

江苏悦达集团有限公司

2025 年面向专业投资者公开发行
公司债券（高成长产业债）
（第二期）信用评级报告

联合资信评估股份有限公司

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5178号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏悦达集团有限公司及其拟发行的江苏悦达集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（高成长产业债）（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定江苏悦达集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，江苏悦达集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（高成长产业债）（第二期）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：

二〇二五年七月三日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

声 明

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

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

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

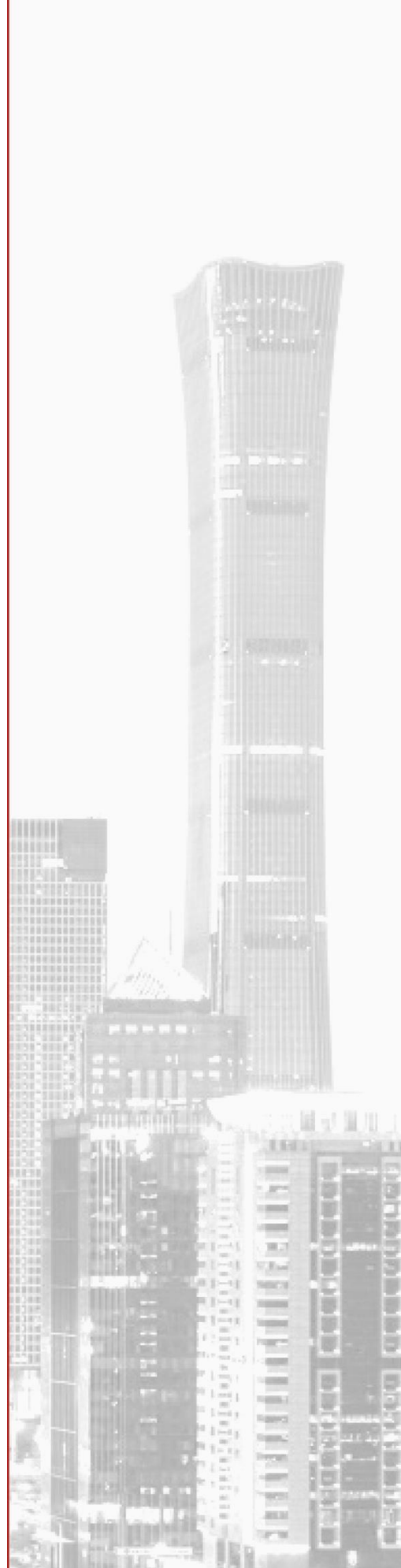
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

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

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



江苏悦达集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行 公司债券（高成长产业债）（第二期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/03

债项概况 本期债项发行规模不超过 5 亿元（含 5 亿元），期限为 5 年，按年付息，到期一次性偿还本金；募集资金扣除发行费用后，拟将不超过 5 亿元用于偿还有息债务。

评级观点 江苏悦达集团有限公司（以下简称“公司”）作为盐城市人民政府直属的核心产业投资平台，区域重要性高。公司控股经营业务涵盖汽车及智能制造，以煤矿、新能源为主的能源业务，房地产，及以商贸流通、租赁保理为主的供应链及其他业务，同时在煤炭、高速公路、新能源、汽车制造等领域开展大规模参股投资，核心产业符合区域产业发展方向，产业布局保持稳定。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。报告期内，随着贸易品种的不断丰富，供应链业务带动收入规模扩大，但毛利润仍无法覆盖期间费用，煤炭领域的参股投资收益为公司利润的核心来源且保持稳定，而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。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。综合考虑公司自身信用风险较低，以及在资金和政策方面获得的外部支持力度大，公司偿债能力极强。公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可。

个体调整：无。

外部支持调整：盐城市人民政府在资金及政策方面给予公司大力支持。

评级展望 未来，随着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注资，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。**2022—2024 年，公司参股的煤炭企业贡献的投资收益分别为 26.59 亿元、19.89 亿元和 23.67 亿元，现金分红分别为 17.16 亿元、21.55 亿元和 15.51 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。
- **本部持有的上市公司股权市值规模较大。**截至 2025 年 3 月底，公司本部直接持有上市公司市值合计约 40 亿元，其中约 27 亿元未质押。

关注

- **房地产业务部分项目去化进展有待关注，参股汽车及新能源领域存在一定投资风险。**公司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。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 2024 年底股权投资成本 2 亿元，对其各类应收款余额 12.25 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 2025 年 3 月底累计投资成本 12 亿元，拆借款为 16.15 亿元，供应链垫款为 10.90 亿元）受光伏产业链各环节市场价格大幅下降影响，2024 年亏损，需关注其未来发展情况。

- **其他应收款及存货对资金占用规模大，债务规模增幅明显且债务负担重。**2022—2024 年末，公司资产中其他应收款快速增长，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，历史无偿划入土地及地产类项目构成的开发成本规模大，上述资产对资金占用明显。2022—2024 年末，受现金储备及对参股标的的拆借款增加影响，公司全部债务年均增长 16.58%；截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为 66.55%和 63.88%，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、打分表及结果

评级方法 多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505

评级模型 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		4
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：无			--	
个体信用等级			aa ⁻	
外部支持调整因素：政府支持			+3	
评级结果			AAA	

个体信用状况变动说明：因联合资信已于2025年5月15日制定并披露《多元产业投资控股企业信用评级方法》及《多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表）》，本次公司评级模型适用于多元产业投资控股企业主体信用评级模型，个体指示级别和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

主要财务数据

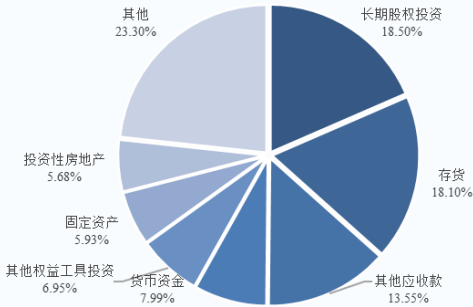
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	66.99	128.17	123.83	108.11
资产总额（亿元）	793.73	842.74	944.09	933.00
所有者权益（亿元）	294.95	301.69	312.15	312.09
短期债务（亿元）	279.95	280.88	339.12	310.98
长期债务（亿元）	127.21	179.85	214.19	241.09
全部债务（亿元）	407.15	460.73	553.31	552.07
营业总收入（亿元）	217.84	241.23	295.66	86.44
利润总额（亿元）	12.00	13.94	13.50	4.81
EBITDA（亿元）	40.14	41.33	40.97	--
经营性净现金流（亿元）	7.90	4.90	5.63	2.36
经调整的营业利润率（%）	-7.80	-8.68	-5.34	-0.72
现金及现金等价物净增加额（亿元）	-2.30	17.16	-9.25	-12.50
资产负债率（%）	62.84	64.20	66.94	66.55
全部债务资本化比率（%）	57.99	60.43	63.93	63.88
流动比率（%）	102.61	126.96	121.15	128.36
经营现金流入量/流动负债（倍）	0.78	0.98	0.97	--
现金短期债务比（倍）	0.24	0.46	0.37	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	1.80	1.90	1.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.14	11.15	13.51	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	389.32	444.06	500.48	498.08
所有者权益（亿元）	108.12	126.50	145.63	138.14
全部债务（亿元）	240.09	285.06	327.40	333.75
营业总收入（亿元）	33.21	40.98	52.92	14.89
利润总额（亿元）	1.68	11.83	2.56	-2.80
资产负债率（%）	72.23	71.51	70.90	72.27
全部债务资本化比率（%）	68.95	69.26	69.21	70.73
流动比率（%）	88.55	122.29	130.37	140.42
经营现金流动负债比（%）	0.63	0.17	0.30	--

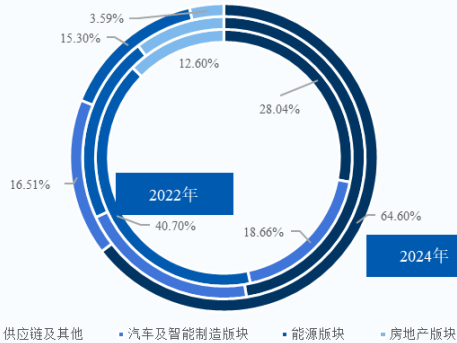
注：1. 公司2025年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

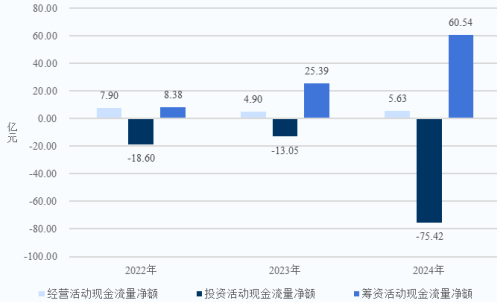
2024 年底公司资产构成



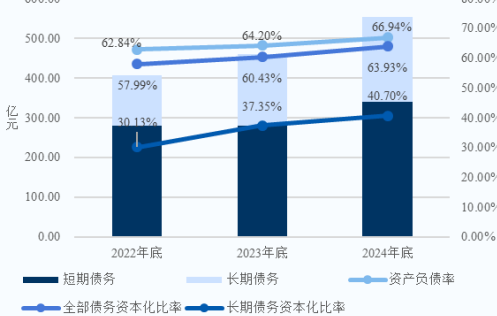
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



同业比较（截至 2024 年底/2024 年）

主要指标	信用等级	控股股东	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	经调整的营 业利润率 (%)	资产负债率 (%)	全部债务 资本化比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	盐城市人民政府	944.09	312.15	295.66	13.50	-5.34	66.94	63.93	13.51	1.91
无锡产业	AAA	无锡市国资委	1183.08	427.86	749.90	23.15	0.73	63.83	53.42	8.53	4.32
武汉金融控股集团	AAA	武汉市国资委	2623.99	532.78	1061.88	13.03	-0.27	79.70	76.82	25.44	1.48
漳龙集团	AAA	漳州市国资委	1128.41	364.49	483.12	1.84	-0.57	67.70	61.12	25.06	1.21

注：无锡产业为无锡产业发展集团有限公司；武汉金融控股集团为武汉金融控股（集团）有限公司；漳龙集团为福建漳龙集团有限公司；国资委为人民政府国有资产监督管理委员会
资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

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

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

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com
电话：010-85679696 传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、主体概况

江苏悦达集团有限公司（以下简称“公司”或“悦达集团”）前身是江苏省盐城地区驻山西调煤组，1989 年经盐城市计划经济委员会批准成立盐城市物资实业总公司，1991 年在盐城市物资实业总公司基础上成立盐城悦达实业集团，1992 年 5 月更名为江苏悦达实业集团。1998 年 12 月，经江苏省现代企业制度建设领导小组苏现发（1998）5 号文批复，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 2025 年 5 月 26 日注册资本 100.00 亿元，实收资本 79.30 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，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至 2025 年 3 月底，公司本部内设财务部、安全环保和企业管理部、投资管理部、贸易部等职能部门；合并口径在职职工 6034 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额为 944.09 亿元，所有者权益合计 312.15 亿元（含少数股东权益 132.39 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 295.66 亿元，利润总额 13.50 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额为 933.00 亿元，所有者权益合计 312.09 亿元（含少数股东权益 132.85 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 86.44 亿元，利润总额 4.81 亿元。

公司注册地址：江苏省盐城市世纪大道东路 2 号；法定代表人：张乃文。

二、本期债项概况

公司拟发行“江苏悦达集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（高成长产业债）（第二期）”（以下简称“本期债项”）。本期债项发行规模不超过 5 亿元（含 5 亿元），期限为 5 年，按年付息，到期一次性偿还本金。

本期债项不设定增信措施。

本期债项募集资金扣除发行费用后，拟将不超过 5 亿元用于偿还有息债务。

三、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与 ESG 标准等均对企业决策与运营形成影响。展望 2025 年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见[《多元产业投资控股行业分析》](#)。

2 区域环境分析

2022—2024 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，2022—2024 年，盐城市地区生产总值逐年增长，增速波动增长。2024 年，盐城市 GDP 在江苏省排名第 8 位，人均 GDP 处于较高水平。产业结构方面，盐城市产业结构以二、三产业为主，第三产业占比逐年提升。固定资产投资方面，2022—2024 年，盐城市固定资产投资增速逐年下降。

图表 1 • 盐城市主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	7079.8	7403.9	7779.2
GDP 增速（%）	4.6	5.9	5.5
固定资产投资增速（%）	9.4	9.2	0.3
三产结构	11.2:41.4:47.4	11.0:40.3:48.7	10.9:38.7:50.4
人均 GDP（万元）	10.56	11.07	11.65

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 2024 年底，“5+2”战略性新兴产业规模全部超千亿元，高新技术产业产值占规上工业产值比重达 51.4%。2024 年，盐城市光伏集群获评国家先进制造业集群；汽车整车销售超过 30 万辆，产业规模重返千亿。2025 年，盐城市计划支持悦达起亚、一汽奔腾做大做强，拓展汽车后市场，整车销售达到 43 万辆以上；放大国家光伏先进制造业集群、省级新能源产业融合集群示范效应，举办光伏产业国家先进制造业集群大会。

五、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。2022—2024 年，公司营业总收入规模在供应链业务收入逐年增长的带动下持续扩大，受汽车及智能制造、能源及房地产等板块毛利率下降影响，公司综合毛利率逐年下降。2025 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。

2022—2024 年，随着供应链业务收入规模提升，公司营业总收入持续较快增长，公司综合毛利率逐年下降。2024 年，公司营业总收入同比增长 22.56%，主要源于供应链及其他业务增长的拉动。其中，汽车及智能制造板块收入同比变动不大；能源板块收入同比下降 12.88%，主要系煤炭价格波动加大，公司减少煤炭经销业务开展所致；受房地产市场行情影响，房地产业务收入同比下降 57.62%；供应链及其他收入同比增长 66.89%，主要系公司丰富贸易品种所致。同期，公司综合毛利率同比下降 2.02 个百分点。其中，汽车及智能制造板块毛利率同比下降 1.76 个百分点，主要系汽车行业竞争较大，汽车销售价格下降所致；能源板块毛利率同比下降 1.99 个百分点，主要系煤炭购销价差缩小所致。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 38.36%。其中汽车及智能制造板块收入同比增长 45.49%，主要系悦达起亚 4S 店销售收入同比提升所致；受煤炭价格下降等因素影响，能源板块收入同比下降 33.50%；房地产板块收入同比增长 80.84%，主要系玲珑湾项目交付所致；供应链及其他板块收入同比增长 75.75%。同期，受益于能源和房地产板块毛利率同比提升，公司综合毛利率同比提升 0.38 个百分点。

图表 2 • 2022—2024 年及 2025 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	2022 年			2023 年			2024 年			2025 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	40.65	18.66%	11.82%	49.79	20.64%	10.17%	48.80	16.51%	8.41%	15.96	18.47%	11.26%
能源板块	88.66	40.70%	5.14%	51.94	21.53%	4.78%	45.25	15.30%	2.79%	12.30	14.23%	6.26%
房地产板块	27.45	12.60%	35.59%	25.07	10.39%	23.21%	10.63	3.59%	22.80%	5.15	5.96%	25.85%
供应链及其他	61.08	28.04%	12.06%	114.43	47.44%	4.72%	190.98	64.60%	4.83%	53.02	61.35%	5.88%
合计	217.84	100.00%	12.16%	241.23	100.00%	7.78%	295.66	100.00%	5.76%	86.44	100.00%	8.12%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 投资业务

2022—2024 年，公司权益法核算的长期股权投资收益及取得投资收益收到的现金均呈增长态势，构成及相关增幅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，现金分红规模波动增长。其中，2022—2023 年，汽车领域投资收益受江苏悦达起亚汽车有限公司（以下简称“悦达起亚”）业绩影响持续为负，2024 年悦达起亚实现扭亏；2022—2024 年，公司参股的煤炭企业贡献的投资收益分别为 26.59 亿元、19.89 亿元和 23.67 亿元，对合并口径投资收益的贡献显著，现金分红分别为 17.16 亿元、21.55 亿元和 15.51 亿元，主要来自对陕西黄陵二号煤矿有限公司的投资；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，2024 年转亏。

图表 3 • 2022—2024 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		
		2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年
汽车	悦达起亚	-5.83	-4.14	--	--	--	--
	中汽研汽车试验场股份有限公司	0.43	0.37	--	0.09	0.21	--
煤炭	陕西黄陵二号煤矿有限公司	18.03	15.68	21.05	12.36	17.84	15.51
	内蒙古西蒙悦达能源有限公司	2.47	1.51	1.15	0.79	2.91	--
	横山县天云煤矿有限公司	--	--	--	--	--	--
	平凉天元煤电化有限公司	--	0.01	-0.86	--	--	--
	陕西中能煤田有限公司	2.62	2.69	2.32	--	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	4.49	5.24	-1.90	--	--	--
高速公路	江苏京沪高速公路有限公司	-0.03	0.33	0.56	0.60	0.12	--
金融	国投泰康信托有限公司	0.95	0.89	0.68	0.25	0.25	1.28
合计		23.13	22.58	23.00	14.09	22.13	16.79
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		22.97	23.45	25.15	14.31	23.01	17.45
公司当期投资收益/取得投资收益收到的现金		26.27	40.97	28.35	17.16	23.23	19.16

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。

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。

2024 年，江苏悦达投资股份有限公司（以下简称“悦达投资”）收入及净利润同比变动不大；受地产业务收入和毛利率同比下降影响，悦达香港收入同比下降 11.06%，净利润同比下降 46.77%；受益于陕西黄陵二号煤矿有限公司贡献的投资收益同比增长，悦达新实业净利润同比增长 14.28%；受益于贸易品种的丰富，悦达南方收入规模同比增长 23.50%，但净利润同比下降 8.07%；随着贸易业务规模扩大，悦达资本收入同比增长 94.80%，净利润同比增长 8.46%；由于汽车销售主体划入，悦达汽车集团收入同比增长 18.14%，净利润同比大幅减亏，主要系参股的悦达起亚扭亏所致。

图表 4• 公司下属主要经营主体 2024 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	经营性 净现金流
		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%	0.55%	上市	95.51	50.73	30.33	0.02	0.74
悦达香港	房地产、供应链	100.00%	--	--	165.79	64.56	30.40	0.66	-1.02
悦达新实业	能源、供应链及其他（参股陕西黄陵二号煤矿有限公司、陕西中能煤田有限公司、横山县悦达天云煤矿有限公司、山西悦达军山煤业有限公司、江苏润阳新能源科技股份有限公司）	43.69%	20.74%	--	183.54	96.73	54.59	25.45	-5.29
悦达南方	能源、供应链及其他	100.00%	--	--	133.52	46.28	79.29	6.72	-0.82
悦达资本	供应链及其他（控股悦达国际控股）	61.03%	--	发债	156.79	86.63	34.57	1.39	0.09
悦达汽车集团	参股悦达起亚	70.00%	--	--	80.85	2.32	20.97	-1.39	7.28
悦达财务公司	财务公司	51.00%	49.00%	--	45.13	13.11	0.95	0.56	-3.41
公司本部	--	--	--	--	500.48	145.63	52.92	2.76	0.63
公司合并口径	--	--	--	--	944.09	312.15	295.66	11.88	5.63

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

六、基础素质分析

1 竞争实力

公司为盐城市核心产业投资平台，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。

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 2025 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 2024 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。2022 年，悦达纺织开始实施 10 万锭绿色智能工厂项目，在原有 1 万锭智能化生产线基础上，新增 9 万锭智能化生产规模，总投资 3.62 亿元；该项目于 2023 年建成投产，并于 2024 年 6 月底实现达产达效。截至 2024 年底，悦达纺织已形成年产 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 3 月底，悦达新实业持股 80%）。截至 2025 年 3 月底，巴音孟克煤矿主要煤种为动力煤，地质储量为 2,454 万吨，可采储量为 1,747 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 15 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 2025 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。

参股投资方面，煤炭投资对公司利润贡献显著。2024 年，全国煤炭产量保持稳定，且进一步向晋陕蒙和新疆地区集中；煤炭进口量快速增加，但下游需求支撑不足，煤炭价格震荡回落，行业整体盈利水平有所下滑。2025 年，煤炭供需预计将维持供略大于求的状态，动力煤价格中枢预计将小幅下移，受下游钢铁及房地产行业持续疲软影响，炼焦煤价格或将进一步下探。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，横山云天煤矿为配焦煤，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。

2 人员素质

公司高级管理人员所具备的行业及管理经验与公司产业布局相匹配；本部员工数量及结构能够满足对下属企业的管理需要。

截至 2025 年 3 月底，公司高级管理人员包括总经理、副总经理、总会计师、总经济师和总工程师。同期末，公司本部拥有员工 158 人，其中管理人员占 36%，财务人员占 18%，行政人员占 46%；从教育程度来看，研究生及以上学历员工占 36%，大学本科学历员工占 53%。

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

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：3207010000016843），截至 2025 年 6 月 12 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 2025 年 7 月 1 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

七、管理分析

1 法人治理

公司已建立相对完善的法人治理结构。

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

2 管理水平

公司管理架构与战略和规模较为匹配，本部对下属重要子公司的管控力强。

公司施行“集团总部-专业化平台公司-项目公司”三级管控模式，形成了悦达投资、悦达新实业、悦达南方、悦达地产集团有限公司（以下简称“悦达地产”，悦达香港控股）、悦达汽车集团、悦达资本等 6 个专业化产业运营平台和江苏悦达集团财务有限公司（以下简称“悦达财务公司”）1 个功能性平台在内的“6+1”运营管控体系。2024 年，悦达投资为聚焦“新能源、新材料、智能制造”产业定位，将悦达起亚 4S 店业务经营主体上海悦达智行汽车服务有限公司（以下简称“悦达智行公司”）100%股权转让给悦达汽车集团。近年来，公司不断整合下属业务板块，但供应链业务经营主体仍相对分散。

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

八、经营分析

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，及以商贸流通、租赁保理为主的供应链板块；参股投资领域包括汽车制造、煤炭、新能源、高速公路及金融等。

（1）汽车及智能制造业务

2022—2024 年，公司汽车及智能制造板块收入波动增长。2024 年，汽车销售、汽车配件及纺织业收入同比均变动不大，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；纺织板块盈利同比提升但盈利能力仍较弱，上下游集中度同比有所提升。

2022—2024 年，公司汽车及智能制造板块收入波动增长。公司汽车及智能制造板块收入构成较为多元，其中汽车销售、汽车配件及纺织业占比较高。2023 年，汽车销售收入同比增长主要来自平行进口车业务规模的增长（2024 年和 2025 年 1—3 月新能源汽车销售为零，主要系江苏奥新新能源汽车有限公司已于 2023 年 2 月 28 日丧失控制权所致）；2024 年，汽车销售、汽车配件及纺织业收入同比变动不大。2025 年 1—3 月，在汽车销售业务带动下，公司汽车及智能制造板块收入同比有所增长。

图表 5 • 公司汽车及智能制造板块收入构成情况（单位：亿元）

细分业务	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1—3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
新能源汽车	0.65	1.59%	2.30	4.62%	--	--	--	--

汽车销售	13.50	33.22%	20.44	41.06%	20.02	41.03%	8.64	54.11%
汽车配件	6.22	15.30%	6.26	12.57%	5.40	11.06%	1.16	7.29%
汽车物流	2.33	5.74%	1.56	3.14%	1.76	3.61%	0.53	3.30%
专用车	1.59	3.90%	1.83	3.68%	2.80	5.74%	0.85	5.30%
拖拉机	2.67	6.56%	2.98	5.99%	2.20	4.52%	0.73	4.60%
纺织业	13.69	33.68%	14.41	28.94%	16.62	34.05%	4.05	25.40%
合计	40.65	100.00%	49.79	100.00%	48.80	100.00%	15.96	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。2022—2024 年，由于汽车市场竞争激烈，汽车专营店运营成本较高，悦达智行公司持续亏损。2024 年，受益于悦达起亚新能源及出口转型战略的实施，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，归母净利润亏损有所扩大。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 6 • 悦达智行公司经营情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
销售汽车数量（台）	9,016	9,660	12,149	4,670
营业收入（亿元）	10.45	10.47	13.01	5.07
归母净利润（亿元）	-0.66	-0.49	-0.73	-0.12

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。2022—2024 年，悦达纺织通过智改数转、强化新客户开发、拓展销售渠道、产品结构优化、大力降本增效等途径，不断提升整体经营效益，但盈利能力仍较弱。2024 年，悦达纺织实现营业收入 17.76 亿元，净利润 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；2023 年悦达纺织归母净利润为 0.02 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 7 • 2024 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区国际贸易有限公司	1.45	8.72%
中华棉花集团有限公司	1.11	6.68%
OLAM GLOBAL AGRI PTE LTD（奥兰全球农产品有限公司）	1.07	6.47%
盐城鑫浩棉业有限公司	0.67	4.06%
东光县汇通纺织有限公司	0.31	1.87%
合计	4.62	27.79%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 8 • 2024 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	5.67	31.91%
盐城康福达纺织品有限公司	0.47	2.67%
常州旭荣针织印染有限公司	0.36	2.05%
上海题桥纺织染纱有限公司	0.30	1.68%
基优新材料（苏州）有限公司	0.28	1.56%
合计	7.08	39.87%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(2) 能源业务

2022—2024 年，受煤炭价格及贸易业务规模变化影响，公司能源板块收入及毛利率均逐年下降。2024 年以来，煤炭价格震荡回落，公司压缩煤炭经销业务规模，上下游集中度有所下降但仍较高；煤炭开采受采区转移及煤炭价格影响收入有所下降；新能源项目尚未达产，且略有亏损。

公司能源板块收入由煤炭贸易、煤炭开采和新能源业务构成。2022—2024 年，随着煤炭贸易规模逐年下降，公司能源板块收入逐年下降。2024 年，煤炭价格震荡回落，公司煤炭销售量同比减少，煤炭贸易收入同比下降；受采区转移及煤炭价格下行影响，煤炭开采收入同比下降，毛利率同比大幅下降；雅海 LNG 及光伏项目收入同比小幅提升但仍未达产达效，毛利率同比相对稳定。2025 年一季度，受煤炭价格下跌影响，煤炭贸易收入同比下降 43.37%；随着采区转移完成，煤炭开采收入同比增长 183.87%，毛利率同比回升；综合影响下，能源板块收入同比下降 33.48%，但毛利率同比大幅增加 4.45 个百分点。

图表 9 • 2022—2024 年及 2025 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	2022 年			2023 年			2024 年			2025 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	68.58	77.35%	2.58%	33.80	65.07%	0.66%	26.20	57.91%	1.11%	8.76	71.24%	2.93%
煤炭开采	4.72	5.32%	59.20%	2.48	4.77%	60.62%	1.77	3.91%	11.67%	0.88	7.19%	28.30%
雅海 LNG 及光伏项目	15.35	17.31%	4.07%	15.66	30.15%	4.84%	17.28	38.18%	4.44%	2.65	21.57%	9.92%
合计	88.66	100.00%	5.14%	51.94	100.00%	4.78%	45.25	100.00%	2.79%	12.30	100.00%	6.26%

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。2024 年，公司煤炭贸易业务上下游集中度同比均有所下降。

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。2024 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，下游客户以安徽和贵州省属国企为主。

图表 10 • 2024 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
盐城睿衡物资贸易有限公司	10.14	39.12%
安徽长江能源发展有限责任公司	2.37	9.15%
盐城海泰达企业管理有限公司	1.49	5.75%
内蒙古汇能煤电集团富民煤炭有限责任公司	1.04	4.03%
盐城八矿贸易有限公司	1.06	4.08%
合计	16.10	62.13%

注：根据 Wind 数据，盐城睿衡物资贸易有限公司和盐城海泰达企业管理有限公司均为盐城市国有资本运营发展有限公司全资子公司
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 11 • 2024 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
淮矿电力燃料有限责任公司	4.42	16.87%
盘州拓达供应链有限公司	2.37	9.06%
赛得利（福建）纤维有限公司	1.81	6.90%
中国煤炭工业秦皇岛进出口有限公司	1.82	6.96%
赛得利（中国）纤维有限公司	1.14	4.37%
合计	11.57	44.15%

注：根据 Wind 数据，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
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

煤炭开采

巴音孟克煤矿中部和南部采区已基本开采完毕，向剩余的北部采区转移对开采量有一定影响。北部采区于 2024 年 6 月开工建设，并于 12 月出煤，但因初始煤层热值不高，销售价格相对较低，2024 年毛利率同比大幅下降。2025 年一季度，采区转移已完成，当期采销量已超过上年全年，但受煤炭价格下跌影响，开采业务毛利率明显低于转移前。

图表 12 • 巴音孟克煤矿经营情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
开采量（万吨）	117.25	68.82	21.10	31.50
销售量（万吨）	117.25	68.82	21.10	31.50
销售均价（元/吨）	402.46	360.36	302.89	241.87
净利润（亿元）	1.50	0.35	-0.15	0.04

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。

（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；2022—2024 年，受市场行情影响，公司房地产收入、毛利率及签约销售金额均逐年下降；部分项目去化较慢，土地储备保持一定规模。考虑到地产行业景气度尚未恢复，公司地产项目去化进展及盈利压力有待关注。

公司房地产业务主要由全资子公司悦达香港及其子公司运营。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 2024 年底，公司本部对悦达地产的其他应收款为 8.69 亿元；本部长股权投资中，悦达香港期末余额为 18.10 亿元）。

2022—2024 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、开工面积及竣工面积均有所波动。销售方面，2022—2024 年，受市场行情影响，公司房地产业务销售面积波动下降，其中 2024 年同比有所回升，但受市场行情及项目差异影响销售均价同比明显下降。截至 2024 年底，公司存货中，开发成本为 144.93 亿元（含政府历史无偿划入土地 93 亿元），开发产品为 15.47 亿元；合同负债中的预收房款工程款等为 11.57 亿元。2025 年 1—3 月，房地产板块销售面积及销售均价均同比增长，收入同比增长 80.84%，毛利率同比增加 2.72 个百分点。

图表 13 • 房地产业务经营情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
开发完成投资（万元）	152,337	245,868	156,038	25,054
开工面积（万平方米）	15.04	21.86	18.42	3.15
房屋竣工面积（万平方米）	19.98	8.08	16.35	3.27
房屋销售面积（万平方米）	18.03	11.42	14.47	4.08
新增土地储备面积（万平方米）	22.41	21.93	14.37	--
期末土地储备面积（万平方米）	59.08	58.60	61.44	61.44
销售均价（元/平方米）	15,163	15,516	11,962	11,818

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，公司自主开发的在售及在建项目中，部分项目因项目类型及地理位置等因素销售进度较慢，需关注未来去化进展；同时，在建项目未来投资规模可控。

图表 14 • 截至 2025 年 3 月底公司自主开发的在售及在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	所在地	项目类型	建设周期	总可售面积	已销售面积	总投资额	已投资额	累计回款
悦棠湾项目	盐城市	住宅	2020.04~2023.07	20.70	18.81	10.81	9.42	13.05
忻悦府项目	盐城市	住宅	2023.03~2025.05	2.84	0.45	4.72	3.62	0.55
海玥府项目（一期）	盐城市	住宅	2023.06~2025.12	10.24	1.37	8.63	5.85	0.74
汽车广场项目	盐城市	商业	2018.08~2027.06	14.92	10.17	16.28	15.79	11.55

悦达玖玺台小区	西安市	住宅	2021.06~2026.12	12.57	1.19	22.00	14.26	1.91
悦达·天山水岸花园	盐城市	住宅	2014.09~2020.11	8.05	7.67	8.40	8.34	9.17
悦海名邸项目	上海市	住宅	2021.05~2023.08	2.68	2.68	8.73	8.73	8.88
玲珑湾项目	上海市	住宅	2022.12~2025.07	1.82	1.82	6.75	5.65	8.01
十里香溪项目	盐城市	住宅	2013.12~2019.05	15.64	14.47	14.47	13.92	14.46
玲珑湾项目(A08)	盐城市	住宅	2024.02~2025.09	2.37	0.35	3.48	1.80	0.48
悦珑湾项目	盐城市	住宅	2010.07~2023.11	56.61	56.08	35.00	34.11	46.35
铂府项目	盐城市	住宅	2024.05~2026.12	9.70	2.09	16.50	9.99	2.88
合计	--	--	--	158.14	117.15	155.77	131.48	118.03

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2022 年和 2023 年，公司保持一定拿地节奏；2024 年，公司拿地节奏有所放慢，新增 3 块住宅用地储备，出让金合计 12.52 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司土地储备均位于盐城市，土地出让金均已足额缴纳并办理土地证，资金来源均为自有资金。

图表 15 • 截至 2025 年 3 月底公司土地储备情况（单位：亩、亿元）

地块名称	土地位置	取得时间	土地性质	土地面积	拟建项目类型	出让金
大丰悦丰公司	大丰市区	2013 年	出让地	500.00	住宅及商业	5.28
盐城汽车广场地块	盐城市经济技术开发区泰山路东侧，新都东路南侧	2014 年	出让地	50.00	商业地产开发	1.24
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
五星中伏河南、大新河西侧地块	五星中伏河南、大新河西	2024 年	出让地	148.00	住宅	7.61
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
合计	--	--	--	921.46	--	26.38

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

2022—2024 年，在商贸流通业务带动下，公司供应链及其他板块收入快速增长；受低毛利率的商贸物流收入占比提升影响，供应链及其他板块毛利率逐年下降。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。2022—2024 年，在商贸流通业务的带动下，公司供应链及其他板块收入快速增长。2024 年，锌铝锭、乙二醇及单晶硅等贸易规模增长带动商贸流通收入规模同比大幅提升；同期，租赁保理和高速公路收入同比变动不大，其他收入主要包括土地收储收入、厂房租金等；受益于资金成本下降，金融业务毛利率同比有所提升。2025 年 1—3 月，商贸流通业务收入同比增长 90.16%，毛利率随光伏产品毛利提升而有所增长。

图表 16 • 2022—2024 年及 2025 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	2022 年			2023 年			2024 年			2025 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	43.77	71.66%	0.67%	102.50	89.57%	0.41%	171.58	89.84%	0.72%	50.24	94.74%	2.39%
金融业务	4.76	7.79%	32.25%	3.33	2.91%	44.89%	3.76	1.97%	66.48%	1.03	1.95%	74.56%
高速公路	4.02	6.58%	59.08%	3.90	3.41%	53.17%	3.83	2.01%	51.30%	0.78	1.47%	48.19%
其他	8.53	13.97%	37.07%	4.71	4.11%	29.90%	11.81	6.18%	29.97%	0.98	1.84%	79.25%
合计	61.08	100.00%	12.06%	114.43	100.00%	4.72%	190.98	100.00%	4.83%	53.02	100.00%	5.88%

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。随着贸易品种的丰富及贸易规模扩大，2024 年，公司商贸流通业务上下游集中度同比明显下降但仍偏高。

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

图表 17 • 2024 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	46.45	27.26%
阳泉纳谷物贸有限责任公司	12.28	7.21%
江苏智源行方物资有限公司	8.69	5.10%
海南倍润国际贸易有限公司	7.65	4.49%
厦门宗意鑫网络科技有限公司	7.07	4.15%
合计	82.13	48.21%

注：根据 Wind 数据，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资料整理

图表 18 • 2024 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
浙江秦舟贸易有限责任公司	22.43	13.07%
响水县响安科技有限公司	14.36	8.37%
南京华铝工贸实业有限公司	12.28	7.16%
甘肃公航旅国际贸易有限公司	10.22	5.96%
南京七点新材料有限公司	7.69	4.48%
合计	66.98	39.04%

注：根据Wind数据，浙江秦舟贸易有限责任公司为陕西省属国企；响水县响安科技有
限公司为响水县财政局下属企业；甘肃公航旅国际贸易有限公司为央企子公司；其他
表内主体为民营企业
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

金融业务

公司通过控股子公司悦达资本先后开展了融资租赁、商业保理、创业投资、股权基金、资产管理等多项业务，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；2023 年退出股权投资项目 2 个，实现净收益 0.26 亿元；2024 年退出股权投资项目 1 个，实现净收益 0.10 亿元；截至 2025 年 3 月底，悦达资本存续长期股权投资项目共 7 个，投资金额（成本）合计 9.34 亿元；投资 17 支股权投资基金，基金总规模 187.62 亿元，公司认缴出资 33.57 亿元（实缴 11.11 亿元），累计获得投资收益 2.58 亿元（其中 2022—2024 年分别获得投资收益 0.60 亿元、0.11 亿元和 0.20 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 3 月底，悦达资本融资租赁不良资产 0.22 亿元，累计计提坏账准备 0.86 亿元。

图表 19 • 公司金融业务经营情况（单位：亿元）

业务板块	收入/收益				坏账/减值损失				截至 2025 年 3 月底资产账面
	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	
直接股权投资	1.47	1.03	0.37	0.31	--	-0.05	--	--	40.92
股权投资基金	0.60	0.11	0.20	0.08	--	--	--	--	7.40
固收投资	0.16	0.28	0.50	0.11	--	--	--	--	0.99
融资租赁	2.35	1.04	1.45	0.43	-0.11	-0.02	-0.09	-0.03	26.92
保理业务	2.02	2.11	2.17	0.54	-0.06	-0.01	-0.07	-0.01	28.39

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资料整理

高速公路

公司控股的高速公路中，2022—2024 年，剩余两条控股高速公路收入保持稳定，净利润波动下降。

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 2025 年 3 月底持股比例	收费期限	营业收入				净利润			
			2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
汾平高速	70%	2010 年 10 月 30 日—2040 年 10 月 29 日	2.48	2.53	2.41	0.78	0.64	1.16	0.56	0.22
京大高速	70%	2005 年 10 月 1 日—2025 年 10 月 26 日	1.47	1.38	1.43	0.27	0.75	0.50	0.51	0.07

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（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 2025 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 75.00%、4.21%和 20.79%；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 17.01 万台，同比增长 97.6%，实现营业收入 242.08 亿元，净利润 1.40 亿元，实现扭亏。截至 2024 年底，悦达起亚所有者权益为-47.69 亿元；悦达起亚后续经营业绩的恢复仍有待观察，同时需关注公司相关应收款回收风险及担保产生的或有负债风险。

公司投资的新能源整车制造企业华人运通因对供应商欠款令供货端出现问题及部分车型销量未达到既定目标，于 2024 年 2 月开始停产停工。2019 年 7 月起，公司将一工厂转租给华人运通用于改造建设新能源生产基地，不含税年租赁费为 0.56 亿元。截至 2024 年底，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，当期新增 2.00 亿元华人运通共益债。截至 2025 年 3 月底，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 3.1 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 2025 年 3 月底汽车产业主要投资标的情况（单位：亿元）

参股标的	持股比例	累计投资成本	累计获得现金分红	账面余额	担保余额	拆借余额
悦达起亚	25.00%	20.87	32.25	0.00	7.20	--
华人运通	20.00%	2.00	--	2.00	--	7.15
中汽股份	29.25%	4.65	0.69	23.01	--	--

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

煤矿及发电

2022—2024 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 88.00%、48.54%和 83.49%，是公司投资收益的核心来源；同期，现金分红波动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—2024 年分别贡献投资收益 0.53 亿元和 1.07 亿元（未分红），作为黄陵二号煤矿下游产业链延伸，有助于平抑煤炭行情波动对投资收益的影响。截至 2025 年 3 月底，公司对黄陵发电公司提供担保余额为 5.81 亿元，未对黄陵发电公司提供资金拆借。

图表 22 • 截至 2025 年 3 月底煤炭产业主要投资标的情况（单位：亿元）

参股标的	持股主体	持股比例	累计投资成本	累计获得现金分红	账面余额	对应煤矿	可采储量（万吨）	核定产能（万吨/年）	平均剩余可开采年限（年）
陕西黄陵二号煤矿有限公司	悦达新实业	46.00%	5.87	82.77	51.02	黄陵二号	50099	800	48
内蒙古西蒙悦达能源有限公司	悦达新实业	43.70%	4.20	3.70	4.96	西蒙煤矿	4160	180	16

横山县天云煤矿有限公司	悦达新实业	38.94%	2.82	--	2.64	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	--	13.13	五举煤矿	17000	300	41
陕西中能煤田有限公司	上海申丰投资发展有限公司	29.50%	9.90	6.99	20.67	中能煤田-袁大滩	52200	1000	38
陕西韩城矿业王峰煤矿有限责任公司	悦达新实业	40.00%	4.40	--	4.40	王峰煤矿	29575	300	70

注：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的资料整理

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 2025 年 3 月底，公司持有润阳股份 35.5859% 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 16.15 亿元，供应链垫款为 10.90 亿元，担保余额为 27.63 亿元。截至 2024 年底，润阳股份资产总额为 359.22 亿元，所有者权益为 74.38 亿元，2024 年，润阳股份实现营业总收入 136.03 亿元，净利润为-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 2025 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 37.16 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 2025 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 3.01 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，致力提质增效。

九、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对 2022 年财务报告进行了审计，南通万隆会计师事务所（普通合伙）对 2023 年财务报告进行了审计，北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）对 2024 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季报未经审计。

合并范围方面，截至 2022 年底，公司合并范围内子公司较 2021 年底新增 6 家，减少 22 家。2023 年，公司因股权处置丧失控制权的子公司共 3 家，其中 1 家包括 7 家下属子公司；非同一控制下企业合并 2 家；新设 11 家，取得控制权 1 家，注销 5 家。2024 年，公司新设子公司 10 家，非同一控制下企业合并 2 家；处置子公司 2 家，注销 3 家。2025 年一季度，公司合并范围未发生重大变化。整体看，新增或减少子公司规模相对较小，对财务数据可比性影响不大。

1 资产质量

2022—2024 年末，公司资产规模保持增长，资产中现金类资产、其他应收款、开发成本、参股投资的股权类资产及控股产业相关固定资产和无形资产占比较高，其他应收款快速增长，账龄偏长且未来回收高度依赖于参股企业经营情况，部分优质资产受限，资产流动性一般，资产质量较好。

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	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	376.42	47.42%	440.73	52.30%	496.91	52.63%	477.77	51.21%
货币资金	58.88	15.64%	86.17	19.55%	75.44	15.18%	65.30	13.67%
交易性金融资产	6.77	1.80%	38.71	8.78%	38.25	7.70%	38.20	8.00%
其他应收款	107.64	28.60%	105.66	23.97%	127.95	25.75%	121.25	25.38%
存货	158.75	42.17%	163.33	37.06%	170.87	34.39%	171.25	35.84%
其他流动资产	13.50	3.59%	15.08	3.42%	28.06	5.65%	30.88	6.46%
非流动资产	417.31	52.58%	402.01	47.70%	447.19	47.37%	455.23	48.79%
其他权益工具投资	67.58	16.19%	66.27	16.48%	65.59	14.67%	65.60	14.41%
其他非流动金融资产	25.37	6.08%	23.41	5.82%	27.84	6.23%	28.12	6.18%
长期股权投资	166.44	39.88%	161.08	40.07%	174.66	39.06%	178.83	39.28%
投资性房地产	34.44	8.25%	48.37	12.03%	53.61	11.99%	53.61	11.78%
固定资产	47.78	11.45%	46.35	11.53%	56.02	12.53%	60.70	13.33%
无形资产	36.46	8.74%	30.80	7.66%	30.20	6.75%	29.79	6.54%
资产总额	793.73	100.00%	842.74	100.00%	944.09	100.00%	933.00	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2022—2024 年末，公司资产规模逐年增长。截至 2024 年底，公司总资产较上年底增加 101.35 亿元，增幅为 12.03%。其中，随着商贸流通业务规模增加，公司应收票据、应收账款和预付款项分别较上年底增加 6.85 亿元、5.47 亿元和 17.59 亿元。由于当期增加对润阳股份的资金支持等，公司其他应收款较上年底增加 22.28 亿元；随着地产业务投入增加，存货中的开发产品较上年底增加 4.77 亿元；其他流动资产较上年底增加 12.98 亿元，主要系债券、保理及理财增加所致；当期融资租赁业务投入资金增加，长期应收款较上年底增加 8.81 亿元；受润阳股份追加投资及参股煤矿利润积累影响，长期股权投资较上年底增加 13.57 亿元；固定资产较上年底增加 9.68 亿元，主要系棉纺十万锭升级改造项目和悦达华旭华丰农场东 202MW 渔光互补发电项目转固等所致。截至 2025 年 3 月底，公司资产规模及结构较 2024 年底变动不大。

截至 2024 年底，公司其他应收款账龄偏长（1 年以上的占 60.24%），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 18.55%，应收润阳股份的往来款项占 8.91%，应收地产参股公司往来款占 8.32%，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 84.82%）和开发产品（占 9.05%）为主，开发成本主要以政府历史注入土地及地产类存货为主；其他权益工具投资主要包括盐城市人民政府下属企业股权（盐城市新盐交通投资集团有限公司投资 16.00 亿元，盐城经城印象住房租赁有限公司 15.00 亿元及盐城东方建设投资股份有限公司 15.00 亿元）、汽车领域投资标的（帝亚一维新能源汽车有限公司 6.93 亿元和华人运通 2.00 亿元）及上市公司北方国际合作股份有限公司（以下简称“北方国际”）4.00 亿元（2024 年计入其他综合收益的利得 1.15 亿元）；长期股权投资以煤炭类主要投资标的为主（占 52.58%），润阳股份占 11.10%，京沪高速占 6.81%，国投泰康占 5.94%，发电类投资标的（黄陵发电公司及国能陈家港发电有限公司）占 5.78%，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 2024 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	38.29	50.76%	质押存单、借款及银票保证金及应收利息等
应收票据	8.94	88.18%	已背书/已贴现未到期
长期股权投资	58.09	33.26%	质押
交易性金融资产	11.36	29.71%	质押
其他权益工具投资	1.57	2.40%	质押
固定资产	6.15	10.99%	抵押

在建工程	0.53	6.85%	抵押
无形资产	13.60	45.05%	土地抵押、公路经营权质押
投资性房地产	35.30	65.85%	抵押
存货	13.17	7.71%	土地/设备抵押
其他流动资产	3.47	12.35%	质押
一年内到期的非流动资产	0.70	5.30%	质押
长期应收款	5.98	35.33%	质押
应收账款	2.97	24.94%	质押
合计	200.14	21.20%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2022—2024 年末，受益于股东注资、发行永续债及利润积累，公司所有者权益逐年增长；少数股东权益占比高，且部分设置了到期赎回条款。总体看，公司所有者权益稳定性一般。

2022—2024 年末，受益于股东注资、发行永续债及利润积累，公司所有者权益年均复合增长 2.87%。其中，实收资本和未分配利润分别年均复合增长 8.79%和 17.21%。截至 2024 年底，受益于股东增资，公司实收资本较上年底增加 5.50 亿元；资本公积较上年底减少 6.74 亿元，主要系参股公司股权整合所致；公司所有者权益较上年底增长 3.46%，其中归属于母公司所有者权益占比为 57.59%，少数股东权益占比为 42.41%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具、盈余公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 25.40%、1.13%、4.71%、1.66%和 24.86%，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 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较 2024 年底变动不大。

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	2022 年底	2023 年底	2024 年底	2025 年 3 月底	融资成本	融资期限（年）	起止时间
悦达新实业	陕金资	10.00	10.00	10.00	10.00	6.5%	5	2020/03/30 - 2025/03/30
	工银投资	10.00	10.00	2.50	2.50	6.4%	5+2	2018/09/05 - 2025/09/03
	交银投资	0.00	10.00	10.00	10.00	5.8%	3	2023/12/29 - 2026/12/29
悦达南方	建信投资	6.00	--	--	--	--	--	--
悦达资本	兴业银行	25.00	25.00	12.50	10.00	6.5%	5	2021/01/22 - 2026/01/22
合计	--	51.00	55.00	35.00	32.50	--	--	--

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

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）负债

2022—2024 年末，公司有息债务规模逐年增长，考虑到部分少数股东权益存在或有赎回义务，实际债务负担重，债务期限结构有待进一步优化。

2022—2024 年末，公司负债规模逐年增长。截至 2024 年底，公司负债规模较上年底增长 16.80%，主要系有息债务和合同负债增加所致。

2022—2024 年末，公司全部债务年均复合增长 16.58%。截至 2024 年底，公司全部债务较上年底增长 20.10%，占同期末负债总额的 87.56%，其中银行借款约占 60%、发行债券约占 27%；2024 年综合融资成本¹约为 4.24%（2023 年为 5.01%）。债务期限结构方面，截至 2024 年底，短期债务占 61.29%，较上年底小幅上升；2025 年 6 至 12 月内到期或回售偿付的信用类债券为 48.00 亿元。其中，短期借款主要由保证借款（占 53.87%）、质押借款（占 12.18%）和信用借款（占 14.55%）构成；长期借款主要由保证

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。

借款（占 48.95%）、质押并保证借款（占 14.28%）、抵押借款（占 8.27%）和质押借款（占 14.98%）构成。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务较 2024 年底下降 0.22%，短期债务占比较 2024 年底有所下降。

从债务指标来看，截至 2025 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 66.55%、63.88% 和 43.58%。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年 3 月底，公司调整后全部债务增至 562.07 亿元。债务结构方面，调整后短期债务 310.98 亿元（占 55.33%）、调整后长期债务 251.09 亿元（占 44.67%）。从债务指标看，截至 2025 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 67.62%、65.04% 和 45.39%，较调整前分别上升 1.07 个百分点、1.16 个百分点和 1.81 个百分点。

3 盈利能力

2022—2024 年，随着商贸流通业务规模拓展，公司营业总收入逐年增长，但控股产业毛利润逐年下降，投资收益为公司利润总额的核心来源，由于期间费用支出规模下降幅度相对较小，费用对公司利润规模的侵蚀程度持续加重。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。

2022—2024 年，公司营业总收入年均复合增长 16.50%。2024 年，随着商贸流通业务规模的扩大，公司营业总收入同比增长 22.56%；受煤炭贸易及房地产板块业务盈利下降影响，控股产业毛利润逐年下降；以财务费用和管理费用为主的期间费用保持较大规模，对控股产业毛利润的侵蚀严重。公司合并口径利润总额主要来自投资收益，2024 年投资收益主要来自长期股权投资持有收益（25.15 亿元，同比增长且具备一定可持续性）。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。

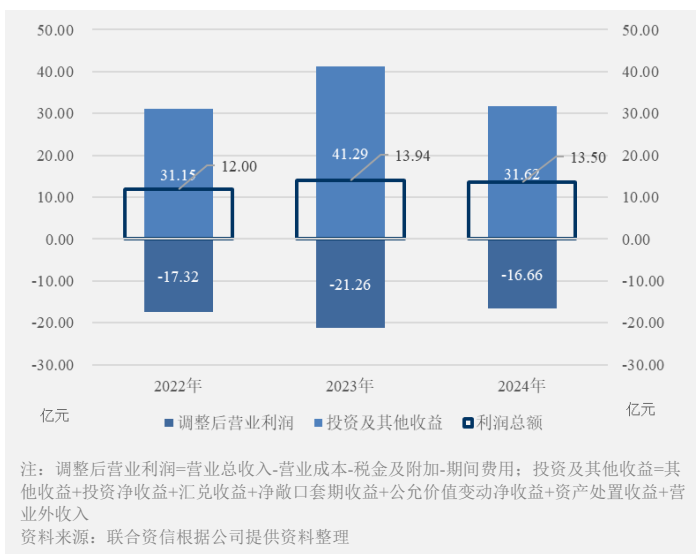
2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 38.36%，受益于管理费用同比下降，期间费用同比下降 3.96%；同期，公司实现投资收益 5.00 亿元，同比下降 36.84%；受益于毛利润同比增加，利润总额同比增长 3.68%。

图表 26 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	217.84	241.23	295.66
毛利润	26.49	18.76	17.02
期间费用	39.45	36.29	32.79
投资收益	26.27	40.97	28.35
公允价值变动净收益	3.52	-1.66	0.89
利润总额	12.00	13.94	13.50
营业利润率（%）	10.16	6.23	5.45
总资本收益率（%）	4.33	4.20	3.74
净资产收益率（%）	3.04	3.88	3.80

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 27 • 2022—2024 年公司利润构成及变化趋势



4 现金流

2022—2024 年，公司经营活动现金净流入规模波动下降；投资活动方面，由于 2024 年公司对润阳股份追加投资及租赁保理业务投放增加，投资活动现金缺口同比大幅增加；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。

2022—2024 年，公司现金收入比波动下降但仍保持较好水平，随着各板块业务规模的调整，经营活动现金净流入规模波动下降。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入同比增长 1.61%。

公司始终保持一定规模的对外投资，2022 年受购买悦达起亚盐城基地二工厂影响，投资活动净现金流转为净流出；2023 年往来款支出规模增加使得投资活动净现金流保持净流出。2024 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悦达华辉丰农场西 176MW 渔光互补发电项目和悦达华旭丰农场东 202MW 渔光互补发电项目投资支出；投资支付的现金受融资租赁及保理业务投放量增加及润阳股份追加投资影响大幅增长，公司投资活动现金净流出规模同比明显增加。

2022—2024 年，公司经营活动现金净流入规模下降，无法覆盖投资活动现金净流出，公司筹资节奏有所加快。公司主要依赖于银行借款、债券发行及债转股等方式来弥补资金缺口，需持续关注资本市场及融资监管政策变化。2024 年，公司通过外部债务融资等方式筹集的资金未能覆盖资金缺口，现金及现金等价物净增加额转负。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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	286.47	340.39	399.82	99.40
经营活动现金流出小计	278.57	335.49	394.20	97.04
经营活动现金流量净额	7.90	4.90	5.63	2.36
投资活动现金流入小计	62.02	61.40	68.52	14.87
投资活动现金流出小计	80.62	74.45	143.95	21.94
投资活动现金流量净额	-18.60	-13.05	-75.42	-7.08
筹资活动前现金流量净额	-10.70	-8.15	-69.80	-4.71
筹资活动现金流入小计	374.40	393.14	461.44	96.37
筹资活动现金流出小计	366.02	367.74	400.90	104.16
筹资活动现金流量净额	8.38	25.39	60.54	-7.79
现金收入比	117.26%	109.10%	112.43%	111.71%
现金及现金等价物净增加额	-2.30	17.16	-9.25	-12.50

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

5 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，存在一定短期偿债压力；长期偿债指标表现尚可。考虑到公司持续在资金和政策等方面获得有力的外部支持，实际偿债能力极强。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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	102.61%	126.96%	121.15%	128.36%
	速动比率	59.33%	79.91%	79.49%	82.35%
	经营现金流入量/流动负债（倍）	0.78	0.98	0.97	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.03	0.02	0.02	--
	现金短期债务比（倍）	0.24	0.46	0.37	0.35
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	40.14	41.33	40.97	--
	全部债务/EBITDA（倍）	10.14	11.15	13.51	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.02	0.01	0.01	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.80	1.90	1.91	--
	经营现金/利息支出（倍）	0.36	0.23	0.26	--

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 2024 年底，公司流动资产对流动负债的保障程度良好，现金类资产对短期债务的保障程度一般；2022—2024 年，参股标的贡献的投资收益相对稳定，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 3 月底，公司对外担保余额合计 89.69 亿元，担保比率为 28.73%，担保对象主要为盐城市属国有企业、参股公司及其子公司，其中对润阳股份子公司江苏润阳世纪光伏科技有限公司的担保规模大。2024 年，润阳股份出现经营亏损，需关注被担保企业经营状况及代偿风险。

图表 30 • 截至 2025 年 3 月底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日
横山县天云煤矿有限公司	4.70	2032/01/14
江苏悦达起亚汽车有限公司	7.20	2026/06/26
陕西达美轮毂有限公司	2.55	2028/05/06
陕西黄陵发电有限公司	5.81	2042/12/30
陕西中能煤田有限公司	2.97	2026/12/23
台玻悦达汽车玻璃有限公司	0.53	2025/09/19
江苏润阳世纪光伏科技有限公司	27.63	2027/03/31
常熟华坤房地产开发有限公司	1.76	2027/03/26
江苏国新新能源乘用车有限公司	1.79	2025/08/01
江苏奥新新能源汽车有限公司	1.00	2026/02/10
江苏银宝控股集团有限公司	7.00	2027/05/30
平凉五举煤业有限公司	3.56	2042/04/23
盐城东方建设投资股份有限公司	12.98	2029/01/05
盐城市国有资产投资集团有限公司	8.77	2025/12/23
盐城市清水绿岸净水集团有限公司	1.45	2029/01/05
合计	89.69	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大诉讼或仲裁情况。

截至 2025 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额 400.66 亿元，其中未使用授信额度 70.52 亿元，间接融资渠道有待拓宽；同时考虑到悦达投资和悦达国际控股为上市公司，公司具备直接融资渠道。

6 公司本部财务分析

公司本部承担了大部分融资职能，本部收益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。

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 2024 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 41.03 亿元，长期股权投资 180.26 亿元（子公司股权占 93.48%），其他应收款 170.74 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及润阳股份的拆借），存货 62.77 亿元（政府历史注入土地）。截至 2025 年 3 月底，公司本部直接持有上市公司市值合计约 40 亿元，其中约 27 亿元未质押。

图表 31 • 2024 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	55.06	1 年以内 31.97 亿元；1~2 年 13.67 亿元；2~3 年 9.41 亿元	32.04%
润阳股份	11.92	1 年以内	6.94%
华人运通	9.98	1 年以内 7.19 亿元；1~2 年 1.52 亿元；2~3 年 1.27 亿元	5.81%
悦达地产	8.69	1 年以内	5.06%
盐城市城市资产投资集团有限公司	3.00	1 年以内	1.75%
合计	88.65	--	51.60%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 32 • 2025 年 3 月末本部持有上市公司股权情况

（单位：亿元）

上市公司名称	期末市值	期末质押比例
悦达投资	13.16	47.06%
北方国际	4.25	31.82%
中汽股份	22.24	23.53%
合计	39.65	--

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。2024 年，公司本部实现营业总收入 52.92 亿元，同比增长 29.12%，毛利润为 2.38 亿元，财务费用为 12.99 亿元，投资收益为 15.21 亿元（主要来自成本法核算的长期股权投资收益 16.65 亿元），利润总额为 2.56 亿元。

截至 2024 年底，公司本部全部债务为 327.40 亿元（较上年底增加 42.34 亿元），占合并口径全部债务的 59.17%。其中，短期债务为 186.66 亿元，占全部债务的 57.01%，债务结构较上年底小幅优化；公司本部有 48.00 亿元公司信用类债券在 2025 年 6 月至 12 月内到期或回售偿付。同期末，公司本部全部债务资本化比率 69.21%，债务负担重。

偿债能力方面，短期来看，截至 2024 年底，公司本部现金类资产和直接持股市值合计 80.68 亿元，为当期本部短期债务的 0.43 倍；2024 年，公司本部经营活动现金净流入 0.63 亿元，取得投资收益收到的现金 0.72 亿元，吸收投资收到的现金 18.50 亿元，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 13.47 亿元；长期来看，截至 2024 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。

十、ESG 分析

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

环境方面，作为产业投资平台，公司面临的环境风险较小，下属上市公司悦达投资已建立环境保护相关机制，2024 年投入环保资金 117.26 万元。

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

公司治理结构和内控制度较为健全。

十一、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。2022—2024 年，盐城市地区生产总值和一般公共预算收入均逐年增长。2024 年，盐城市实现地区生产总值 7779.2 亿元，同比增长 5.5%；一般公共预算收入 496.2 亿元，同比增长 2.8%，财政收入质量尚可。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。

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，2022 年 2 月，盐城市政府以财政资金注资 17.00 亿元，支持公司继续投资汽车相关产业，公司实收资本增至 67.00 亿元。2023 年 11 月，根据盐国资〔2023〕76 号文，盐城市人民政府同意公司注册资本由 67.00 亿元增加至 75.00 亿元。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 2024 年底，公司实收资本为 79.30 亿元。政府补贴方面，2022—2024 年，公司分别获得政府补助 0.92 亿元、0.35 亿元和 0.98 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。

十二、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构影响较小。

本期债项发行规模不超过 5.00 亿元(含 5.00 亿元),发行规模上限分别占 2024 年底公司长期债务和全部债务的 2.33%和 0.90%,对公司现有债务结构影响较小。以 2024 年底财务数据为基础,本期债项按上限金额发行后,在其他因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 66.94%、63.93%和 40.70%上升至 67.11%、64.14%和 41.25%。若将永续债计入长期债务,其他因素保持不变的情况下,公司调整后资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.66%、65.83%和 44.02%,考虑到本期债项募集资金拟用于偿还有息债务,发行后公司实际债务负担或将低于预测值。

2 本期债项偿还能力

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

2024 年,公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可。考虑到公司持续在资金及政策方面获得有力的外部支持,间接融资渠道畅通,均可为本期债项偿还提供一定支撑。

图表 33 • 本期债项偿还能力测算

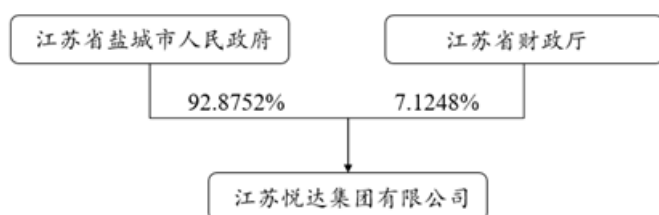
项目	2024 年
发行后长期债务*(亿元)	219.19
经营现金流入/发行后长期债务(倍)	1.82
经营现金/发行后长期债务(倍)	0.03
发行后长期债务/EBITDA(倍)	5.35

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

十三、评级结论

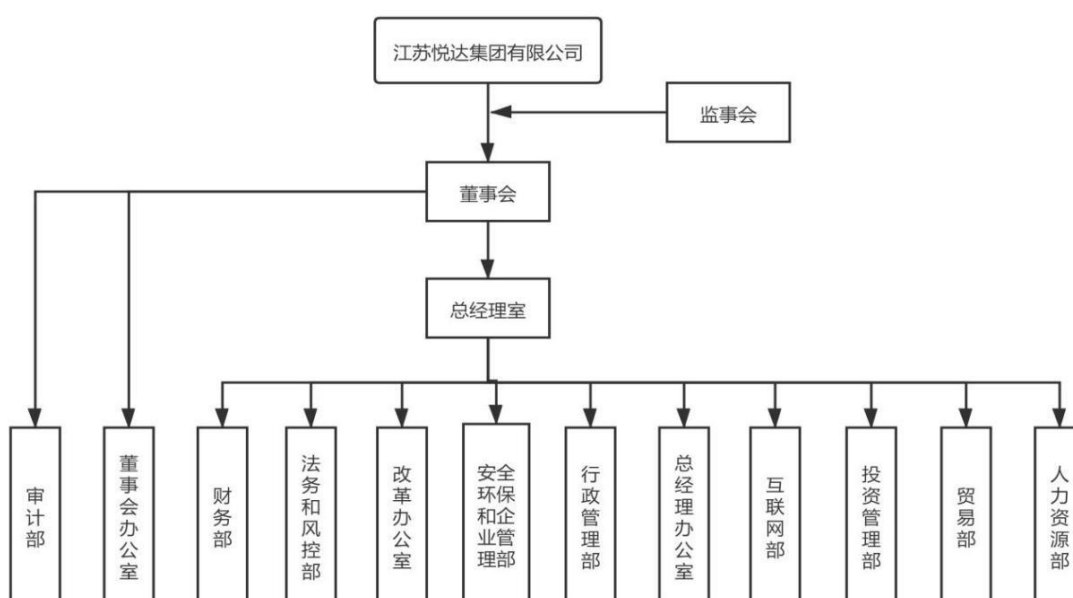
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA,本期债项信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 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 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	业务性质	持股比例		取得方式
		直接	间接	
江苏悦达投资股份有限公司	实业投资	34.00%	0.55%	投资设立
上海悦达新实业集团有限公司	投资、贸易	43.69%	20.74%	投资设立
江苏悦达南方控股有限公司	商业、房地产	100.00%	--	投资设立
悦达资本股份有限公司	资产管理	61.03%	--	投资设立
悦达集团（香港）有限公司	交通业、矿业	100.00%	--	投资设立
江苏悦达物流有限公司	仓储物流	100.00%	--	投资设立
江苏悦达集团财务有限公司	金融业	51.00%	49.00%	投资设立
江苏悦达大圣针织服装有限公司	工业制造	100.00%	--	投资设立
江苏悦达汽车集团有限公司	汽车产业投资	70.00%	--	投资设立
江苏悦达汽车配件有限公司	工业制造	36.00%	--	投资设立
江苏悦达汽车制造有限公司	汽车制造	100.00%	--	投资设立
江苏悦达集团南京投资发展有限公司	投资管理	100.00%	--	改制成立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	66.99	128.17	123.83	108.11
应收账款（亿元）	6.64	6.45	11.92	11.35
其他应收款（亿元）	107.64	105.66	127.95	121.25
存货（亿元）	158.75	163.33	170.87	171.25
长期股权投资（亿元）	166.44	161.08	174.66	178.83
固定资产（亿元）	47.78	46.35	56.02	60.70
在建工程（亿元）	13.18	5.87	7.70	3.28
资产总额（亿元）	793.73	842.74	944.09	933.00
实收资本（亿元）	67.00	73.80	79.30	79.30
少数股东权益（亿元）	153.51	142.99	132.39	132.85
所有者权益（亿元）	294.95	301.69	312.15	312.09
短期债务（亿元）	279.95	280.88	339.12	310.98
长期债务（亿元）	127.21	179.85	214.19	241.09
全部债务（亿元）	407.15	460.73	553.31	552.07
营业总收入（亿元）	217.84	241.23	295.66	86.44
营业成本（亿元）	191.35	222.47	278.63	79.42
其他收益（亿元）	0.33	0.33	0.87	0.13
利润总额（亿元）	12.00	13.94	13.50	4.81
EBITDA（亿元）	40.14	41.33	40.97	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	255.45	263.19	332.39	96.56
经营活动现金流入小计（亿元）	286.47	340.39	399.82	99.40
经营活动现金流量净额（亿元）	7.90	4.90	5.63	2.36
投资活动现金流量净额（亿元）	-18.60	-13.05	-75.42	-7.08
筹资活动现金流量净额（亿元）	8.38	25.39	60.54	-7.79
财务指标				
销售债权周转次数（次）	17.75	25.36	17.76	--
存货周转次数（次）	1.28	1.38	1.67	--
总资产周转次数（次）	0.29	0.29	0.33	--
现金收入比（%）	117.26	109.10	112.43	111.71
营业利润率（%）	10.16	6.23	5.45	7.81
总资本收益率（%）	4.33	4.20	3.74	--
净资产收益率（%）	3.04	3.88	3.80	--
长期债务资本化比率（%）	30.13	37.35	40.70	43.58
全部债务资本化比率（%）	57.99	60.43	63.93	63.88
资产负债率（%）	62.84	64.20	66.94	66.55
流动比率（%）	102.61	126.96	121.15	128.36
速动比率（%）	59.33	79.91	79.49	82.35
经营现金流动负债比（%）	2.15	1.41	1.37	--
现金短期债务比（倍）	0.24	0.46	0.37	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	1.80	1.90	1.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.14	11.15	13.51	--

注：1. 公司 2025 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.08	45.43	41.03	41.05
应收账款（亿元）	0.70	0.00	0.07	0.11
其他应收款（亿元）	88.24	127.86	170.74	166.44
存货（亿元）	62.78	62.78	62.77	62.77
长期股权投资（亿元）	164.11	160.45	180.26	179.13
固定资产（亿元）	14.52	12.59	11.01	11.14
在建工程（亿元）	0.13	0.08	0.12	0.18
资产总额（亿元）	389.32	444.06	500.48	498.08
实收资本（亿元）	67.00	73.80	79.30	79.30
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	108.12	126.50	145.63	138.14
短期债务（亿元）	160.84	164.70	186.66	171.70
长期债务（亿元）	79.25	120.36	140.74	162.05
全部债务（亿元）	240.09	285.06	327.40	333.75
营业总收入（亿元）	33.21	40.98	52.92	14.89
营业成本（亿元）	30.89	39.95	50.54	13.03
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	1.68	11.83	2.56	-2.80
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	39.33	46.81	59.55	16.64
经营活动现金流入小计（亿元）	51.45	59.47	60.64	16.64
经营活动现金流量净额（亿元）	1.27	0.33	0.63	0.18
投资活动现金流量净额（亿元）	-14.30	-32.68	-59.60	-0.58
筹资活动现金流量净额（亿元）	11.14	33.00	51.95	1.55
财务指标				
销售债权周转次数（次）	20.89	116.63	1446.36	--
存货周转次数（次）	0.49	0.64	0.81	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.10	0.11	--
现金收入比（%）	118.42	114.23	112.53	111.71
营业利润率（%）	6.53	2.15	4.23	12.11
总资本收益率（%）	4.54	6.44	3.55	--
净资产收益率（%）	1.36	9.35	1.89	--
长期债务资本化比率（%）	42.30	48.76	49.15	53.98
全部债务资本化比率（%）	68.95	69.26	69.21	70.73
资产负债率（%）	72.23	71.51	70.90	72.27
流动比率（%）	88.55	122.29	130.37	140.42
速动比率（%）	57.30	90.29	100.91	108.53
经营现金流动负债比（%）	0.63	0.17	0.30	--
现金短期债务比（倍）	0.12	0.28	0.22	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2025 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%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流入/流动负债	经营活动产生的现金流入量/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

跟踪评级安排

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

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

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

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

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