



# 江苏悦达集团有限公司 2023 年度跟踪 评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1014 号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	江苏悦达集团有限公司	AA <sup>+</sup> /稳定
--------------	------------	---------------------

本次跟踪担保主体及评级结果	陕西信用增进投资股份有限公司	AAA/稳定
---------------	----------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“22 悦达 G1”	AAA
-------------	------------	-----

### 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于江苏悦达集团有限公司（以下简称“悦达集团”或“公司”）获得政府大力支持，在投煤矿效益提升，房地产业务经营稳定，被投资企业陆续上市或即将上市等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司主要投资领域面临一定的行业周期性及政策风险，控股业务盈利能力较弱，部分被投资企业仍处于亏损状态，短期债务占比较大及受限资产和对外担保规模较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。本次债项信用等级充分考虑了陕西信用增进投资股份有限公司（以下简称“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本期债项还本付息的保障作用。

### 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。

### 调级因素

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

**可能触发评级下调因素：**治理及内部控制出现重大漏洞；资产质量恶化、盈利能力显著下降；债务大幅增长导致流动性风险；外部支持力度大幅减弱等。

### 正 面

- 作为盐城市核心产业投资平台，获得政府在资金、政策及资源等方面的大力支持
- 2022年以来，在投煤矿效益提升，房地产业务经营稳定
- 2022年以来，被投资企业陆续上市或即将上市，有助于提升资产流动性及实现资本增值收益
- 有效的偿债担保措施

### 关 注

- 主要投资领域涉及煤炭、汽车、房地产，需关注行业周期性及政策风险
- 控股业务盈利能力较弱，部分被投资企业仍处于亏损状态
- 短期债务占比较大，受限资产及对外担保规模较大

项目负责人：李傲颜 ayli@ccxi.com.cn

项目组成员：刘逸伦 ylliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

悦达集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	705.15	729.86	793.73	810.40
所有者权益合计（亿元）	240.28	266.05	294.95	300.56
负债合计（亿元）	464.87	463.81	498.78	509.83
总债务（亿元）	435.32	435.83	459.45	477.58
营业总收入（亿元）	167.58	184.80	217.84	60.11
净利润（亿元）	1.09	3.83	8.96	3.44
EBIT（亿元）	25.13	25.26	32.94	--
EBITDA（亿元）	31.14	31.22	39.62	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	7.38	10.44	7.90	2.19
营业毛利率(%)	13.64	12.98	12.16	10.13
总资产收益率(%)	--	3.52	4.32	--
EBIT 利润率(%)	15.00	13.67	15.12	--
资产负债率(%)	65.92	63.55	62.84	62.91
总资本化比率(%)	68.06	66.96	65.44	65.95
总债务/EBITDA(X)	13.98	13.96	11.60	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.29	1.23	1.55	--
FFO/总债务(X)	-0.03	-0.04	-0.04	--
悦达集团（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	341.56	339.78	389.32	394.39
负债合计（亿元）	250.20	254.47	281.20	287.62
总债务（亿元）	246.65	221.52	241.39	260.82
所有者权益合计（亿元）	91.36	85.32	108.12	106.77
投资收益（亿元）	15.49	17.66	17.61	0.00
净利润（亿元）	10.39	4.43	1.47	-3.45
EBIT（亿元）	24.15	17.73	16.19	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.50	1.91	1.27	0.57
经调整的净资产收益率(%)	--	5.31	1.54	--
资产负债率(%)	73.25	74.89	72.23	72.93
总资本化比率(%)	75.20	72.19	69.32	71.54
总债务/投资组合市值(%)	132.59	117.28	118.01	124.75
现金流利息覆盖倍数(X)	0.30	0.84	0.74	--

注：1、中诚信国际根据悦达集团提供的其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 2020~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 担保主体财务概况

陕西增信（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	51.16	76.26	102.17
担保损失准备金（亿元）	0.30	1.30	2.90
所有者权益（亿元）	44.43	56.21	59.37
增信余额（亿元）	27.30	98.80	194.01
年新增增信额（亿元）	17.30	75.30	109.77
增信业务收入（亿元）	0.61	2.15	3.36
利息净收入及投资收益（亿元）	2.56	3.11	4.12

净利润（亿元）	2.31	4.23	4.43
平均资本回报率(%)	5.96	8.41	7.66
累计代偿率(%)（改制后）	0.00	0.00	0.00
净资产放大倍数(X)	0.51	1.44	2.66
核心资本放大倍数(X)	0.55	1.49	2.82

注：1、中诚信国际根据陕西增信提供的其经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年度审计报告和经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2022 年母公司口径数据）

公司名称	业务定位	总资产 (亿元)	实收资本 (亿元)	所有者权益合 计(亿元)	资产负债率 (%)	净利润 (亿元)
杭州资本	杭州市人民政府明确的从事从早期科创投资到中后期产业投资全生命周期的国有资本投资运营公司，投资方向涵盖制氧机、汽轮机及战略新兴产业、国企改革项目等。	325.02	100.00	197.87	39.12	2.84
南通产控	南通市的主要产业经营与投资平台，主业定位为先进制造业、现代服务业和新兴产业的投资运营管理。	250.55	50.00	165.22	34.06	6.46
悦达集团	盐城市人民政府下属的核心产业投资平台，经过多年发展，已经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。	389.32	67.00	108.12	72.23	1.47

中诚信国际认为，与同行业相比，悦达集团系盐城市核心产业投资平台，职能定位明确，有一定的投资风险，资产流动性尚可，由于本部承担较多融资，杠杆水平高于可比企业。

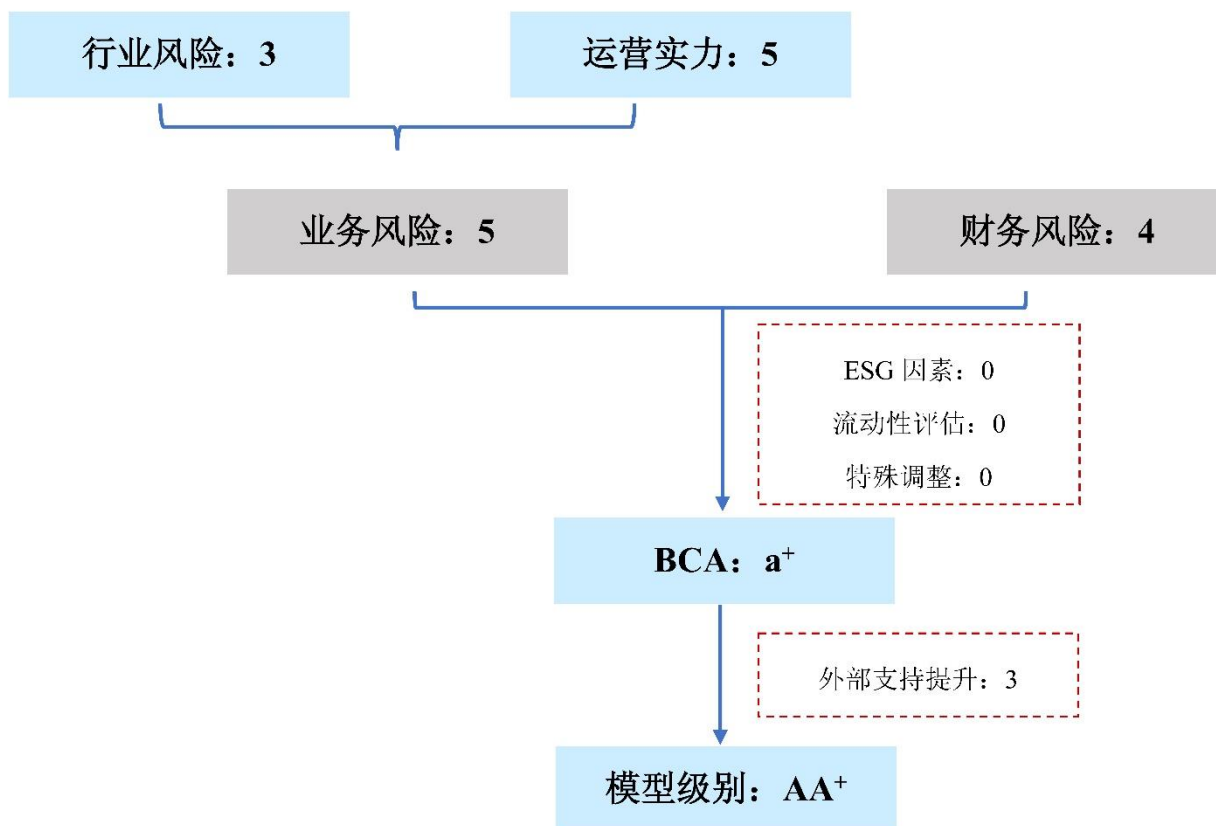
注：杭州资本为“杭州市国有资本投资运营有限公司”简称，南通产控为“南通产业控股集团有限公司”简称。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 悦达 G1	AAA	AAA	2022/06/27	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

## ● 评级模型

### 江苏悦达集团有限公司评级模型打分(2023\_01)



## ● 方法论

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100\_2022\_01

### ■ 业务风险：

悦达集团属于投资控股企业，因投资于行业信用风险程度不同的国民经济多个行业，面临的行业风险处于均衡状态，中国投资控股企业风险评估为中等；悦达集团总体投资风险可控，被投资企业上市有助于提升资产流动性，资本实力较强，业务风险评估为较低。

### ■ 财务风险：

悦达集团能够获得较高的投资收益，但由于本部承担较多融资职能，债务规模较大，财务费用较高，投资组合对总债务的覆盖情况较弱，短期债务偿付压力大，财务风险评估为中等。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对悦达集团个体基础信用等级无影响，悦达集团具有 a<sup>+</sup> 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 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、政策等方面得到了政府大力支持，外部支持调升3个子级。

## 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 2023 年 3 月末，已使用募集资金 5.00 亿元，与募集说明书承诺的用途一致。

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

中诚信国际认为，2022 年以来，国企改革陆续进入深化改革阶段，我国股权投资市场总体发展平稳，国有资本和产业资本成为重要参与者，近年来投资控股企业总体处于扩大投资组合阶段，未来需关注资产轮动情况。

2022 年，国企改革三年行动圆满收官，在以“管资本”为主的国资监管体制上取得明显成效，



陆续进入深化改革阶段；我国股权投资市场总体发展平稳，募资金额维持稳定，投资和退出规模同比出现下降，LP 和 GP 互相转化，国有资本和产业资本成为重要参与者；投资控股企业本部盈利主要来自投资收益及公允价值变动收益，盈利水平容易受到资本市场波动及其投资能力影响；近年来总体投资组合处于扩大阶段，以长期债务为主的债务期限结构较合理，未来需关注资产轮动情况；拥有良好的资产质量、较高的资产流动性、稳定的现金分红，且财务政策稳健、融资渠道畅通的企业，抗风险能力更强。

详见《中国投资控股企业特别评论，2023 年4月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9716?type=1>

**中诚信国际认为，悦达集团投资职能定位明确，保持良好的投资管理和风险控制水平，但后续投资业绩仍有待观察；2022 年以来，继续围绕汽车、能源、智能制造等领域开展投资，投资风险总体可控，被投企业陆续上市或即将上市有助于改善资产流动性。**

**公司系盐城市核心的产业投资平台，投资策略清晰，投资管理制度健全，风险控制水平良好，已取得较好的社会效益和经济效益，部分被投企业处于亏损状态，后续投资业绩有待持续观察。**

悦达集团是盐城市人民政府（以下简称“盐城政府”）下属的核心产业投资平台，经过多年发展，已经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。

投资管理方面，公司制定了规范的投资管理制度，聚焦主业投资，严控非主业投资，坚持依法合规、科技强企、能力匹配等投资原则；根据集团全面预算管理规定编制、审批年度投资预算；根据盐城市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“盐城市国资委”）的授权放权事项清单及公司相关制度，综合考虑主业与非主业投资及投资金额等因素，对投资决策进行分级授权审批，激发经营活力和运营效率。风险控制方面，公司建立了全面风险管理制度，设置一般风险、较大风险和重大风险等三个层级的风险预警，法务和风控部负责牵头风险管理及合规相关工作，参与投资项目风险审查，对子公司开展风险检查工作，并编制年度风险报告。2022 年以来，公司无重大风险项目，风险控制水平良好。投资业绩方面，近年来，公司以资本为纽带，带动汽车、新能源等领域产业落地盐城，部分被投企业成功上市，取得良好的经济和社会效益，但部分被投企业处于亏损状态，后续投资业绩有待持续观察。

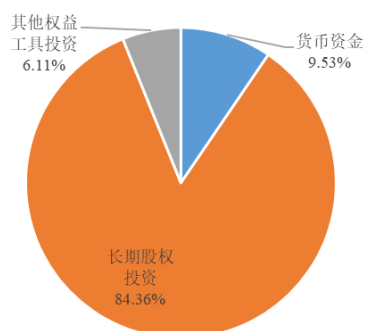
**部分被投企业亏损、盈利能力偏弱或所属行业周期性波动，令公司面临一定的投资风险；但能够获得一定的政府支持，陆续布局新领域，有助于降低投资风险，总体投资风险可控。公司直接持有一定的上市公司股份，但部分处于质押状态，2022 年以来，被投企业陆续上市或即将上市，有助于改善资产流动性。**

公司本部仍保留少量煤炭贸易业务，主要承担管理职能，投资组合以对子公司的投资为主，辅以少量参股投资，对子公司的管控力度很强，投资规模稳定增长。公司投资围绕盐城市开展，并向其他区域有一定拓展，单一投资标的占比较低。近年来，公司本部及控股平台公司在煤炭、收费公路、新能源、汽车制造等领域开展了大量投资，成为公司利润的主要来源；控股子公司从事一定的经营性业务，如纺织、专用车制造等传统产业，以及房地产开发、煤炭贸易及金融服务等，但除房地产、金融服务外，其他业务盈利能力较弱。由于悦达起亚、华人运通等部分被投企业仍



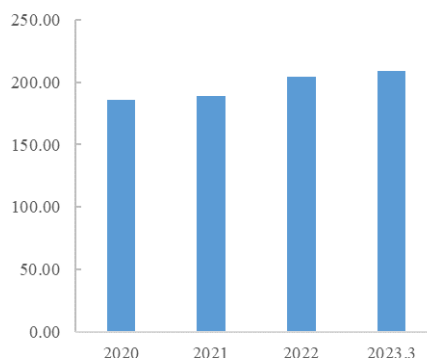
处于亏损状态，纺织、专用车及贸易等板块盈利能力较弱，且煤炭行业具有一定的周期性，使公司面临一定的投资风险；但所投汽车产业系盐城市支柱产业，能够获得一定的政府政策和资源支持，并且近年来公司陆续布局新能源、电厂投资，有助于降低投资风险。

图 1：2023 年 3 月末公司投资组合市值构成情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：近年来投资组合市值走势（亿元）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司本部直接持有一定的上市公司股份，其中，悦达投资为控股子公司，中汽股份于 2022 年 3 月在深交所创业板上市，带动本部资产流动性改善。截至 2023 年 3 月末，本部直接持有的上市公司市值约 43 亿元，约 19 亿左右市值股份用于质押融资，其他资产主要系子公司股权，公司间接持有一定煤矿、高速公路、产业股权，总体资产流动性尚可。此外，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”）IPO 成功过会，目前正在深交所创业板排队上市，预计未来公司资产证券化程度及流动性有望提升。

表 1：截至 2023 年 3 月末公司直接持有的上市公司股份情况

上市公司名称	上市公司简称	证券代码	期末收盘价 (元/股)	期末市值 (亿元)	期末质押比例 (%)
悦达投资股份有限公司	悦达投资	600805.SH	4.39	12.70	47.06
北方国际合作股份有限公司	北方国际	000065.SZ	15.25	6.94	34.61
中汽中心盐城汽车试验场股份有限公司	中汽股份	301215.SZ	5.68	21.97	49.38
盛京银行股份有限公司	盛京银行	02066.HK	HK6.00	1.76	-
合计		--	--	43.37	--

注：港股收盘价按人民币汇率中间价折算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2022 年贸易和房地产收入增长带动合并口径收入同比增长，但毛利率有所下降；继续增加对悦达起亚投资，并推进与一汽奔腾合作，所投中汽股份成功上市；在投煤矿效益同比稳定增长、核定产能增加、煤电一体化项目稳步推进，润阳股份效益提升；房地产业务开发节奏相对稳健，土地储备增加；供应链及其他业务稳定发展。**

悦达集团施行“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、新实业、悦达南方、悦达地产、悦达汽车集团、悦达资本等 6 个专业化产业运营平台和悦达财务公司 1 个功能性平台为主体的“6+1”运营管控体系。2022 年，受益于煤炭价格上涨，公司煤炭贸易收入继续增长，上海及西安房地产项目交付增加带动板块收入增长，受整车市场行情影响，汽车及智能制造板块收入同比有所下降，营业总收入呈增长趋势；但受市场环境影响，房地产板块毛利率

下降，营业毛利率继续下降。2023 年一季度，公司营业总收入同比保持稳定。

表 2：公司各业务板块情况

业务板块	主要运营主体	简称	注册资本 (亿元)	2023 年 3 月 末持股比例 (%)	业务内容/投资方向
汽车及智能制造	江苏悦达汽车集团有限公司	悦达汽车集团	23.53	70.00	整合盐城市汽车产业资源，在整车制造、零部件、研发和服务等板块全面发力，打造汽车产业全链条生态体系。
	江苏悦达投资股份有限公司	悦达投资	8.51	34.00	综合性投资公司，控股纺织、智能农装、专用车、智能装备等业务，降低对汽车整车制造投资比例，转让收费公路股权，计划推动业务向“新能源、新材料、智能制造”产业布局转换。
能源	上海悦达新实业集团有限公司	悦达新实业	16.30	58.89	煤炭生产、煤炭贸易、电厂，以及 LNG、光伏发电等新能源领域投资；商贸流通。
	江苏悦达南方控股有限公司	悦达南方	12.01	89.95	煤炭贸易、高速公路投资、商贸流通。
房地产	悦达地产集团有限公司 (通过悦达集团(香港)有限公司持股)	悦达地产	15.07	66.36	房地产开发运营的专业化平台。
供应链及其他	悦达资本股份有限公司	悦达资本	40.96	80.13	融资租赁、保理、供应链管理、股权投资管理等。
	江苏悦达集团财务有限公司	悦达财务公司	8.00	100.00	为成员单位提供金融服务与支持。

注：1、公司分别通过江苏悦达投资股份有限公司、悦达资本股份有限公司间接持有江苏悦达集团财务有限公司 25.00%和 24.00%股权；2、悦达新实业和悦达南方从事的商贸流通业务归入供应链及其他板块；3、公司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，由于悦达南方非全资子公司，表内合计股比已经折算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：近年来公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

业务板块	2020			2021			2022			2023.1-3		
	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	41.98	25.05	16.78	48.00	25.97	15.44	40.65	18.66	11.82	11.86	19.73	10.07
能源	40.93	24.43	2.94	57.01	30.85	4.68	88.66	40.70	5.14	15.57	25.90	5.27
房地产	17.49	10.44	49.47	13.90	7.52	48.97	27.45	12.60	35.59	9.05	15.05	24.38
供应链及其他	67.18	40.09	8.86	65.89	35.66	10.78	61.08	28.04	12.06	23.64	39.33	7.90
合计	167.58	100.00	13.64	184.80	100.00	12.98	217.84	100.00	12.16	60.11	100.00	10.13

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

汽车及智能制造板块方面，控股业务方面，目前公司已形成年产 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和以 20 万锭纺纱锭为基础的纺织产业链，并围绕悦达起亚开展汽车及零配件销售、物流等配套衍生业务及服务，2022 年由于汽车配件、物流及纺织业收入同比下降，致使板块收入有所下降。

汽车产业投资方面，2022 年 1 月，公司以 2.97 亿元承接东风汽车集团有限公司转让的悦达起亚 25%股权，2022 年 2 月，盐城市政府与韩国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增资 9 亿美元；其中 2022 年悦达汽车集团和起亚株式会社按 1: 3 比例已出资到位 6 亿美

元<sup>1</sup>。2022 年，悦达起亚新车销量继续下滑，仍呈亏损状态。截至 2022 年末，公司对悦达起亚投资账面价值为 4.11 亿元，当期确认投资亏损 5.83 亿元。未来悦达起亚拟通过扩大投资、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，其后续经营业绩有待持续观察。此外，公司投资的新能源整车制造企业华人运通在国内高端新能源汽车阵营中位居前列，但由于投产时间较短，仍处于亏损状态，2022 年营业收入 2.73 亿元，净利润-10.47 亿元。此外，悦达汽车集团旗下江苏国新新能源乘用车有限公司<sup>2</sup>拥有新能源汽车牌照，引入一汽奔腾轿车有限公司作为战略投资者，合作生产新能源汽车，目前工厂仍在建设中，预计 2023 年正式投产。悦达集团参股中汽股份投资汽车试验场运营业务，2022 年 2 月中汽股份成功在创业板 IPO 发行，公司所持股份流动性和资产增值空间亦有所提高。

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，帮助环节其经营压力。其中，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。为支持盐城市汽车产业发展，在盐城市政府支持下，公司继续加大对悦达起亚的投资，由于悦达起亚历史较好的经营业绩，公司对其历史投资成本已全部收回，但仍有一定的担保和借款敞口，且悦达起亚及华人运通盈利改善尚需一定时间，公司仍面临一定的投资风险，中诚信国际将持续关注被投企业经营情况及其对公司的影响。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司汽车制造领域主要投资情况（亿元）

公司名称	公司简称	持股比例	累计投资成本	累计获得现金分红	担保余额	拆借余额
江苏悦达起亚汽车有限公司	悦达起亚	50.00%	20.87	32.25	6.00	12.78
华人运通（江苏）技术有限公司	华人运通	20.00%	2.00	-	2.355	11.80
合计		--	--			

注：1、2023 年 3 月末，公司对悦达起亚的投资成本为 9.81 亿元（1.50 亿美元），计入长期股权投资，应收韩国起亚株式会社的代出资金 12.78 亿元计入其他应收款；3、公司对华人运通的担保由盐城市市属国企盐城东方投资开发集团有限公司提供反担保。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：近年来悦达起亚汽车销售情况

公司名称	2020	2021	2022	2023.1~3
4S 店数量（个）	432	378	329	318
东风悦达起亚新车销量（万辆）	24.26	15.78	13.03	2.86
销售收入（亿元）	219.40	132.10	119.77	24.41
净利润（亿元）	-47.50	-45.84	-37.72	-5.76

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

能源板块方面，2022 年能源板块收入仍主要来自煤炭贸易，利润来自参股煤矿贡献的投资收益。2022 年煤炭价格处于高位，悦达南方煤炭销售量同比大幅增长，带动煤炭贸易收入同比增长，但能源板块毛利率为 5.14%，仍处于较低水平。2022 年，公司煤炭贸易采购和销售金额前五大占比分别为 63.14%和 65.21%，集中度仍然较高。

2022 年，公司投资的黄陵二号煤矿（2022 年贡献投资收益 18.03 亿元，现金分红 12.36 亿元）、

<sup>1</sup> 悦达起亚原由悦达投资、韩国起亚株式会社与东风汽车集团有限公司合资成立，三方对其持股比例分别为 25%、50%和 25%。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。截至 2023 年 3 月末，韩国起亚株式会社持有悦达起亚 50%股权，悦达汽车集团持股 45.80%，悦达投资持股 4.20%。

<sup>2</sup> 原盐城市国有资产投资集团有限公司持股 49.00%，无偿划转至公司，由于工厂在建设期，尚未完成工商变更，且引入一汽奔腾轿车有限公司持股，股权有所稀释，截至 2023 年 3 月末，仍由盐城市国有资产投资集团有限公司持股，持股比例为 39.40%。

中能煤田-袁大滩煤矿继续贡献较高投资收益，西蒙煤矿恢复生产后效益提升，2022 年在投煤矿的核定产能新增 480 万吨<sup>3</sup>。其中，公司拟将平凉天元煤矿中的部分开采难度较高的煤矿进行处置，以盘活资产，故其核定产能有所下降；横山天云煤矿、平凉天元煤矿、王峰煤矿仍处于建设阶段，预计将于 2023~2024 年陆续投产。公司与陕西煤业化工集团有限责任公司合作建设黄陵二号店头电厂，公司出资 4.8 亿元并持股 40%，该项目计划总投资 48 亿元，截至 2023 年 3 月末，项目已投资 49.61 亿元，将于 2023 年建成投产。该项目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。

近年来，公司陆续布局新能源领域投资。悦达新实业出资 1.05 亿元控股投资内蒙古雅海液化天然气项目，投向 60 万吨 LNG 综合开发项目，预计总投资 10.00 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 10.43 亿元，于 2023 年初正式投产，2022 年实现收入 15.00 亿元和净利润 0.10 亿元。悦达新实业出资 2 亿元参股投资润阳股份，持股比例为 19.48%，润阳股份主要从事高效晶硅电池的研发及制造，截至 2022 年末在全球拥有大尺寸高效电池产能超过 25GW，均具备 182mm 及以上大尺寸电池片的生产能力，根据 PV InfoLink 统计，2020 年、2021 年及 2022 年太阳能电池片销量均位居全球第三名，并进一步向上游延伸产业链，投资宁夏石嘴山多晶硅项目建设。2022 年实现收入 220.00 亿元和净利润 21.12 亿元，为公司贡献投资收益 4.49 亿元，目前润阳股份正在深交所创业板排队上市，公司有望获得较高增值收益。此外，悦达投资拟推动渔光互补项目建设。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司在投煤矿经营情况

煤矿名称	持股公司	持股比例(%)	地质储量(万吨)	可采储量(万吨)	核定产能(万吨/年)	开采量(万吨)		净利润(亿元)		
						2022	2023.1~3	2021	2022	2023.1~3
控股煤矿										
巴音孟克煤矿	悦达新实业	80.00	2,454	1,800	120	117	23	0.92	1.50	0.34
参股煤矿										
黄陵二号	悦达新实业	46.00	96,000	52,833	800	1,082	261	33.42	38.78	9.36
横山天云煤矿	悦达新实业	38.94	11,987	4,713	90	-	-	-	-	-
中能煤田-袁大滩	上海申丰投资发展有限公司	29.50	111,100	53,980	800	650	198	7.66	8.82	3.16
西蒙煤矿	悦达新实业	43.70	13,684	4,952	180	391	84	0.88	6.13	1.59
平凉天元煤矿	悦达南方	40.00	20,7200	99,800	240	-	-	-0.06	-0.06	0.01
王峰煤矿	悦达新实业	40.00	82,000	29,575	300	-	-	-	-	

注：上海申丰投资发展有限公司为悦达新实业全资子公司，其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。  
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产板块方面，以住宅开发项目为主，自主开发项目分布在盐城、淮安和西安，此外与万科、甘肃新世纪集团等合作开发项目获取投资收益。2022 年房地产板块收入大幅增至 27.45 亿元，毛利率降至 35.59%，板块净回笼资金 1.47 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司主要控股房地产项目预计总投资 143.01 亿元，已投资 121.24 亿元，资金来源均为自筹，累计回款 144.75 亿元。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

<sup>3</sup> 其中，中能煤田-袁大滩 300 万吨，西蒙煤矿、巴音孟克煤矿、平凉天元煤矿（包括 3 个煤矿，计划保留五举煤矿，其他两个煤矿计划转让）各增加 60 万吨，目前正在申报新增 120 万吨，其中西蒙煤矿 60 万吨、平凉天元煤矿 60 万吨。



201 万平方米，预计未来可实现销售金额 152 亿元。2022 年，公司在盐城、上海等地购地，截至 2023 年 3 月末，土地储备总面积增至 931.58 亩。公司房地产业务开发节奏相对稳健，近年来房地产行业景气度有所下降，仍需关注房地产业务未来经营情况。

供应链及其他板块方面，商贸流通立足于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，2022 年实现收入 43.77 亿元，主营业务利润为 0.29 亿元，盈利水平偏低。悦达资本开展债权融资业务（包括融资租赁和商业保理）、股权投资业务和供应链服务等业务。2022 年，悦达资本继续推进业务转型调整，商业保理业务规模及盈利略有增长，收缩汽车金融相关业务致使融资租赁业务盈利有所下降，股权投资继续贡献一定的投资收益，当期悦达资本净利润小幅降至 1.98 亿元，2023 年 3 月末融资租赁资产余额为 17.83 亿元，保理业务资产余额为 18.45 亿元。此外，截至 2023 年 3 月末，公司共参控股 3 条高等级公路，总里程 396 公里，但京沪高速仍处于车道改建阶段，贡献投资收益-0.03 亿元，改建完成后收费权将重新核定。2022 年，公司转让京沪高速 15%股权，获得转让收益 2.34 亿元，截至 2023 年 3 月末，已收到全部回款 21 亿元。

## 财务风险

**中诚信国际认为，2022 年以来，本部盈利水平有所下降；应收往来款增加、新增对子公司投资、购入固定资产等带动本部资产规模继续增长；债务规模继续增长且短期债务占比较高，得益于股东增资，财务杠杆水平有所下降，但仍处于较高水平，短期债务偿付压力较大。中诚信国际对本部对子公司分红政策、债务期限结构及投资风险等保持关注。**

公司本部主要从事煤炭贸易业务，毛利率水平较低，2022 年财务费用为主的期间费用继续增加，且投资收益同比保持稳定，利润总额同比有所下降。控股子公司贡献的投资收益为利润的主要来源，2022 年实现投资收益为 17.61 亿元，取得投资收益收到的现金为 9.33 亿元，同比保持稳定。2023 年一季度，由于本部确认投资收益较少，呈亏损状态。中诚信国际对本部对下属子公司分红政策及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，2022 年以来保持增长趋势。本部货币资金规模较稳定。2022 年末，由于对悦达汽车集团、华人运通等往来款增加，本部其他应收款同比大幅增加；由于对悦达汽车集团增资及中汽股份其他权益变动增加，致使公司长期股权投资有所增加；此外，存货主要系政府历史注入土地，投资性房地产和固定资产增加主要系购入二工厂，其他权益工具投资主要系北方国际和盛京银行股票等。同期末，由于投资小幅增加、中汽股份 2022 年成功上市，公司投资组合市值有所增加。由于大部分为战略性投资，投资周期较长，需关注投资风险。本部负债主要系债务和其他应付款，本部承担融资职能较多，2022 年以来，债务规模继续增长且短期债务占比较高，但期限结构有所改善。2022 年，盐城市政府对公司增资 17.00 亿元，公司资本实力增强。得益于权益规模增长，2022 年以来本部财务杠杆水平有所下降。中诚信国际将对本部债务期限结构及财务风险保持关注。

2022 年，本部经营活动现金流仍呈小幅净流入；2022 年因收回往来款较少且购买二工厂，投资活动呈较大缺口；本部通过吸收股东投资及外部融资补充资金缺口，筹资活动净现金流由负转正。本部日常性现金流可以覆盖大部分利息支出，但债务规模较大且大量投资通过子公司持有，

投资组合对总债务的覆盖情况较弱，且短期债务偿付压力较大，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 7：近年来公司母公司口径主要财务指标（亿元）

项目名称	2020	2021	2022	2023.3
营业总收入	25.67	27.95	33.21	15.74
营业毛利率	2.53	2.15	6.97	2.79
期间费用合计	11.32	13.46	18.75	3.81
投资收益	15.49	17.66	17.61	-0.002
利润总额	10.39	4.31	1.68	-3.45
经调整的净资产收益率(%)	--	5.31	1.54	--
货币资金	23.70	22.44	20.08	19.92
其他应收款	62.36	57.57	88.24	94.75
存货	62.88	62.81	62.78	62.78
长期股权投资	155.24	157.09	164.11	164.11
其他权益工具投资	7.43	9.95	10.21	9.64
固定资产	9.82	8.96	14.52	14.28
在建工程	0.05	0.08	0.13	0.07
总资产	341.56	339.78	389.32	394.39
投资组合账面价值	186.37	189.48	194.40	193.67
投资组合市值	186.02	188.89	204.56	209.07
总负债	250.20	254.47	281.20	287.62
短期债务/总债务(%)	70.40	69.68	66.63	65.90
总债务	246.65	221.52	241.39	260.82
实收资本	50.00	50.00	67.00	67.00
所有者权益合计	91.36	85.32	108.12	106.77
资产负债率(%)	73.25	74.89	72.23	72.93
总资本化比率(%)	75.20	72.19	69.32	71.54
经营活动产生的现金流量净额	1.50	1.91	1.27	0.57
投资活动产生的现金流量净额	0.44	17.30	-14.30	-0.25
其中：收回投资成本的现金	1.07	0.61	0.65	-
取得投资收益收到的现金	3.11	9.89	9.33	0.15
投资支付的现金	3.02	4.05	6.23	-
筹资活动产生的现金流量净额	2.98	-22.06	11.14	-2.51
总债务/投资组合市值(%)	132.59	117.28	118.01	124.75
现金流利息覆盖倍数(X)	0.30	0.84	0.74	--
货币等价物/短期债务(X)	0.09	0.08	0.07	0.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**中诚信国际认为，2022 年以来公司合并口径盈利持续增长，资产、负债规模亦呈增长趋势，财务杠杆水平有所下降；但短期债务偿付压力大，对再融资依赖较大，偿债能力有待提升。**

2022 年，由于收入毛利率较低、期间费用继续增长、土地增值税增加，合并口径经营性业务亏损继续扩大；得益于参股煤矿经营效益提升且转让京沪高速获得处置收益，合并口径投资收益同比大幅增长；投资性房地产增值收益为主的公允价值变动收益，对利润形成补充。上述综合影响下，合并口径利润水平同比有所增长。

2022 年末，由于新增应收韩国起亚株式会社代持股权款、京沪高速部分股权处置款及对参股企业往来款增加，房地产板块增加土地储备，购置二工厂及权益法确认的长期股权投资收益增长等影响，公司合并口径总资产同比大幅增长。2022 年以来，公司负债和权益亦呈增长趋势，得益于股东增资财务杠杆有所下降，但仍处于较高水平。公司权益中少数股东权益规模较大，且其中



51.00 亿元系子公司债转股资金，设置到期赎回条款。

2022 年，合并口径现金流变动方向与本部一致。由于 2022 年合并口径盈利增强，相关偿债指标有所好转，但由于经营活动净现金流有所下降，现金流相关偿债指标有所弱化。公司合并口径短期债务仍占比较高，2023 年 3 月末短期债务占比为 62.47%，同期末货币资金为 66.33 亿元（其中受限金额为 28.05 亿元），面临一定的短期偿债压力，对外部融资依赖度较高。公司持有的上市公司股份及备用流动性可提供一定支持。

表 8：近年来公司合并口径主要财务指标（亿元）

项目名称	2020	2021	2022	2023.3
经营性业务利润	-8.14	-13.21	-16.99	-3.41
公允价值变动收益	7.07	3.30	3.52	0.01
投资收益	7.00	16.17	26.27	7.27
利润总额	5.51	6.32	12.00	4.22
净利润	1.09	3.83	8.96	3.44
总资产收益率(%)	--	3.52	4.32	--
总资产	705.15	729.86	793.73	810.40
总债务	435.32	435.83	459.45	477.58
总负债	464.87	463.81	498.78	509.83
少数股东权益	126.04	156.52	153.51	153.65
所有者权益合计	240.28	266.05	294.95	300.56
总资本化比率(%)	68.06	66.96	65.44	65.95
经营活动产生的现金流量净额	7.38	10.44	7.90	2.19
投资活动产生的现金流量净额	12.58	3.21	-18.60	8.51
筹资活动产生的现金流量净额	-25.85	-17.46	8.38	-1.66
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.29	1.23	1.55	--
总债务/EBITDA(X)	13.98	13.96	11.60	--
FFO/总债务 (X)	-0.03	-0.04	-0.04	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	0.31	0.41	0.31	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2023 年 3 月末，公司合并口径受限资产为 115.83 亿元<sup>4</sup>，主要包括质押存单、所持有的黄陵二号煤矿 23%股权、京沪高速股权、部分高速公路收费经营权、房产及土地等，占总资产的比例为 14.29%，受限资产大多为公司优质资产。同期末，公司本部的受限资产为 25.20 亿元<sup>5</sup>，占总资产的比重为 6.39%。

对外担保方面，截至 2023 年 3 月末，公司合并口径对外担保金额 35.11 亿元，占净资产的 11.68%，担保对象主要为参股公司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代偿风险保持关注。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司合并口径对外担保情况（万元）

被担保单位	与公司关系	担保方式	担保金额	担保期间
平凉天元煤电化有限公司	参股公司	保证	22,800.00	2015/8/4-2029/11/20
台玻悦达汽车玻璃有限公司	参股公司	保证	7,300.00	2022/6/15-2024/02/5
陕西达美轮毂有限公司	参股公司	保证	45,181.88	2019/11/28-2028/5/6
华人运通（江苏）技术有限公司	参股公司	保证	23,550.00	2020/5/26-2025/01/29
江苏世纪新城投资控股集团有限公司	盐城国企	保证	22,000.00	2021/3/26-2023/4/9
盐城市国有资产投资集团有限公司	盐城国企	保证	100,000.00	2022/04/28-2028/1/9

<sup>4</sup> 统计口径不含票据保证金，合并口径受限资产不含质押的悦达投资股权。

<sup>5</sup> 统计口径不含票据保证金。

东风悦达起亚汽车有限公司	参股公司	保证	60,000.00	2022/04/29-2023/12/21
盐城东方建设投资股份有限公司	盐城国企	保证	19,400.06	2022/6/8-2028/2/2
江苏银宝控股集团有限公司	盐城国企	保证	20,000.00	2022/7/29-2024/11/24
江苏悦达金骆驼医疗管理有限公司	盐城国企	保证	2,030.00	2019/4/22-2024/4/22
平凉五举煤业有限公司	参股公司	保证	28,800.00	2022/11/24-2041/11/23
合计	--	--	351,061.94	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的报告时间为 2023 年 3 月 9 日的《企业信用报告》及相关资料，公司所有借款均到期还本、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，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>6</sup>

### 假设

- 2023 年，悦达集团在投产业稳步发展，继续获得较好的分红收益。
- 2023 年，悦达集团新增一定投资。
- 2023 年，悦达集团推动资产盘活和处置，债务规模不会大幅增长。

### 预测

表 10：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
经调整的净资产收益率(%)	5.31	1.54	8.74~10.68
总债务/投资组合市值(%)	117.28	118.01	104.34~115.32

注：各指标均为母公司口径数据。

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，悦达集团未来一年流动性来源能够覆盖其流动性需求。**

本部资金流出主要用于对外投资及债务本息偿付，资金平衡情况尚可。预计未来本部仍将保持一定的投资支出，由于债务规模较大且短期债务占比较高，短期债务和利息兑付偿付压力较大。2022 年末，本部货币资金为 20.08 亿元，其中受限货币资金为 9.49 亿元。本部经营活动净现金流入规模较小，预计未来仍可获得一定的子公司现金分红，截至 2023 年 3 月末，公司及下属子公司共获得银行综合授信额度 365.04 亿元，其中未使用额度为 74.67 亿元，可提供的一定的备用流动性，且公司债券融资渠道较畅通。公司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。综上所述，公司未来一年流动性来源能够覆盖其流动性需求。

合并口径资金流出主要用于固定资产投资、股权投资及债务本息偿付，资金平衡情况尚可。公司合并口径短期债务规模亦较大，且有一定的资本支出需求。2022 年末，合并口径货币资金为 66.33

<sup>6</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

亿元，其中受限货币资金为 28.05 亿元。公司合并口径有一定经营活动净现金流入，预计未来仍可获得一定的投资现金分红，未使用授信可提供的一定的备用流动性，且拥有悦达投资和悦达国际控股有限公司两家 A 股和 H 股上市公司。综上所述，公司未来一年流动性来源能够覆盖其流动性需求。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司主要债务到期分布情况（亿元）

	一年以内	一年以上
<b>合并口径</b>	<b>299.99</b>	<b>177.59</b>
其中：短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债	195.30	50.74
债券融资	30.00	18.50
权益融资	6.00	48.00
融资租赁款	-	57.34
应付票据	68.69	-
租赁负债	-	3.01
<b>母公司口径</b>	<b>171.87</b>	<b>88.95</b>
其中：短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债	111.56	12.00
债券融资	30.00	18.50
权益融资	-	3.00
融资租赁款	-	55.45
应付票据	30.31	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析<sup>7</sup>

中诚信国际认为，公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，作为投资控股类企业，公司面临的环境问题较少，近年来公司逐步布局新能源领域投资。

社会方面，公司已形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高。公司投资方向符合社会发展趋势，并积极履行社会责任。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。公司设立了包括董事会、监事会在内的治理结构，不设股东会。公司根据业务需要设置了投资管理部、法务和风控部、安全环保和企业管理部等部门，建立了全面管理制度体系。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%。战略规划方面，“十四五”期间，公司将继续推动汽车、能源、智能制造等板块产业转型与发展，提升整体效益和管理水平，推动成长性企业上市，深化改革，激发自身发展活力。

## 外部支持

作为盐城市的核心产业投资平台，公司为当地经济和相关产业发展做出了贡献，并在资金、政策、资源

<sup>7</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

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一，2022 年经济稳步复苏，地区生产总值(GDP)突破 7,000 亿元，达 7,079.80 亿元，按可比价格计算同比增长 4.6%，四大主导产业产值增长 26.4%，其中电子信息产业增长 15.0%，钢铁产业增长 9.3%，汽车产业增长 19.9%，新能源产业增长 58.5%。2022 年完成一般公共预算收入 453.3 亿元，同比增长 0.5%，其中税收收入占比为 65.6%。公司作为盐城市国资下属核心产业投资平台，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经济社会的贡献程度很高，政府支持意愿很强。

2022 年以来，盐城市政府继续在资金、政策及资源等方面给予公司大力支持。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，盐城市政府拟继续盘活土地资源并将净收益对公司注资；2022 年，获得政府补助 0.92 亿元。政策方面，盐城市政府计划在 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，盐城市政府在沿海风光电资源配置上进一步向公司倾斜，目前已取得渔光互补项目。

## 同行业比较

中诚信国际选取了杭州市国有资本投资运营有限公司和南通产业控股集团有限公司作为悦达集团的可比企业，上述两家公司均为地方政府下属的国有资本投资平台，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

**中诚信国际认为，悦达集团的业务风险在同业中处于较低水平，悦达集团与可比企业均具有清晰的投资职能定位，公司主要围绕盐城市相关产业开展投资，总体投资风险可控，资产流动性尚可；由于本部承担较多融资，杠杆水平高于可比企业，面临一定的财务风险。**

## 偿债保障措施

陕西信用增进投资股份有限公司为本期债项提供全额无条件不可撤销连带保证责任担保。

陕西增信前身为原西安经金融资担保公司，于 2013 年 1 月由西安经开区投资建设管理有限责任公司、西安经济技术开发区管委会、西安经诚风险投资有限责任公司出资设立，成立之初注册资本为 15.00 亿元，其中经开区城投持股 86.66%。后经多次股权变动和增资，截至 2023 年 3 月末，公司注册资本为 55.00 亿元，其中陕西金资持股 21.26%，为公司控股股东，公司实际控制人为陕西省人民政府。

陕西增信作为陕西省内唯一的信用增进机构，借助于区域资源和信息优势，重点发展省内业务，推动陕西省直接融资市场的发展，提升陕西省直接融资市场的债券质量，并通过债券买卖、回购等交易维护流动性，对区域债券市场的风险进行有效的防范和化解，带动陕西省经济社会信用生态的建设。此外，陕西增信积极与地方政府合作，推进融资平台市场化转型，助力地方政府隐性债务的化解。省外业务方面，陕西增信主要选择江苏、川渝等发达地区拓展业务，积极寻求与中债增和中证增等公司的合作，开展分保和联保业务，稳步开发省外业务。

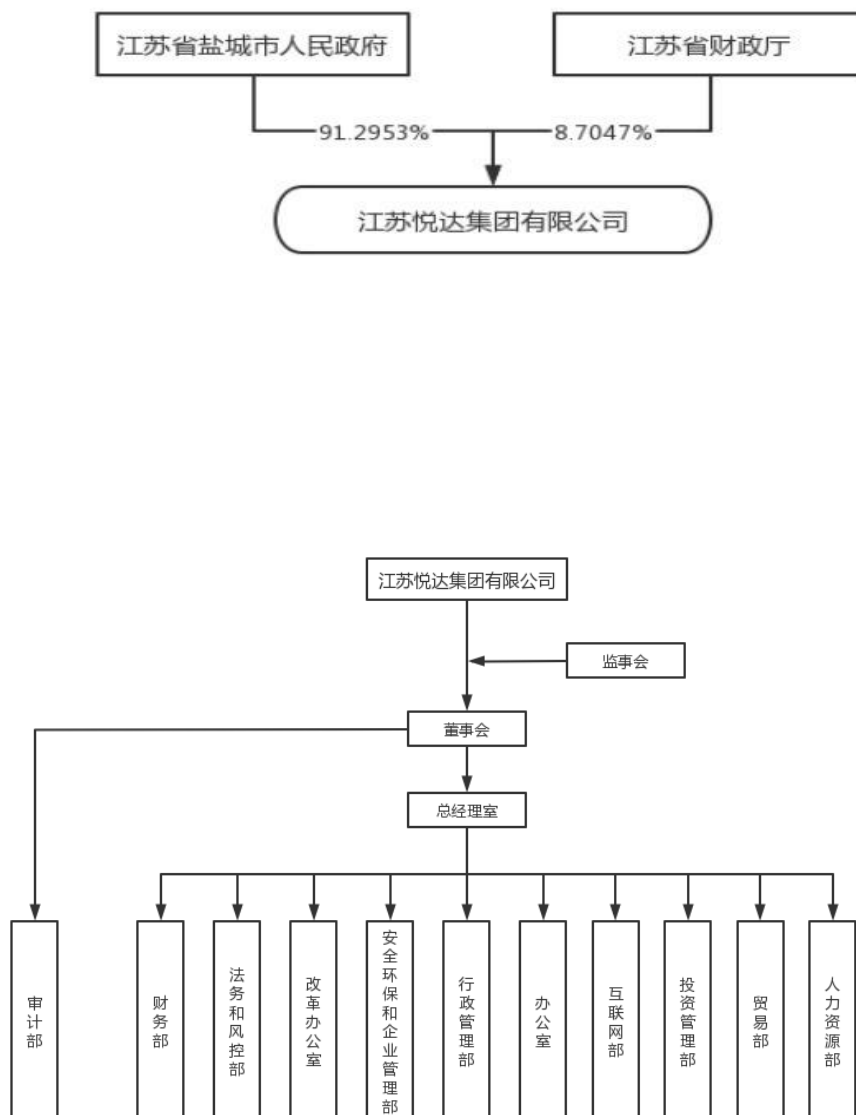
截至 2022 年末，陕西增信债券增信余额 194.01 亿元，同比增长 96.37%，按增信余额计算，85.83% 为陕西省内业务。存量债券及其他类增信业务剩余期限方面，截至 2022 年末，剩余期限在三年以上的债券及其他类增信业务占比 38.51%。此外，陕西增信有较好债券增信业务储备，截至 2022 年末，陕西增信债券业务储备项目 16 个，预计增信金额 98.23 亿元。

综合来看，中诚信国际维持陕西增信主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债项还本付息起到有力保障作用。

## 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<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“22 悦达 G1”的信用等级为 **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 2023 年 3 月末）

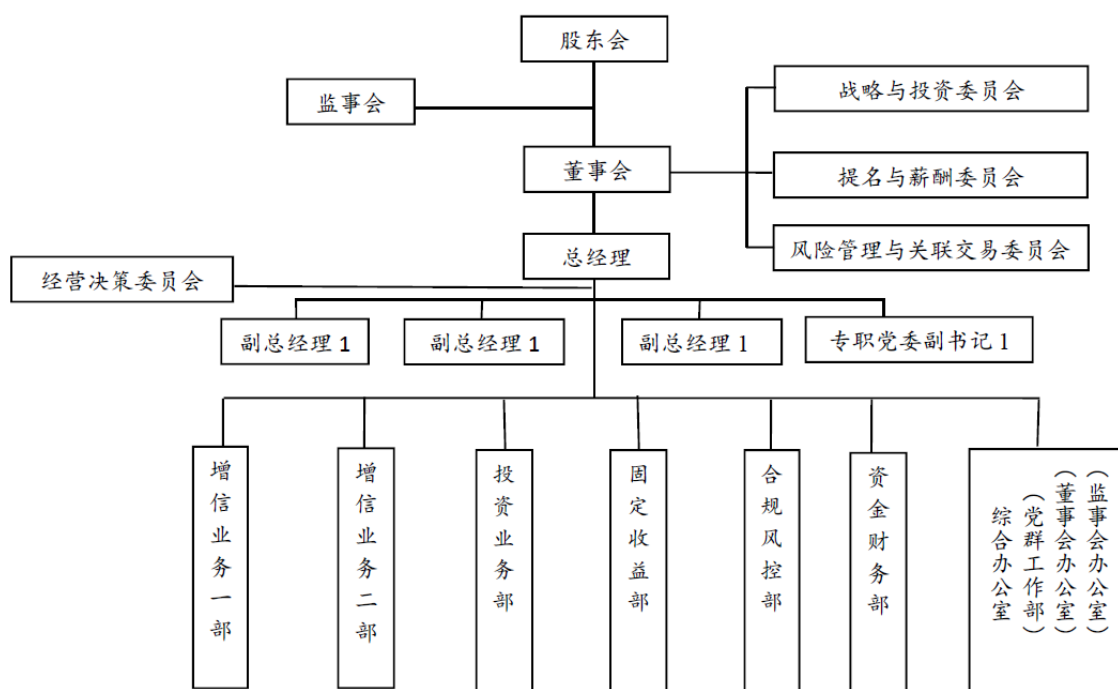


资料来源：公司提供



## 附二：陕西信用增进投资股份有限公司股东持股情况及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）

序号	股东名称	股份数（股）	持股比例（%）
1	陕西金融资产管理股份有限公司	1,169,471,073	21.26
2	陕西财金投资管理有限责任公司	1,002,932,674	18.24
3	西安经开金融控股有限公司	902,284,669	16.40
4	榆林市榆阳区国有资产运营有限公司	689,727,945	12.54
5	陕西省水务集团有限公司	344,865,183	6.27
6	榆林市财金投资管理有限公司	344,863,972	6.27
7	陕西延长石油资本控股有限公司	242,061,614	4.40
8	陕西粮农集团有限责任公司	121,030,808	2.20
9	宝鸡市金融控股有限公司	121,030,808	2.20
10	陕西建工集团股份有限公司	121,030,808	2.20
11	西咸新区秦汉新城投资控股有限公司	114,954,657	2.09
12	西安航天基地创新投资有限公司	114,954,657	2.09
13	深圳开源证券投资有限公司	97,131,101	1.77
14	天津骏泰企业管理有限公司	56,944,994	1.04
15	西安陕鼓动力股份有限公司	56,715,037	1.03
合计		5,500,000,000.00	100.00



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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	592,526.33	580,644.57	588,751.66	663,268.74
应收账款	165,159.89	140,195.45	66,447.38	93,961.61
其他应收款	799,399.43	779,625.56	1,076,406.24	1,042,578.76
存货	1,373,280.79	1,407,699.59	1,587,543.70	1,570,375.80
长期投资	2,385,064.07	2,474,273.15	2,593,831.15	2,663,359.04
固定资产	301,895.58	328,808.77	477,773.94	464,482.06
在建工程	137,031.00	207,410.49	131,813.37	149,005.82
无形资产	415,843.46	395,049.00	364,568.88	360,525.90
资产总计	7,051,474.87	7,298,591.92	7,937,341.37	8,103,954.36
其他应付款	117,980.04	313,784.43	387,574.80	373,696.84
短期债务	2,921,888.79	2,579,747.07	2,859,454.33	2,999,915.45
长期债务	1,431,281.00	1,778,526.85	1,735,095.29	1,775,880.86
总债务	4,353,169.79	4,358,273.92	4,594,549.61	4,775,796.32
净债务	3,999,536.01	4,042,874.52	4,302,186.93	4,393,058.37
负债合计	4,648,667.98	4,638,135.23	4,987,821.88	5,098,347.19
所有者权益合计	2,402,806.89	2,660,456.69	2,949,519.49	3,005,607.17
利息支出	241,235.73	253,385.81	255,427.29	--
营业总收入	1,675,810.71	1,848,029.13	2,178,417.34	601,144.90
经营性业务利润	-81,415.85	-132,126.30	-169,928.58	-34,136.31
投资收益	70,006.00	161,711.77	262,717.12	72,665.86
净利润	10,918.74	38,345.23	89,611.61	34,410.00
EBIT	251,305.95	252,608.29	329,416.78	--
EBITDA	311,383.79	312,193.10	396,211.46	--
经营活动产生的现金流量净额	73,782.16	104,384.16	79,006.48	21,917.49
投资活动产生的现金流量净额	125,779.62	32,101.92	-186,014.24	85,136.86
筹资活动产生的现金流量净额	-258,543.56	-174,555.51	83,787.70	-16,599.13
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	13.64	12.98	12.16	10.13
期间费用率(%)	20.44	18.99	18.11	13.64
EBIT 利润率(%)	15.00	13.67	15.12	--
总资产收益率(%)	--	3.52	4.32	--
流动比率(X)	1.01	1.05	1.03	1.03
速动比率(X)	0.61	0.63	0.59	0.61
存货周转率(X)	--	1.16	1.28	1.37*
应收账款周转率(X)	--	12.10	21.08	29.98*
资产负债率(%)	65.92	63.55	62.84	62.91
总资本化比率(%)	68.06	66.96	65.44	65.95
短期债务/总债务(%)	67.12	59.19	62.24	62.81
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.05	-0.04	-0.04	0.02
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.08	-0.08	-0.07	0.03
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	0.31	0.41	0.31	--
总债务/EBITDA(X)	13.98	13.96	11.60	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.12	0.14	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.29	1.23	1.55	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.04	1.00	1.29	--
FFO/总债务(X)	-0.03	-0.04	-0.04	--

注：1、2023 年一季度财务报表未经审计；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明

#### 附四：江苏悦达集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	236,953.49	224,386.43	200,764.56	199,242.90
应收账款	37,518.75	24,790.10	6,997.61	2,926.80
其他应收款	623,557.57	575,724.74	882,434.49	947,497.80
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	-	-	-	-
债权投资	-	-	-	-
其他债权投资	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-
长期股权投资	1,552,431.10	1,570,861.00	1,641,130.28	1,641,105.79
其他权益工具投资	74,289.72	99,538.90	102,109.25	96,388.87
其他非流动金融资产	-	-	-	-
固定资产	98,231.18	89,576.57	145,240.85	142,799.60
投资性房地产	-	-	146,329.63	146,329.63
资产总计	3,415,552.48	3,397,846.68	3,893,188.78	3,943,878.10
投资组合账面价值	1,863,674.30	1,894,786.34	1,944,004.10	1,936,737.56
投资组合市值	1,860,196.73	1,888,858.54	2,045,575.26	2,090,665.84
其他应付款	79,087.90	309,126.40	386,686.41	384,899.64
短期债务	1,736,324.56	1,543,578.52	1,608,372.95	1,718,732.42
长期债务	730,191.26	671,584.45	805,534.52	889,474.28
总债务	2,466,515.82	2,215,162.97	2,413,907.47	2,608,206.70
净债务	2,313,035.19	2,090,293.30	2,308,039.70	2,511,735.56
负债合计	2,501,982.86	2,544,661.99	2,811,966.15	2,876,200.08
所有者权益合计	913,569.62	853,184.70	1,081,222.63	1,067,678.02
利息支出	154,547.25	140,074.29	143,502.67	--
营业总收入	256,663.59	279,453.08	332,080.98	157,443.84
经营性业务利润	-57,176.64	-129,663.13	-165,744.07	-34,084.63
投资收益	154,945.62	176,553.84	176,136.72	-24.49
净利润	103,870.19	44,260.07	14,747.11	-34,482.80
EBIT	241,458.46	177,311.77	161,949.81	--
经营活动产生的现金流量净额	14,950.48	19,122.37	12,708.93	5,675.66
投资活动产生的现金流量净额	4,439.52	172,989.54	-142,971.17	-2,503.51
筹资活动产生的现金流量净额	29,756.88	-220,604.31	111,364.93	-25,140.55
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
总资产收益率(%)	--	5.20	4.44	--
经调整的净资产收益率(%)	--	5.31	1.54	--
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.20	0.56	0.53	-61.26
应收类款项占比(%)	19.35	17.67	22.85	24.10
资产负债率(%)	73.25	74.89	72.23	72.93
总资本化比率(%)	75.20	72.19	69.32	71.54
短期债务/总债务(%)	70.40	69.68	66.63	65.90
总债务/投资组合市值(%)	132.59	117.28	118.01	124.75
现金流利息覆盖倍数(X)	0.30	0.84	0.74	--
货币等价物/短期债务(X)	0.09	0.08	0.07	0.06
总债务/EBITDA(X)	9.77	11.76	13.44	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.12	0.11	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.63	1.34	1.25	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.56	1.27	1.13	--

注：1、2023 年一季度财务报表未经审计；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明

## 附五：陕西信用增进投资股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

（单位：百万元）	2020	2021	2022
<b>资产</b>			
货币资金	170.20	565.24	547.93
交易性金融资产	392.27	640.18	2445.25
债权投资	1,458.25	832.01	512.94
应收代偿款	90.03	77.92	25.20
委托贷款	--	--	--
长期股权投资	302.08	308.46	634.01
<b>现金及投资资产合计</b>	<b>4,986.99</b>	<b>6,996.18</b>	<b>10,091.47</b>
固定资产	0.49	0.51	0.65
无形资产	0.07	0.06	0.05
<b>资产合计</b>	<b>5,115.63</b>	<b>7,625.95</b>	<b>10,216.66</b>
<b>负债及所有者权益</b>			
未到期责任准备金	25.79	118.65	234.53
增信业务赔偿准备金	3.73	11.26	55.72
专项准备金	--	--	--
<b>担保损失准备金合计</b>	<b>29.52</b>	<b>129.91</b>	<b>290.26</b>
长期借款	--	--	300.35
应付长期债券	--	1,320.58	1,430.95
实收资本	4,000.00	4,708.45	4,784.50
未分配利润	249.94	509.03	703.48
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,443.28</b>	<b>5,620.52</b>	<b>5,937.38</b>
<b>利润表摘要</b>			
增信业务收入	61.01	215.33	336.48
提取风险准备金	(22.98)	(100.39)	(160.35)
增信业务净收入	37.71	112.64	174.39
利息净收入	10.41	(68.64)	(120.06)
投资收益	245.72	379.52	532.11
业务及管理费	(31.92)	(46.28)	(60.63)
税金及附加	(2.09)	(4.47)	(6.64)
<b>营业利润</b>	<b>265.34</b>	<b>496.40</b>	<b>491.10</b>
税前利润	266.30	496.40	500.62
所得税	(35.14)	(72.97)	(57.68)
<b>净利润</b>	<b>231.16</b>	<b>423.43</b>	<b>442.94</b>
<b>增信组合</b>			
增信余额	2,730.00	9,880.00	19,401.41
融资担保责任余额	2,284.00	8,088.00	15,771.21
	2020	2021	2022
<b>盈利能力(%)</b>			
营业费用率	10.18	10.42	9.96
投资回报率	6.18	5.19	4.82
平均资产回报率	5.40	6.65	4.96
平均资本回报率	5.96	8.41	7.66
<b>担保项目质量(%)</b>			
年内代偿额（百万元）	0.00	0.00	0.00
年内回收额（百万元）	2.70	0.65	0.00
年内代偿率	0.00	0.00	0.00
累计代偿率（改制后）	0.00	0.00	0.00
累计回收率	90.15	90.74	90.74
担保损失准备金/增信余额	1.08	1.31	1.50
最大单一客户在保余额/核心资本	16.78	12.86	16.80
最大十家客户在保余额/核心资本	65.46	116.69	136.58
<b>资本充足性(%)</b>			
净资产（百万元）	4,443.28	5,620.52	5,937.38
核心资本（百万元）	4,170.72	5,441.97	5,593.62
净资产放大倍数(X)	0.51	1.44	2.66
核心资本放大倍数(X)	0.55	1.49	2.82
<b>流动性(%)</b>			
高流动性资产/总资产	11.00	15.81	29.30
高流动性资产/增信余额	20.60	12.20	15.43

注：中诚信国际根据陕西增信 2020~2022 年审计报告整理。

## 附六：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	货币等价物 非受限货币资金+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
	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
投资组合	投资组合账面价值 货币资金+长期股权投资+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+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值 投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比 母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
	应收类款项占比 (应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
盈利能力	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余） 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	经调整的净资产收益率 净利润/经调整的所有者权益平均值
现金流	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数 (经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附七：陕西增信基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
盈利能力	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+其他业务收入-其他业务支出+投资收益+利息净收入)
	平均资本回报率	净利润/[ (期末所有者权益总额+期初所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[ (期末资产总额+期初资产总额)/2]
风险抵御能力	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分-受限部分资产
	经调整的所有者权益	所有者权益-其他权益工具-有偿还义务的明股实债-其他调整项
	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-其他权益工具-按成本计量的可供出售权益工具-有偿还义务的明股实债
	核心资本担保放大倍数	在保责任余额/核心资本
	净资产放大倍数	在保责任余额/净资产
	融资性担保放大倍数	融资性担保责任余额/(母公司口径净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)



## 附八：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

信用增进公司	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	受评公司基本不能履行代偿义务或偿还其他债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能履行代偿义务或偿还其他债务。

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。



**独立 · 客观 · 专业**

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn