



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪301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

二零一九年五月二十八日

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（2019）

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		
债券余额	人民币 1.51 亿元		
存续期限	2016/03/28~2021/03/28（3+2）		
上次评级时间	2018/05/29		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 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		
债券余额	人民币 0.15 亿元		
债券存续期	2016/05/16~2021/05/16（3+2）		
上次评级时间	2018/05/29		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

概况数据

华西股份	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	49.91	46.92	49.96	54.78
总资产（亿元）	87.59	111.30	120.40	122.46
总债务（亿元）	22.30	39.80	42.36	39.58
营业总收入（亿元）	21.25	28.42	29.32	7.16
营业毛利率（%）	12.64	10.54	9.94	8.95
EBITDA（亿元）	9.24	4.69	7.02	-
所有者权益收益率（%）	12.29	4.38	6.78	26.27
资产负债率（%）	43.02	57.85	58.51	55.27
总债务/EBITDA（X）	2.41	8.50	6.03	-
EBITDA 利息倍数（X）	13.27	2.62	3.04	-

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、2019年第一季度所有者权益指标经年化处理。

基本观点

受益于供给侧结构性改革推动，2018 年我国化纤行业运行稳健，延续了上年的良好态势，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收入保持增长，但成本转嫁能力不足，业务初始盈利能力减弱，加之投资管理业务举债规模较高，财务费用扩张，经营性业务空间持续受压。但公司投资业务经营状况较好，投资对象优质，投资收益能对盈利形成较好补充。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将持续关注公司化纤业务盈利较弱、短期债务压力、盈利波动风险、投资管理风险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

- 化工板块收入保持稳步增长。2018 年，受益于供给侧改革持续推进和国际原油价格回升，同时公司短纤产能规模扩张，当年产品销量及售价均明显上升，收入规模大幅增长。2018 年公司化纤制品实现销售收入 27.55 亿元，同比增长 23.96%；仓储物流业务板块实现收入 1.34 亿元，较上年增长 20.93%。
- 金融资产规模较大，质量较好。截至 2018 年末，公司持有大量金融资产，包括可供出售金融资产 65.95 亿元、长期股权投资 16.05 亿元和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 4.01 亿元，投资对象涵盖江苏银行、稠州银行、华泰证券、盛大游戏和宁德时代等优质资产，当年公司收到处置可供出售金融资产取得的投资收益（5.17 亿元）、可供出售

金融资产在持有期间的投资收益（1.79 亿元）和银行理财产品收益（0.12 亿元），实现投资收益合计 7.13 亿元，对公司最终盈利能形成较好补充。

关 注

- 公司化纤业务初始获利空间持续萎缩，经营活动净现金流表现为净流出，无法对债务本息形成保障。2018 年受制于原材料价格增长较快，公司成本转嫁相对滞后，化纤板块毛利率同比下滑 2.98 个百分点至 6.96%；经营性现金流净流量为-1.96 亿元，逐年弱化并最终净流出，无法对债务本息形成保障。
- 公司债务规模高企，债务期限结构欠佳，存在流动性风险。公司为支撑投资管理业务的发展，举债规模较高，截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 39.58 亿元，其中短期债务 21.87 亿元，长短期债务比为 1.23 倍，鉴于投资业务回报周期相对较长，未来或面临一定流动性风险。
- 盈利波动风险。公司盈利大部分来源于投资收益，但该收益受二级市场投资标的处置时点股价及政策等因素影响较大，投资回报存在一定不确定性，或对公司未来盈利及其稳定性造成负面影响。
- 投资业务快速扩张或存在一定决策管理风险。公司积极扩展投资管理业务，资产管理规模扩张迅速，该业务受金融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，决策管理风险因此加大。

分 析 师

徐 璐 lxu@ccxr.com.cn

刘春天 ctlou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 28 日

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 and 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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业分析

在供给侧结构性改革推动下，2018 年我国化纤行业运行稳健，仍保持了良好运营态势，涤纶纤维产品价格提升显著，但上游原料价格受国际油价高度影响，在当前行业环境不稳定的情况下，涤纶丝生产业务长期面临成本压力

2018 年，我国纺织化纤行业总体实现平稳运行，但国际局势复杂多变、油价大幅波动、中美贸易摩擦逐步升级等因素增加了行业运行风险。具体来看，聚酯涤纶行业受原油价格和 PTA 期货波动影响，行业于下半年出现不稳定波动；但整体来看，化纤行业生产仍保持较好增长，效益增速稳定在较高区间。

表 1：2017~2018 年我国化纤产品产量情况

单位：万吨、%			
纤维	2017 年	2018 年	同比
化学纤维	4,919.55	5,011.10	1.86
合成纤维	4,480.75	4,562.70	6.97
其中：涤纶	3,934.26	4,014.87	8.47
锦纶	313.80	330.37	5.28
腈纶	71.91	61.45	-16.50
人造纤维	427.63	496.30	7.24
其中：粘胶短纤	363.80	377.09	7.94
粘胶长丝	17.99	18.24	1.39

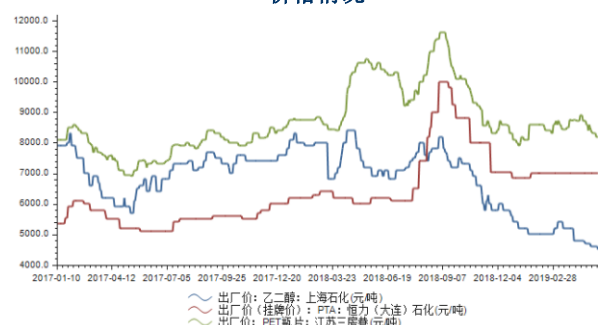
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

据国家统计局统计，2018 年我国化纤制品完成产量 5,011.09 万吨，同比增幅为 1.86%；其中涤纶产量 4,014.87 万吨，同比增幅为 8.47%；锦纶产量 330.37 万吨，同比增幅为 5.28%；粘胶短纤产量 377.09 万吨，同比增幅为 7.94%。行业开工率方面，2018 年涤纶和锦纶行业产销两旺，行业平均开工率处于近两年相对高点。其中涤纶长丝行业开工率保持高位，特别是直纺长丝旺季超过 90%，淡季开工率也保持在 80%以上。粘胶行业和腈纶行业开工率明显低于 2017 年，其中腈纶行业平均开工率 60%左右，两行业开工率均处于近两年相对低点。

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 的主要原料 PX 多为石油化工路径生成，

与国际原油价格走势相关度高，2016 年以来国际油价上行影响，涤纶长丝价格随之大幅上涨，行情好转。2017~2018 年三季度，涤纶长丝行情持续向好。2018 年四季度开始，受国际原油价格快速下跌以及前期聚酯产品价格被炒作过高影响，涤纶产品价格大幅下降，截至 2018 年底，POY（150D/48F）价格在 8,200 元/吨左右，较 2018 年 9 月价格最高时下跌了约 34%。进入 2019 年，PTA 和 MEG 价格仍震荡波动，涤纶丝生产企业成本压力仍未减弱。

图 1：2017 年 1 月~2019 年 5 月我国 MEG、PTA 和 PET 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。2018 年，受益于全球经济复苏，我国服装行业仍处于复苏阶段，下游织造工厂开机率仍保持 70%左右的较高水平。2018 年，全国规模以上纺织企业累计实现主营业务收入 53,703.5 亿元，同比增长 2.9%，增速较上年放缓 1.3 个百分点；实现利润总额 2,766.1 亿元，同比增长 8.0%，增速较上年同期提升 1.1 个百分点；企业销售利润率为 5.2%，较上年提高 0.2 个百分点。其中，化纤行业主营业务收入和利润总额同比分别增长 12.4%和 10.3%，成为纺织行业经济增长的重要支撑。

总体来看，2018 年化纤行业运行稳健，涤纶产品价格保持上行，但在当前原油价格震荡波动的环境下，涤纶生产企业长期面临成本压力。

受益于石化行业景气度较好，市场供需稳定，液体化学品物流行业运力供给略有富余，行业竞争激烈

石油化工行业方面，2018 年我国石油化工行业生产总体平稳，市场供需稳定，行业整体效益延续

较好态势。具体看，截至 2018 年末，石油和化工行业规模以上企业 27,813 家，全年增加值同比增长 4.6%，比上年提高 0.6 个百分点；实现主营业务收入 12.4 万亿元，同比增长 13.6%；利润总额 8,393.8 亿元，同比增长 32.1%。

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。

跟踪期内，液货危险品运输运力供给相对富余，行业竞争激烈。2018 年，沿海油船运输市场需求小幅下降，运力总体上处于过剩状态，运价保持稳定。受海洋油终端检修及产量下降、部分山东地方炼厂限产停产等影响，全年沿海省际原油运输量完成 7,040 万吨，同比下降 7%，成品油下水量完成 3,000 万吨，同比基本持平。散装液体化学品船运输需求基本稳定，船舶运力供给略有富余，运价保持平稳。由于我国化工品生产和消费仍处于低速增长期，沿海省际化学品运输需求保持较低增长水平，全年完成沿海省际化学品运输量 2,680 万吨，同比增长 3.1%。

总体来看，受益于石化行业景气度较好，市场供需稳定，行业整体效益延续较好态势，但液体化学品物流行业运力供给略有富裕，行业竞争激烈。

业务运营

跟踪期内，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，其中涤纶化纤业务仍是公司的主要收入来源。2018 年公司实现营业总收入 29.32 亿元，较上年增长 3.16%。

具体来看，2018 年前三季度受益于供给侧改革持续推进和国际原油价格回升，公司涤纶丝产品价格持续上涨；三季度末受原油价格快速下跌以及前期 PTA 价格过度上涨影响，涤纶丝价格大幅下跌，利润收窄。但整体来看，2018 年涤纶行业整体行情依旧延续了 2017 年良好的发展态势，全年平均价格仍保持增长；同时，当年产能规模扩张，化纤业

务实现营业收入 27.55 亿元，同比增长 23.96%；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 1.34 亿元，较上年增长 20.93%；投资管理业务实现营业收入 0.16 亿元，同比增长 64.88%。

表 2：2017~2018 年公司业务收入分板块情况

单位：亿元、%

业务类型	2017		2018	
	收入	占比	收入	占比
涤纶化纤	22.23	78.18	27.55	93.96
仓储	1.11	3.91	1.34	4.57
投资管理	0.10	0.35	0.16	0.55
其他业务	4.99	17.56	0.27	0.92
合计	28.42	100.00	29.32	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年，受益于供给侧改革持续推进和国际原油价格回升，涤纶行业延续了良好的发展态势，同时公司短纤产能规模扩张，当年产品销量及售价均明显上升，收入规模大幅增长；但原料价格涨幅较大，成本转移相对滞后，该板块业务初始盈利空间仍遭侵蚀

公司涤纶化纤板块的产品主要为涤纶短纤维，主要产品类型包括水刺专用涤纶短纤维、半消光涤纶短纤维、超有光涤纶短纤维和荧光增白涤纶短纤维等，经过十余年的经营发展，公司拥有省级技术中心和多项发明专利，积累了较强的技术优势和品牌优势。截至 2018 年末，公司涤纶短纤年产能 40 万吨，其中 10 万吨为 2018 年 6 月生产线技改新增。2018 年，公司涤纶短纤维产量为 32.95 万吨，产能利用率为 94.14%¹。

表 3：2016~2018 年公司涤纶短纤产量、产能情况

单位：万吨、%

	产能	产量	产能利用率
2016	30.00	27.04	90.13
2017	30.00	30.56	101.87
2018	40.00	32.95	94.14

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 鉴于公司新增产能于 2018 年 6 月投产，当年产能利用率指标总产能数据采用 35 万吨计算。

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，2018 年前五大客户销售占比为 29.46%，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，2018 年内外销占比分别为 66.80%和 33.20%。2018 年公司涤纶短纤产品销量为 32.48 万吨，较上年增长 6.63%。

表 4：2018 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
青岛华亿诚物资有限公司	3.01	10.93
厦门国贸集团股份有限公司	1.51	5.48
杭州萧山凤凰纺织有限公司	1.25	4.53
WELL PLAN INTERNATIONAL LIMITED	1.18	4.28
VAPORJET LTD	1.17	4.24
合计	8.12	29.46

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产品价格方面，受益于供给侧改革及油气价格回升等因素带动的行业景气度回暖，2018 年公司产品售价保持增长，销售平均单价为 8,232.57 元/吨，同比增长 13.43%。结算方面，公司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，较以前年度无变化。

表 5：2016~2018 年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
2016 年	28.43	6,122.52	5,545.56
2017 年	30.46	7,257.62	6,546.51
2018 年	32.48	8,232.57	7,648.28

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，公司原材料采购模式未发生较大变化，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，供应渠道稳定，2018 年向前五大供应商采购占比为 61.43%。PTA 和 MEG 与原油价格高度相关，受当年国际原油价格持续上升影响，公司采购成本随之攀升，当年 PTA 和 MEG 的采购单价分别为 5,543.26 元/吨和 6,620.97 元/吨，分别较上年增长 27.53%和 8.02%。但值得注意的是，公司原料价格

快速上涨，但成本转嫁相对滞后，销售均价的涨幅不能覆盖成本的扩张空间，致使当年短纤业务板块初始盈利空间仍遭受挤压，2018 年为 6.96%，同比下滑 2.98 个百分点。

表 6：2016~2018 年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
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	PTA	288,239	5,543.26	61.60
	MEG	119,843	6,620.97	28.73

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2018 年涤纶行业延续了良好的发展态势，公司短纤产品量价齐升，但初始盈利空间下滑明显，负面影响整体初始获利。

跟踪期内，公司仓储业务仍保持较强的盈利能力，但业务规模较小，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。

经过多年的稳健发展及客户积累，华西码头目前系长江中下游较成熟的物流仓储企业之一。截至 2018 年末，华西码头总容量 30 万立方米，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，其中保税区储罐有 19 个。跟踪期内，公司储罐数量和罐容未发生改变。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，2018 年未发生安全事故。当年，华西码头年吞吐量为 365 万吨，较上年增长 2.0%，罐容利用率约 90%；液态化工品入库量为 181.60 万吨，较上年基本持平；液态化工品储运周转率为 8.32 次，较上年提高 0.07 次。

销售方面，凭借区域优势，公司客户主要集中在

在长三角地区，2018 年前五大客户业务占比为 24.37%，客户相对分散，集中度风险基本可控。盈利能力方面，2018 年公司仓储业务毛利率为 65.98%，较上年提升 5.01 个百分点，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。

表 7：2018 年化工码头前五大客户情况

单位：万元、%

客户名称	销售额	占比
中国石化化工销售有限公司江苏分公司	877.79	6.55
浙江鑫豪石油化工有限公司	798.86	5.96
中国石油天然气股份有限公司华东化工销售分公司	664.29	4.96
中化石化销售有限公司	467.76	3.49
凯凌化工（张家港）有限公司	457.53	3.41
合计	3,266.23	24.37

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司凭借地理区位优势，且不断优化仓储管理体系，港口仓储业务发展良好，但受限于其业务规模，对公司整体盈利贡献有限；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。

目前公司金融板块收入业务规模较小，但资产管理规模扩张较快，且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，未来存在一定决策及管理风险

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 8：截至 2018 年末公司并购投资项目情况

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	6	47,420	1	11,311
半导体	8	78,578	2	18,100
健康医疗	6	27,254	-	-
新能源智能制造	3	8,224	-	-
互联网服务	5	26,921	3	21,821
教育	3	19,220	-	-
金融	7	15,950	3	3,871
其他	4	26,804	-	-
合计	42	250,371	9	55,103

注：并购投资项目按自有资金口径统计

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 9：截至 2018 年末公司在投项目投资阶段情况

投资阶段	项目数量（个）	占比
种子期	0	-
成长期	31	91.94%
成熟期	6	8.06%
总计	37	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。

2018 年，公司聚焦的四个产业投资团队和夹层业务团队均在业务上取得突破。TMT 团队以控股型并购标的北京易贝乐科技文化股份有限公司（以下简称“易贝乐”）为基点，在早、幼教行业进行产业链纵深向上向下延伸，推动赋能型投资落地；大健康团队以国际领先的研发机构 NMS 为依托，切入小分子创新药物行业，围绕抗肿瘤药物领域有选择性的延伸整合新药研发、CRO、专利授权、CDMO 等相关业务；智能制造和新能源事业部深耕新能源、物流、汽车、新材料等行业，寻找细分市场龙头或有望成为龙头的项目进行投资；半导体团队投资布局半导体和集成电路行业的中早期项目，在人工智能芯片及应用、数据中心应用核心芯片等均有重要布局。2018 年末，公司在前述产业领域实现资产管理规模约 60 亿元人民币。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人、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，业务模式及盈利模式较以前年度变化不大。2018 年，一村资本实现营业收入 866 万元，净利润为 13,993 万元。

截至 2018 年末，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 47 支，认缴规模 153.94 亿元，实缴规模 77.76 亿元；同期末，公司及其下属子公司作为 LP 投资的基金共有 34 支，基金规模合计 111.22 亿元，其中公司认缴规模为 29.18 亿元，实缴规模 11.92 亿元。

公司资产管理业务是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。2018 年，受外部行业环境低迷影响，一村投资管理规模增速不及预期，附加值较高的主动管理产品规模增长乏力，全年管理费用及业绩报酬收入均有一定程度的下滑。截至 2018 年末，一村资产管理规模约 14 亿元，管理私募基金产品 21 只。2018 年一村资产分别实现营业收入 854 万元，净利润为-2,309 万元。

总体来看，公司金融板块收入主要来源于收取管理费，规模较小，但资产管理规模扩张较快，且投资业务受金融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，未来或存在一定决策管理风险。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 2016~2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

跟踪期内，公司业务稳步经营，总资产规模逐年扩张。截至 2018 年末，公司总资产为 120.40 亿元，总负债为 70.44 亿元，分别较年初增长 8.17% 和 9.40%。随着利润留存，公司自有资本实力得以增强，同期末净资产余额为 49.96 亿元，同比增幅为 6.48%。从财务杠杆比率来看，2018 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 58.51% 和 45.89%，分别较上年度上升 0.66 个百分点和下滑 0.01 个百分点，财务杠杆比率偏高。

从资产结构来看，公司资产仍以非流动资产为主，2018 年末非流动资产占总资产的比例为 73.16%。从构成来看，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 74.88%、18.22% 和 5.57%。公司可供出售金融资产期末余额为 65.95 亿元，较年初增长 5.02%，新增部分主要为公司新持有的基金管理项目，此外 2018 年 12 月公司以现金方式受让江阴市华西热电有限公司持有的稠州银行 5,000 万股股份，受让价格 4.39 元/股，交易总额为 2.20 亿元，年末共持有稠州银行股份比例为 4.66%，当年该项目获得投资收益 0.10 亿元；长期股权投资余额为 16.05 亿元，同比增幅为 14.33%，新增部分主要系 2018 年公司控制的结构化主体上海华伊投资中心（有限合伙）和江苏惠泉华杰信诺投资企业（有限合伙）合计受让易贝乐 3,783,500 股股份，受让金额合计为 1.08 亿元，受让完成后合计持有易贝乐股份为 29.94%。本期易贝乐转为权益法核算，由可供出售金融资产科目调整至长期股权投资科目核算。此外，当年公司新增投资对象安徽卓智投资有限公司（投资金额为 0.54 亿元）；固定资产主要为房屋建筑物。2018 年末，公司流动资产为 32.32 亿元，占总资产比重为 26.84%，主要包括货币资金、应收款项、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和其他流动资产等，分别占流动资产的 35.34%、21.44%、12.41% 和 12.33%。公司货币资金主要为银行存款 8.57 亿元和其他货币资金 2.86 亿元（包括借款保证金 1.42 亿元和票据保证金 0.53 亿元）；应收款项包括应收票据 3.25 亿元和应收账

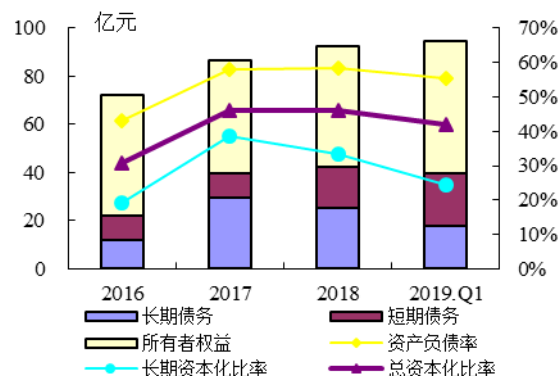
款 3.68 亿元，合计同比增长 23.09%，应收账款账龄主要集中于一年以内，当期计提坏账准备 0.03 亿元，期末计提坏账准备余额为 0.25 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 4.01 亿元，同比增长 92.25%，主要系投资的境内外股票、基金等，同时当年新增衍生金融资产 1.91 亿元，主要系结构化主体签署对赌协议，本期确认的公允价值变动收益；其他流动资产 3.99 亿元，主要为银行理财产品，同比下滑 59.80%，主要系期末持有的理财产品规模减少。

2019 年 1 月 1 日起，公司执行新的金融工具会计准则（《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》），对相关金融资产及相关所有者权益项目进行了重分类处理。截至 3 月末，公司流动资产和非流动资产占比分别为 55.10% 和 44.90%，其中变动较大的系交易性金融资产期末余额比年初余额增加 39.04 亿元；其他非流动金融资产期末余额比年初余额增加 31.85 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产期末余额比年初余额减少 4.01 亿元；买入返售金融资产期末余额比年初余额减少 0.29 亿元及可供出售金融资产期末余额比年初余额减少 65.95 亿元。其他综合收益期末余额比年初余额下滑 99.26%，未分配利润期末余额比年初余额增长 98.84%。截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益合计 54.78 亿元，当期末资产总额 122.46 亿元，负债总额 67.68 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 55.27% 和 41.94%。

随着投资业务规模的扩张，资金需求加大，公司总负债规模增长，2018 年末非流动负债和流动负债的占比分别为 65.85% 和 34.15%。公司非流动负债包括长期借款 4.70 亿元、应付债券 20.34 亿元和其他非流动负债 17.45 亿元，其中其他非流动负债主要为并表基金的 LP 份额。具体来看，2018 年公司 3 亿元“16 华西 F1”于 9 月全部回售并摘牌，年末应付债券规模减少 12.76% 至 20.34 亿元；当年将 1.67 亿元长期借款调整至“一年内到期的非流动负债”，年末长期借款规模减少 25.00% 至 4.70 亿元；流动负债主要包括短期借款 14.55 亿元和其他应付款 3.64 亿元，其中其他应付款主要系应付利息 1.12

亿元和结构化主体债务 1.54 亿元等。

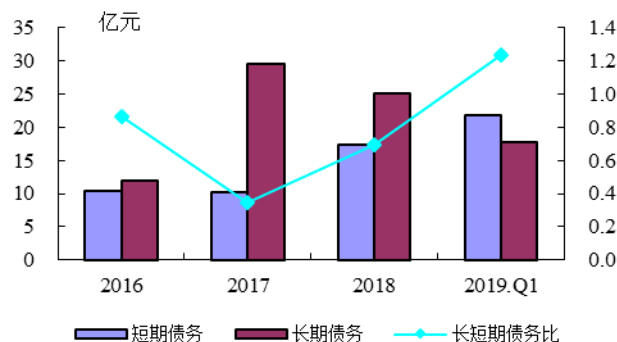
图 2：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，截至 2018 年末公司总债务规模为 42.36 亿元，同比增长 6.43%，其中，短期债务为 17.32 亿元，同比增长 69.49%，长短期债务比由上年末的 0.35 倍提升至 0.69 倍。2019 年，公司“16 华西 01”公司债券于 3 月回售 3.5 亿元，同时将 5 月到期回售“16 华西 02”公司债券重分类至一年内到期的非流动负债。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 39.58 亿元，其中短期债务 21.87 亿元，长短期债务比为 1.23 倍。总体来看，2019 年公司总债务规模有所回落，但短期债务较高，债务期限结构有待改善。

图 3：2016~2019.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，随着业务规模的扩张，公司总资产规模持续增长，但短债规模较高，且财务杠杆比率相对较高，财务结构稳健性欠佳。

盈利能力

跟踪期内，公司实现营业收入 29.32 亿元，同比增长 3.16%，其中短纤业务仍系主要收入来源，随着产品价格上涨和产能扩张的推动，当年短纤业

务收入为 27.55 亿元，同比增长 23.96%，占公司营业总收入比重为 93.96%；公司仓储、投资管理及其他业务收入分别为 1.34 亿元、0.16 亿元和 0.27 亿元，其中仓储和投资管理业务收入均较上年有不同程度增长；当年公司主动减少材料销售规模，以原材料销售为主的其他业务收入大幅下滑 94.54%。2019 年 1~3 月，随着公司新增产能全部投产，公司实现营业总收入 7.16%，同比增长 26.51%。

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，跟踪期内受制于原材料价格增长较快，成本转嫁相对滞后，销售均价的涨幅不能覆盖原料成本扩张空间，当年该板块业务毛利率为 6.96%，较上年下滑 2.98 个百分点；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，公司减少初始获利能力较低的材料销售业务规模，一定程度减缓了公司综合营业毛利率的下滑。2018 年公司营业毛利率为 9.94%，同比下降 0.60 个百分点；2019 年 1~3 月营业毛利率为 8.95%，业务初始获利水平仍较低。

表 10：2017~2018 年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	
	收入	毛利率	收入	毛利率
化纤业务	22.22	9.94	27.55	6.96
仓储服务	1.11	60.97	1.34	65.98
投资业务	0.10	62.48	0.16	69.84
其他业务	4.99	1.07	0.27	0.91
合计	28.42	10.54	29.32	9.94

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用规模合计为 5.66 亿元，同比增长 59.69%。其中，公司销售费用为 0.35 亿元，较上年基本持平；当年职工薪酬规模扩张，管理费用同比增长 18.72%至 1.37 亿元；费用化利息支出增长及下属结构化主体应付一般持有人的利益增加，推升了财务费用支出规模增至 3.94 亿元，同比增幅为 93.36%。2018 年，公司三费收入占比为 19.31%，较上年增长 6.84 个百分点。2019 年 1~3 月，公司三费合计为 1.31 亿元，占营业收入的比例为 18.32%。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 11：2016~2019.Q1 公司期间费用明细

单位：亿元、%

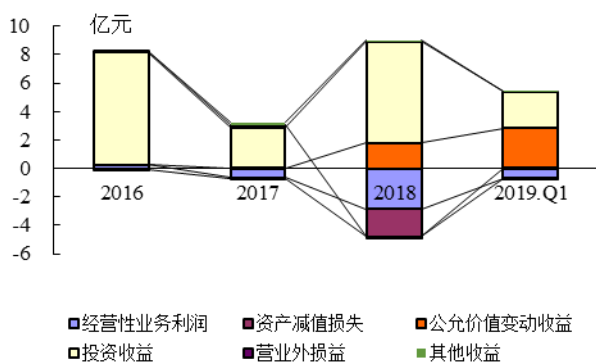
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.33	0.36	0.35	0.11
管理费用	1.40	1.15	1.37	0.39
财务费用	0.65	2.04	3.94	0.81
三费合计	2.38	3.55	5.66	1.31
营业总收入	21.25	28.42	29.32	7.16
三费收入占比	11.18	12.47	19.31	18.32

注：中诚信证评将公司 2017 年、2018 年及 2019 年 Q1 研发费用列入管理费用中分析，分别为 0.02 亿元、0.02 亿元和 0.004 亿元。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

跟踪期内，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扩张影响，公司经营业务空间持续受压，2018 年同比下滑 334.62%至-2.84 亿元。公司投资收益主要为处置可供出售金融资产取得的投资收益 5.17 亿元，其中主要系减持了 1,500 万股华泰证券股票获得投资收益 2.14 亿元（期末剩余持股 1,500 万股）和控制主体昆山悦村投资合伙企业（有限合伙）退出投资上海微盟发展有限公司，原持有 17.50% 股权全部出售获得投资收益 2.00 亿元、可供出售金融资产在持有期间的投资收益 1.79 亿元主要包括江苏银行分红 0.45 亿元和华泰证券分红 0.05 亿元等及银行理财产品收益（0.12 亿元），2018 年实现投资收益合计 7.13 亿元，同比增长 152.15%；同时当年收到以开发扶持资金等政府补助为主的其他收益 0.08 亿元。2018 年公司实现利润总额 4.22 亿元，同比增长 69.03%；同期实现净利润 3.39 亿元，同比增长 64.79%。2019 年 1~3 月，公司利润总额为 4.71 亿元，主要包括公允价值变动收益 2.76 亿元和投资收益 2.59 亿元，其中公允价值变动收益规模同比增长 7,387.22%，主要原因是 2019 年公司会计政策变更，执行新的金融工具会计准则，持有金融资产的公允价值变动收益增加；投资收益规模同比增长 630.08%，主要原因是持有的可供出售权益工具合力泰股票 2018 年度确认的公允价值变动收益 1.68 亿元，本期对该资产进行清算，收回此部分收益。2019 年 1~3 月，公司实现净利润 3.60 亿元。整体来看，公司持有大量的优质金融资产，投资收益系利润的主要来源，对最终盈利能够形成支撑。

图 4：2016~2019.Q1 公司利润总额构成情况



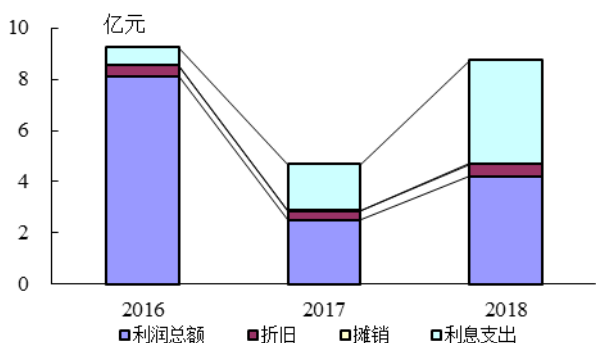
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体看来，2018 年，受益于产品量价齐升，公司营业总收入规模保持增长，但受成本转嫁滞后影响，业务初始盈利下滑，同时财务费用大幅扩张，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，2018 年，公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成，受投资收益规模大幅扩张影响，公司利润总额增加，获现能力增强，当年公司 EBITDA 为 7.02 亿元，同比增长 49.89%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2018 年公司总债务/EBITDA 指标为 6.03 倍，EBITDA 利息保障倍数为 3.04 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力尚可。

图 5：2016~2018 年公司 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，2018 年公司经营活动净现金流为 -1.96 亿元，主要系当年随着营收规模的扩张，自身议价不足致使下游客户欠款规模增加，同时备货规模扩张，全年经营性现金流表现为净流出；同期经营活动净现金流/总债务为 -0.05 倍，经营活动净

金流/利息支出为 -0.85 倍，经营性现金流无法对公司债务本息行程保障。此外，2018 年公司投资性活动净现金流由上年的 -30.22 亿元增至 2.52 亿元，主要系当年对部分投资主体减持及退出投资。2019 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 -0.08 亿元；投资活动净现金流为 5.22 亿元。

表 12：2016~2019.Q1 公司主要偿债指标

单位：亿元、%

	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务	10.35	10.22	17.32	21.87
总债务	22.30	39.80	42.36	39.58
资产负债率	43.02	57.85	58.51	55.27
总资本化比率	30.88	45.90	45.89	41.94
经营活动净现金流	2.33	0.10	-1.96	-0.08
投资活动净现金流	-14.18	-30.22	2.52	5.22
经营活动净现金/总债务 (X)	0.10	0.002	-0.05	-0.01
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.34	0.05	-0.85	-
EBITDA	9.24	4.69	7.02	-
总债务/EBITDA (X)	2.41	8.50	6.03	-
EBITDA 利息倍数 (X)	13.27	2.62	3.04	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

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 2019 年 3 月末，公司合并口径获得的授信总额为 26.13 亿元，其中尚未使用余额为 6.49 亿元。

或有事项方面，截至 2019 年 3 月末，公司对外担保总额为 5.90 亿元，担保对象为江苏华西集团有限公司（4.5 亿元）和江阴市华西热电有限公司（1.40 亿元），担保规模占净资产的比例为 11.81%。此外，截至 2019 年 3 月末，公司无重大未决诉讼事项。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司所有权或使用权受限的资产合计为 36.52 亿元，其中信用证、银行承兑汇票等保证金共计 3.24 亿元，应收票据、固定资产、其他流动资产、可供出售金融资产和长期股权投资的融资抵押质押共计 33.28 亿元，受限资产占总资产的比重为 30.33%。

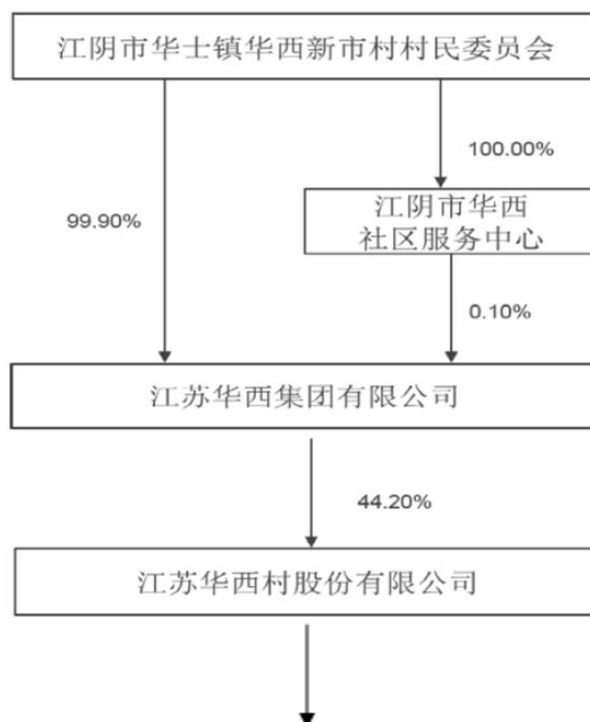
综合来看，跟踪期内，公司成本转嫁能力欠佳，综合毛利率持续走低，加之财务费用高企，利润总额对投资收益保有依赖。受益于行业景气度良好，

量价齐升致使营业收入稳步扩张，同时公司持有大量的优质金融资产，跟踪期内投资收益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。但考虑到股票市场投资回报存在一定不确定性，公司以投资收益为主的盈利稳定性受到的不确定性因素相对较多，中诚信证评对此保持关注。

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**。

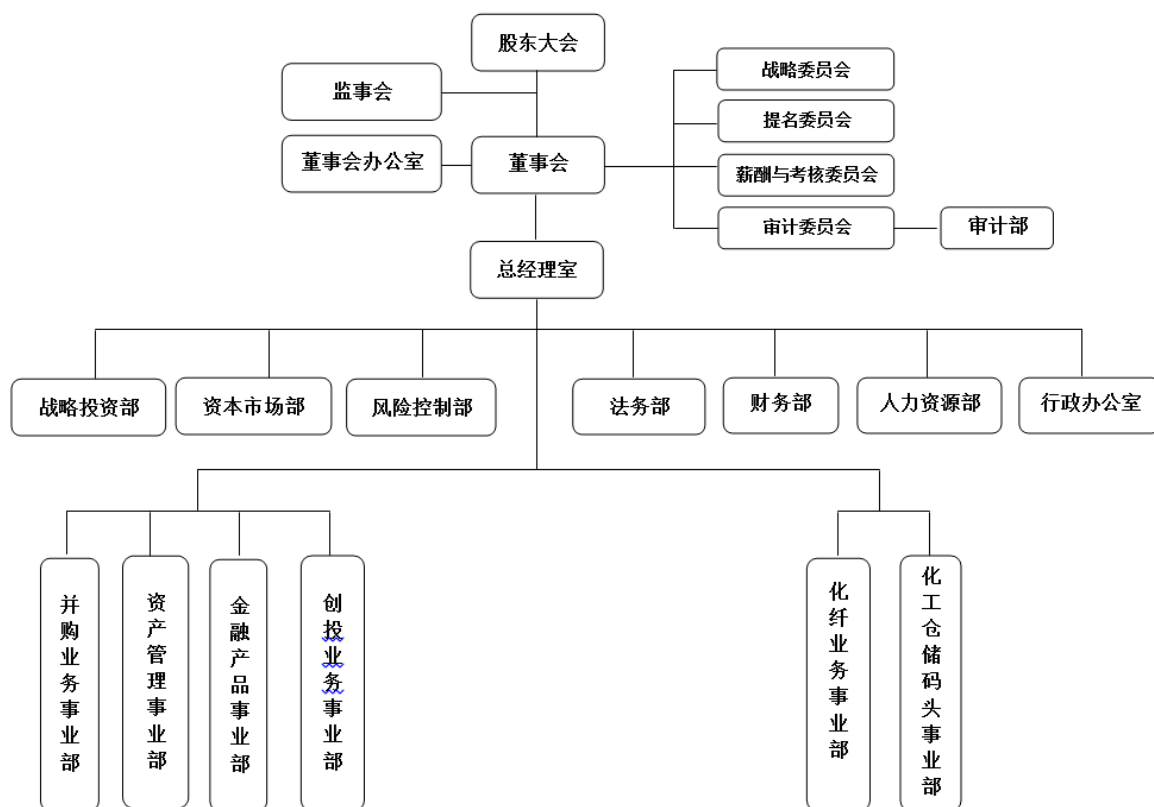
附一：江苏华西村股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



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	91.03
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 12 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	122,051.53	87,852.88	114,216.98	124,169.85
应收账款净额	25,336.61	31,020.04	36,786.46	37,680.28
存货净额	14,604.10	14,435.52	23,968.79	49,694.74
流动资产	338,621.04	300,246.63	323,170.17	674,798.43
长期投资	498,243.70	768,396.62	820,023.82	487,913.25
固定资产合计	35,094.68	35,136.62	49,488.49	50,642.31
总资产	875,880.40	1,113,006.97	1,203,954.55	1,224,620.41
短期债务	103,500.00	102,200.65	173,217.60	218,656.14
长期债务	119,454.89	295,826.64	250,413.53	177,115.14
总债务（短期债务+长期债务）	222,954.89	398,027.29	423,631.13	395,771.29
总负债	376,781.43	643,845.24	704,381.20	676,813.03
所有者权益（含少数股东权益）	499,098.96	469,161.73	499,573.35	547,807.38
营业总收入	212,532.13	284,238.73	293,219.39	71,574.41
三费前利润	26,174.04	28,914.48	28,194.17	6,283.86
投资收益	78,717.99	28,282.72	71,316.05	25,866.32
净利润	61,322.63	20,553.59	33,869.42	35,971.94
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	92,429.23	46,850.27	70,224.04	-
经营活动产生现金净流量	23,271.83	950.67	-19,645.79	-838.38
投资活动产生现金净流量	-141,754.86	-302,238.82	25,165.88	52,247.84
筹资活动产生现金净流量	196,284.85	265,962.90	1,322.88	-40,341.59
现金及现金等价物净增加额	79,039.20	-37,198.66	7,729.80	10,586.82
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	12.64	10.54	9.94	8.95
所有者权益收益率（%）	12.29	4.38	6.78	26.27*
EBITDA/营业总收入（%）	43.49	16.48	23.95	-
速动比率（X）	2.16	1.74	1.24	2.21
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.002	-0.05	-0.01*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.22	0.01	-0.11	-0.02*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.34	0.05	-0.85	-
EBITDA 利息倍数（X）	13.27	2.62	3.04	-
总债务/EBITDA（X）	2.41	8.50	6.03	-
资产负债率（%）	43.02	57.85	58.51	55.27
总资本化比率（%）	30.88	45.90	45.89	41.94
长期资本化比率（%）	19.31	38.67	33.39	24.43

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、2019年第一季度带“*”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

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。