

江苏悦达集团有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：史 曼 mshi@ccxi.com.cn

项目组成员：柳 青 qliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 3 月 12 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，中诚信国际与评级对象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评级对象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。

■ 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据评级对象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、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、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。

■ 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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 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者据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用者购买、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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0050 号

江苏悦达集团有限公司：

受贵公司委托，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最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AA+**，评级展望为稳定，维持“19悦达CP001”和“20悦达CP001”的债项信用等级为**A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年三月十二日

评级观点：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“19 悦达 CP001”和“20 悦达 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。中诚信国际肯定了多元化产业布局、政府支持力度较大、拥有煤矿及高速公路等优质资产，为公司提供稳定投资收益以及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，中诚信国际关注到短期债务压力较大、抵质押资产较多，降低了公司资产流动性以及业务经营易受经济周期性波动以及国家宏观调控政策影响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）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	573.01	617.87	679.02	679.32
所有者权益合计（亿元）	162.70	168.06	205.80	230.03
总负债（亿元）	410.31	449.81	473.22	449.29
总债务（亿元）	324.49	356.16	392.17	385.63
营业总收入（亿元）	176.98	183.40	242.07	181.27
净利润（亿元）	2.93	1.56	7.00	6.12
EBIT（亿元）	24.24	16.47	29.14	--
EBITDA（亿元）	30.25	20.98	33.95	--
经营活动净现金流（亿元）	2.94	4.03	7.92	3.06
营业毛利率(%)	17.71	11.18	10.75	11.89
总资产收益率(%)	4.27	2.77	4.49	--
资产负债率(%)	71.61	72.80	69.69	66.14
总资本化比率(%)	66.61	67.94	65.58	62.64
总债务/EBITDA(X)	10.73	16.98	11.55	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.51	1.39	1.67	--
悦达集团（母公司）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	266.88	292.34	323.89	333.19
所有者权益合计（亿元）	79.43	82.44	94.53	98.36
总负债（亿元）	187.45	209.90	229.36	234.83
总债务（亿元）	175.34	188.47	221.22	207.42
营业总收入（亿元）	13.77	21.10	31.20	12.33
净利润（亿元）	-0.75	-2.95	2.99	5.19
EBIT（亿元）	4.86	4.21	16.19	--
EBITDA（亿元）	5.24	4.56	16.52	--
经营活动净现金流（亿元）	-6.96	0.88	0.44	0.48
营业毛利率(%)	0.54	0.67	1.37	10.12
总资产收益率(%)	1.80	1.51	5.26	--
资产负债率(%)	70.24	71.80	70.81	70.48
总资本化比率(%)	68.82	69.57	70.06	67.83
总债务/EBITDA(X)	33.45	41.37	13.39	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.91	0.63	1.25	--

注：中诚信国际根据 2016~2018 年审计报告及 2019 年三季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级通用评级方法和模型：通用(TY_2019_02)

江苏悦达集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)	13.88	7
	总资产收益率(%)	3.75	7
	总资本化比率(%)	65.58	7
财务政策与偿债能力(30%)	总债务/EBITDA(X)	13.06	5
	EBITDA 利息保障倍数(X)	1.62	6
	(CFO-股利)/总债务(%)	-4.71	5
规模与多元化 (30%)	营业总收入（亿元）	242.07	8
	业务多样性	10	10
运营实力 (20%)	资源禀赋	10	10
	资源控制力	8	8
打分结果			
BCA			
支持评级调整			
评级模型级别			
AA+			

打分卡定性评估与调整说明：
 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

正面

- **多元化产业布局。**公司已形成颇具规模的矿产资源开采、现代服务业、基础设施建设及运营、房地产、纺织、工业制造等业务，多元化的产业布局有利于分散经营和行业波动风险。
- **政府支持力度较大。**公司旗下产业涉及汽车制造、煤炭开采及贸易、商业批发零售、房地产、高速公路运营等，在盐城市地位重要，能够获得有力的政府支持，2018 年盐城市国资委以土地资产及货币资金对公司增资 30.67 亿元。
- **拥有煤矿及高速公路等优质资产，为公司提供稳定投资收益。**公司分别持有陕西黄陵二号煤矿和京沪高速公路 46% 和 21% 的股权，近年来经营稳定，盈利情况良好，为公司提供了稳定的投资收益。
- **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（内地上市，证券简称“悦达投资”，股票代码 600805.SH）和悦达国际控股有限公司（香港上市，证券简称“悦达国际控股”，股票代码 00629.HK），同时公司与各金融机构有良好的合作关系，获得了多家金融机构的支持，具有一定的备用流动性。

关注

- **短期债务压力较大。**截至 2019 年 9 月末，公司合并和母公司口径总债务分别为 385.63 亿元和 207.42 亿元，短期债务分别为 261.64 亿元和 151.67 亿元，合并和母公司口径均面临较大的短期债务偿还压力。
- **抵质押资产较多，降低了公司资产流动性。**截至 2019 年 9 月末，公司受限资产账面合计为 96.80 亿元，受限资产占总资产的比例为 14.25%，受限资产占总资产的比例较大。
- **业务经营易受经济周期性波动以及国家宏观调控政策影响。**公司旗下的煤炭、汽车、纺织、零售和房地产等多个业务板块均与宏观经济运行状况和经济周期息息相关，经济周期性波动以及国家宏观调控措施的变化会对公司的整体运营产生一定影响。目前，新型冠状病毒疫情对公司参股高速公路以及汽车等企业均产生较大负面影响，中诚信国际亦将对公司经营情况保持关注。

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。
- **可能触发评级下调因素。**债务规模持续上涨导致流动性压力显著增加；主营业务盈利能力减弱、获得参股公司投资收益下滑导致公司盈利水平大幅下降等。

同行业比较

部分投资控股企业主要指标对比表					
公司名称	2019年9月末 资产总额(亿元)	2019年9月末 资产负债率(%)	2019年9月末 总资本化比率(%)	2019年9月末 所有者权益(亿元)	2018年 营业总收入(亿元)
紫江集团	270.23	69.01	63.24	83.74	113.26
泉州国资	192.76	70.10	58.77	55.91	79.72
悦达集团	679.32	66.14	62.64	230.03	242.07

注：“紫江集团”为“上海紫江（集团）有限公司”简称；“泉州国资”为“泉州市国有资产投资经营有限责任公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

评级历史关键信息

江苏悦达集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	20悦达 CP001 (A-1)	2019/11/14	史曼、柳青	中诚信国际通用评级方法与模型 (TY_2019_02)	阅读全文
AA+/稳定	19悦达 CP001 (A-1)	2019/08/09	史曼、柳青	中诚信国际通用评级方法与模型 (TY_2019_02)	阅读全文
AA+/稳定	-	2011/10/28	李华迎、郭承来	-	阅读全文
AA/正面	-	2010/11/05	徐英博、郭承来	-	阅读全文
AA/稳定	-	2009/01/19	金陵志、郭承来、李华迎	-	阅读全文
AA/稳定	-	2007/04/28	宋广宇、张进	-	阅读全文
-	A-1	2005/08/25	胡泊、魏捷	-	阅读全文

本次跟踪债券列表

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额(亿元)	存续期
19悦达 CP001	A-1	A-1	7.50	2019/09/19~2020/09/19
20悦达 CP001	A-1	A-1	3.00	2020/01/13~2021/01/13

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每年或每半年进行定期与不定期跟踪评级，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

根据公司提供资料，“19悦达 CP001”及“20悦达 CP001”募集资金分别为 7.50 亿元及 3.00 亿元，募集资金用途均为偿还公司有息债务，截至 2020 年 2 月末，募集资金已全部使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经

济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济

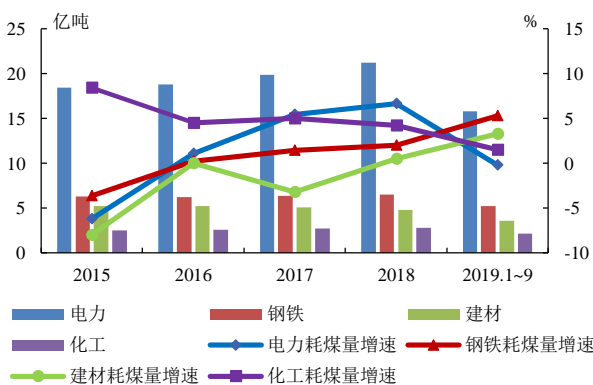
的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

近期关注

2019年以来，受电力行业煤炭消费增速大幅下降影响，我国煤炭消费增速明显回落；长期看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策都将持续压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在90%左右。2017~2018年，煤炭下游行业用煤需求不断增加，且随着去产能政策的有力执行，我国煤炭行业供需关系明显改善，行业景气度回升明显。2019年以来，主要受电力行业消费增速放缓影响，1~9月我国煤炭消费增速为0.7%，同比下降3.0个百分点。

图1：煤炭主要下游行业耗煤量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近几年该

行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在50%以上。近年来，为降低煤电机组占比，实现国家能源结构的有序调整，相关政策陆续出台。2019年1~9月，随着宏观经济增速的放缓，我国全社会用电量同比增长4.4%至5.34万亿千瓦时，增速同比下降4.5个百分点。受此影响，2019年1~9月我国发电量同比增长3.0%至5.30万亿千瓦时，增速同比下降4.4个百分点。其中，由于第二季度以来水电发电量大幅增加，2019年1~9月，我国火电发电量同比仅增长0.5%至3.80万亿千瓦时，增速同比下降6.4个百分点，使得我国电力行业煤炭消费量同比减少0.2%至15.8亿吨，呈负增长态势，消费增速同比下降7.6个百分点，下滑明显。长期来看，一方面，随着我国经济及产业结构的不断调整，以服务业为主的第三产业比重的逐步提升将对用电增速造成一定不利影响；另一方面，能源结构的持续改革及环保政策的趋严均会继续压制电力行业对煤炭的需求，电力行业耗煤量增速或将维持在较低水平。

钢铁行业方面，2018年我国钢铁行业煤炭消费量为6.50亿吨，占我国煤炭消费总量的16.5%，该行业煤炭消费增速同比上升0.6个百分点至2.0%。2019年1~9月，尽管制造业投资疲软，但由于基建投资回稳，加之房地产投资增速保持在较高水平，钢铁行业需求平稳释放，我国粗钢产量同比增加8.4%至7.48亿吨，增速同比上升2.3个百分点，带动该行业煤炭消费量同比增加5.3%至5.2亿吨，消费增速同比上升2.3个百分点。中诚信国际认为，未来基建投资的继续回升¹有望对钢材需求形成支撑，短期内钢铁产量仍将保持增长，使得焦煤需求保持在一定规模；长期来看，随着国家对环保政策要求的日益严格，倒逼钢铁企业环保升级或退出，未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求增长也将产生负面影响。

建材行业方面，我国建材行业煤炭需求以水泥

¹ 2019年9月，国务院常务会议明确规定我国专项债资金将不得用于土地储备和房地产相关领域，2020年我国专项债资金向基建领域的投资比例有望大幅上升。

用煤为主。2018年，全国累计水泥产量为21.77亿吨，同比增长3.0%，带动耗煤量有所回升。2019年1~9月，受地产投资增速回升等因素带动，我国水泥行业产能利用率有所回升，当期全国水泥产量的增加使得我国建材行业煤炭消费量为3.6亿吨，同比增加3.3%，消费增速同比上升3.7个百分点。短期内，尽管房地产投资增速或将回落，但未来基建投资有望增加，加之近几年供给端的收缩使得水泥价格逐步回升，行业景气度的回暖仍将对煤炭需求形成一定支撑。但长期来看，受宏观经济增速放缓的影响，水泥行业增速将维持较低水平，对煤炭需求较弱的态势不会改变。

化工行业方面，我国化工行业用煤以尿素用煤为主。近几年，受国家去产能及环保要求趋严等因素影响，我国尿素行业落后产能开始逐步退出竞争。2019年1~9月，由于尿素行业整体开工率有所回升，当期产量同比增长3.0%至4,122万吨，带动我国化工行业煤炭消费量同比增加1.5%至2.2亿吨，消费增速同比下降3.1个百分点。未来，受产业政策限制，到2020年我国化肥使用总量将控制在零增长，因此农业用肥需求增长空间很小，该行业用煤需求也将受到持续压制。

煤炭环保政策方面，近几年政府陆续发布若干限制燃煤使用量的政策，并显示出较强的治理空气质量的决心。中诚信国际认为，煤炭主要下游行业均为产能过剩、高能耗、高污染的行业，在政府治理空气质量的政策影响下，相关行业产能增长将进一步受到限制，煤炭消费量将承压。

表 1：煤炭行业主要环保政策

时间	政策名称	内容
2015.1	《关于促进煤炭安全绿色开发和清洁高效利用的意见》	到2020年，大型煤炭基地煤炭生产能力占全国总生产能力的95%左右；煤炭占一次能源消费比重控制在62%以内；燃煤锅炉平均运行效率在2013年基础上提高7个百分点，煤炭转化能效在2013年基础上提高2个百分点。
2015.3	《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划》	力争到2020年节约煤炭消耗1.6亿吨以上。
2015.5	《煤炭清洁高效利用行动计划》	全国新建燃煤发电机组平均供电煤耗低于300克标准煤/千瓦时；到2020年，原煤入选

		《(2015~2020)》率达到80%以上；现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于310克标准煤/千瓦时，电煤占煤炭消费比重提高到60%以上。
2016.7	《中华人民共和国环境影响评价法》	对部分地方频繁发生的环评未批先建等违法行为收严了处罚措施。
2017.1	《能源发展“十三五”规划的通知》	到2020年，能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在41亿吨以内。
2017.3	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	强调“2+26”城市实现煤炭消费总量负增长，2017年28城市重点实施煤改清洁能源。
2017.8	《京津冀及周边地区2017~2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	钢铁、焦化、建材、有色等多个行业在采暖季错峰生产，其中部分行业全面停产。
2018.3	李克强总理在第十三届全国人大一次会议上的政府工作报告	政府要“重拳整治大气污染”、“加强散煤管理并推进重点行业节能减排”和“优化能源结构”。
2018.6	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	到2020年全国煤炭占能源消费总量比重下降到58%以下；新建耗煤项目实行煤炭减量替代；提高电力用煤比例，2020年全国电力用煤占煤炭消费总量比重达到55%以上；高排放产业限制区域纳入长三角一市三省、汾渭平原等区域。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019年以来，受地产及基建投资需求上升带动，前三季度我国钢铁及建材行业煤炭需求继续增长；但宏观经济增速的放缓、产业结构的调整及清洁能源的快速发展使得我国电力行业用煤需求出现下滑，带动煤炭消费增速明显回落。长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费量增速承压。中诚信国际认为未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

目前我国煤炭行业去产能目标已接近完成，煤炭行业供给格局有所优化；2019年以来，在煤炭消费增速大幅下降以及进口持续增长等多重因素影响下，我国煤炭价格整体有所下行，但较为稳定的年度长协价格对煤价形成一定支撑

受益于近几年煤炭去产能政策的严格执行，2016~2018年我国分别淘汰落后产能2.9亿吨/年、2.5亿吨/年和1.5亿吨/年，三年累计退出产能6.9亿吨/年，去产能成效显著。根据发改委提出的8亿

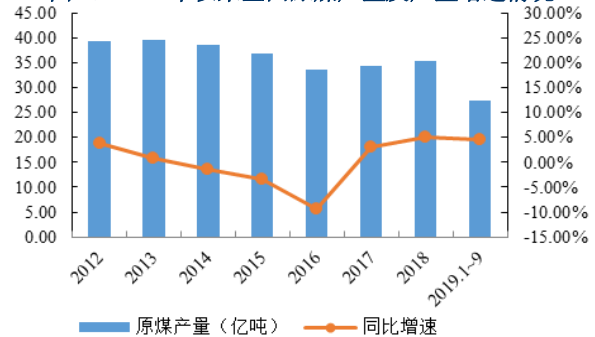
吨/年煤炭产能退出计划，2019~2020 年我国还将至少退出产能 1.1 亿吨/年。

从煤炭产业布局来看，随着东部老矿区资源枯竭，大部分衰老煤矿逐渐退出，加上西南地区资源赋存条件较差，煤矿生产安全压力大，全国煤炭生产越来越向山西、陕西及内蒙古西部（三西地区）等煤炭储量大、资源禀赋好、开采成本低、安全保障程度高的地区集中。根据国家能源局统计，截至 2018 年底我国已取得安全生产许可证等证照的生产煤矿产能为 35.3 亿吨/年，其中晋、陕、蒙三地区产能占我国总产能比重为 64.0%，2018 年上述三个省份（自治区）原煤产量占全国原煤产量的 68.9%，同比提高 1.7 个百分点；2019 年 1~9 月，晋陕蒙地区原煤产量占全国原煤产量比重进一步上升至 70.3%，近年来产量占比呈持续上升态势。新增产能方面，近几年我国煤炭去产能政策得到有效执行，行业产能过剩状况得到明显改善，为促进煤炭供需总体平衡和价格基本稳定，发改委等部门陆续下达政策，放开先进产能生产，我国去产能政策逐渐侧重于落后产能的退出及优质产能的释放。截至 2018 年底，我国在建煤矿产能同比增加 1.1% 至 10.3 亿吨/年，其中晋陕蒙地区在建煤炭产能达 7.7 亿吨/年，约占全国在建产能的 75%，且该地区在建矿井以现代化大型煤矿为主。未来随着该部分先进产能的不断释放以及南方地区 30 万吨以下矿井的逐步退出，我国煤炭生产将进一步向西北地区集中。

原煤产量方面，2018 年以来，为进一步促进优质产能释放，我国通过协调重点产煤地区和煤炭企业，在确保安全的前提下提高产能利用率，全年煤炭产能利用率同比上升 2.4 个百分点至 70.6%，全国原煤产量同比增长 2.93% 至 35.46 亿吨。2019 年前三季度，受“神木 1.12”等煤矿事故及安全生产整顿影响²，我国陕西地区煤炭产量有所下降，当期全国煤炭产能利用率小幅降至 70.2%，全国煤炭产

量同比增长 4.5% 至 27.36 亿吨，产量增速同比下降 0.6 个百分点。未来随着先进产能的继续释放，我国原煤产量增速有望保持上升态势。

图 2：2012 年以来全国原煤产量及产量增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

从煤炭价格走势情况来看，针对 2016 年下半年煤价的过快上涨，国家发改委等部门召开了稳定煤炭供应、抑制煤炭价格过快上涨预案启动工作会议，并陆续出台相关政策以稳定煤价。2016 年底，原神华集团³开始重拾年度长协价和现货价的价格双轨制，并按要求制定了较明确的长协价定价机制，即“基准价 535 元+浮动价”的定价模式。2018 年 12 月，中煤集团与浙能集团、粤电集团、江苏国信集团、利港电力、鄂州发电、深圳能源和绿地能源等 7 家发电企业签署五年中长期煤炭供需战略合作协议。中煤集团将在 2019 至 2023 年间，向上述 7 家重点用户供应煤炭 1.8 亿吨，其中下水煤长协价格以 535 元每吨为基准按月调整。目前看来，以制定长协价格、落实长协合同为主的平抑煤价政策使得动力煤价格趋于稳定。

煤炭进口方面，随着去产能政策的严格执行，我国煤炭行业整体处于紧平衡状态，进口煤逐渐成为调控国内煤炭市场、平抑煤价、保障煤炭供需平衡的重要砝码，对煤炭价格调节作用明显，也易受政策变化影响。2018 年，我国适时对部分一类港口采用延长通关时间、不受理外地用户、劝退货物到港及加大抽检力度等方式，逐步启动煤炭进口限制

² 2019 年 1 月 12 日，陕西省神木市百吉煤矿发生井下冒顶事故，事故造成 21 人遇难；2019 年 2 月 23 日内蒙古锡林郭勒盟西乌旗银漫矿业公司井下运送工人车辆发生事故，造成 22 人死亡。主要受上述重大事故影响，我国陕西及内蒙两地煤矿区域性停产整顿，其中陕西地区停产面积较大，整顿时间较长，对该地区煤炭产量影响较大。

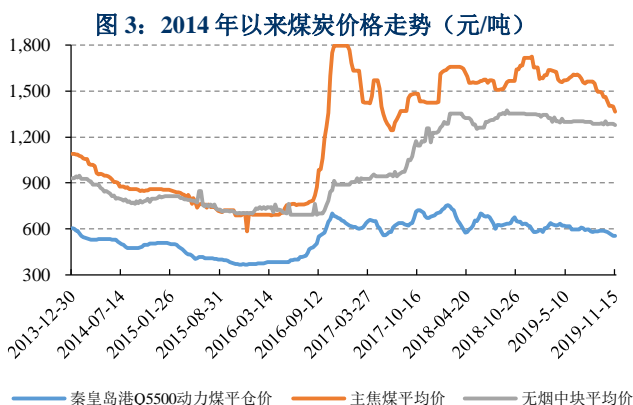
³ 2018 年，原神华集团有限责任公司（以下简称“原神华集团”）与原中国国电集团有限公司（以下简称“原国电集团”）完成联合重组，原神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”），并作为母公司吸收合并原国电集团。

政策，但由于国内煤炭价格高位运行，沿海地区电厂对进口煤维持一定需求，2018年我国煤炭进口量为2.81亿吨，同比增加3.9%。2019年1~9月，国际煤炭市场供应宽松，印度、欧盟及东南亚等地区需求持续低迷，国际煤价持续下降，加之年初受矿难等事件影响我国煤炭供应偏紧，3月以来国内外价差明显增加。受此影响，2019年1~9月我国煤炭进口量同比增加9.5%至2.51亿吨，煤炭进口量持续增加。

从不同产品具体价格来看，2019年初，受矿难事件影响，陕西等地区部分煤矿相继停产，原煤生产及运输受限，我国动力煤价格有所上升，秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价于2019年3月8日上涨至年内最高价640元/吨。但2019年4月以来，受电力行业煤炭需求持续下降、陕西地区煤矿全面复产及煤炭进口增加等因素影响，我国动力煤价格已逐步回落至黄色区间，截至2019年11月15日，秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价已降至552.5元/吨。

炼焦煤方面，2019年上半年，我国焦煤价格整体较为稳定，但7月以来，受钢铁价格大幅下降、钢企利润持续压缩等因素影响，我国焦煤价格有所下降，截至2019年11月15日，炼焦煤全国平均价为1,365.29元/吨，较年初下降17.40%。

无烟煤方面，2019年以来，由于化工等下游需求偏弱，我国无烟煤价格有所下滑，截至2019年11月15日，无烟煤中块均价为1,278.75元/吨，较年初下降5.23%。



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

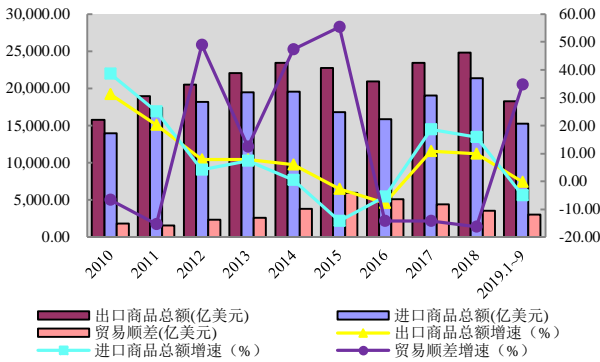
中诚信国际认为，近年来通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著。2019年以来，受我国宏观经济增速放缓、电力行业煤炭需求下降及煤炭进口增加等因素影响，我国煤炭价格整体有所下行。未来受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间受限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭整体供应将趋于宽松，煤炭价格将面临继续下行的压力。

国内经济总量保持增长、经济结构调整持续推进以及贸易政策对我国内外贸行业的后续增长及质量优化构成支撑；随着各国贸易保护主义倾向日益加深，贸易摩擦加剧，国际市场环境趋于复杂，2019年以来我国进出口表现疲软

我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。近年来，全球经济依旧处于深度调整中，总体复苏乏力，需求不振；国内经济面临下行压力，进出口总值下降，对外贸易发展进入新常态。2018年，在中美贸易摩擦的背景下，我国积极调整贸易结构，陆续出台了一系列减税降费、优化口岸营商环境的政策措施，进出口总额实现4.62万亿美元创历史新高。其中，出口2.48万亿美元，较上年同期增长9.9%；进口2.14万亿美元，较上年同期增长15.8%。2019年1~9月，随着中美贸易摩擦加剧及国内经济下行压力加大，我国进出口表现疲软，当期进出口总值3.35万亿美元，较上年同期下降2.4%；其中，出口1.83万亿美元，同比下降0.1%；进口1.53万亿美元，较上年同期下降5.0%。

对外贸易结构方面，2016年以来，受国际市场需求疲弱、汇兑变化等因素影响，贸易顺差开始持续收窄；2018年，贸易顺差为0.35万亿美元。2019年1~9月，受国内总需求回落及汽车进口量下滑等因素影响，贸易顺差较上年同期扩大34.8%至0.30万亿美元。

图 4：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

值得关注的是，2018年3月，美国总统特朗普宣布将对500亿美元中国商品加征关税，并将限制中国对美国科技产业投资，拉开与中国贸易战的序幕。2018年7月以来，美国政府先后宣布对从中国进口的价值340亿美元商品、2,000亿美元商品和160亿美元商品加征25%、10%和25%的关税，同时宣布自2019年1月1日起，将从中国进口的2,000亿美元商品的关税提升至25%；我国政府也采取反制措施，对从美国进口的价值340亿美元商品加征25%关税。2018年12月1日，中美两国领导人进行谈判，美国发布声明，2019年1月1日将不会提高对2,000亿美元中国商品征收的关税税率；但中美双方在未来90天内未达成协议，美国将提高关税至25%。2019年5月，美国政府宣布将重启对中国商品的关税制裁，中国已与美方就经贸问题进行进一步轮磋商。未来，中美贸易战的走向仍具有很大的不确定性，我国对外贸易业务规模和商品种类或将受到影响。

近年来，国内经济结构调整持续推进，国内经济稳中向好；政府也通过系列措施，推进我国外贸转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素均对我国外贸未来增长和质量优化形成了正面的支撑力量。但从当前全球贸易环境来看，尽管大宗商品价格有所复苏，但整体市场处于较为低迷的状态，同时各国贸易保护主义倾向日益加深，国际贸易摩擦加剧、国际市场环境趋于复杂。同时近年来，人民币汇率双边波动加大，劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长

空间受到一定影响。

从国内贸易情况来看，近年来我国经济规模保持了不断扩大的良好态势，内贸增速有所放缓。同时，我国劳动力、资金和环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。国内贸易政策方面，2016年11月，商务部等10部门联合印发的《国内贸易流通“十三五”发展规划》提出了“十三五”时期内贸流通发展目标：到2020年，新一代信息技术广泛应用，内贸流通转型升级取得实质进展，全渠道经营成为主流，现代化、法治化、国际化的大流通、大市场体系基本形成。同时，将着力推进实体商业创新转型、提升流通供给水平、推动消费结构升级、提高流通信息化水平、加强流通标准化建设、促进流通集约化发展、统筹区域城乡协调发展、加强对外开放合作、营造法治化营商环境。此内贸规划有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

中诚信国际认为，国内经济总量保持增长、经济结构调整持续推进以及贸易政策对我国内外贸行业的后续增长及质量优化构成支撑。但值得注意的是，尽管大宗商品价格有所复苏，但整体市场较为低迷。随着各国贸易保护主义倾向日益加深，贸易摩擦加剧，国际市场环境趋于复杂。同时，人民币汇率双边波动加大以及劳动力和资金等要素成本上升等因素也对我国贸易企业带来了一定的挑战。

煤炭贸易业务规模持续扩大，参股煤矿为公司带来稳定投资收益；有色金属业务有所收缩，将不作为未来主要发展方向

公司本部及上海悦达新实业有限公司（以下简称“悦达新实业”）等多家子公司均参与煤炭贸易业务经营。近年来随着下游客户的拓展，公司煤炭销售量逐年增长，煤炭贸易业务收入及净利润水平持续提升。

表 2：近年来公司煤炭贸易经营情况

企业简称	销售量（万吨）			主营业务收入（亿元）			净利润（亿元）		
	2017	2018	2019.1-9	2017	2018	2019.1-9	2017	2018	2019.1-9
公司本部	307.60	441.97	274.77	17.88	30.75	11.26	0.04	0.31	0.17
悦达新实业	44.73	59.98	83.44	2.40	3.86	5.27	0.05	0.01	0.02
悦达南方	425.58	574.00	357.94	17.47	27.74	20.33	0.11	0.46	0.3
悦达资本	-	89.80	67.39	-	3.71	4.55	-	0.09	0.03
合计	777.91	1,165.75	783.54	37.76	66.07	41.41	0.20	0.87	0.52

注：由于四舍五入原因，合计数和加总数存在不一致情况。

资料来源：公司提供

公司煤炭开采业务以参股经营为主，截至 2019 年 9 月末，以参、控股的形式投资的八家煤炭开采企业拥有探明资源储量合计达 44.77 亿吨。随着参、控股煤矿开采量及销售量的增加以及煤炭销售价格的上涨，煤炭开采业务盈利能力持续提升。其中，公司参股煤矿陕西黄陵二号煤矿有限公司（以下简称“黄陵二号”）煤矿开采量占总开采量的比重很大。近年来黄陵二号煤炭开采及销售规模保持稳定，受益于高品位煤销量增加，2018 年以来煤炭销

售价格呈上升态势，黄陵二号保持了良好的盈利能力，为公司贡献了稳定的投资收益。

中诚信国际关注到，子公司悦达南方与酒泉钢铁（集团）有限责任公司共同出资设立平凉天元煤电化有限公司，其投资建设的平凉煤电化循环经济项目一期煤炭开采业务已于 2019 年底顺利投产，有望带动煤炭开采业务规模及盈利水平进一步提升。

表 3：近年来公司煤矿开采业务经营情况

控股煤矿名称	截至 2019 年		2018		2019.1-9		
	9 月末持股比例（%）	销量（万吨）	收入（亿元）	净利润（亿元）	销量（万吨）	收入（亿元）	净利润（亿元）
巴音孟克煤矿	80.00	84.70	1.15	0.28	129.67	1.67	0.25
黄陵二号	46.00	880.00	44.67	19.25	774.80	38.25	17.58
横山天云煤矿	41.00	77.19	2.69	0.90	16.28	0.57	0.08
榆林华通煤矿	30.17	--	--	--	--	--	--
中能煤田-袁大滩	40.00	33.00	2.47	0.00	0.00	1.99	0.00
西蒙煤矿	26.55	274.00	5.56	1.02	168.00	3.50	0.79
军山煤矿	30.17	0.00	0.00	-0.43	0.00	0.00	0.00
平凉天元煤矿	40.00	0.00	0.00	-0.13	0.00	0.00	-0.05
合计	--	1,348.89	56.54	20.89	1,088.75	45.98	18.65

注：1、2018 年，由于公司对军山煤矿持股比例降至 30.17%，其不再纳入公司合并报表范围，转为参股企业。截至 2019 年 9 月末，军山煤矿尚未实现生产；2、榆林华通煤矿尚未进行生产，且目前正处于与横山天云煤矿的整合阶段。

资料来源：公司提供

近年来，公司对经营亏损矿山进行处置，有色金属业务有所收缩，截至 2019 年 9 月末，拥有保山飞龙和铜陵矿业两座矿山，开采金属包括铅、锌以及黄金等品类。受相关环境保护及运输等多项政策实施影响，近年来开采量持续下滑，加之锌、铅

精矿价格下降以及新矿井产能有待释放等原因，有色金属业务小幅亏损。根据规划，有色金属板块将不作为公司未来主要发展方向。

2019 年以来参控股高速公路经营情况稳定，新冠肺炎期间免收高速公路通行费对下属公司经营情况

影响值得关注

截至 2019 年 9 月末，悦达集团共参控股 7 条高等级公路，总里程近 650 公里，多为国家规划的主干道，区位优势显著。近年来，汾平高速、西铜高速等控股高速公路经营情况稳定，收入规模逐年增长，2018 年及 2019 年前三季度分别实现营业收入 8.55 亿元和 6.23 亿元。公司参股的京沪高速经营情况良好，车流量较大，近年来为贡献投资收益保持在 2.50 亿元左右，为公司稳定的利润来源。

表 4：近年来公司参控股高速公路收入利润情况（亿元）

公路简称	营业收入（亿元）			净利润（亿元）		
	2017	2018	2019.1-9	2017	2018	2019.1-9
京沪高速	31.75	33.87	22.17	12.00	13.97	6.96
西铜高速	2.71	2.81	2.10	0.73	0.84	0.86
汾平高速	2.39	3.08	2.01	1.00	1.08	0.67
徐州三环路	1.50	1.61	1.28	0.09	0.13	0.09
京大高速	0.92	1.06	0.84	0.00	0.11	0.33
合计	39.27	42.42	28.40	13.82	16.13	8.91

注：由于四舍五入原因，合计数和加总数可能存在不一致情况。

资料来源：公司提供

中诚信国际关注到，根据交通运输部消息，2020 年 2 月 17 日至新冠肺炎疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费，对高速公路运营企业短期经营造成较大负面冲击，该办法具体持续时间以及相关配套保障政策情况值得关注。

拖拉机及纺织等工业制造板块业务经营情况向好；受行业景气度下滑以及市场竞争加剧影响，参股汽车企业东风悦达起亚仍出现经营亏损

公司工业制造板块主要包含拖拉机、环保专用车制造和纺织及制品制造，目前已形成年产 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。受益于大马力的重型智能拖拉机产品销售量增加以及“悦达家纺”品牌建设持续加强，2019 年以来，公司工业制造板块经营情况整体向好。为应对新冠肺炎疫情，公司利用现有纺织品车间改造出 7 条口罩生产线，在保障集团复产复工材料供应

的同时，亦对公司收入形成一定补充。

公司在汽车领域的投资主要为参股模式，子公司悦达投资、韩国起亚与东风汽车公司合资成立东风悦达起亚有限公司（简称“东风悦达起亚”），悦达投资对东风悦达起亚持股比例为 25%。东风悦达起亚为国内主要的乘用车生产厂家之一，涵盖轿车、SUV 以及新能源等各类车型，其中智跑、KX5 作为东风悦达起亚较为成功的车型，具有一定市场地位。东风悦达起亚盐城总部拥有三个工厂，总产能规模为年产乘用车 89 万辆，“萨德”事件以来，韩系品牌在国内市场遇冷，近年来车辆产销量整体有所下滑。2019 年，东风悦达起亚将盐城基地一工厂对华人运通（江苏）有限公司进行长期租赁，产能闲置问题得到一定缓解，但受国内汽车行业景气度整体有所下降、中低端市场竞争愈加激烈影响，前三季度东风悦达起亚仍处于亏损状态。中诚信国际关注到，新冠肺炎疫情对全国汽车行业产生较大影响，根据中汽协数据显示，2020 年 1 月全国汽车产销量分别同比下滑 24.6% 和 18.0%，预计 2 月汽车产销降幅将比 1 月更为显著，东风悦达企业后续经营情况有待关注。

随着贸易规模扩大，商业批发零售业务成为公司收入主要构成

公司商业批发零售业务的经营主体主要为子公司悦达新实业和悦达南方。公司主要通过代理分销方式开展通讯电子类产品贸易，为苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁易购”）通讯部门核心分销商之一。2018 年以来，公司不断扩大通讯产品业务规模，建立了与中国邮电器材、普天太力通讯科技以及电信天翼终端公司等企业的合作关系，并与苹果、小米、华为等畅销产品的一级代理商及众多区域总代理的保持密切合作，商业批发零售业务收入呈逐年增长态势，成为公司收入主要构成。

作为 Carrefour China Holdings N.V.（以下简称“家乐福中国”）在中国区域的合作伙伴之一，公司通过子公司悦达南方持有家乐福在江苏、安徽等区

域项目公司的部分股权。2019年9月27日，苏宁易购发布公告称已收购完成家乐福中国80%股权，并逐步完成零售业务整合。中诚信国际关注到，根据苏宁易购披露信息，经过业务整合后家乐福中国在2019年第四季度实现扭亏，经营情况得到改善。同时，公司已与苏宁易购在商贸业务方面建立了稳定的合作关系，随着苏宁易购成为家乐福中国的控股股东，公司与其合作范围有望进一步拓宽。

房地产开发、金融等多元化业务对公司收入形成一定补充

公司房地产业务的经营模式为自主开发，项目分布在盐城、淮安和南通等江苏省内地区以及上海和西安等地。受益于盐城地区房价提升，2018年以来公司房地产开发业务盈利水平有所上升。

截至2019年9月末，公司在建房地产项目以商业和住宅为主，预计总投资额167.92亿元，已投资134.77亿元，资金来源均为自筹，在当前房地产市场调控政策环境下，面临一定的资本支出压力。目前公司土地储备主要在盐城。整体来看，公司房地产开发业务规模不大，可对公司收入形成一定补充。

表5：截至2019年9月末公司主要房地产项目情况（亿元）

项目名称	项目性质	资金来源	总投资额	已投资	建设时间	预计净收益
悦珑湾	住宅	自筹	30.00	22.30	2012.08~2020.12	6.00
西安 OUTLETS	商业	自筹	26.47	22.21	2012.10~2019.06	3.00
常熟华坤	住宅	自筹	40.00	24.85	2011.05~2020.12	8.00
悦达·南郊华都项目	商住	自筹	27.70	27.57	2013.07~2017.12	1.00
悦达十里香溪项目	住宅	自筹	13.00	11.00	2014.08~2019.06	2.00
天山水岸花园项目	住宅	自筹	7.13	5.67	2013.06~2019.12	0.20
南通悦中悦海名邸	商住	自筹	9.07	8.92	2014.09~2017.06	-0.70
悦达翔宇国际广场项目	商业	自筹	8.17	6.11	2013.09~2019.12	0.00
天惠公司-汇文苑项目	住宅	自筹	6.38	6.14	2017.02~2018.09	0.80
合计	--	--	167.92	134.77	--	20.30

资料来源：公司提供

公司通过子公司悦达资本股份有限公司（以下简称“悦达资本”）先后开展了融资租赁、商业保理、汽车金融、信用担保、创业投资、基金投资与管理、财富管理等多项业务。其中，融资租赁业务为公司金融板块营业收入主要来源。目前，悦达资本融资租赁业务区域集中于长三角地区，为降低业务风险，融资租赁主要服务于政府平台企业和国有制造业企业等。截至2019年9月末，融资租赁规模为43.67亿元。此外，悦达资本还参与和主导多家股权投资基金，截至2019年9月末，共投资11家股权投资基金，基金总规模31.76亿元，资金已到位规模30.56亿元，基金已完成投资26.55亿元。

根据规划，为控制公司整体负债水平，降低运

营风险，公司后续将对融资租赁、商业保理等金融业务逐步进行收缩。

财务分析

经营性业务利润持续亏损，黄陵二号煤矿以及京沪高速等主要参股公司产生的投资收益为公司利润主要构成

公司营业收入主要来自于以商业贸易零售为主的现代服务业板块，同时，矿产资源业务、工业制造业务和基础设施投资业务也对公司收入起到补充作用。2018年，公司营业总收入同比增长31.99%，主要系煤炭贸易规模扩大带动矿产资源业务收入大幅增长所致。

从毛利率情况来看，受毛利水平较低的商业贸易零售以及煤炭贸易等业务收入占比提升影响，公

司毛利率保持在较低水平，2018年以来营业毛利率整体保持稳定。

表 6：近年来公司营业收入及毛利率情况（亿元、%）

业务板块	2016		2017		2018		2019.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
现代服务业（商业贸易零售、物流、资产管理、房地产开发、其他业务等）	121.44	22.20	122.01	12.10	149.08	12.18	119.70	12.75
矿产资源业务（煤炭贸易、煤矿、有色金属矿）	35.06	3.03	39.76	2.61	67.74	3.07	43.30	3.06
工业制造业（拖拉机、专用车、汽车、纺织等）	13.48	6.97	14.11	9.37	16.70	9.14	12.04	8.93
基础设施投资（高速公路等）	7.00	41.47	7.52	44.86	8.55	49.72	6.23	62.52
合计/综合	176.98	17.71	183.40	11.18	242.07	10.75	181.27	11.89

注：由于四舍五入原因，合计数和加总数可能存在不一致情况。

资料来源：公司财务报告

由于 2017 年以来家乐福超市业务不再纳入合并报表范围，销售费用的大幅减少使得公司三费合计以及期间费用率均有所下降。随着债务规模扩大，财务费用整体有所上升。管理费用主要由职工薪酬构成，近年来小幅波动。整体来看，公司费用控制能力仍有待提升。

公司合并范围内主营业务盈利能力不强，加之较高的期间费用对利润形成一定侵蚀，导致经营性业务利润呈持续亏损状态。同时，资产减值损失亦对公司利润形成一定拖累。2017 年，公司无形资产减值损失为 1.92 亿元，使得当年资产减值损失金额大幅增加，主要系子公司悦达矿业旗下的安徽铜陵矿山由于相关政府机构实施有关环境保护及运输的多项临时政策，在一定程度上对该金属矿山的生产计量和出货产生了不利影响，从而对该矿山采矿权计提了减值准备。2018 年以来公司资产减值损失有所减小，主要为坏账损失。从参股公司获得的投资收益为公司利润主要构成，受益于黄陵二号煤矿和京沪高速公路业绩提升，2018 年以来投资收益保持增长。但中诚信国际也关注到，新冠肺炎疫情对东风悦达起亚以及参股高速公路企业的短期经营均产生一定冲击，其业绩变化对公司投资收益稳定性影响值得关注。

随着家乐福超市业务出表，2017 年 EBIT 和 EBITDA 同比减少，EBITDA 利润率及总资产收益

率亦随着下降。2018 年，在投资收益增长的带动下，EBITDA 利润率及总资产收益率实现回升。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~9
三费合计	40.04	26.44	35.25	25.75
期间费用率	22.62%	14.42%	14.56%	14.20%
经营性业务利润	-10.22	-7.02	-10.43	-4.87
资产减值损失	-3.55	-5.68	-0.78	-1.82
公允价值变动收益	-0.50	-0.62	0.02	-
投资收益	16.17	14.04	18.00	15.54
营业外损益	4.65	2.02	2.29	0.37
利润总额	6.55	2.78	10.45	9.15
EBITDA 利润率	17.09%	11.44%	14.03%	--
总资产收益率	4.27%	2.77%	4.49%	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总资产规模不断增长，受债务规模整体扩大影响，资产负债率及总资本化率维持在较高水平

经营规模逐年扩大带动资产总额不断增长，随着房地产开发业务开展，存货规模有所增加，流动资产逐年提升。公司货币资金主要为银行存款以及银行票据保证金，随着集团财务公司成立，成员单位原有的理财资金交由财务公司统一管理，导致保证金等受限货币资金占比较高。此外，公司其他应收款保持较大规模，主要为公司与关联方的往来资金。

非流动资产方面，可供出售金融资产以及长期股权投资规模较大，主要为公司参股的基金及股权

投资，随着投资规模扩大以及投资收益累计整体呈增长态势。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	61.87	58.26	62.23	63.74
其他应收款	51.29	40.97	54.96	65.55
存货	99.19	122.50	140.62	126.77
长期股权投资	119.60	127.24	135.36	140.83
可供出售金融资产	34.56	34.12	49.31	64.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着业务规模扩大，资金需求不断增加，近年来公司负债总额亦呈扩张态势，其中流动负债占负债总额比重超过 70%。公司非流动负债主要由长期借款及应付债券等有息债务构成。2019 年 9 月末，信托及资产证券化借款到期带动长期应付款规模减少，公司负债规模较年初有所下降。

随着盐城市国资委对公司注入土地资产以及永续中票发行，权益规模持续增长，但少数股东权益在所有者权益中占比约为 40%，对公司权益结构稳定性产生一定影响。

表 9：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2016	2017	2018	2019.9
短期借款	99.71	124.38	118.53	119.65
应付票据	47.38	46.10	60.22	67.77
长期借款	55.55	49.36	38.15	36.08
应付债券	74.35	55.03	45.30	66.40
资产负债率	71.61	72.80	69.69	66.14
总资本化比率	66.61	67.94	65.58	62.64

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受债务规模增长影响，公司财务杠杆处于较高水平，2018 年以来资产负债率及总资本化比率维持在 65% 左右，如将公司发行的 20 亿元永续债券计入债务，2019 年 9 月末总资本化比率将增加 3.25 个百分点。同时，以短期为主的债务结构也使得公司面临一定的短期债务偿还压力。从母公司层面看，对子公司投资以及往来款在资产中占比较高，负债率亦保持在较高水平。中诚信国际将对公司未来资本结构调整和债务压力情况保持关注。

经营活动净现金流保持流入态势，金融资产投资使得投资活动净现金流有所波动；有息债务规模较大，

整体偿债能力尚有待增强

公司经营活动净现金流受与关联公司往来款影响较大，经营获现能力较为稳定。投资活动主要为金融资产投资，购建固定资产、无形资产以及其他长期资产支付的现金规模较小，近年来有所波动。

随着经营规模的扩大以及投资项目推进，公司对流动资金的需求较大，近年来总债务保持在较高水平。受益于投资收益提升，2018 年总债务/EBITDA 有所下降，EBITDA 对利息支出的覆盖能力亦有所提升。2018 年以来经营获现情况提升使得经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均有所增强；但扣除利息支出、股利及必要资本支出后对总债务的覆盖能力尚有待加强。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2016	2017	2018	2019.1-9
经营活动净现金流	2.94	4.03	7.92	3.06
投资活动净现金流	21.36	-27.36	-11.17	12.30
筹资活动净现金流	-10.47	11.81	-2.65	-15.98
经营净现金流/总债务	0.01	0.01	0.02	0.01*
经营活动净现金流/利息支出	0.15	0.27	0.39	--
总债务/EBITDA	10.73	16.98	11.55	--
EBITDA 利息倍数	1.51	1.39	1.67	-
(CFO-股利)/总债务	-0.04	-0.05	-0.04	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

畅通的融资渠道能够对整体偿债能力提供支持，受限资产比例较高，一定程度上降低了资产流动性

截至 2019 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 263.86 亿元，其中未使用额度为 50.76 亿元，具备一定的备用流动性。

截至 2019 年 9 月末，公司受限资产合计为 96.80 亿元，受限资产占总资产的比例为 14.25%，受限资产占总资产的比例较大。此外，截至 2019 年 12 月 9 日，公司对于下属上市公司悦达投资的股份质押数量占其对悦达投资持股数量的 50.14%，亦在一定程度上降低了公司的资产流动性。

对外担保方面，截至 2019 年 9 月末，公司合并口径对外担保金额为 8.11 亿元，担保对象全部为

公司参股公司，占当期末公司净资产规模的 3.53%。

过往债务履约情况：根据公司提供的 2019 年 12 月 25 日《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。

外部支持

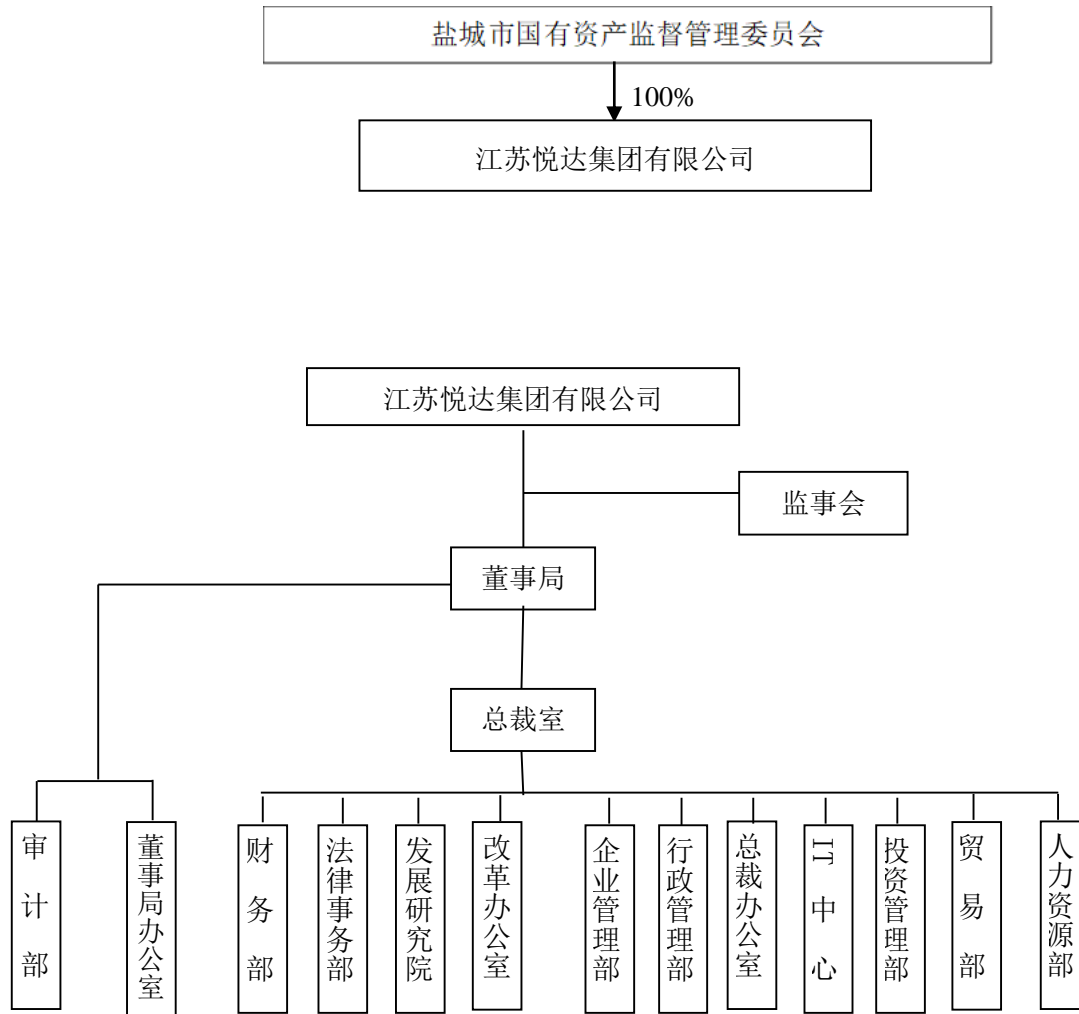
公司作为盐城市国资委下属主要的产业投资平台，为当地经济和相关产业发展做出了一定贡献，并在资金等方面得到了政府大力支持

盐城市是江苏省北部重要的地级市之一，2019 年实现生产总值（GDP）5,702.26 亿元，按可比价格计算同比增长 3.92%，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。围绕参股公司东风悦达起亚，盐城市已形成汽车产业链整体布局，对当地财政贡献程度很高。2018 年，根据《盐城市国资委关于注入土地资产的通知》（盐国资[2018]131 号），盐城市国资委向公司注入土地资产以及货币资金合计 30.67 亿元，公司在资金方面获得了政府的大力支持。

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“19 悦达 CP001”和“20 悦达 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。

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 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：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）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	618,744.20	582,649.36	622,341.70	637,415.36
应收账款净额	86,769.40	138,341.97	214,635.22	191,445.22
其他应收款	512,875.70	409,697.86	549,556.18	655,454.99
存货净额	991,921.09	1,225,019.67	1,406,156.53	1,267,659.80
长期投资	1,541,582.65	1,613,539.25	1,846,710.08	2,050,998.23
固定资产	295,805.03	255,288.80	243,355.23	228,142.17
在建工程	8,321.57	11,424.34	12,796.59	13,905.24
无形资产	714,635.52	608,105.53	454,513.45	432,756.86
总资产	5,730,095.28	6,178,741.79	6,790,171.79	6,793,186.80
其他应付款	391,872.89	496,447.28	322,191.06	233,512.72
短期债务	1,945,973.02	2,484,601.43	2,740,563.69	2,616,413.99
长期债务	1,298,960.85	1,076,990.40	1,181,112.89	1,239,871.00
总债务	3,244,933.87	3,561,591.83	3,921,676.57	3,856,284.99
净债务	2,626,189.67	2,978,942.47	3,299,334.88	3,218,869.63
总负债	4,103,144.36	4,498,149.94	4,732,192.07	4,492,903.73
财务性利息支出	176,908.85	136,881.38	186,811.35	--
资本化利息支出	22,799.45	13,541.53	16,501.50	--
所有者权益合计	1,626,950.92	1,680,591.85	2,057,979.72	2,300,283.07
营业总收入	1,769,757.01	1,833,995.85	2,420,738.93	1,812,691.86
三费前利润	298,179.74	190,198.21	246,183.58	206,216.51
投资收益	161,692.98	140,384.60	180,010.12	155,360.09
净利润	29,340.11	15,635.11	70,013.60	61,198.79
EBIT	242,439.22	164,669.06	291,358.40	--
EBITDA	302,537.62	209,812.40	339,515.04	--
经营活动产生现金净流量	29,399.33	40,286.81	79,183.81	30,552.00
投资活动产生现金净流量	213,589.96	-273,638.48	-111,670.39	123,007.67
筹资活动产生现金净流量	-104,720.98	118,107.95	-26,464.36	-159,798.81
现金及现金等价物净增加额	138,678.14	-115,404.51	-59,014.41	-6,169.03
资本支出	22,856.93	24,292.15	61,112.12	17,510.13
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
三费收入比(%)	22.62	14.42	14.56	14.20
EBITDA/营业总收入(%)	17.09	11.44	14.03	-
总资产收益率(%)	4.27	2.77	4.49	-
流动比率(X)	1.02	0.91	1.00	1.07
速动比率(X)	0.65	0.54	0.60	0.68
存货周转率(X)	1.48	1.47	1.64	1.59*
应收账款周转率(X)	17.24	17.64	13.72	11.90*
资产负债率(%)	71.61	72.80	69.69	66.14
总资本化比率(%)	66.61	67.94	65.58	62.64
短期债务/总债务(%)	59.97	69.76	69.88	67.85
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.01	0.02	0.01*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.02	0.02	0.03	0.02*
经营活动净现金/利息支出(X)	0.15	0.27	0.39	-
总债务/EBITDA(X)	10.73	16.98	11.55	-
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.08	0.12	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.51	1.39	1.67	-

注：1、各期财务报表均根据新会计准则编制；2、公司 2019 年三季度财务报表未经审计，公司未提供 2019 年三季度合并及母公司口径现金流量补充表，故相关指标无效；3、中诚信国际将公司长期应付款、其他非流动负债中的带息负债调整至长期债务、将其他流动负债中的带息负债调整至短期债务；4、带“*”数据经年化处理。

附三：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）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	369,905.90	319,129.34	258,176.62	301,720.74
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	23,640.23	17,314.39	1.63	8.09
应收账款净额	15,162.64	48,285.07	62,297.71	17,284.27
其他应收款	599,595.92	439,135.36	609,766.79	566,284.62
存货净额	278,117.89	293,457.86	638,633.16	647,048.67
长期投资	908,534.19	1,270,949.87	1,382,167.68	1,546,999.15
固定资产	28,592.30	27,667.97	26,349.35	25,679.61
在建工程	0.00	22.57	69.92	69.92
无形资产	282,503.95	206,540.95	74,941.48	73,665.73
总资产	2,668,785.22	2,923,356.99	3,238,921.22	3,331,906.79
其他应付款	69,971.53	88,764.68	63,793.80	216,683.75
短期债务	1,053,367.09	1,406,712.82	1,825,466.47	1,516,724.00
长期债务	699,992.00	478,000.00	386,718.14	557,448.13
总债务	1,753,359.09	1,884,712.82	2,212,184.61	2,074,172.13
净债务	1,383,453.19	1,565,583.48	1,954,007.99	1,772,451.40
总负债	1,874,470.02	2,098,991.28	2,293,609.14	2,348,349.09
财务性利息支出	57,383.54	72,096.88	132,278.45	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	794,315.19	824,365.71	945,312.08	983,557.69
营业总收入	137,742.07	210,999.86	312,036.12	123,254.63
三费前利润	379.32	745.54	3,367.50	11,934.61
投资收益	41,458.21	36,630.66	131,884.67	121,640.30
净利润	-7,542.85	-29,512.84	29,909.45	51,896.77
EBIT	48,592.24	42,082.32	161,939.19	--
EBITDA	52,412.80	45,555.41	165,240.47	--
经营活动产生现金净流量	-69,622.04	8,766.37	4,359.54	4,815.39
投资活动产生现金净流量	100,624.26	-95,261.87	5,706.38	-73,272.78
筹资活动产生现金净流量	-44,838.52	13,418.95	-120,118.64	68,861.50
现金及现金等价物净增加额	-13,836.29	-73,076.56	-110,052.72	404.12
资本支出	1,878.83	637.45	831.21	494.86
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	0.54	0.67	1.37	10.12
三费收入比(%)	53.24	35.95	37.46	67.03
EBITDA/营业总收入(%)	38.05	21.59	52.96	-
总资产收益率(%)	1.80	1.51	5.26	-
流动比率(X)	1.24	0.81	0.92	0.94
速动比率(X)	1.00	0.63	0.58	0.58
存货周转率(X)	0.59	0.73	0.66	0.23*
应收账款周转率(X)	9.24	6.65	5.64	9.51*
资产负债率(%)	70.24	71.80	70.81	70.48
总资本化比率(%)	68.82	69.57	70.06	67.83
短期债务/总债务(%)	60.08	74.64	82.52	73.12
经营活动净现金/总债务(X)	-0.04	0.00	0.00	0.00*
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.07	0.01	0.00	0.00*
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.21	0.12	0.03	-
总债务/EBITDA(X)	33.45	41.37	13.39	-
EBITDA/短期债务(X)	0.05	0.03	0.09	-
EBITDA利息倍数(X)	0.91	0.63	1.25	-

注：1、各期财务报表均根据新会计准则编制；2、公司2019年三季度财务报表未经审计，公司未提供2019年三季度合并及母公司口径现金流量补充表，故相关指标无效；3、中诚信国际将长期应付款、其他非流动负债中的带息负债调整至长期债务、将其他流动负债中的带息负债调整至短期债务。

附四：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+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+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	=营业总收入/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	=(营业总收入-营业成本)/营业总收入
	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”。

附五：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。