



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪028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，维持贵公司本期发债主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为**AA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一七年四月十日

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(第二期)跟踪评级报告(2017)

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		
偿还方式	按年付息, 到期一次还本		
上次评级时间	2016/05/11		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

2016 年, 化纤行业逐步回暖, 受益于市场差异化率提高、码头区域优势和仓储管理优化, 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; 公司投资管理业务尚处于起步阶段, 但战略布局清晰, 为后期盈利增长提供支持。同时, 公司负债处于合理水平, 财务结构较稳健, 整体偿债能力很强。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到原材料价格波动、同业竞争压力以及金融投资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为 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(第二期)”信用级别为 AA。

正面

- 化纤类产品毛利率提升明显。公司拥有一个省级科技中心, 利用自身设备及人才优势, 不断研究开发高端、差异化产品, 2016 年, 得益于产品附加值的提高以及生产成本的下降, 化纤类产品毛利率为 9.69%, 同比提高 3.65 个百分点。
- 仓储业务区域优势明显。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有力保障, 2016 年公司仓储业务收入为 9,229 万元, 较上年增长 7.53%。
- 畅通的融资渠道。2016 年公司顺利发行公司债券合计 12.00 亿元, 用于补充营运资金、偿还借款。截至 2016 年末, 公司共获得各银行综合授信额度 22.93 亿元, 未使用额度 12.68 亿元。作为上市公司, 公司在资本市场上融资渠道畅通。

概况数据

华西股份	2014	2015	2016
所有者权益(亿元)	23.63	29.34	49.91
总资产(亿元)	34.78	38.98	87.59
总债务(亿元)	7.00	6.10	22.30
营业收入(亿元)	20.66	20.13	21.25
营业毛利率(%)	6.38	8.72	12.64
EBITDA(亿元)	1.85	2.18	9.24
所有者权益收益率(%)	2.82	3.25	12.29
资产负债率(%)	32.07	24.72	43.02
总债务/EBITDA(X)	3.79	2.80	2.41
EBITDA 利息倍数(X)	5.14	6.74	13.27

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。

分析师

张和 hzhang@ccxr.com.cn

王璐 lwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 4 月 10 日

关 注

- 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，石化及纺织行业周期性波动通过原材料价格和产品价格影响公司经营业务的盈利能力。
- 行业竞争风险。化纤行业和仓储行业竞争加剧，对公司及时提高化纤产品层次、市场差异化率及不断提升仓储附加值和服务均提出较高的要求。
- 面临一定金融投资风险。公司未来将逐步确立投资管理业务的主业地位，但金融投资受金融环境、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，加之公司该板块业务仍处于起步阶段，人员机构配备尚不完整，存在一定决策及管理风险。
- 公司闲置资金较大，财务费用攀升。2016 年公司通过短期借款以及债券融资等方式进行外部融资，并使货币资金增至 12.21 亿元，较去年增加 180.49%，列入其他流动资产的银行理财 10.27 亿元，同比增加 196.56%。同期财务费用为 0.65 亿元，同比增加 297.01%。

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对象构成委托关系外，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评级对象提供，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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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

化纤行业逐步回暖，聚酯纤维产品价格有所回升，但总体情况依旧低迷，产能过剩情况仍然存在

2016年以来化纤产品价格正在逐渐回升，相比于2015年部分产品如涤纶短纤、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，2016年我国涤纶短纤年初价格6,433元/吨，年末价格8,610元/吨，年末较年初上涨33.84%；涤纶长纤主要产品年价格涨幅达34.46%~44.25%。

表 1：截至 2016 年末我国聚酯纤维价格情况

单位：元/吨			
商品	年初价格	年末价格	同比上涨
涤纶短纤	6,433	8,610	33.84%
涤纶 FDY	6,551	9,450	44.25%
涤纶长纤	7,742	10,410	34.46%
涤纶 POY	6,084	8,650	42.18%

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2015年，我国涤纶纤维每月产量同比增长率在8.22%~14.88%，2016年1~10月，我国涤纶纤维每月产量同比增长率在1.14%~7.53%。2016年1~10月我国涤纶纤维产量3,273.46万吨，较上年同期增长1.62%，近年我国涤纶纤维产量增长率有所下降。

图 1：近年我国涤纶纤维年度累计产量统计图

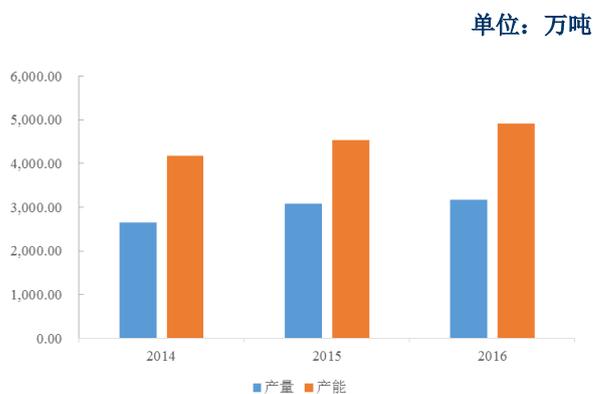


资料来源：公开资料，中诚信证评整理

原材料方面，聚酯纤维的原材料主要为PTA和MEG，PX约占PTA总成本的85%以上。PX为原油的一部分轻质馏分，因此，PX产品价格和原油价格的相关较大。2016年国内PX产能高达1,440万吨，但是国内产量却只有940万吨左右，整体开工率在6.5成左右，产量利用率较低。2016年国内

PX对外依存度高达56.80%，因此PX产品价格受全球PX行业发展影响较大。2016年，PX年初价格为6,093.75元/吨，年末价格为6,700.00元/吨，全年涨幅为9.95%。近年来PTA行业成为聚酯产业链中产能扩张最快，产能过剩最严重的一环，据公开资料统计，2016年国内PTA产能达到4,909万吨左右。随着下游聚酯企业积极将业务向上游延伸，PTA产能快速扩张，供需逐步呈现紧缺-平衡-充裕-过剩，2016年产能增速有所放缓，当年国内PTA新产能投入220万吨，全年增幅4.7%。当前国内PTA自给率达98%高位，容纳空间已达上限，后续PTA将进入一个逐渐去产能的阶段。

图 2：2014~2016 年我国 PTA 产能和产量概况



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

价格方面，受国际原油价格下跌、行业产能过剩和下游需求不振等综合因素的影响，2016年我国PTA最高价格4,930元/吨，最低价格4,515元/吨，当年市场价格主要维持5,000元/吨以下的低位震荡。

下游需求方面，聚酯纤维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，2016年我国纺织行业累计实现主营业务收入40,869.7亿元，同比增加1.73%；实现利润总额2,194.1亿元，同比增加1.23%，纺织业各项财务指标增速均有所放缓。

总体来看，原材料价格较低在一定程度上提升了聚酯纤维产品的利润空间，但受宏观经济下行，下游增速放缓的影响，聚酯纤维行业产能过剩的局

面在短期内仍不会改变，聚酯纤维产品仍面临一定的价格下行压力。

受石化行业去产能调结构的影响，石化物流行业发展速度有所减缓，仓储行业仍维持低速平稳的发展态势

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。

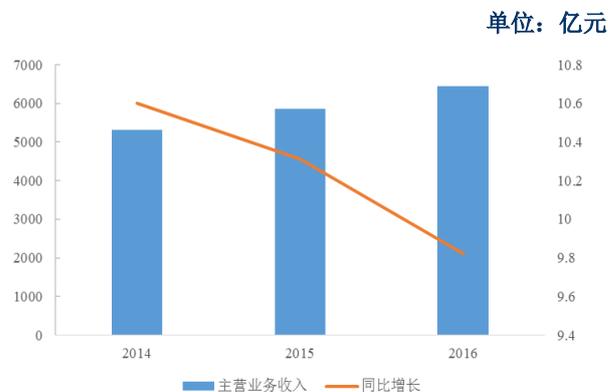
水路运输及港口方面，2016年全国水路运输及港口生产维持稳中有升的发展态势。据公开数据统计显示，2016年通过水运完成货物运输总量63.63亿吨，较上年增长3.63%；货物运输周转量95,399.9亿吨公里，较上年上升3.79%；2016年全国沿海规模以上港口完成货物吞吐量80.81亿吨，同比增加3.14%，其中外贸完成33.73亿吨，增长3.91%。

石油化工行业方面，2016年我国石油和化工行业实现主营业务收入13.35万亿元，同比增长2%，扭转了连续两年下降趋势；实现利润6,600亿元，增长2.5%。2016年石油和化工行业经济增长显著分化，从增加值看，全行业增加值同比增长7.0%，比去年回落1.5个百分点，其中化学工业增幅8.0%，油气开采业则下降3.6%。化学工业中，专用化学品、农药和合成材料制造等增加值增速较高，但是化肥制造和化学矿采选等增加值增速只有3.6%和5.4%。从主营收入情况看，三大板块中，油气开采降幅较大，达17.3%，石油加工业则小幅下降，其中专用化学品和合成材料收入增幅较快，化肥行业则是下降4.5%。从主要产品产量看，原油产量2010年以来首次出现下降，降幅达6.9%。主要化学品中，无机化学原料产量增幅仅2.2%，但有机化学原料和合成材料增幅分别为5.7%和8.0%。石化物流行业和石化行业景气度相关性较大，受石化行业去产能调结构的影响，石化物流行业发展速度缓慢。

仓储物流方面，随着宏观经济增速放缓，仓储业发展速度亦有所减缓，但行业总体运行形势仍较

平稳，各项指标仍保持逐年增长状态。2016年全国仓储企业数量达到3.96万家，较上年增长15.6%；实现主营业务收入6,438亿元，较上增长9.82%，维持近年来较低的增速。

图3：2014~2016年我国仓储业主营业务收入



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总体来看，受石化行业发展放缓的影响，石化物流行业发展速度亦有所减缓；同时，仓储业发展速度虽有所减缓，但仍维持低速平稳的增长趋势，行业运行良好。

业务运营

2016年是公司在确立金融控股平台战略转型目标之后的起始之年，公司传统化纤产业逐步回暖，同时通过大力开拓海外市场、技术改造和降低成本，保持了稳健运营的态势。石化物流仓储业务运营较为稳健，金融投资业务并购和资产管理业务进展顺利。2016年公司实现营业总收入21.25亿元，较上年增长5.58%。具体来看，2016年公司涤纶短纤销量有所增加，但受销售单价下降影响，公司涤纶化纤板块营业收入下降至17.72亿元，同比减少0.37%，占公司营业总收入比重为83.39%；依托华西码头区域优势，并提升服务质量，2016年公司仓储业务板块实现收入0.92亿元，较上年增长7.53%。此外，2015年起，公司开始涉足投资管理领域，但该项业务处于起步期，尚未形成规模。2016年，公司实现投资管理收入0.37亿元，占营业总收入的比重为1.75%。

表 2：2014~2016 年公司业务收入分板块情况

单位：亿元、%

业务类型	2014 年		2015 年		2016 年	
	收入	占营业总收入比重	收入	占营业总收入比重	收入	占营业总收入比重
涤纶化纤	19.69	95.28	17.79	88.38	17.72	83.39
仓储	0.82	3.97	0.86	4.26	0.92	4.34
投资管理	-	-	0.11	0.55	0.37	1.75
其他业务	0.16	0.75	1.37	6.81	2.23	10.52
合计	20.66	100.00	20.13	100.00	21.25	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司短纤产品价格下跌，但受益于公司产品差异化率提高及生产成本下降，该板块业务毛利率提升

经过十余年的经营发展，华西股份在涤纶短纤维市场形成一定技术优势和品牌优势。公司涤纶短纤年产能为 30 万吨，公司实行以销定产原则，2016 年全年产量为 27.04 万吨，较上年下降 3.87%，产能利用率为 90.13%。

表 3：2014~2016 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
2014	30.00	24.02	80.07
2015	30.00	28.13	93.77
2016	30.00	27.04	90.13

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司采用直销为主的销售方式，与主要客户均能保持长期的合作关系，2016 年前五大客户销售占比为 30.44%。2016 年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，当年涤纶短纤产品销量为 28.43 万吨，较上年增长 2.34%。

表 4：2016 年公司涤纶产品主要客户情况

单位：万元、%

客户名称	销售额	占年度销售总额比例
厦门国贸集团股份有限公司	14,298.39	8.07
青岛华亿诚物资有限公司	11,713.15	6.61
WELL PLAN INTERNATIONAL LIMITED	11,213.58	6.33
湖北银丰化纤有限责任公司	9,095.66	5.13
江阴市科卓商贸有限公司	7,619.85	4.30
合计	53,940.63	30.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产品价格方面，近年来，受下游需求不足及行业下行影响，公司产品售价有较大幅度下滑，公司产品销售平均单价由 2015 年的 6,304.92 元/吨跌至 2016 年的 6,122.52 元/吨，跌幅为 2.89%。

表 5：2014~2016 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
2014 年	24.23	8,037.76	7,620.16
2015 年	27.78	6,304.92	5,859.57
2016 年	28.43	6,122.52	5,545.56

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司短纤产品原材料主要为 PTA 和 MEG，合计约占总成本的 90% 左右。2016 年，公司向前五十大供应商采购占比为 70.27%，公司供货渠道较为稳定。受国际原油价格下跌影响，公司主要原材料价格有所波动，PTA 和 MEG 的采购单价分别为 3,945.26 元/吨和 4,561.96 元/吨，分别较上年增长 1.65% 和下降 12.24%。

表 6：2014~2016 年公司涤纶短纤原料采购情况

单位：吨、万元、元/吨、%

	原料名称	采购量	采购总成本	采购单价	成本占比
2014	PTA	212,769	117,480.67	5,521.50	62.70
	MEG	86,629	50,917.25	5,877.61	27.18
2015	PTA	250,007	97,029.95	3,881.09	58.87
	MEG	99,000	51,464.28	5,198.41	31.22
2016	PTA	232,109	91,573.01	3,945.26	61.98
	MEG	83,083	37,902.10	4,561.96	26.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

盈利方面，随着公司产品附加值提高，2016 年公司短纤产品毛利率上升至 9.69%，同比上升 3.65 个百分点。

总体来看，涤纶化纤业务仍是公司业务收入的主要来源，2016 年产品销售价格有所下滑，但得益

于产品附加值的提高以及生产成本的下降，毛利率有所提升。此外，受原油价格影响，公司主要原材料价格一直处于不断波动中，中诚信证评将持续关注原材料价格波动对公司经营业绩的影响。

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，但受制于规模限制，对公司业务收入贡献度仍较小

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。目前，华西码头年吞吐量 200 万吨左右，仓储存储容量 30 万立方米。

2016 年公司优化仓储业务的管理体系，提高作业效率、服务质量，并降低物资流转损耗，当年该板块业务营业收入为 9,229 万元，较上年增长 7.53%；液态化工品入库量为 153.60 万吨，同比增加 23.62%；液态化工品储运周转率为 6.98 次，较上年增长 1.33 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，2016 年前五大客户业务占比为 30.43%。

表 7：2016 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	989.10	10.72
海南洋浦中圣石化有限公司	592.12	6.42
中国石油天然气股份有限公司华东化工销售分公司	549.21	5.95
江苏省海外企业集团有限公司	342.71	3.71
万华化学（烟台）石化有限公司	334.92	3.63
合计	2,808.06	30.43

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

盈利能力方面，2016 年公司仓储业务毛利率为 60.30%，毛利水平高，盈利能力较强，但仓储业务规模较小，该业务收入对营业收入贡献不大。

表 8：2014~2016 年公司仓储业务盈利情况

单位：万元、%			
	2014	2015	2016
营业收入	8,204	8,583	9,229
毛利率	61.85	63.40	60.30

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，并通过优化仓储管理体系，港口仓储业务发展良好，毛利率

较高。但仓储业务规模仍较小，对营业收入贡献有限；同时，中诚信证评注意到，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，我们将予以关注。

公司金融板块处于起步阶段，业务规模较小，但战略布局规划清晰，发展前景较好

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。

2016 年，一村资本出资 5,000 万元投资宁德时代新能源科技股份有限公司，股权比例为 0.238%；出资 2,940 万元人民币投资上海澜亭投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“上海澜亭”），认缴出资比例占上海澜亭 9.80%；认缴苏州工业园区德信义利投资中心（有限合伙）10,000 万元人民币份额，占苏州工业园区德信义利投资中心（有限合伙）总规模 8.07%；出资 2,560 万元人民币，取得深圳峰创智诚科技有限公司 17.07% 股权；向无锡玖联众诚企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“玖联众诚”）出资 9,000 万元，占玖联众诚总规模 90%；出资 3,800 万元，通过受让方式取得上海网鱼信息科技有限公司股权，持有股权比例为 3.42%；截至 2016 年，一村资本向昆山安村中银医疗器械产业投资中心（有限合伙）（以下简称“安村中银”）出资 5,000 万，占安村中银总规模 20.83%。截至 2016 年末，一村资本实现营业收入 8,106.99 万元，净利润 6,872.15 万元。

一村资产控股的上海毅扬投资管理有限公司（以下简称“上海毅扬”）是一村资产旗下的核心私募基金管理平台。截至 2016 年末，上海毅扬管理的一村大中华动力 1 号私募证券投资基金规模为 4,825.00 万元，一村 TB303 私募证券投资基金规模为 4,729.01 万元，一村金牛四号投资基金规模为 19,480.90 万元，一村金牛六号私募投资基金规模为 12,500.00 万元。截至 2016 年末，上海毅扬共实现营业收入 1,552.41 万元，净利润 426.49 万元。

总体来看，公司金融板块处于起步阶段，人员机构配备尚不完整，业务规模较小，但公司金融板

块业务分工明确，战略布局规划清晰，发展前景较好。中诚信证评将持续关注公司金融板块的发展态势。

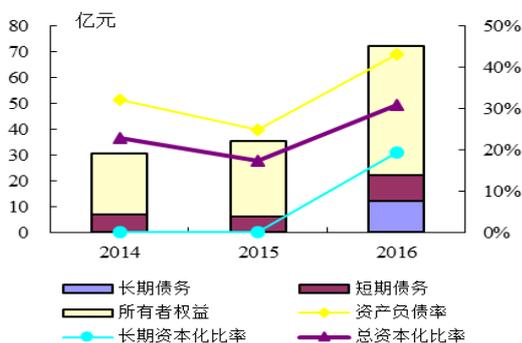
财务分析

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 2014~2016 年审计报告。

资本结构

近年来公司投资管理业务尚处于起步阶段，为了做好金融并购投资需要的资金准备，支持公司投资业务发展，公司通过发行债券以及增加短期借款等方式积极进行外部融资，由此带动总资产以及总负债大幅上升。截至 2016 年末，公司总资产为 87.59 亿元，总负债为 37.68 亿元，分别较年初增长 124.69% 和 290.98%。所有者权益方面，由于 2016 年公司持有江苏银行股权由成本法改按公允价值核算导致其他综合收益大幅增加以及公司经营成果的积累，截至 2016 年末公司所有者权益增至 49.91 亿元，同比增长 70.08%。从财务杠杆比率来看，受负债规模上升影响，截至 2016 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 43.02% 和 30.88%，分别较上年度上升 18.30 个百分点和 13.67 个百分点，财务杠杆比率整体处于合理水平。

图 4：2014~2016 年公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产构成方面，截至 2016 年末，公司非流动资产为 53.73 亿元，占总资产比重达 61.34%。其中，可供出售金融资产为 49.23 亿元，占非流动资产比重为 91.64%，较年初增长 195.16%，主要是公司持有江苏银行股权 2.49 亿股，因江苏银行在 2016 年上市，公司持股比例由发行前的 2.4% 降至 2.2%，

持股数不变（均为限售股，36 个月内不得出售），当年对原持有的江苏银行股权由成本法改按公允价值核算，其他综合收益大幅增加。公司流动资产为 33.86 亿元，占总资产比重为 38.66%，以货币资金、其他流动资产和应收票据为主，上述三项金额分别为 12.21 亿元、10.46 亿元和 3.00 亿元。其中，货币资金较年初增长 180.49%，主要系处置股权以及经营活动产生的现金流入增加；其他流动资产较年初增长 164.18%，主要是当年持有的银行理财产品增加。

负债结构方面，截至 2016 年末，公司非流动负债为 22.70 亿元，占总负债比重为 60.25%，以应付债券、递延所得税负债和其他非流动负债为主，上述三项金额分别为 11.95 亿元、6.42 亿元和 4.33 亿元。其中，应付债券大幅增加主要是因公司业务需要，当年发行债券 12.00 亿元。流动负债方面，公司流动负债为 14.98 亿元，占负债总额的 39.75%，主要包括短期借款 8.95 亿元、应交税费 1.50 亿元和应付票据 1.40 亿元，其中短期借款为保证借款，担保方为江苏华西集团有限公司、江阴博丰钢铁有限公司、江阴市华西建筑安装工程有公司。

从债务结构来看，因公司积极进行外部融资，总债务规模大幅上升，截至 2016 年末公司总债务规模为 22.30 亿元，同比增长 265.50%，其中，短期债务为 10.35 亿元，长短债务比为 0.87，短期偿债压力较大，债务结构有待优化。

总体来看，受公司经营成果的积累以及其他综合收益大幅增长的影响，公司资产和所有者权益规模实现大幅增长，同时由于公司外部融资规模较大，负债总额上升较快，整体来看公司财务杠杆比率保持在合理水平，财务结构较为稳健。

盈利能力

2016 年，公司实现营业总收入 21.25 亿元，同比增加 5.58%。从收入结构来看，化纤收入依旧是公司收入的主要来源，2016 年实现纺织化纤收入 17.72 亿元，同比减少 0.37%；同期仓储服务收入 0.92 亿元，同比增加 7.53%；投资业务收入 0.37 亿元，同比增长 236.36%。毛利率方面，受主要原材

料价格降幅较大影响，公司化纤行业毛利率有所提升，2016年化纤业务毛利率为9.69%，较上年增长3.65个百分点。仓储方面，近年来公司仓储业务毛利水平平均保持高位波动，2016年毛利率为60.30%，盈利能力较强。投资业务方面，2016年毛利率为100.00%，尽管毛利率高，但投资收入规模小，对公司整体盈利贡献有限。总体来看，受主营业务化纤业务毛利提高影响，2016年公司营业毛利率为12.64%，较上年增长3.92个百分点。

表 9：2014~2016 年公司营业收入毛利率情况

	单位：%		
	2014	2015	2016
化纤业务	4.07	6.04	9.69
仓储服务	61.85	63.40	60.30
投资业务	-	100.00	100.00
营业毛利率	6.38	8.72	12.64

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016年公司业务规模扩张以及合并范围扩大使得当年销售费用同比增加23.70%，管理费用增幅达186.24%；因本期计提的应付债券的利息增加，财务费用同比增加297.01%。受此影响，2016年公司期间费用合计2.38亿元，同比增加158.81%，三费收入占比提升至11.18%。总体来看，公司期间费用控制能力一般。

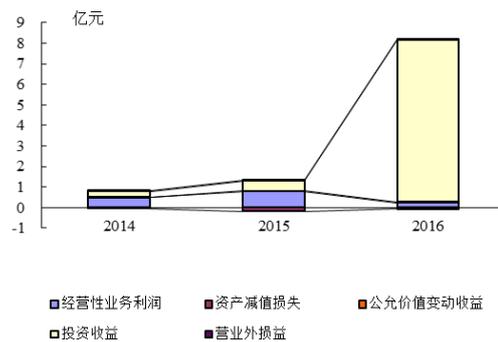
表 10：2014~2016 年公司期间费用明细

	单位：亿元，%		
	2014	2015	2016
销售费用	0.24	0.27	0.33
管理费用	0.23	0.49	1.40
财务费用	0.33	0.16	0.65
三费合计	0.80	0.92	2.38
营业总收入	20.66	20.13	21.25
三费收入占比	3.87	4.56	11.18

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2016年公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益。受期间费用上涨的影响，公司经营性业务利润为0.24亿元，同比下降69.81%。投资收益方面，公司将持有的东海证券1.00亿股股份出售，每股转让价格10.05元，转让总价款为10.05亿元，截至2016年末，公司不再持有东海证券股份。本期处置可供出售金融资产使得投资收益大幅增长至7.87亿元，增幅达1,483.52%。2016年公司实现利润总额8.11亿元，同比增加615.67%。

图 5：2014~2016 年公司利润结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体看来，公司仍以化纤和仓储业务为主营业务，营业总收入和营业毛利率稳中有升，但受期间费用上涨的影响，经营性业务利润大幅下降，并且公司利润总额主要来源于投资收益，公司盈利能力有待改善。中诚信证评将对公司的盈利能力保持持续关注。

偿债能力

EBITDA 获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2016 年公司 EBITDA 上升至 9.20 亿元，增幅达 322.02%。

从偿债能力指标来看，2016 年，受 EBITDA 大幅上升的影响，总债务/EBITDA 为 2.41 倍，EBITDA 利息保障系数为 13.27 倍，公司 EBITDA 获现能力对其债务本息形成较好保障，但考虑公司短期债务规模较大，公司仍面临一定的短期债务压力，公司债务结构有待改善。同期，公司经营活动净现金流/总债务为 0.10 倍，经营活动净现金/利息支出为 3.34 倍。

表 11：2014~2016 年公司主要偿债指标

	2014	2015	2016
短期债务（亿元）	7.00	6.10	10.35
总债务（亿元）	7.00	6.10	22.30
资产负债率（%）	32.07	24.72	43.02
总资本化比率（%）	22.85	17.21	30.88
经营活动净现金流（亿元）	-1.83	0.99	2.33
经营活动净现金/总债务（X）	-0.26	0.16	0.10
经营活动净现金/利息支出（X）	-5.10	3.06	3.34
EBITDA（亿元）	1.85	2.18	9.24
总债务/EBITDA（X）	3.79	2.80	2.41
EBITDA 利息倍数（X）	5.14	6.74	13.27

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保证责任。截至 2016 年末，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。

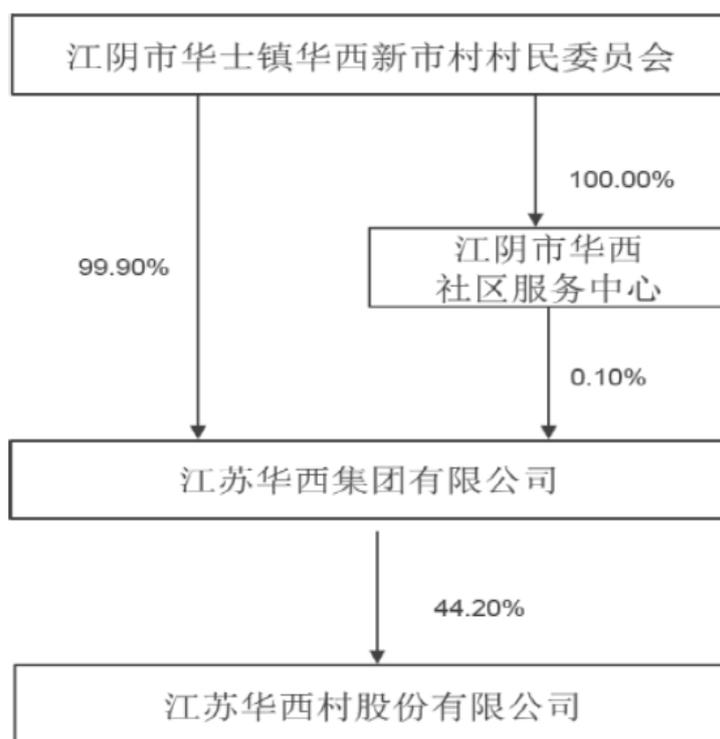
银行授信方面，截至 2016 年末，公司合并口径获得的授信总额为 22.93 亿元，其中尚未使用余额为 12.68 亿元，为公司的资金周转提供了较好支持。

综合来看，公司总资产及所有者权益规模扩大，且财务杠杆比率保持在合理水平，财务结构稳健。公司 EBITDA 对债务本息保障能力尚可，但经营性业务的盈利能力有待进一步提升。

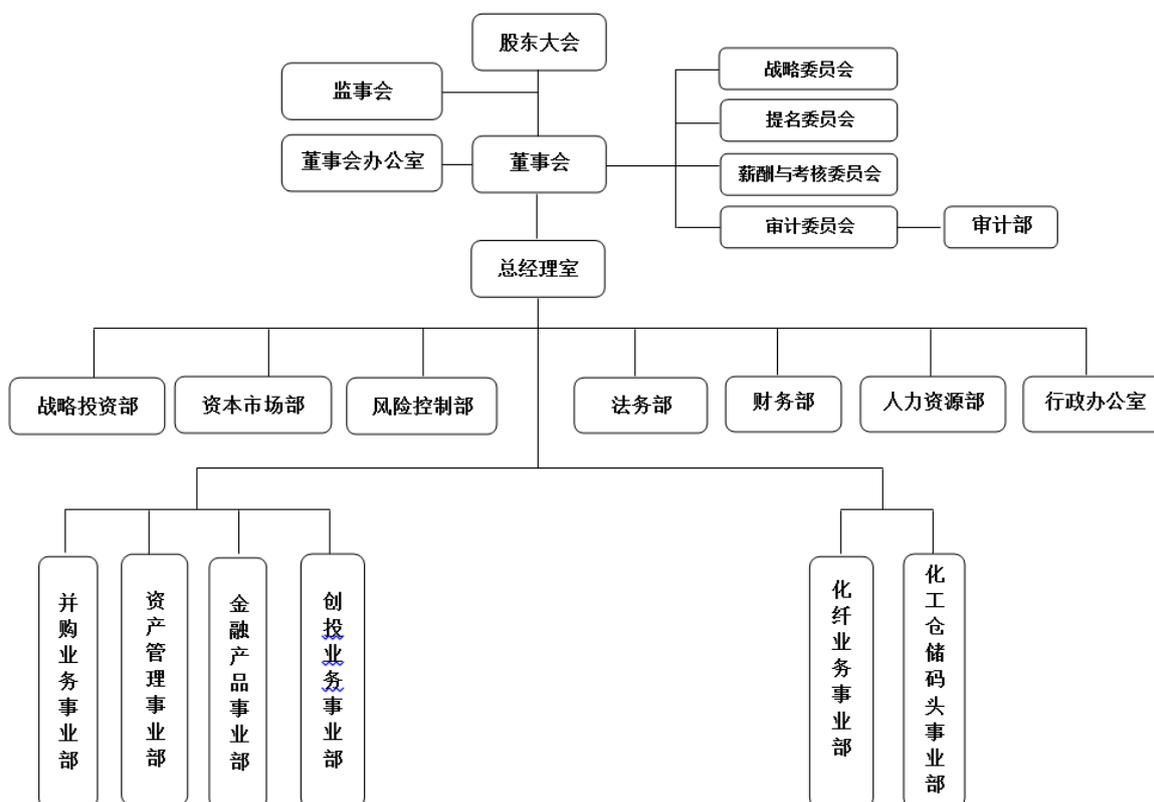
结 论

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为 **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 2016 年 12 月 31 日）



附二：江苏华西村股份有限公司组织结构图（截至 2016 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）	2014	2015	2016
货币资金	40,290.71	43,513.41	122,051.53
应收账款净额	17,469.04	16,252.62	25,336.61
存货净额	47,660.71	41,336.49	14,604.10
流动资产	150,881.72	178,110.23	338,621.04
长期投资	152,556.46	172,759.98	498,243.70
固定资产合计	41,996.50	35,947.19	35,094.68
总资产	347,817.28	389,815.43	875,880.40
短期债务	70,000.00	61,000.00	103,500.00
长期债务	0.00	0.00	119,454.89
总债务（短期债务+长期债务）	70,000.00	61,000.00	222,954.89
总负债	111,530.98	96,368.19	376,781.43
所有者权益（含少数股东权益）	236,286.30	293,447.24	499,098.96
营业总收入	206,622.30	201,295.41	212,532.13
三费前利润	12,857.07	17,168.44	26,174.04
投资收益	2,907.57	4,971.07	78,717.99
净利润	6,651.61	9,531.84	61,322.63
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	18,467.35	21,801.70	92,429.23
经营活动产生现金净流量	-18,318.68	9,902.76	23,271.83
投资活动产生现金净流量	2,531.78	-65,677.81	-141,754.86
筹资活动产生现金净流量	4,897.41	58,206.45	196,284.85
现金及现金等价物净增加额	-10,974.73	3,221.63	79,039.20
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	6.38	8.72	12.64
所有者权益收益率（%）	2.82	3.25	12.29
EBITDA/营业总收入（%）	8.94	10.83	43.49
速动比率（X）	1.10	1.66	2.16
经营活动净现金/总债务（X）	-0.26	0.16	0.10
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.26	0.16	0.22
经营活动净现金/利息支出（X）	-5.10	3.06	3.34
EBITDA 利息倍数（X）	5.14	6.74	13.27
总债务/EBITDA（X）	3.79	2.80	2.41
资产负债率（%）	32.07	24.72	43.02
总资本化比率（%）	22.85	17.21	30.88
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	19.31

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。

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。