中的经营性租赁；
2、公司本部到期债券包括境外债 18.31 亿元，已按 2022 年 3 月 31 日美元对人民币汇率 6.3757 换算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司剩余授信可为偿债提供一定支持；受限资产比例较高且多为优质资产；对外担保规模扩大，需关注代偿风险

公司与当地金融机构保持良好的合作关系，截至 2022 年 3 月末，共获得银行综合授信额度 339.03 亿元，其中未使用额度为 53.02 亿元，综合授信额度较上年有所增加，具备一定财务弹性。此外，公司拥有悦达投资和悦达国际控股两家 A 股和 H 股上市公司，股权融资渠道较为畅通；2022 年 3 月末，公司直接持有悦达投资 32.00% 股权，其中所持股权的 50% 质押给兴业银行用于贷款融资；合计间接持有悦达国际控股 69.22% 股权，无质押情况。

截至 2022 年 3 月末，公司合并口径受限资产

为 98.76 亿元⁵，主要包括质押存单、所持有的黄陵二号煤矿 23% 股权、京沪高速 16% 股权、部分高速公路收费经营权、房产及土地等，受限资产占总资产的比例为 13.18%，受限比例较高且大多为公司优质资产。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司合并口径对外担保金额增至 26.43 亿元，占期末净资产的 9.29%；担保对象主要为联营企业和盐城市属国有企业，中诚信国际将对被担保企业经营状况及公司代偿风险保持关注。

表 18：截至 2022 年 3 月末公司主要对外担保情况（亿元）

被担保方	企业性质	担保金额	是否提供互保	担保到期日
平凉天元煤电化有限公司	国有企业	6.50	否	2029/11/20
江苏世纪新城投资控股集团有限公司	国有企业	5.20	否	2023/4/9
盐城市国有资产投资集团有限公司	国有企业	5.00	否	2023/1/25
陕西达美轮毂有限公司	国有企业	4.00	否	2028/5/6
华人运通（江苏）技术有限公司	民营企业	2.36	否	2025/1/29
东风悦达起亚汽车有限公司	外资企业	1.50	否	2022/4/27
台玻悦达汽车玻璃有限公司	合资企业	0.73	否	2023/1/14
盐城悦达瑞康医院有限公司	国有企业	0.65	否	2022/12/28
江苏悦达金骆驼医疗管理有限公司	国有企业	0.20	否	2024/4/22
中汽中心盐城汽车试验场有限公司	国有企业	0.16	否	2022/12/25
合计	--	26.30	--	--

注：江苏世纪新城投资控股集团有限公司及华人运通（江苏）技术有限公司均有全额反担保，其余为按照股比担保。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料⁶，2019~2022 年 5 月 17 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为盐城市国资委下属主要的产业投资平台，为当地经济和相关产业发展做出了贡献，并在资金等方面得到了政府大力支持

盐城市是江苏省北部重要的地级市之一，2021 年实现生产总值（GDP）6,617.39 亿元，按可比价格计算同比增长 11.15%，已形成了汽车制造、机械制造、纺织工业和化学工业等支柱产业，具备一定的经济实力。公司作为盐城市国资下属主要的产业投资平台，资产规模、营业收入、利润总额均位列市属企业前列。围绕参股公司悦达起亚汽车、

华人运通等，盐城市已形成汽车产业链整体布局，公司所投产业对当地财政贡献程度很高，政府支持意愿较强。

2020 年 9 月，盐城市国资委同意公司以 30.00 亿元资本公积、10.00 亿元未分配利润转增注册资本，公司注册资本由 10.00 亿元增至 50.00 亿元。2022 年 2 月，盐城市政府以财政资金注资，公司注册资本金增至 67.00 亿元。此外，盐城市政府每年给予公司一定的财政补贴等用于支持相关产业的发展，2019~2021 年公司确认的政府补助收益分别为 1.41 亿元、6.72 亿元和 1.16 亿元，在资金等方面获得了政府的大力支持。

偿债保障措施

“22 悦达 G1”本息的到期兑付由陕西信用增进有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保⁷。

⁵ 公司季报口径受限资产未包含融资租赁资产及作为 ABS\ABN 发行基础资产的应收账款。

⁶ 公司提供悦达集团本部、悦达南方、悦达新实业、悦达资本、悦达投资、悦达汽车集团、悦达地产集团有限公司等重要子公司企业信用报告。

⁷ 陕西增信承诺对本次债券提供信用增进服务，具体地，如悦达集团在兑付日未按照本期《募集说明书》约定将债券本金和应付利息足额支付给债券持有人，则陕西增信在兑付日代悦达集团偿付本期债券应付未付的本金及票面利息。

陕西增信前身为原西安经金融资担保公司，是经陕西省人民政府批复同意，通过整体变更设立的信用增进机构。经过多轮增资扩股，截至 2022 年 3 月末，陕西增信注册资本为 47.84 亿元，其中陕西金融资产管理股份有限公司持股 21.26%，为其控股股东。目前陕西增信在业务模式上明确了“债券增信+信用保护+债券投资+债券交易及处置”的全周期信用风险管理业务体系，发挥信用增进业务牌照优势，重点服务于地市级政府平台融资和省内已有公开评级的企业融资。截至 2021 年末，陕西增信总资产为 76.26 亿元，净资产为 56.21 亿元，2021 年新增增信额 75.30 亿元，期末增信余额 98.80 亿元。2021 年实现信用增进服务收入 2.15 亿元，净利润 4.23 亿元。

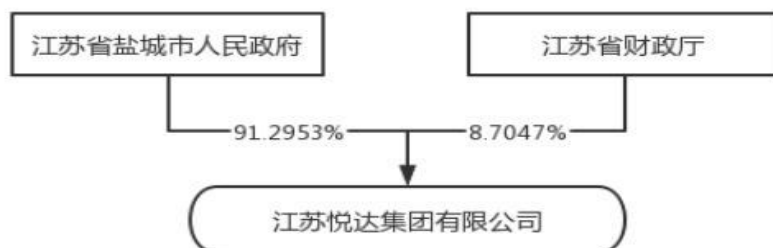
陕西增信作为陕西省唯一的信用增进机构，承担了建设陕西省担保体系的政策性职能，受到陕西省政府和控股股东陕西金融资产管理股份有限公司在资源整合等方面的支持。此外，陕西省财政厅全资子公司为公司第二大股东，在资本补充、业务拓展、风险防控等方面为陕西增信也提供了有力支持。**中诚信国际认为**，陕西省政府和控股股东具有很强的意愿和能力在必要时对陕西增信给予支持。

综上所述，中诚信国际维持陕西信用增进有限责任公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为陕西增信具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“22 悦达 G1”的按期偿还提供有力的保障。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持江苏悦达集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“22 悦达 G1”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：江苏悦达集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）

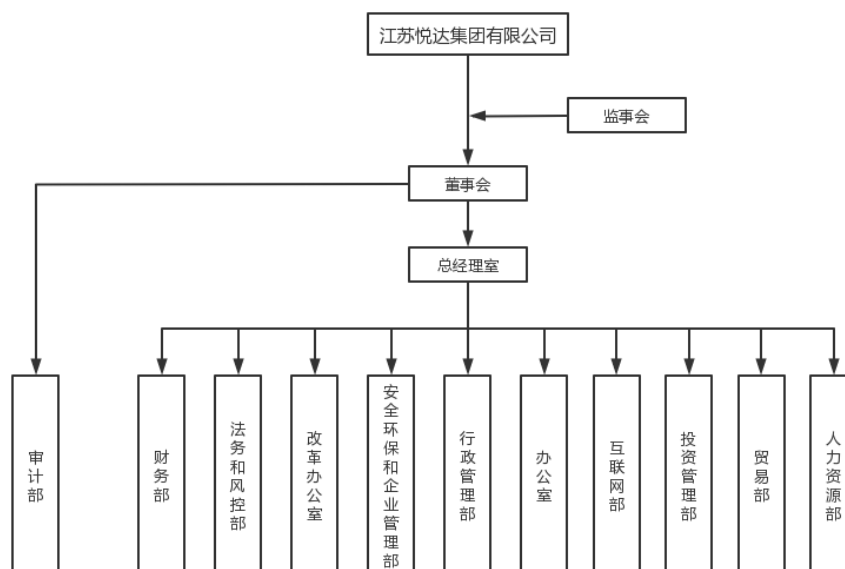


截至 2022 年 3 月末主要子公司情况（万元、%）

全称	简称	注册资本	持股比例	从事业务
江苏悦达投资股份有限公司	悦达投资	85,089.45	32.00	实业投资、资产管理；机械设备、纺织品的技术开发；国内贸易等
悦达集团（香港）有限公司	悦达香港	8,300.00（美元）	100.00	公路收费、矿产经营；商品房开发经营；建材销售；物业管理服务等
上海悦达新实业集团有限公司	悦达新实业	162,991.07	61.35	实业投资、国内贸易，商品混凝土生产销售及煤矿开采等
悦达资本股份有限公司	悦达资本	409,628.00	80.13	资产管理、创业投资；商业保理业务；融资租赁业务；供应链管理等
江苏悦达南方控股有限公司	悦达南方	120,120.32	89.95	实业投资、物业管理、房地产开发、商业零售、煤炭钢材化工物资经营等
江苏悦达汽车集团有限公司	悦达汽车集团	200,000.00	70.00	道路机动车辆生产；新能源汽车整车销售；汽车新车销售；汽车旧车销售；汽车零部件及配件制造；汽车零部件批发等

注：悦达集团直接持有悦达新实业 36.81% 股权，通过悦达南方持有悦达新实业 24.54% 股权。

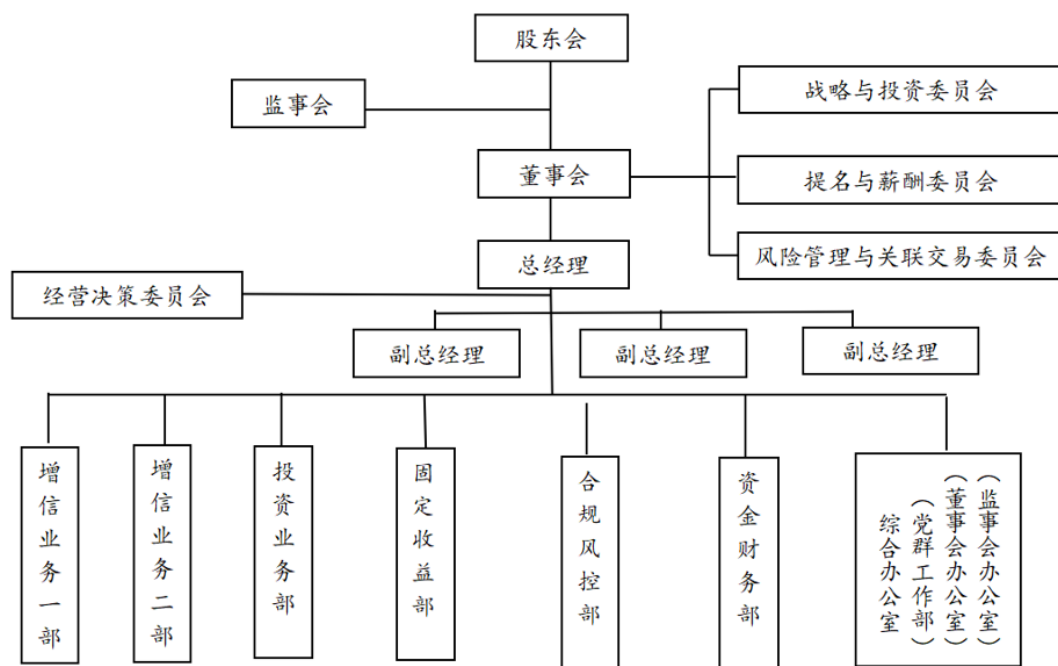
资料来源：公司提供



资料来源：公司提供

附二：陕西增信股东持股情况及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）

股东名称	出资金额（百万元）	持股比例（%）
陕西金融资产管理股份有限公司	1,017.33	21.26
陕西财金投资管理有限责任公司	872.46	18.24
榆林市榆阳区国有资产运营有限公司	600.00	12.54
西安经发控股（集团）有限责任公司	574.33	12.00
陕西省水务集团有限公司	300.00	6.27
榆林市财金投资管理有限公司	300.00	6.27
西安经开金融控股有限公司	210.57	4.40
陕西延长石油资本控股有限公司	210.57	4.40
陕西粮农集团有限责任公司	105.29	2.20
陕西建工集团有限公司	105.29	2.20
宝鸡市金融控股有限公司	105.29	2.20
西咸新区秦汉新城投资控股有限公司	100.00	2.09
西安航天基地创新投资有限公司	100.00	2.09
深圳开源证券投资有限公司	84.50	1.77
天津骏泰企业管理有限公司	49.54	1.04
西安陕鼓动力股份有限公司	49.34	1.03
合计	4,784.50	100.00



注：因四舍五入原因，各项加总可能和合计数不等

资料来源：陕西增信

附三：江苏悦达集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	615,941.78	592,526.33	580,644.57	535,614.01
应收账款净额	173,121.90	183,046.39	140,195.45	159,223.15
其他应收款	575,329.40	799,399.43	779,625.56	711,715.32
存货净额	1,307,685.85	1,373,280.79	1,407,699.59	1,429,176.31
长期投资	2,317,469.58	2,385,064.07	2,474,273.15	2,511,878.68
固定资产	312,891.41	301,895.58	328,808.77	553,140.68
在建工程	46,876.76	137,031.00	207,410.49	134,869.47
无形资产	440,869.85	415,843.46	434,309.82	482,549.73
总资产	6,960,356.74	7,051,474.87	7,303,172.40	7,492,637.70
其他应付款	197,526.74	117,980.04	313,784.43	321,519.53
短期债务	2,781,458.28	2,821,888.79	2,579,747.07	2,630,214.10
长期债务	1,048,562.99	1,171,281.00	1,268,526.85	1,212,773.29
总债务	3,830,021.27	3,993,169.79	3,848,273.92	3,842,987.39
净债务	3,214,079.49	3,400,643.46	3,267,629.35	3,307,373.38
总负债	4,507,199.88	4,648,667.98	4,638,135.23	4,648,156.26
费用化利息支出	215,281.87	210,578.22	205,832.92	--
资本化利息支出	4,690.42	6,283.33	10,280.50	--
所有者权益合计	2,453,156.86	2,402,806.89	2,665,037.17	2,844,481.44
营业总收入	2,359,017.25	1,675,810.71	1,848,029.13	576,859.36
经营性业务利润	-66,064.60	-81,415.85	-132,126.30	-29,756.95
投资收益	188,868.51	70,006.00	161,711.77	64,538.02
净利润	85,866.71	10,918.74	38,345.23	18,281.73
EBIT	346,428.25	265,664.40	269,037.19	--
EBITDA	397,513.79	325,742.23	328,622.00	--
经营活动产生现金净流量	107,335.13	73,782.16	104,384.16	17,447.95
投资活动产生现金净流量	41,086.01	125,779.62	32,101.92	-250,138.58
筹资活动产生现金净流量	-155,026.25	-259,138.81	-174,556.41	232,827.87
资本支出	74,933.58	74,366.23	98,565.30	197,721.93
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	11.96	13.64	12.98	10.40
期间费用率(%)	14.36	20.44	18.99	14.73
EBITDA 利润率(%)	16.85	19.44	17.78	--
总资产收益率(%)	5.04	3.79	3.75	--
净资产收益率(%)	3.81	0.45	1.51	2.65*
流动比率(X)	1.01	1.01	1.05	1.02
速动比率(X)	0.62	0.61	0.63	0.60
存货周转率(X)	1.53	1.08	1.16	1.46*
应收账款周转率(X)	12.17	9.41	12.10	15.41*
资产负债率(%)	64.76	65.92	63.51	62.04
总资本化比率(%)	60.96	62.43	59.08	57.47
短期债务/总债务(%)	72.62	70.67	67.04	68.44
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	0.02	0.03	0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.04	0.03	0.04	0.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.49	0.34	0.48	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-4.99	-5.70	-5.06	--
总债务/EBITDA(X)	9.63	12.26	11.71	--
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.12	0.13	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.81	1.50	1.52	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.57	1.23	1.24	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的有息债务调至短期债务，将“长期应付款”中的有息债务调至长期债务；3、带*指标已经年化处理。

附四：江苏悦达集团有限公司财务数据及主要指标（本部口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	137,818.10	236,953.49	224,386.43	258,221.60
应收账款净额	10,728.03	42,518.75	24,790.10	41,366.10
其他应收款	418,262.98	623,557.57	575,724.74	496,039.58
存货净额	632,261.18	628,765.61	628,120.16	628,078.87
长期投资	1,550,095.80	1,626,720.82	1,670,399.91	1,669,434.25
固定资产	107,885.98	98,231.18	89,576.57	208,367.40
在建工程	81.51	539.37	809.94	838.35
无形资产	78,636.27	85,226.32	80,726.99	129,603.00
总资产	3,085,579.35	3,415,552.48	3,397,846.68	3,544,986.63
其他应付款	226,858.33	79,087.90	309,126.40	278,353.51
短期债务	1,332,505.14	1,636,324.56	1,543,578.52	1,557,624.29
长期债务	507,481.35	730,191.26	671,584.45	674,024.82
总债务	1,839,986.49	2,366,515.82	2,215,162.97	2,231,649.11
净债务	1,702,168.39	2,129,562.33	1,990,776.54	1,973,427.51
总负债	2,148,205.15	2,501,982.86	2,544,661.99	2,559,517.56
费用化利息支出	142,677.54	143,725.58	134,898.15	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	937,374.20	913,569.62	853,184.70	985,469.07
营业总收入	136,010.09	256,663.59	279,453.08	50,718.66
经营性业务利润	-100,552.41	-57,176.64	-129,663.13	-36,156.74
投资收益	105,496.47	154,945.62	176,553.84	-16.70
净利润	16,773.77	103,870.19	44,260.07	-36,769.95
EBIT	159,797.97	247,587.13	178,038.95	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	14,388.14	14,950.48	19,122.37	4,196.69
投资活动产生现金净流量	88,316.68	4,439.52	172,989.54	-196,543.97
筹资活动产生现金净流量	-184,406.84	29,756.88	-220,604.31	203,299.21
资本支出	5,218.59	9,011.70	1,879.12	187,471.20
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	8.13	2.53	2.15	2.89
期间费用率(%)	81.51	44.10	48.17	73.48
EBITDA 利润率(%)	--	--	67.65	--
总资产收益率(%)	5.05	7.62	5.23	--
净资产收益率(%)	1.78	11.22	5.01	-16.00*
流动比率(X)	0.84	0.90	0.83	0.81
速动比率(X)	0.45	0.55	0.49	0.48
存货周转率(X)	0.20	0.40	0.44	0.31*
应收账款周转率(X)	3.72	10.64	8.97	6.13*
资产负债率(%)	69.62	73.25	74.89	72.20
总资本化比率(%)	66.25	72.15	72.19	69.37
短期债务/总债务(%)	72.42	69.14	69.68	69.80
经营活动净现金流/总债务(X)	0.008	0.006	0.009	0.008*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.01	0.01	0.01	0.01*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.10	0.10	0.14	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-8.52	-5.85	-5.79	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	11.72	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	0.12	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	1.40	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.12	1.72	1.32	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、2019~2020 年审计报告无公司本部现金流量表补充资料，故相关指标失效；3、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的有息债务调至短期债务，将“长期应付款”中的有息债务调至长期债务；4、带*指标已经年化处理。

附五：陕西增信主要财务数据及担保组合数据

(金额单位：百万元)	2019	2020	2021
资产			
货币资金	758.84	170.20	565.24
存出担保保证金	81.09	81.34	0.00
交易性金融资产	--	392.27	640.18
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	--	--
一年内到期的非流动资产	210.00	768.45	508.24
债权投资	--	689.80	515.29
可供出售金融资产	808.28	--	--
其他债权投资	--	390.85	1,008.49
其他非流动金融资产	--	2,192.01	3,384.78
长期股权投资	300.00	302.08	308.46
现金及投资资产合计	3,308.12	4,986.99	6,996.18
应收代偿款	94.19	90.03	77.92
资产合计	3,441.36	5,115.63	7,625.95
负债及所有者权益			
短期借款	0.00	0.00	0.00
卖出回购金融资产款	0.00	0.00	247.80
未到期责任准备金	4.54	25.79	118.65
一般准备金	2.00	3.73	11.26
担保损失准备金合计	6.54	29.52	129.91
存入担保保证金	84.97	85.34	85.52
关联方借款	0.00	501.15	0.00
应付债券	0.00	0.00	1,320.58
负债合计	123.24	672.35	2,005.43
实收资本	3,000.00	4,000.00	4,708.45
所有者权益合计	3,318.11	4,443.28	5,620.52
利润表摘要			
信用增进服务收入	9.08	61.01	215.33
一般准备金支出	(1.12)	(1.73)	(7.53)
提取未到期责任准备	(2.98)	(21.25)	(92.86)
担保业务净收入	4.98	37.78	113.56
利息净收入	25.77	10.41	(68.64)
其他业务净收入	23.09	19.59	19.79
投资收益	161.19	245.72	379.52
业务及管理费	(18.10)	(31.92)	(46.28)
税金及附加	(1.09)	(2.09)	(4.47)
营业利润	195.83	265.34	496.40
营业外收支净额	1.23	0.96	0.00
税前利润	197.07	266.30	496.40
所得税费用	(37.52)	(35.14)	(72.97)
净利润	159.55	231.16	423.43
担保组合			
增信余额	1,120.00	2,730.00	9,880.00
增信责任余额	996.00	2,284.00	8,088.00
年新增增信额	1,220.00	1,730.00	7,530.00
年解除增信额	187.59	120.00	380.00
财务指标	2019	2020	2021
盈利能力(%)			
营业费用率	8.42	10.18	10.42
平均资产回报率	4.71	5.40	6.65
平均资本回报率	4.89	5.96	8.41
担保项目质量(%)			
年内代偿额(百万元)	0.00	0.00	0.00
年内回收额(百万元)	14.00	2.70	0.65
年内代偿率	0.00	0.00	0.00

累计代偿率	3.93	3.77	3.33
累计代偿率（改制后）	0.00	0.00	0.00
累计回收率	87.67	90.15	90.74
担保损失准备金/增信责任余额	0.66	1.29	1.61
最大单一客户增信余额/核心资本	16.53	16.78	12.86
最大十家客户增信余额/核心资本	37.03	65.46	116.69
资本充足性			
净资产（百万元）	3,318.11	4,443.28	5,620.52
核心资本（百万元）	3,024.65	4,170.72	5,441.97
净资产放大倍数（X）	0.30	0.51	1.44
核心资本放大倍数（X）	0.33	0.55	1.49
流动性（%）			
高流动性资产/总资产	22.05	11.00	11.89
高流动性资产/增信责任余额	76.19	24.63	11.21

附六：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附七：陕西增信主要财务指标计算公式

指标		计算公式
盈利能力	担保业务净收入	信用增进服务收入-分担保费支出-提取一般准备金-提取未到期责任准备金
	业务及管理费	销售费用+管理费用
	营业费用率	业务及管理费/（担保业务净收入+利息净收入+其他业务净收入+投资收益）
	平均资本回报率	净利润/[（当期末所有者权益总额+上期末所有者权益总额）/2]
	平均资产回报率	净利润/[（当期末资产总额+上期末资产总额）/2]
资产质量	累计代偿率	累计代偿额/累计解除增信（担保）额
流动性	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中高流动性部分+以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分-相关受限资产
资本充足性	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-按成本计量的可供出售权益工具
	核心资本担保放大倍数	增信（担保）责任余额/核心资本

附八：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

担保公司等级符号	含义
AAA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。
B	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。
CCC	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。
CC	受评公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务。

注：1、除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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；2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。