



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪224号

江苏华西村股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“江苏华西村股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”和“江苏华西村股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评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；维持上述债项信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年五月二十九日

江苏华西村股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2018）

| | | | |
|----------------|--|----------|------------|
| 债券名称 | 江苏华西村股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） | | |
| 债券简称及代码 | 16 华西 01 112367.SZ | | |
| 发行主体 | 江苏华西村股份有限公司 | | |
| 发行规模 | 人民币 5 亿元 | | |
| 存续期限 | 2016/03/28~2021/03/28（3+2） | | |
| 上次评级时间 | 2017/04/10 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 主体级别 | AA AA | 评级展望 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 主体级别 | AA AA | 评级展望 稳定 |

| | | | |
|----------------|--|----------|------------|
| 债券名称 | 江苏华西村股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期） | | |
| 债券简称及代码 | 16 华西 02 112389.SZ | | |
| 发行主体 | 江苏华西村股份有限公司 | | |
| 发行规模 | 人民币 4 亿元 | | |
| 债券存续期 | 2016/05/16~2021/05/16（3+2） | | |
| 上次评级时间 | 2017/04/10 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 主体级别 | AA AA | 评级展望 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 主体级别 | AA AA | 评级展望 稳定 |

概况数据

| 华西股份 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|----------------|-------|-------|--------|---------|
| 所有者权益（亿元） | 29.34 | 49.91 | 46.92 | 47.09 |
| 总资产（亿元） | 38.98 | 87.59 | 111.30 | 114.62 |
| 总债务（亿元） | 6.10 | 22.30 | 39.80 | 39.85 |
| 营业总收入（亿元） | 20.13 | 21.25 | 28.42 | 5.66 |
| 营业毛利率（%） | 8.72 | 12.64 | 10.54 | 15.10 |
| EBITDA（亿元） | 2.18 | 9.24 | 4.69 | 0.86 |
| 所有者权益收益率（%） | 3.25 | 12.29 | 4.39 | 1.36 |
| 资产负债率（%） | 24.72 | 43.02 | 57.85 | 58.91 |
| 总债务/EBITDA（X） | 2.80 | 2.41 | 8.50 | 11.59 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 6.74 | 13.27 | 2.62 | 1.64 |

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

在供给侧结构性改革推动下，2017 年我国化纤行业运行稳中向好，江苏华西村股份有限公司（以下简称“华西股份”或“公司”）涤纶化纤业务和石化物流仓储业务运营较为稳健，但公司盈利能力受贸易业务大幅扩张而有所减弱，加之财务费用高企，经营性业务呈现亏损。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将持续关注行业周期性波动、债务压力大幅上升、投资业务后续发展存在较大不确定性等因素对公司信用水平产生影响。

综上，中诚信证评维持华西股份信用级别 **AA**，评级展望为稳定；维持“江苏华西村股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AA**；维持“江苏华西村股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用级别为 **AA**。

正面

- 化纤业务经营较为稳健。涤纶化纤业务是公司业务收入的主要来源，2017 年在化工行业景气度回升的背景下，公司产品销量及售价均上升明显，业务保持了相对稳健的运营态势。2017 年公司化纤制品销量为 30.46 万吨，同比增长 7.14%；平均售价为 7,257.62 元/吨，同比提升 18.54%；该板块实现销售收入 22.23 亿元，同比增长 25.40%。
- 仓储业务规模提升。公司仓储业务依托长三角地区的华西码头开展，长三角地区系我国三大石化物流基地之一，石化物流需求巨大，良好的区位优势为公司仓储业务发展提供保障，2017 年公司仓储业务收入为 1.11 亿元，较上年增长 20.09%。
- 金融资产规模较大，质量较好。截至 2017 年末，公司持有大量金融资产，包括可供出售金融资产 62.80 亿元、长期股权投资 14.04 亿元和以公允价值计量且其变动计入当期损益的

分析师

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

刘春天 ctliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月29日



金融资产 2.09 亿元，投资对象涵盖联储证券、稠州银行及江苏银行等优质资产，当年公司收到可供出售金融资产在持有期间的投资收益（1.66 亿元）、处置可供出售金融资产取得的投资收益（0.48 亿元）及权益法核算的长期股权投资收益（0.22 亿元），实现投资收益合计 2.83 亿元，对公司最终盈利能形成支撑。

关注

- 公司业务初始获利能力较弱，经营性业务盈利持续下滑，2017 年及 2018 年一季度经营性利润亏损。公司为支撑投资管理业务的发展，债务规模与财务费用持续扩大，2017 年公司经营性盈利继续下滑并亏损 6,540 万元；2018 年一季度经营性业务利润亏损 1,679 万元。
- 行业周期性波动。化纤行业受石化行业及纺织行业周期性波动影响较为明显，中诚信证评关注原材料和产品价格周期性对公司经营性业务盈利能力的影响。
- 投资性现金流持续大规模净流出，债务压力大幅上升。2015 年~2017 年公司投资活动净现金流分别为-6.57 亿元、-14.18 亿元和-30.22 亿元，投资性资金压力逐年增大，截至 2017 年末债务规模攀升至 39.80 亿元，债务压力大幅上升。
- 投资业务后续发展存在较大不确定性。公司积极扩展投资管理业务，但部分在投项目处于成长期，后续退出存在较大不确定性，同时投资业务受金融环境、政策环境和被投资主体的经营状况等多方面因素的影响较大，亦存在一定决策及管理风险。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

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

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

在供给侧结构性改革推动下，2017年我国化纤行业运行稳中向好，涤纶纤维产品价格回升明显，但受下游增速放缓的影响，总体产能过剩情况仍然存在

在供给侧结构性改革推动下，2017年我国化纤行业运行稳中向好。具体来看，化纤行业加快淘汰落后和兼并重组，在总量增加有限的情况下，产业集中度进一步提高；行业整体开工率较2016年进一步提升，库存保持低位运行，产品价格为原料成本支撑下震荡上行，行业运行质量明显改善，效益大幅增长。

据国家统计局统计，2017年我国化纤制品完成产量4,919.55万吨，同比增幅为4.97%；其中涤纶产量3,934.26万吨，同比增幅为4.84%；锦纶产量332.92万吨，同比增幅为8.83%；粘胶短纤产量363.8万吨，同比增幅为3.68%。

表 1：2016~2017 年我国化纤产品产量情况

| 单位：万吨、% | | | |
|---------|----------|----------|-------|
| 纤维 | 2017年 | 2016年 | 同比 |
| 化学纤维 | 4,919.55 | 4,686.63 | 4.97 |
| 合成纤维 | 4,480.75 | 4,265.35 | 5.05 |
| 其中：涤纶 | 3,934.26 | 3,752.63 | 4.84 |
| 锦纶 | 332.92 | 305.91 | 8.83 |
| 腈纶 | 71.91 | 71.99 | -0.12 |
| 人造纤维 | 427.63 | 411.98 | 3.80 |
| 其中：粘胶短纤 | 363.80 | 350.89 | 3.68 |
| 粘胶长丝 | 17.99 | 16.73 | 7.50 |
| 醋酸纤维 | 36.56 | 35.63 | 2.62 |

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2017年化纤行业整体开工率较上年进一步提高，其中涤纶行业提升尤为明显，涤纶短纤开工率平均在74%左右，涤纶长丝平均开工率约78%左右；粘胶短纤行业受环保政策的影响，开工率略有下滑；粘胶长丝行业开工率保持95%高位运行。

价格方面，2017年以来化纤产品价格正在逐渐回升，涤纶短纤、涤纶长丝、粘胶短纤、PTA等价格均有不同程度上涨。根据公开资料统计，2017年我国涤纶短纤年初价格6,910元/吨，年末价格8,307

元/吨，年末较年初上涨20.22%；涤纶长纤主要产品年价格涨幅达15%~19%。

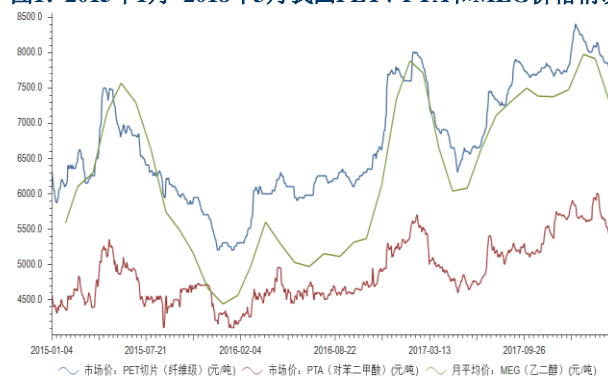
表 2：2017 年我国涤纶纤维价格情况

| 单位：元/吨 | | | | |
|--------|--------|-------|--------|--------|
| 商品 | 年初价格 | 年末价格 | 同比上涨 | |
| 涤纶短纤 | 6,910 | 8,307 | 20.22% | |
| 涤纶长纤 | 涤纶 FDY | 7,583 | 8,736 | 15.21% |
| | 涤纶 POY | 6,981 | 8,328 | 19.30% |

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

作为涤纶丝主要原材料的聚酯切片（PET），由精对苯二甲酸（PTA）和乙二醇（MEG）聚合而成。PTA与MEG属于国际大宗商品，价格易受国际原油价格影响。“十二五”期间，PTA与MEG价格均处于波动下行态势。2016年以来，国际原油价格波动上行，但PTA行业受产能过剩的影响，PTA价格以低位震荡为主，价格较为平稳。而进口依存度较高的MEG行业（常年维持在60%左右），MEG价格波动较大，对涤纶工业丝行业利润水平形成一定的影响。2017年，受供求关系向好、原油价格回升等因素影响，PTA和MEG价格仅在二季度出现短暂回调，全年整体呈上扬趋势。

图 1：2015年1月~2018年3月我国PET、PTA和MEG价格情况



资料来源：Choice，中诚信证评整理

下游需求方面，涤纶产品主要应用于纺织行业，中国纺织业已从粗放型扩张和初级产品为主的行业模式向技术创新和品牌建设方向转变。受2008年起的全球金融危机对实体经济冲击以及各种贸易壁垒的影响，纺织行业陷入低迷，行业需求增长速度有所减缓。据公开数据显示，2017年我国纺织行业累计实现主营业务收入68,935.60亿元，同比增长4.20%；实现利润总额3,768.80亿元，同比增幅为6.90%，纺织业各项财务指标增速均有所放缓。

总体来看，涤纶产品价格为原料成本支撑下震

荡上行，行业运行质量明显改善，效益大幅增长。但受宏观经济下行，下游增速放缓的影响，涤纶纤维行业产能过剩的局面在短期内仍不会改变。

受石化行业稳中向好的影响，石化物流行业发展维持低速平稳的增长趋势，行业运行良好

石油化工行业方面，2017年石化行业经济效益增速加快，具体看，石化化工行业规模以上企业28,005家，工业增加值同比增长3.7%，实现主营业务收入13.45万亿元，同比增长15.78%，为近5年以来最大增幅；其中化工行业主营业务收入9.10万亿元，增长13.8%。2017年行业实现利润8,313.6亿元，增长52.1%；其中化工行业实现利润6,072.4亿元，增长39.7%。

石化物流是专为石化工业提供产品运输、仓储、配送服务的体系，运输方式包括水路运输、铁路运输、公路运输、航空运输和管道运输，其中水路运输在石化产品的国际贸易中发挥着至关重要的作用。由于水路运输装卸次数多，因此需通过码头实现货物的中转，仓储是石化物流体系中的关键中转环节。

水路运输及港口方面，2017年全国水路运输及港口生产维持稳中有升的发展态势。据公开数据显示，2017年通过水运完成货物运输总量66.78亿吨，较上年增长4.6%；货物运输周转量196,130亿吨公里，较上年上升5.1%；2017年全国沿海规模以上港口完成货物吞吐量126亿吨，同比增幅为6.4%，其中外贸完成40亿吨，增长5.7%。

总体来看，受石化行业稳中向好的影响，石化物流行业发展维持低速平稳的增长趋势，行业运行良好。

业务运营

公司主要从事涤纶化纤制品的产销、石化物流仓储服务以及投资管理业务，其中涤纶化纤业务是公司的主要收入来源。

2017年公司实现营业总收入28.42亿元，较上年增长33.74%。具体来看，2017年在内需市场稳步增长、国际市场逐渐好转的环境下，公司化纤业

务保持了相对稳健的运营态势，实现营业收入22.23亿元，同比提升25.40%，占公司营业总收入比重为78.18%；依托华西码头区域优势，并提升服务质量，当年公司仓储业务板块实现收入1.11亿元，较上年增长20.09%；公司投资管理业务规模较小，当年实现营业收入0.10亿元，同比减少74.18%。此外，公司其他业务主要系PTA、MEG等化纤原材料的销售收入，2017年规模大幅增加，实现营业收入4.99亿元，同比增幅为123.50%。

表 3：2017~2018.Q1 公司业务收入分板块情况

单位：亿元、%

| 业务类型 | 2017 | | 2018.Q1 | |
|-----------|--------------|---------------|-------------|---------------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 涤纶化纤 | 22.23 | 78.18 | 5.22 | 92.23 |
| 仓储 | 1.11 | 3.91 | 0.32 | 5.65 |
| 投资管理 | 0.10 | 0.35 | 0.03 | 0.53 |
| 其他业务 | 4.99 | 17.56 | 0.09 | 1.59 |
| 合计 | 28.42 | 100.00 | 5.66 | 100.00 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在内需市场稳步增长、国际市场逐渐好转的环境下，公司短纤产品销量及售价均明显上升；但公司当年原料贸易业务大幅扩张，负面影响整体盈利表现

公司涤纶化纤板块的产品主要为涤纶短纤维，经过十余年的经营发展，在涤纶短纤维市场形成一定技术优势和品牌优势。截至2018年3月末，公司涤纶短纤年产能为30万吨，较以前年度无变化。公司2017年及2018年第一季度产量分别为30.56万吨和7.16万吨，产能利用率分别为101.87%和95.47%¹。

表 4：2015~2018.Q1 公司涤纶短纤产量、产能情况

单位：万吨、%

| | 产能 | 产量 | 产能利用率 |
|----------|-------|-------|--------|
| 2015 | 30.00 | 28.13 | 93.77 |
| 2016 | 30.00 | 27.04 | 90.13 |
| 2017 | 30.00 | 30.56 | 101.87 |
| 2018.1~3 | 30.00 | 7.16 | 95.47 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司客户为下游生产厂家和经销商，仍采用直销为主的销售方式，下游生产厂家主

¹ 2018年第一季度公司涤纶短纤产能利用率经年化处理。

要为生产纱、布的民营企业。公司与主要客户保持长期的合作关系，采用年初签订意向销售量的合同方式，2017年前五大客户销售占比为32.81%，销售渠道仍保持顺畅。此外，近年来公司积极研发新产品，提高化纤产品的差异化率，并积极开拓国内外市场，化纤产品销量逐年增长。2017年公司涤纶短纤产品销量为30.46万吨，较上年增长7.14%。2018年第一季度，公司涤纶短纤产品销量为6.59万吨。

表 5：2017 年公司涤纶产品主要客户情况

| 单位：亿元、% | | |
|---------------------------------|-------------|--------------|
| 客户名称 | 销售额 | 占比 |
| 厦门国贸集团股份有限公司 | 2.10 | 9.46 |
| 青岛华亿诚物资有限公司 | 1.87 | 8.42 |
| WELL PLAN INTERNATIONAL LIMITED | 1.43 | 6.42 |
| VAPORJET LTD | 1.04 | 4.67 |
| 杭州萧山凤凰纺织有限公司 | 0.85 | 3.84 |
| 合计 | 7.29 | 32.81 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产品价格方面，2017年以来，受化工行业行情回升影响，公司产品售价有较大幅度提升，产品销售平均单价由2016年的6,122.52元/吨涨至7,257.62元/吨，涨幅为18.54%；2018年第一季度，产品价格持续升至7,891.41元/吨。结算方面，公司议价能力不强，与客户结算主要采取现金和银行承兑汇票的方式，账期一般为30天。

表 6：2015~2018.Q1 公司涤纶短纤销售情况

| 单位：万吨、元/吨 | | | |
|-----------|-------|----------|----------|
| | 销量 | 销售单价 | 生产成本 |
| 2015年 | 27.78 | 6,304.92 | 5,859.57 |
| 2016年 | 28.43 | 6,122.52 | 5,545.56 |
| 2017年 | 30.46 | 7,257.62 | 6,546.51 |
| 2018.1~3 | 6.59 | 7,891.41 | 7,000.05 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，公司采购部门负责下属各生产基地原材料的采购，采取统一议价、批量采购原则。公司短纤产品原材料主要为PTA和MEG，两种原材料成本占比约为90%左右，其中PTA占比约为60%~70%；MEG占比约为20%~30%。公司原料供应市场较为集中，2017年公司主要供应商未发生变化，当年向前五大供应商采购占比为66.90%。2017

年以来，国际原油价格持续上升，受此影响，公司主要原材料价格随之攀升，当年PTA和MEG的采购单价分别为4,346.52元/吨和6,129.30元/吨，分别较上年增长10.17%和34.36%。整体来看，公司产品变动与原料价格走势高度相关，致使2017年在化工行业景气度好转的环境下，涤纶化纤业务初始获利水平仍增长乏力，当年化纤业务毛利率为9.94%，较上年基本持平，弱于化工行业盈利表现。

此外，公司根据原料市场行情，随机开展PTA和MEG的贸易业务，客户以周边企业为主，结算模式为先款后货。2017年公司贸易业务规模扩张，实现营业收入4.99亿元，同比增幅为123.50%；同期毛利率为1.07%，较低的业务初始获利水平对公司整体营业毛利率造成一定负面影响。

表 7：2015~2018.Q1 公司涤纶短纤原料采购情况

| 单位：吨、元/吨、% | | | | |
|------------|------|---------|----------|-------|
| | 原料名称 | 采购量 | 采购单价 | 成本占比 |
| 2015 | PTA | 250,007 | 3,881.09 | 58.87 |
| | MEG | 99,000 | 5,198.41 | 31.22 |
| 2016 | PTA | 232,109 | 3,945.26 | 61.98 |
| | MEG | 83,083 | 4,561.96 | 26.82 |
| 2017 | PTA | 269,563 | 4,346.52 | 58.36 |
| | MEG | 103,974 | 6,129.30 | 31.74 |
| 2018.Q1 | PTA | 62,288 | 4,828.84 | 57.85 |
| | MEG | 30,575 | 6,584.03 | 31.56 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2017年在化工行业景气度回升的背景下，公司涤纶化纤产品量价齐升，但初始盈利空间较上年基本持平，弱于行业内整体表现。同时公司当年原料贸易业务大幅扩张，负面影响整体初始获利。

依托于华西码头区域优势和管理优化，公司仓储业务仍保持较强的盈利能力，但规模较小，对公司整体盈利贡献度不足

公司仓储业务主要由控股子公司江阴华西化工码头有限公司（以下简称“华西码头”）开展，其依托内河港口的优势，利用自有码头，为客户提供苯类、醇类、胺类和酸类等多种液态化工品码头装卸、仓储、驳运中转、管道运输等服务，公司拥有危险化学品经营许可证。公司始终重视对安防条件的关注并不断更新改造，2017年至2018年一季度

末未发生安全事故。

目前，华西码头拥有一座5万吨级液体化工品专用码头，其中设有5个泊位，可同时停靠2个5,000吨级外轮，另外拥有4个1,000吨级内轮泊位；华西码头现有8个储罐区，共有储罐89个，总罐容30.48万立方米。2017年，华西码头年吞吐量为357万吨，罐容利用率约90%。随着化工行业行情好转，当年公司该板块业务营业收入为1.11亿元，较上年增长16.84%；液态化工品入库量为181.60万吨，同比增幅为18.23%；液态化工品储运周转率为8.25次，较上年提高1.27次。销售方面，公司仓储业务凭借华西码头区域优势，下游客户主要集中在长三角地区，2017年前五大客户业务占比为29.24%，客户相对分散，集中度风险基本可控。

表 8：2017 年化工码头前五大客户情况

| 客户名称 | 单位：万元、% | |
|------------------------|-----------------|--------------|
| | 销售额 | 占比 |
| 中国石油天然气股份有限公司华东化工销售分公司 | 745.87 | 6.73 |
| 江苏川沐石油化工有限公司 | 662.12 | 5.97 |
| 江苏省对外经贸股份有限公司 | 651.59 | 5.88 |
| 中国石化化工销售有限公司江苏分公司 | 634.54 | 5.73 |
| 海南洋浦中圣石化有限公司 | 546.62 | 4.93 |
| 合计 | 3,240.74 | 29.24 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

盈利能力方面，2017年公司仓储业务毛利率为60.97%，较上年基本持平，盈利能力较强，但受制于业务规模，该板块对公司整体盈利贡献度不足。

总体来看，公司凭借地理区位优势，并通过优化仓储管理体系，港口仓储业务发展良好，但仓储业务规模仍较小，对整体盈利贡献有限；同时，近年来周边地区港口仓储行业发展迅速，公司面临较为激烈的同质化竞争，对公司仓储附加价值和服务品质提出更高要求。

公司金融板块下属的并购投资、基金管理及投资、资产管理业务规模仍较小，业务稳定性不足，且部分在投项目处于成长期，后续退出存在较大不确定性

公司金融板块业务主要以下属子公司一村资本有限公司（以下简称“一村资本”）和一村资产管

理有限公司（以下简称“一村资产”）为主体运行。

表 9：截至 2018 年 3 月末公司投资管理业务情况

| 行业 | 累计投资项目 | | 已退出项目 | |
|-----------|-----------|----------------|----------|--------------|
| | 数量 (个) | 投资金额 (万元) | 数量 (个) | 投资金额 (万元) |
| TMT | 19 | 152,930 | - | - |
| 大健康 | 7 | 37,109 | 1 | 3,500 |
| 半导体 | 6 | 17,759 | - | - |
| 新能源 | 1 | 5,000 | - | - |
| 创新投资 | 7 | 31,550 | - | - |
| 战略投资 | 10 | 181,887 | 2 | 2,500 |
| 资本市场 | 6 | 25,597 | - | - |
| 二级市场 | 5 | 10,500 | - | - |
| 合计 | 61 | 462,332 | 3 | 6,000 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 10：截至 2018 年 3 月末公司在管项目投资阶段情况

| 投资阶段 | 项目数量 (个) | 占比 |
|-----------|-----------|----------------|
| 种子期 | 0 | - |
| 成长期 | 53 | 91.94% |
| 成熟期 | 5 | 8.06% |
| 总计 | 58 | 100.00% |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

并购投资业务方面，公司通过一村资本平台建立了围绕“文化教育、医疗大健康、新能源与高端智能制造和半导体”四大产业开展投资并购服务。从开展并购投资的业务模式看，除公司自有资金出资外，募集资金还来源于机构投资者、政府引导资金和高端财富客户；投资的标的以围绕服务于前述产业的转型升级为主；目前仅以收取基金管理费为主要盈利模式，费率以各个项目协议为准。2017年及2018年1~3月，一村资本分别实现营业收入442万元和108万元，净利润分别为2,861万元和880万元。

截至2018年3月末，公司及其下属子公司投资的基金管理公司共计9家，主要由公司、一村资产和一村资本参与投资成立，参股基金管理公司已募集设立基金37支，认缴规模70.44亿元，实缴规模46.05亿元；同期末，公司及其下属子公司作为LP投资的基金共有22支，基金规模合计56.07亿元，其中公司认缴规模为16.12亿元，实缴规模10.02亿元。

证券投资类资产管理业务方面，公司资产管理业务是指资产管理人根据资产管理合同约定的方

式、条件、要求及限制，对客户资产进行经营运作，为客户提供证券、基金及其他金融产品的投资管理服务的行为。一村资产控股的上海一村投资管理有限公司（以下简称“一村投资”）是一村资产旗下的核心私募基金管理平台，两者共同负责公司的自营二级市场投资业务，同时承担吸纳和管理二级市场金融牌照的任务。截至 2018 年 3 月末，一村资产管理基金规模 14.92 亿元，管理私募基金产品 20 只。2017 年及 2018 年 1~3 月，一村资产分别实现营业收入 840 万元和 239 万元，净利润分别为 1,342 万元和 162 万元。

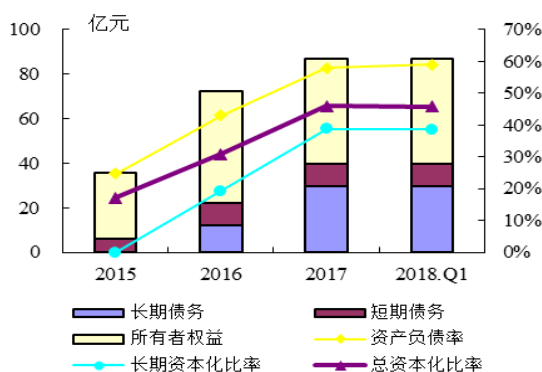
总体来看，公司金融板块业务规模较小，且在投项目多处于成长期，后续业务发展受金融环境、政策环境和被投资主体的经营状况等多方面因素的影响较大，未来存在一定决策及管理风险。中诚信证评将持续关注公司金融板块的发展态势。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

图 2：2015~2018.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司财务报告，中诚信证评整理

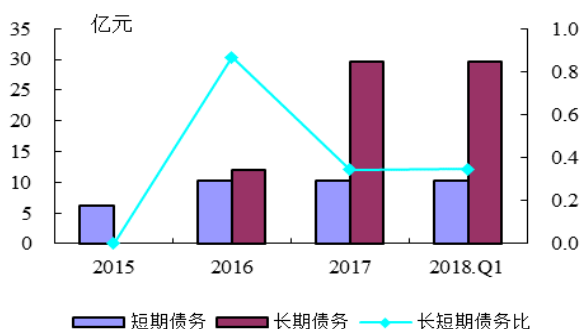
近年来公司投资管理业务发展迅速，对外投资额大幅扩张，为了稳步支持投资业务发展，公司通过发行债券以及增加银行借款等方式进行外部融资，由此带动总资产以及总负债大幅上升。截至 2017 年末，公司总资产为 111.30 亿元，总负债为 64.38 亿元，分别较年初增长 27.07% 和 70.88%。所

有者权益方面，2017 年公司持有的江苏银行 2.49 亿股份市值下滑，当年其他综合收益减少，截至 2017 年末公司所有者权益为 46.92 亿元，同比减少 6.00%。从财务杠杆比率来看，2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 57.85% 和 45.90%，分别较上年度上升 14.83 个百分点和 15.02 个百分点。截至 2018 年 3 月 31 日，公司总资产和总负债规模分别为 114.62 亿元和 67.53 亿元；同期资产负债率和总资本化率分别为 58.91% 和 45.83%。整体来看，公司财务杠杆比率偏高。

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，2017 年末非流动资产占总资产的比例为 73.03%。从构成来看，2017 年末公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产等，分别占非流动资产的 77.26%、17.27% 和 4.01%。公司可供出售金融资产期末余额为 62.80 亿元，较年初增长 27.56%，新增部分主要为公司新持有的基金管理项目，此外公司当年以 3.88 元/股认购稠州银行新增的 9,600 万股股份，合计出资金额为 37,248 万元，期末持有稠州银行股份比例为 2.74%；长期股权投资余额为 14.04 亿元，同比增幅为 2,279.66%，主要为系新增对联储证券的投资款 12.54 亿元，当年末公司持有联储证券 14.77% 股权，当年取得相应投资收益 0.24 亿元；固定资产主要为房屋建筑物。同期，公司流动资产为 30.02 亿元，占总资产比重为 26.97%，主要包括货币资金、应收账款和其他流动资产等，分别占流动资产的 29.28%、10.33% 和 33.01%。公司货币资金主要为银行存款 7.84 亿元和其他货币资金 0.94 亿元（包括 0.70 亿元银行承兑汇票保证金及保函保证金）；其他流动资产主要为银行理财产品，同比小幅下滑 5.26%。

从债务结构来看，2017 年公司积极进行外部融资，成功发行 11.39 亿元可交换债券，同时新增 6.27 亿元银行长期借款，总债务规模大幅上升，截至 2017 年末公司总债务规模为 39.80 亿元，同比增长 78.48%，其中，短期债务为 10.22 亿元，长短期债务比由上年末的 0.87 倍下降至 0.35 倍。总体来看，公司以长期债务为主的债务期限结构较合理。

图 3：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



数据来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年以来公司投资管理业务发展迅速，对外投资额大幅扩张，资产和负债规模均增长迅速，负债水平不断提升，财务结构稳健性受到负面影响。

盈利能力

公司营业收入主要来自于化纤制品的产销业务。2017 年，在内需市场稳步增长、国际市场逐渐好转的环境下，公司营业收入较上年增长 33.74% 至 28.42 亿元。具体来看，公司化纤业务保持了相对稳健的运营态势，实现营业收入 22.23 亿元，同比增长 25.40%，占公司营业总收入比重为 78.18%；同期，公司仓储、投资管理及其他业务收入分别为 1.11 亿元、0.10 亿元和 4.99 亿元，其中仓储和其他业务收入均较上年有不同程度增长，投资管理业务有所下滑。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 5.66 亿元，同比降幅为 23.91%。

营业毛利率方面，公司涤纶化纤业务市场竞争力一般，业务初始获利能力较弱，当年毛利率为 9.94%，较上年基本持平；仓储服务和投资业务毛利空间较大，但整体规模尚小，无法对公司整体营业毛利率形成支撑。同时，公司以贸易业务为主的其他业务规模快速扩张，较大程度的负面影响公司整体营业毛利率。2017 年公司营业毛利率为 10.54%，同比下降 2.10 个百分点，业务初始获利水平较低。

表 11：2017~2018.Q1 公司各板块收入及营业毛利率情况

单位：亿元、%

| 业务板块 | 2017 | | 2018.Q1 | |
|------|-------|-------|---------|-------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 化纤业务 | 22.22 | 9.94 | 5.22 | 11.71 |
| 仓储服务 | 1.11 | 60.97 | 0.32 | 70.99 |
| 投资业务 | 0.10 | 62.48 | 0.03 | 61.18 |
| 其他业务 | 4.99 | 1.07 | 0.09 | 0.61 |
| 合计 | 28.42 | 10.54 | 5.66 | 15.10 |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司期间费用规模合计为 3.55 亿元，同比增长 49.16%。其中，受公司业务规模的扩张影响，当年公司销售费用为 0.36 亿元，同比增幅为 9.09%；当年咨询费减少致使管理费用支出规模回落 17.86%；费用化利息支出大幅增长推升了财务费用支出规模增至 2.04 亿元，同比增幅为 213.85%。2017 年，公司三费收入占比为 12.47%，较上年增长 1.29 个百分点；2018 年 1~3 月，公司期间费用合计 1.01 亿元，同比增长 20.24%，三费占营业总收入的比重为 17.87%。整体来看，公司期间费用规模较大，且逐年扩张，控制力度仍需进一步加强。

表 12：2015~2018.Q1 公司期间费用明细

单位：亿元、%

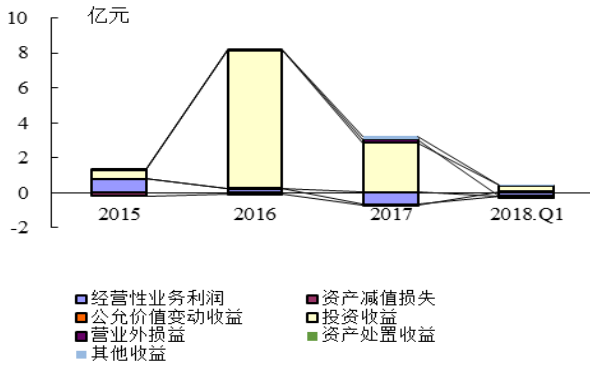
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|--------|-------|-------|-------|---------|
| 销售费用 | 0.27 | 0.33 | 0.36 | 0.05 |
| 管理费用 | 0.49 | 1.40 | 1.15 | 0.33 |
| 财务费用 | 0.16 | 0.65 | 2.04 | 0.63 |
| 三费合计 | 0.92 | 2.38 | 3.55 | 1.01 |
| 营业总收入 | 20.13 | 21.25 | 28.42 | 5.66 |
| 三费收入占比 | 4.56 | 11.18 | 12.47 | 17.87 |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2017 年公司利润总额主要来源于投资收益。受营业毛利率下降及财务费用迅速扩张的影响，公司经营业务呈现亏损，同比下滑 370.83% 至 -0.65 亿元。公司投资收益主要为可供出售金融资产在持有期间的投资收益（1.66 亿元）、处置可供出售金融资产取得的投资收益（0.48 亿元）及权益法核算的长期股权投资收益（0.22 亿元），2017 年实现投资收益合计 2.83 亿元；同时当年收到以政府补助为主的其他收益 0.18 亿元。2017 年公司实现利润总额 2.50 亿元，同比减少 69.17%；同期实现净利润 2.06

亿元，同比减少66.39%。2018年第一季度，公司受财务费用持续攀升影响，期间经营性业务利润持续亏损，为-0.17亿元，利润总额仍以投资收益为主，为0.23亿元，同比减少11.54%，同期实现净利润0.16亿元，同比减少23.81%。

图 4：2015~2018.Q1 公司利润总额构成情况



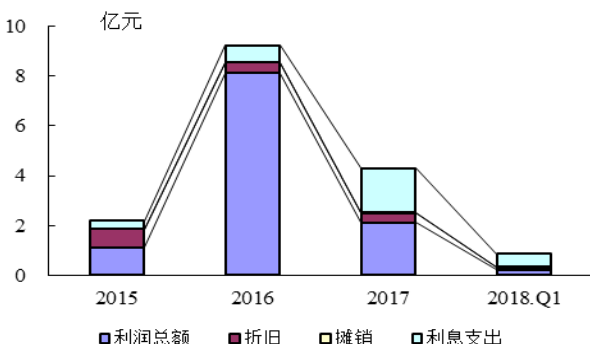
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体看来，化纤业务仍是公司主要收入来源，整体收入规模呈现增长，但受贸易业务毛利率较低影响，其营业毛利率下滑，同时财务费用扩张迅速，经营性业务持续亏损，最终盈利对投资收益保有依赖。中诚信证评将对公司的盈利能力保持持续关注。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成，受主营业务亏损影响，公司利润总额同比大幅下滑，获现能力减弱，当年公司 EBITDA 为 4.69 亿元，同比下滑 53.35%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2017 年公司总债务/EBITDA 指标为 8.50 倍，EBITDA 利息保障倍数为 2.62 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力较弱。

图 5：2015~2018.Q1 公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

现金流方面，2017 年公司经营性现金净流入为 0.10 亿元，同比减少 95.71%，同期经营活动净现金流/总债务为 0.002 倍，经营活动净现金流/利息支出为 0.05 倍，同比减少 3.29 倍。同期，公司新增对稠州银行和联储证券的投资额，当年投资性现金流表现为大额净流出状态，为-30.22 亿元。整体来看，2017 年公司经营性现金流对债务利息的保障能力大幅减弱。

表 13：2015~2018.Q1 公司主要偿债指标

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|------------------|-------|--------|--------|---------|
| 短期债务 (亿元) | 6.10 | 10.35 | 10.22 | 10.26 |
| 总债务 (亿元) | 6.10 | 22.30 | 39.80 | 39.85 |
| 资产负债率 (%) | 24.72 | 43.02 | 57.85 | 58.91 |
| 总资本化比率 (%) | 17.21 | 30.88 | 45.90 | 45.83 |
| 经营活动净现金流 (亿元) | 0.99 | 2.33 | 0.10 | -0.59 |
| 经营活动净现金/总债务 (X) | 0.16 | 0.10 | 0.002 | -0.06 |
| 经营活动净现金/利息支出 (X) | 3.06 | 3.34 | 0.05 | -1.13 |
| 投资活动净现金流 (亿元) | -6.57 | -14.18 | -30.22 | -0.37 |
| EBITDA (亿元) | 2.18 | 9.24 | 4.69 | 0.86 |
| 总债务/EBITDA (X) | 2.80 | 2.41 | 8.50 | 11.59 |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 6.74 | 13.27 | 2.62 | 1.64 |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

担保方面，公司已与郑州商品交易所、华西码头正式签署了担保合同，为控股子公司华西码头成为郑州商品交易所甲醇指定交割仓库期间而产生的债务提供保证，自愿对华西码头因期货交割业务而产生的一切债务向郑州商品交易所承担连带责任。截至 2018 年 3 月末，华西码头无因甲醇交割业务产生任何债务，公司实际担保金额为零。

受限资产方面，公司账面价值 0.70 亿元的货币资金作为保函及票据等保证金；账面价值 19.06 亿元的可供出售金融资产作为股票质押取得长短期借款及发行可交换债券；账面价值 12.70 亿元的长期股权投资作为股权质押取得长期借款，2017 年末受限资产账面价值合计 32.45 亿元，占总资产的比重为 29.16%。

银行授信方面，作为上市公司，公司直接融资渠道畅通；间接融资方面，截至 2018 年 3 月末，公司合并口径获得的授信总额为 25.57 亿元，其中

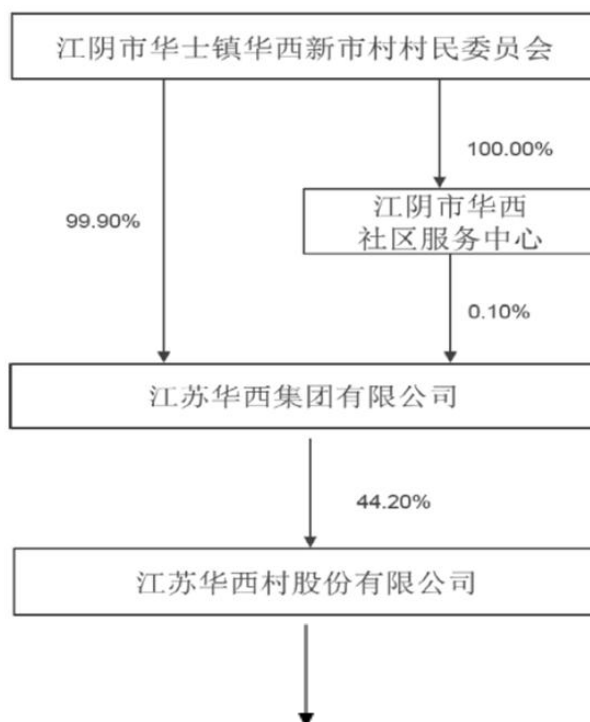
尚未使用余额为 7.95 亿元，公司仍具备一定财务弹性。

综合来看，2017 年公司业务初始获利能力受贸易业务大幅扩张而有所减弱，加之财务费用高企，当年及近期经营性业务持续亏损；同时由于债务规模的增长，公司负债水平不断提升，财务结构稳健性受到影响。但公司持有大量的优质金融资产，投资收益能对最终盈利形成支撑，且作为 A 股上市公司，公司融资渠道较为多元化，偿债风险基本可控。

结 论

综上，中诚信证评维持江苏华西村股份有限公司主体信用级别 **AA**，评级展望为稳定；维持“江苏华西村股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AA**；维持“江苏华西村股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用级别为 **AA**。

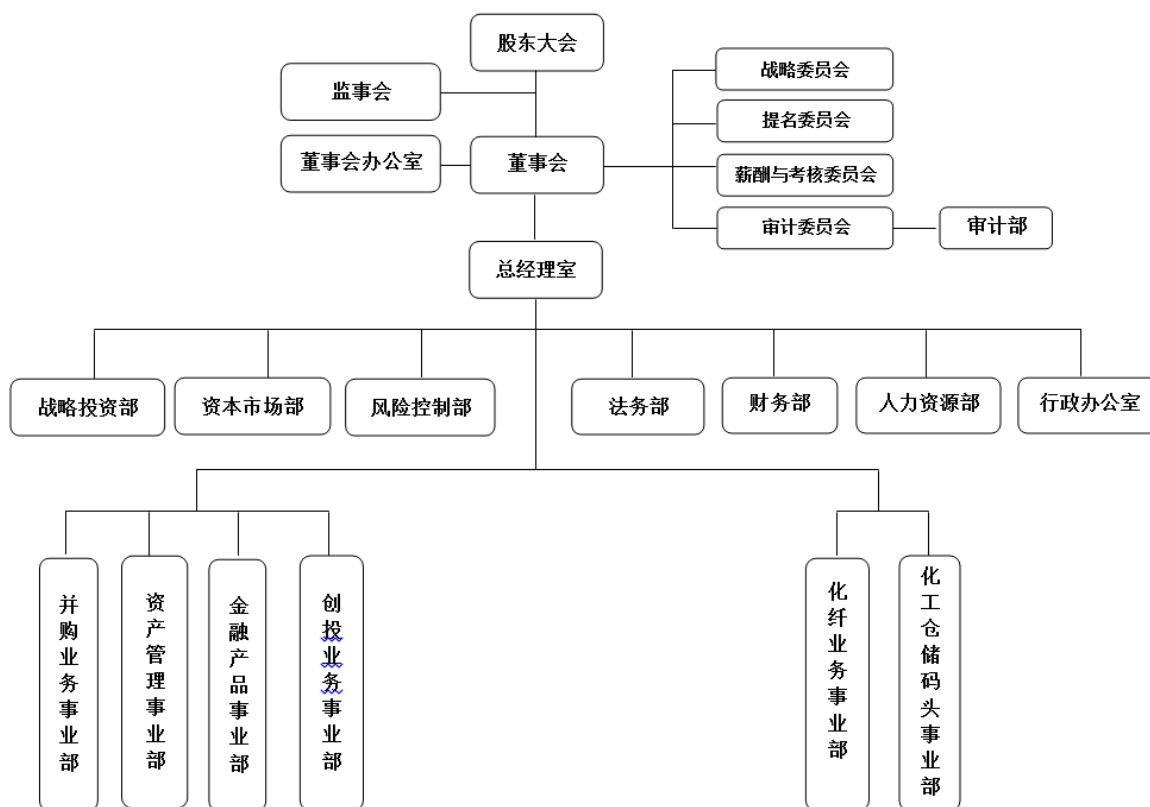
附一：江苏华西村股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



| 序号 | 主要子公司名称 | 表决权比例 (%) |
|----|--------------|-----------|
| 1 | 江阴华西化工码头有限公司 | 75.00 |
| 2 | 江阴华西村资本有限公司 | 100.00 |
| 3 | 江西华西村投资有限公司 | 100.00 |
| 4 | 一村资本有限公司 | 100.00 |
| 5 | 一村资产管理有限公司 | 100.00 |

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

附二：江苏华西村股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附三：江苏华西村股份有限公司主要财务数据及财务指标

| 财务数据（单位：万元） | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|------------------|------------|-------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 43,513.41 | 122,051.53 | 87,852.88 | 105,388.15 |
| 应收账款净额 | 16,252.62 | 25,336.61 | 31,020.04 | 28,803.79 |
| 存货净额 | 41,336.49 | 14,604.10 | 14,435.52 | 30,676.13 |
| 流动资产 | 178,110.23 | 338,621.04 | 300,246.63 | 239,631.35 |
| 长期投资 | 172,759.98 | 498,243.70 | 768,396.62 | 854,362.02 |
| 固定资产合计 | 35,947.19 | 35,094.68 | 35,136.62 | 35,514.84 |
| 总资产 | 389,815.43 | 875,880.40 | 1,113,006.97 | 1,146,167.37 |
| 短期债务 | 61,000.00 | 103,500.00 | 102,200.65 | 102,587.03 |
| 长期债务 | 0.00 | 119,454.89 | 295,826.64 | 295,880.86 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 61,000.00 | 222,954.89 | 398,027.29 | 398,467.89 |
| 总负债 | 96,368.19 | 376,781.43 | 643,845.24 | 675,256.71 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 293,447.24 | 499,098.96 | 469,161.73 | 470,910.66 |
| 营业总收入 | 201,295.41 | 212,532.13 | 284,238.73 | 56,575.12 |
| 三费前利润 | 17,168.44 | 26,174.04 | 28,914.48 | 8,429.04 |
| 投资收益 | 4,971.07 | 78,717.99 | 28,282.72 | 3,542.97 |
| 净利润 | 9,531.84 | 61,322.63 | 20,553.59 | 1,646.19 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 21,801.70 | 92,429.23 | 46,850.27 | 8,596.22 |
| 经营活动产生现金净流量 | 9,902.76 | 23,271.83 | 950.67 | -5,910.39 |
| 投资活动产生现金净流量 | -65,677.81 | -141,754.86 | -302,238.82 | -3,715.92 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 58,206.45 | 196,284.85 | 265,962.90 | 28,556.34 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 3,221.63 | 79,039.20 | -37,198.66 | 17,785.27 |
| 财务指标 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 8.72 | 12.64 | 10.54 | 15.10 |
| 所有者权益收益率（%） | 3.25 | 12.29 | 4.39 | 1.36 |
| EBITDA/营业总收入（%） | 10.83 | 43.49 | 16.48 | 15.19 |
| 速动比率（X） | 1.66 | 2.16 | 1.74 | 1.27 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.16 | 0.10 | 0.002 | -0.06 |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.16 | 0.22 | 0.01 | -0.23 |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 3.06 | 3.34 | 0.05 | -1.13 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 6.74 | 13.27 | 2.62 | 1.64 |
| 总债务/EBITDA（X） | 2.80 | 2.41 | 8.50 | 11.59 |
| 资产负债率（%） | 24.72 | 43.02 | 57.85 | 58.91 |
| 总资本化比率（%） | 17.21 | 30.88 | 45.90 | 45.83 |
| 长期资本化比率（%） | 0.00 | 19.31 | 38.67 | 38.59 |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

2、2018 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货-一年内到期非流动资产-其他流动资产）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券信用质量极高，信用风险极低 |
| AA | 债券信用质量很高，信用风险很低 |
| A | 债券信用质量较高，信用风险较低 |
| BBB | 债券具有中等信用质量，信用风险一般 |
| BB | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高 |
| B | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高 |
| CCC | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高 |
| CC | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高 |
| C | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------------|
| AAA | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 受评主体不能偿还债务 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

| | |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势 |
| 负面 | 表示评级有下降趋势 |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变 |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。