



信用等级通知书

信评委函字[2015] 235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拟发行的“江苏华西村股份有限公司2015年公开发行公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一五年九月二十四日

江苏华西村股份有限公司 2015 年公开发行公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	江苏华西村股份有限公司
本期规模	不超过人民币9亿元（含9亿元）
债券期限	不超过5年（含5年）
债券利率	本期债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与主承销商按照市场情况确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利；
偿还方式	本期公司债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

概况数据

华西股份	2012	2013	2014	2015.H1
所有者权益（亿元）	19.85	19.71	23.63	23.97
总资产（亿元）	29.74	28.55	34.78	34.44
总债务（亿元）	7.46	6.91	7.00	6.81
营业收入（亿元）	26.51	22.14	20.66	11.13
营业毛利率（%）	5.56	4.28	6.38	8.50
EBITDA（亿元）	3.30	1.91	1.85	1.32
所有者权益收益率（%）	7.88	2.95	2.82	5.89
资产负债率（%）	33.26	30.97	32.07	30.39
总债务/EBITDA（X）	2.26	3.63	3.79	2.58
EBITDA 利息倍数（X）	6.25	4.44	5.14	8.10

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；
2.2015年半年度数据中所有者权益收益率和总债务/EBITDA经年化处理。

分析师

许家能 jnxu@ccxr.com.cn
黄颖倩 yqhuang@ccxr.com.cn
王 维 wwang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn
2015 年 9 月 24 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“江苏华西村股份有限公司（以下简称“华西股份”或“公司”）2015 年公司债券”信用级别为 AA，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定华西股份主体信用级别为 AA，评级展望为稳定。该级别反映了华西股份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。中诚信证评肯定了公司主营业务具备一定技术和品牌优势、所持有的金融资产质量良好、多元化业务发展、财务结构稳健等有利评级因素。但中诚信证评也关注到受行业环境影响公司经营能力波动的波动、金融投资业务对公司管理能力和人才配置提出更高要求等因素可能对公司及本次债券信用水平产生的影响。

正 面

- 公司主业具备技术和品牌优势。公司在纺织化纤业务具有较多技术优势，其自主研发的水刺、荧光增白等产品已成功进入欧美高端市场。此外，经过十多年的经营发展，华西化纤在涤纶短纤维市场已树立了诚信品牌形象，并建立了较为稳定的客户群，为公司产品销售提供较为稳定的保障。
 - 金融资产质量良好。公司目前除主业运营外还持有华泰证券 3,055 万股股票和江苏银行、东海证券等金融股权，该部分资产质量优良，价值提升空间较大，且其产生的投资收益为公司利润实现提供有效补充。
 - 多元化业务发展。除纺织纤维主业外，公司目前还从事石化仓储服务业务，同时公司正逐步涉及投资管理、创业投资、基金管理金融投资业务。多元化的业务发展有助于公司提升业绩水平，提高抗风险能力。
- 负债水平较低、财务结构稳健。近年来，公司始终保持较低的负债水平，截至 2015 年 6 月末，

公司资产负债率和总资本化比率仅为 30.39% 和 22.12%，财务结构稳健。此外，公司于 2015 年 8 月完成非公开 A 股发行，自有资本实力得到进一步提升。

关 注

- 行业需求疲软对公司盈利和偿债能力的影响。近年来，纺织化纤和石化仓储行业下游需求疲软，造成公司业务收入规模出现下滑，并影响公司经营性业务的盈利能力，使得公司偿债能力出现一定波动。
- 金融投资业务带来的挑战。公司金融投资业务发展前景较好，但目前该板块业务仍处于起步阶段，人员机构配备尚不完整，未来发展对公司管理能力和人才配置提出更高要求。

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 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。

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，并及时对外公布。

发行主体概况

发债主体概况

江苏华西村股份有限公司（以下简称“华西股份”或“公司”）前身为江阴市华西实业有限责任公司，原名江阴市华西精毛纺有限责任公司，于1993年12月，经江阴市体改委“澄政改(1993)99号”文批准，江苏华西集团公司（以下简称“华西集团”）和江阴市华士华西冷轧带钢厂根据《有限责任公司规范意见》，在华西集团全资下属企业江阴市华西精毛纺厂整体改制的基础上，共同出资设立的，公司初始注册资本2,200万元。

1999年5月12日，经江苏省人民政府“苏政复(1999)4号”文批准，公司于1999年5月24日由有限责任公司变更为股份有限公司，同年7月13日，经中国证监会“证监发行字(1999)81号”文批准，公司通过深圳证券交易所交易系统以网上定价方式发行3,500万股A股，发行后股本增加到14,000万元，新股发行后于1999年8月10日在深圳证券交易所上市交易。

后经过历年送红股、资本公积转增股本、可转债转股，截至2015年6月30日，公司注册资本增至74,801.29万元，华西集团持有公司43.00%的股份。2015年8月，公司完成13,800万股人民币普通股的非公开发行，募集资金总额60,030万元、募集资金净额59,185万元，按照2015年8月17日收盘的公司在册股东计算，新增股份登记到账后公司控股股东仍为华西集团，持有公司44.20%的股份，江阴市华士镇华西新市村村民委员会为公司实际控制方。

目前，公司的经营范围包括化纤的生产销售和液体化工仓储。截至2015年6月30日，公司共有一级子公司4家。2015年7月，公司拟设立全资子公司一村资本有限公司和一村资产有限公司，截至2015年8月末，一村资本有限公司已完成工商注册登记，并取得营业执照，一村资产有限公司仍处于筹备中。公司未来业务将逐步拓展到投资管理、资产管理、创业投资、基金管理等。

截至2014年12月31日，公司总资产为34.78

亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为23.63亿元，资产负债率为32.07%；2014年，公司实现营业收入20.66亿元，净利润0.67亿元，产生经营活动净现金流-1.83亿元。

截至2015年6月30日，公司总资产为34.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为23.97亿元，资产负债率为30.39%；2015年上半年，公司实现营业收入11.13亿元，净利润0.71亿元，产生经营活动净现金流-1.07亿元。

本期债券概况

表1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	江苏华西村股份有限公司
债券名称	江苏华西村股份有限公司2015年公开发行公司债券
本期规模	不超过人民币9亿元（含9亿元）
债券期限	不超过5年（含5年）
债券利率	本期债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与主承销商按照市场情况确定，债券票面利率采取单利按年计息，不计复利
偿还方式	本期公司债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。
募集资金用途	募集资金扣除发行费用后拟用于补充营运资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

聚酯纤维行业

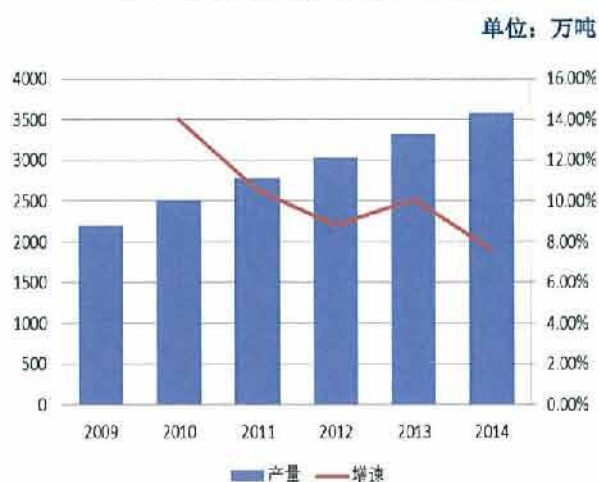
涤纶学名聚酯纤维，是合成纤维中的一个重要品种，也是我国聚酯纤维的商品名称。它是以PTA（精对苯二甲酸）和MEG（乙二醇）为原料经酯化和缩聚反应制成的成纤高聚物（PET—聚对苯二甲酸乙二醇酯），经纺丝和后处理制成的纤维。聚酯纤维的用途主要有三方面：服装（如服装面料、里料、内衣、袜子、服装填充物等）、家纺（如窗帘、窗纱、浴帘、床被、桌布、装璜材料等）以及工业用途（如轮胎帘子布、输送带、灯箱布、三角皮带、车辆安全带等）。

依据丝的长度，涤纶可分为涤纶短纤和涤纶长丝，涤纶长丝是长度为千米以上的丝，长丝卷绕成团；涤纶短纤是几厘米至十几厘米的短纤维。涤纶由于原料易得、性能优异、用途广泛、发展非常迅

速，现在的产量已居化学纤维的首位。

我国聚酯纤维行业起步较晚，经过规模化及配套产业链的完善和近年来的快速发展，我国已成为世界上聚酯纤维产量最大的国家，占世界聚酯纤维产量的 60% 以上。自 2013 年以来，涤纶长丝行情一路下跌，行业去库存化导致市场恐慌，年内新增产量有所减少，长丝价格大幅下跌；短纤方面价格走势基本与长丝一致。根据中国化学纤维工业协会的统计，2014 年我国涤纶纤维产量 3581 万吨，较上年增长 7.61%，增速较上年下降 2.49 个百分点。价格方面，截至 2014 年 12 月末，我国涤纶长纤销售均价为 9600 元/吨，较 11 月末下降 9.04%，较第三季度末下降 12.72%；涤纶短纤销售均价为 7350 元/，较第三季度末下降 17.07%。

图 1：我国近年来涤纶纤维产量统计图

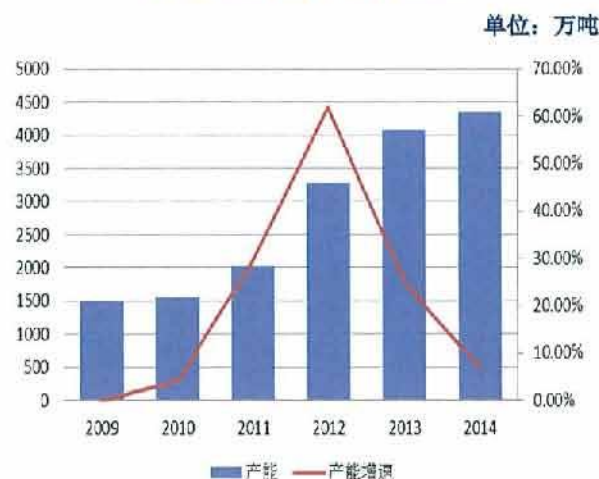


资料来源：中国化纤经济信息网，中诚信证评整理

原材料方面，聚酯纤维的原材料主要为 PTA 和 MEG，PTA 和 MEG 约占聚酯纤维成本的 85% 以上，生产 1 吨 PET 聚酯需要 0.85~0.86 吨的 PTA 和 0.33~0.34 吨的 MEG，其中 PTA 成品是由 PX 以醋酸为溶剂，在催化剂作用下经空气氧化成粗对苯二甲酸，再经过结晶、过滤等工序制成。生产 1 吨 PTA 约需 0.67 吨的 PX，PX 约占 PTA 总成本的 85% 以上。PX 主要原料为石脑油，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。我国 PX 产品生产能力较弱，产品对外依存度较高。因此 PX 产品价格受全球 PX 行业发展影响较大。近年来亚洲地区有多个 PX 新建项目投产，导致 PX 产能集中释放，近年来，全球 PX 新增产能

达到将近 1000 万吨/年，产能的集中释放导致 PX 产品价格大幅下滑。2011 年 PX 产品价格为 615 美元/吨，截至 2014 年，PX 产品均价已下降至 378 美元/吨。由于上游 PX 行业产能集中释放、产品售价大幅下跌，导致 PTA 行业生产成本大幅降低，PTA 产能快速扩张。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。2009 年~2013 年，我国 PTA 产能年复合增长率达到 28.52%，大大高于同期工业增加值增速。2014 年来，PTA 产能扩张速度有所减缓，尤其是第四季度，行业内各大企业开始减产计划，对缓解 PTA 价格持续下跌有一定效果，但短期内，PTA 行业仍有大量库存，产能过剩的局面并未得到基本改变。

图 2：近年来我国 PTA 产能概况



资料来源：中国 PTA 行业协会，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，2014 年我国 PTA 市场价格持续下跌，由 2014 年 6 月末的 7,500 元/吨左右跌至年末 4650 元/吨左右。2015 年以来，随着油价小幅回升，PTA 行业有所回暖，截至 2015 年 6 月底，PTA 价格为 4,900 元/吨。

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。据统计数据显示，2011 年我国纺织行业全行业主营业务收入 32,772.66 亿元，2014 年纺织行业全行业主营业务收入为 38,091.27

亿元，2011~2014 年全行业主营业务收入年复合增长率仅为 5.14%，低于同期 GDP 增长水平 2.87 个百分点。

图 3：近年来我国纺织行业发展概况



资料来源：中国纺织工业联合会，中诚信证评整理

总体来看，原材料价格下跌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，下游需求不足的影响，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。

行业关注

聚酯纤维行业处于石化产业链中的中间位置，该行业为充分竞争行业，各企业生产工艺、技术水平基本相同，主要原材料及产品价格均高度透明，因此，该行业受上下游影响较大。聚酯纤维行业企业产品毛利水平取决于上游原材料价格波动和下游纺织行业需求程度。在宏观经济下行，下游需求不振，原油价格上涨的情况下，聚酯纤维行业企业产品毛利率或将被进一步压缩。

石化物流行业

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，是连接供应方和需求方的纽带。石化产品的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，在不同运输方式转换过程中，必须通过仓储设施来完成，因此，仓储是石化物流体系中的关键中转环节。

当前，我国石化物流经营的业务大体上有三种类型，第一类是石化生产或贸易企业的自营，第二类是综合型第三方物流企业向石化行业的延伸，第

三类是一些依托于化工园区的物流服务公司也从事第三方物流服务。其中，第一类中典型的例子是中国石化和中化集团等国有企业。由于生产或贸易的需要，他们各自形成了自己的物流体系。中国石化自行投资建设码头、管道、仓库和储罐，也拥有自己的运输队。中化集团则根据自身从事化学品进出口的特点，经营船队和化学品码头、储罐等。随着物流业务的发展壮大，中化集团已经将其相对独立运作，成立了中化国际物流事业部。第二类的代表企业包括长江航运、中远物流、中信物流、中外运物流和招商物流等，他们原来从事其他行业的物流服务，逐渐渗透到石化行业中来。第三类标志性企业是上海化工区物流公司，为上海化工区内的企业提供物流服务。

石化仓储物流的发展与化学工业发展密不可分。从 2010 年开始，我国化学工业实现了历史性的跨越，产值超过美国，居世界首位。近年来，受行业产能过剩，成本高位运行等因素的影响，我国石油化工行业发展速度有所减缓。据中国石化联合会发布的《2014 年石油和化工行业经济效益情况》数据显示，2014 年我国石化行业实现利润总额 7,911.10 亿元，同比下降 8.10%，创 2002 年以来最大降幅；2014 年全年石化行业主营业务收入利润率为 5.63%，同比回落 0.83 个百分点；全行业毛利率 15.60%，同比回落 0.84 个百分点。

在石化产品的各种运输方式中，水路运输具有成本低、运载能力强的优点，适合远距离运输，因此在石化产品的国际贸易中发挥着至关重要的作用，国际区域内的石化产品物流基本依赖于水路运输。由于水路运输装卸次数多，因此需要通过码头实现货物的中转，或通过码头相连的输送管道到达仓储设备，实现货物的存储。近年来，受化工行业整体产能过剩的影响，石化物流行业发展速度缓慢。据交通运输部行业发展统计公报显示，2014 年全国港口万吨以上泊位 2,110 个，较上年末增加 109 个，其中液体化工泊位 36 个，没有新增泊位；2014 年我国规模以上港口完成货物吞吐量 111.88 亿吨，较上年增长 5.10%。其中，化工原料及其制品吞吐量为 2.36 亿吨，较上年增长 9.00%，增速下跌 5.20

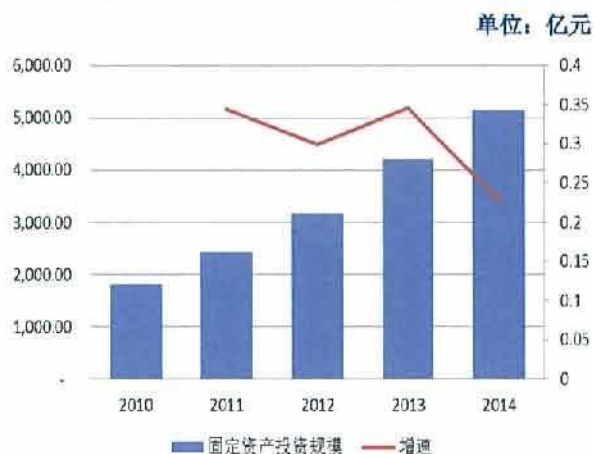
个百分点。

总体来看，石化物流行业和化学工业景气度相关性较大，化工行业发展速度较快、进出口量较大时，石化物流行业发展较好，反之亦然。近年来受化学工业发展放缓的影响，石化物流行业发展速度亦有所减缓。在未来一段时间内，化工行业仍面临着产能过剩的局面，石化物流行业发展增速或进一步减缓。

仓储行业

我国仓储业发展迅速，发展势头良好，近十年行业固定资产投资年复合增长率超过 40%。近年来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。2014 年全国仓储业固定资产投资额为 5,158.70 亿元，同比增长 22.80%，较 2013 年下降 11.80 个百分点；截至 2014 年末，我国通用仓库面积达 9.10 亿平方米，较 2013 年增长 5.8%；截至 2014 年底，全国 100 家规模以上典型通用仓储企业完成货物吞吐量 21,377 万吨，较上年增长 1.00%；全国仓储行业主营业务收入 40.70 亿元，较上年增长 10.20%；主营业务利润 7.04 亿元，较上年降低 6.80%。

图 4：近年来我国仓储业固定资产投资规模



资料来源：仓储行业发展报告，中诚信证评整理

总体来看，近十年来我国仓储行业发展速度较快，业务规模持续扩大，虽近年受宏观经济下行的影响，发展增速有所减缓，但行业总体仍维持较为平稳的发展态势，行业运行良好。

竞争实力

涤纶短纤产品技术和品牌竞争实力较强

化纤板块方面，公司拥有一个省级科技中心，拥有多个发明专利、实用新型专利、高新技术产品和特许经营许可证。目前，公司自主研发的水刺、荧光增白等产品已成功进入欧美高端市场。此外，公司聘请了山东、上海、北京等地的专业技术人才，并与大专院校、科研院所合作研制开发市场适销的科技含量高、附加值高的新型特种纤维，目前，公司拥有纺织、机械、计算机专业的工程技术人员有 30 多人，设立生产技术岗。

此外，经过十多年的经营发展，华西化纤在涤纶短纤维市场已树立了诚信品牌形象，并建立了较为稳定的客户群，公司产品销售提供较为稳定的保障。

区位和仓储管理优势

仓储方面，华西化工码头位于我国三大石化物流基地之一的长三角地区。长三角地区是我国经济实力最强的区域，苏、浙、沪 2 省 1 市所实现的地区经济总值占到全国经济总量的五分之一以上。石油和化工产业是长江三角洲地区的经济支柱，化工原料的需求约占全国总量的 60%，其中化工原料大批量依赖进口，根据中国化工在线对主要液体化工品进口的统计，长三角地区液体化工品进口量占到全国进口量的 60%，石化物流需求巨大。公司所处的区域优势明显，为公司发展提供有力保障。

由于行业的特殊性，石化物流对于安防措施有着极为苛刻的要求，安防措施、仓储条件和管理能力是决定企业竞争力重要因素。公司在长期的经营实践中，积累了丰富的行业经验，始终重视对安防条件的关注并不断更新改造，使其建立了较强的管理竞争优势。目前，公司化工码头具备良好的仓储条件，所储货物在流转过程中发生损耗概率较低，货物的品质有保障，为其业务开展奠定良好的基础。

业务运营

公司的业务范围主要包括涤纶化纤的研发、生产和销售及石化物流仓储，其中，涤纶化纤业务为公司主要收入来源，占公司主营业务收入比重 90% 以上。近年来，受下游需求不畅、行业产能过剩的影响，公司涤纶短纤产品销量、售价均有一定程度的下滑，从而导致近年来涤纶化纤板块营业收入有所下降；此外，受化工产业迁移、区域内同质性竞争激烈等因素的影响，仓储板块业务规模亦有所下滑，2012~2014 年，公司主营业务收入分别为 25.44 亿元、20.66 亿元和 20.51 亿元。2015 年起，公司开始涉足资产管理领域，但该项业务处于起步期，尚未形成规模。2015 年 1~6 月，公司实现资产管理收入 447.05 万元，占当期主营业务收入比重 0.46%

表 2：2012~2014 年公司主营业务收入分板块情况

单位：亿元			
业务类型	2012	2013	2014
涤纶化纤	24.12	19.61	19.69
仓储	1.32	1.04	0.82
合计	25.44	20.65	20.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

涤纶化纤

公司涤纶化纤板块的主要产品主要为涤纶短纤维，经过多年的发展，公司在涤纶短纤行业形成一定的技术优势和品牌优势。公司目前拥有一个省级科技中心，拥有多个专利产品和经营许可证；同时，公司在经营的过程中树立了诚信品牌形象，拥有一批长期客户。公司通常根据市场需求情况组织生产各种规格的涤纶短纤。公司涤纶短纤年产能分别为 30 万吨，2012~2014 年，产量分别为 24.89 万吨、21.58 万吨和 24.02 万吨。产能利用率分别为 82.97%、71.93% 和 80.07%。

表 3：2012~2014 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
2012	30.00	24.89	82.97%
2013	30.00	21.58	71.93%
2014	30.00	24.02	80.07%

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，产

品主要客户为下游生产厂家和经销商，公司与主要客户均能保持长期的合作关系，前五大客户销售占比约在 30%~40% 左右，销售渠道较稳定，当年生产的产品基本上都能在当年售出，基本不存在滞销情况。2012~2014 年，公司涤纶短纤产品销量分别为 24.35 万吨、21.07 万吨和 24.23 万吨。近三年来公司涤纶短纤产品产销比分别为 97.85%、97.62% 和 100.89%。

表 4：2014 年公司涤纶产品主要客户情况

单位：万元、%		
客户名称	销售额	占比
湖北银丰化纤有限责任公司	24,397	12.52
WELLPLAN INTERNATIONAL LIMITED	19,590	10.06
青岛华亿诚物资有限公司	11,648	5.98
江西金源纺织有限公司	9,542	4.90
厦门国贸集团股份有限公司	7,740	3.96
合计	72,917	37.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。近年来，受下游需求不足，行业产能过剩的影响，公司产品售价有较大幅度下滑，公司产品销售平均单价由 2012 年的 9,565 元/吨跌至 2015 年上半年的 6,471 元/吨，下跌 32.35%。

表 5：2012~2015.06 年公司涤纶短纤销售情况

单位：万吨、元/吨		
	销量	销售单价
2012	24.35	9,564.60
2013	21.07	9,101.56
2014	24.23	8,037.76
2015.1~6	14.16	6,470.61

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，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%。PTA 作为 PX 的衍生产品，PX 价格将直接影响 PTA 的价格，而 PX 作为原油轻质馏分产品，和原油价格具有高度相关性。目前中国 PX 消费主要依赖进口，虽近年来产能有所增长，但产能利用率不高，PX 消费对外依存程度较高，受国际原油价格影响较

大。近年来受国际原油价格下跌，行业产能过剩等因素的综合影响，PX 价格呈波动下跌态势、PTA、MEG 产品价格持续下滑。公司 2012 年 PTA 采购价格为 7156 元/吨，截至 2015 年 6 月，PTA 采购价格仅为 3906 元/吨，下降 45.42%；MEG 采购价格则由 2012 年的 6625 元/吨下跌至 2015 年上半年的 5793 元/吨，原材料价格大幅下滑较大幅度降低了公司的生产成本。原材料供应方面，经过多年的发展，公司与国内外主要原材料供应厂商建立了长期合作关系，2014 年，公司向前五大供应商采购占比为 62.22%，公司供货渠道较为稳定。结算方面，公司与上游客户结算方式有现金、银行承兑汇票、国际信用证贷款等方式。近年来，受行业景气程度下滑的影响，上游供应商要求现款现货的比例有所增加，公司面临一定程度的现金流支出压力。

表 6：2014 年末公司前五大供应商情况

客户名称	单位：万元、%	
	采购额	占比
逸盛大石化有限公司	80,587	37.64
无锡宏畅源贸易发展有限公司	21,442	10.02
SK NETWORKS CO.,LTD	12,676	5.92
中国石油天然气股份有限公司东北化工销售分公司	12,175	5.69
HONGKONG YISHENG DAHUA CO.,LTD	6,308	2.95
合计	133,191	62.22

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

盈利能力方面，公司主要原材料 PTA 和 MEG 受国际原油价格影响较大，公司产品处于完全竞争市场，公司涤纶化纤产品价格受市场影响较大。2014 年，受益于原材料价格大幅下跌，以及水刺、荧光增白等高端产品的推出，公司短纤产品毛利有所上涨，当年公司化纤板块毛利率为 4.07%，较 2013 年上升了 2.70 个百分点。

总体来看，一直以来，涤纶化纤板块作为公司主营业务收入最主要的来源，为公司盈利做出了一定贡献。涤纶产品由于自身特性所限，处于化工行业链条的中间位置，上游原材料厂商有一定程度的垄断性，同时公司产品的毛利率水平易受上下游行业影响。近年来，受行业产能过剩的影响，公司产品售价持续下滑，但与此同时，得益于上游行业 PTA 价格大幅下滑的优势，公司化纤类产品毛利率

有所提升。2015 年，化纤行业景气度有所好转，但行业产能过剩的局面并未得到基本改变。在未来一段时间内，行业去库存压力仍然存在，公司产品销售单价或面临持续下行压力。

仓 储

公司仓储业务主要通过控股子公司华西化工码头进行，公司依托内河港口的优势，利用自有码头，为其客户提供液态化工品码头装卸、仓储、驳运中转、管道运输等服务。

华西化工码头位于江苏省江阴市开发区，紧邻长江、连京杭大运河，据京沪铁路常州站 22 公里，顺长江而上可直达长江中上游主要城市，距上海 170 公里，南京 175 公里，位于苏、锡、常化工企业中心区。该码头系 5 万吨级液体化工专用码头，有 5 个泊位，该码头可同时停靠 2 个 5,000 吨级外轮，另外拥有 4 个 1,000 吨级轮泊位。主码头前沿水深 13 米，终端系缆墩总长 300 米，主作业平台 206*20 米，栈桥 559 米，可以满足大型化工船舶的靠泊要求。码头布置有 28 根化工品输送管道，可以满足多种货品同时装卸。据统计，华西化工码头年吞吐量达 200 万吨左右，为公司仓储业务经营提供了较好的外部条件。

运营模式方面，码头仓储业务是指公司通过连接码头的专用管道将液态化工品输送至储罐，收取仓储费。公司客户主要在长三角地区，经过多年的发展，公司和下游客户建立了良好的合作关系。截至 2014 年末，化工码头前五大客户如下：

表 7：2014 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
成都欣华欣化工材料有限公司	838.39	10.22
盐城市苏普尔化学科技有限公司	704.37	8.59
上海市振戎石油有限公司	299.69	3.65
M CORPORATION	270.86	3.3
山东大地苏普化工有限公司	201.49	2.46
合计	2,314.8	28.22

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

仓储能力方面，公司在 2010 年吸收合并江阴诚意仓储有限公司后，公司的仓储业务规模得到进一步提升，目前仓储存储容量达到 30 万立方米。

运营能力方面，公司每年仓储入库量均能保持在 100 万吨以上，近年来，受化工行业景气度下滑的影响，公司仓储业务入库量略有下跌，但基本维持在较好水平。周转率方面，2012~2014 年，公司业态化工品储运周转率分别为 5.23 次、4.55 次和 4.57 次。

盈利能力方面，公司仓储业务毛利水平高，盈利能力较强；但公司仓储业务规模较小，仓储业务收入对营业收入贡献不大。近年来，周边地区港口仓储行业发展迅速，其在货源和地理位置上与公司高度相似，公司面临较为激烈的同质化竞争；此外，区域内化工产业迁移也造成了公司仓储业务量缩减。受以上因素的影响，公司近年来港口仓储业务毛利率有所下滑，但仍保持在较高水平。2012~2014 年，公司仓储业务毛利率分别为 71.61%、66.07% 和 61.85%。

表 8：2012~2014 年公司仓储业务盈利情况

	单位：万元、%		
	2012	2013	2014
营业收入	13,188	10,430	8,204
占比	5.19	5.05	4.00
毛利率	71.61	66.07	61.85

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司利用仓储平台，可以有效降低公司的化纤原料进口成本，形成化纤原料从进口、储运到生产销售的一体化生产优势，进一步增强公司化纤产品的竞争实力，为公司的稳健、持续发展提供更为有利的条件。

总体来看，公司利用自身地理位置优势，港口仓储业务发展良好，毛利率较高。但目前，公司仓储业务规模较小，对主营业务收入贡献有限；同时，近年来区域内化工企业迁移也将对公司仓储业务规模造成一定影响，公司仓储业务规模或进一步压缩。

金融板块

公司金融板块业务主要由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”）运行。公司于 2015 年 7 月 27 日通过第六届董事会七次会议，审议通过公司拟以自有资金在上海浦东新区注册成

立全资子公司一村资本有限公司和一村资产管理有限公司的决议。一村资本有限公司注册资本人民币 5 亿元，作为公司股权投资、发起设立和管理并购基金、产业基金、创投基金的平台；一村资产注册资本人民币 1 亿元，经营范围包括基金募集和投资管理、特定客户资产管理、互联网金融服务等。

一村资本方面，一村资本投资项目以并购基金为主，截至目前，该公司已有一个并购基金项目在运行，系收购 DIANDIAN INTERACTIVE HOLDING 和点点互动（北京）科技有限公司部分股权，投资规模 34500 万元人民币。为实施该股权收购事宜，一村资本参与投资设立并管理上海华聪投资中心（有限合伙）和上海华毓投资中心（有限合伙），并以这两个团队为主体进行投资项目的具体运营。此外，为提高其在通信、电子信息、互联网等领域的投资能力，一村资本以自有资金出资 600 万元受让其控股股东华西集团持有的深圳前海同威资本有限公司（以下简称“深圳前海同威”）50%的股权，受让完成后，拟对深圳前海同威增资 1 亿元人民币，成为深圳前海同威实际控制人。深圳前海同威管理基金规模 4.5 亿元，其中包括创投基金和私募股权投资。截至目前，深圳前海同威创业股权投资基金共有 6 个项目，投资总额 8843 万元，投资领域主要集中在通信、电子、互联网和专用设备制造。

一村资产方面，一村资产为公司二级市场主要投资平台。截至目前为止，一村资产有 3 个投资团队，通过定向募集，目前一村资产约有 6 亿人民币的投资规模，投资产品类型主要为权益类产品，其中以低风险、量化产品为主。目前公司已进入运营轨道，预计明年将有利润实现。

总体来看，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。但目前来看，公司金融板块处于起步阶段，业务规模较小，人员机构配备尚不完整，未来发展对公司管理能力和人才配置提出更高要求。中诚信证评将对公司金融板块的发展态势保持持续关注。

公司管治

根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准

则》等法律、法规及中国证监会、深圳证券交易所发布的其他有关规章、规范性文件的规定和要求，公司建立了以股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名。公司管理制度较为全面地覆盖了各个部门，形成了比较完善、有效的内部控制体系。公司监事会由 3 名监事组成，公司监事会坚持对全体股东负责，按照《公司法》、《证券法》、《公司章程》和《监事会议事规则》的规定，对公司依法运作情况、公司财务情况、投资情况等进行监督检查，切实维护公司和全体股东的利益。

公司在人员、资产、财务、机构、业务等方面一直独立于控股股东，具有独立完整的业务及自主经营能力。公司自设立以来，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律、法规和公司章程及相关议事规则的规定进行运作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情形发生。

经营管理方面，公司的总经理、副总经理、董事会秘书等高级管理人员专职在公司工作并领取薪酬，未在持有公司 5% 以上股份的股东单位及其下属企业担任除董事、监事以外的任何职务，也未在与公司业务相同或相近的其他企业任职。公司拥有独立的员工队伍，并已建立完善的劳动用工和人事管理制度，公司拥有独立的劳动用工权利。

财务独立方面，公司根据《会计法》、《会计基础工作规范》、《内部会计控制规范》及财政部、中国证监会等颁布的有关法律、法规、规范性文件的规定和公司章程，结合的公司实际情况，制订了相关业务控制和会计管理控制政策和程序，已形成了一套比较完整的会计管理控制体系。

总体看，公司的治理结构健全，运作上不存在重大违法违规情形。公司内控制度基本控制了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高。

战略规划

化纤业务方面，公司将继续贯彻稳健经营策略，在稳步提高公司产品质量同时，充分利用资本市场融资平台的优势，进一步增强公司资本实力，

提升技术创新和研发能力，提高完善生产工艺和技术装备水平，优化产品结构，重点发展差别化、功能化、新型聚酯纤维高端产品，保持在国内同行业中规模、质量、品种和成本方面的优势地位。在产品开发上：根据涤纶行业的发展趋势，迎合市场对新产品的需求，积极开拓细分市场，建立健全满足功能化、高质量、多用途产品的开发和生产体系；继续巩固涤纶短纤市场的领先地位；

具体看来，在产品营销上，公司将以市场需求为导向，坚持深度开发国内市场和拓展国外市场相结合的营销策略，通过各种渠道，采取多种措施，建立广泛稳定的客户源。实施差异化市场战略，对新产品进行准确的市场定位和细分，针对不同市场、不同用户需求，开发差别化、多功能产品，提高引领市场的能力。在人才储备方面，公司将继续贯彻实施人才战略，不断完善用人制度，提高人才引进的开放性、合理性和高效性，形成具有自身特色的企业用人观；在公司发展各个阶段，有针对性地引进公司急需的经营管理和科技研究人才；同时加强与国内外知名院校、研究机构合作，聘任行业内专家指导公司的科研开发工作。

石化仓储业务方面，公司未来计划在做强、做优现有的仓储业务的基础上，创新业务范围和服务形式，在仓储业务中尝试服务转型升级，深化和延伸仓储业务的服务方式和内容，提升仓储服务内涵和系统性，增强综合服务能力和客户粘性。面对市场的竞争，公司将加大对仓储服务转型升级的资本投入，增强仓储业务综合服务能力，以形成特色鲜明的现代仓储物流体系，做好基于传统仓储业务的服务转型升级，进一步提升公司核心竞争力。公司自进入化工仓储物流业务至今，液态化工品仓储业务已经发展成为公司具有较强实力的业务，做大做强该业务是公司保持稳定发展的重要基础。公司将立足现有，着眼长远，搞好码头、库区整体规划，进一步优化仓储布局，优化储存品种，加紧完善市场调研机制，继续加大揽货力度，加强客户关系，做强优势品种，保证优势品种的总量，努力提升仓储附加值。同时，公司将继续依托政策优势和区域优势，充分发挥自身具备的品牌、规模和管理优势，

完善公司治理结构，提高科学决策能力，将优质服务作为确保存量、做大增量的重要手段，巩固并创新现有业务，不断提升企业内在质量和综合竞争力，促进公司健康发展。

金融板块方面，公司一级市场投资将继续以并购基金为主体、以医疗、健康、消费为方向，不断扩充投资规模和投资范围；一村资产方面，在未来几年内，公司致力于将一村资产打造成二级市场投资平台，建立 5 到 10 个投资部门，产品覆盖股权类产品、固定收益类产品及量化产品。此外，公司还将通过一村资本、一村资产两个子公司积极拓展其他资本市场业务领域，力争实现两个市场资源整合，实现大类资源优化配置，进一步提高公司投资实力。

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 2012 年、2013 年、2014 年审计报告，以及未经审计的 2015 年半年度财务报表。其中 2012 年、2013 年财务数据为 2013 年、2014 年期审计报告初数。

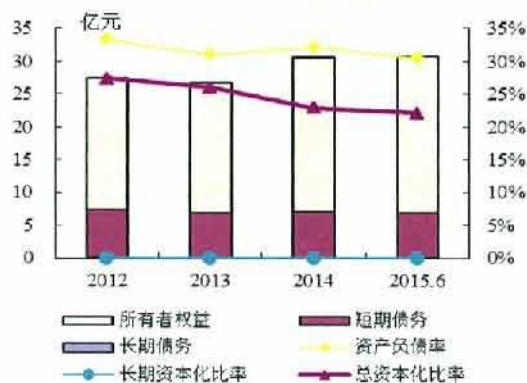
资本结构

2012~2014 年，公司总资产分别为 29.74 亿元、28.55 亿元和 34.78 亿元，复合增长率为 8.14%。2013 年，受化纤行业产能过剩、需求疲软，公司化纤业务规模较上年有所降低，造成公司资产规模同比略有下降。2014 年，得益于公司所持有的可供出售金融资产的公允价值的提升，带动公司总体资产规模增长。所有者权益方面，2012~2014 年，公司所有者权益分别为 19.85 亿元、19.71 亿元和 23.63 亿元，复合增长率为 9.10%。2014 年，受可供出售金融资产公允价值变动损益的影响，公司其他综合收益¹增加，使其所有者权益较前两年大幅提升。

资产构成方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司非流动资产 19.69 亿元，同比增长 25.77%，占同期公司总资产的 56.62%，以可供出售金融资产 15.01 亿元和固定资产 4.20 亿元为主。其中，可供

出售金融资产包括按公允价值计量的可供出售权益工具 7.48 亿元，同比增长 173.10%，全部为公司持有的华泰证券股票 3,055 万股；按成本计量的可供出售权益工具 7.54 亿元，系公司持有的东海证券 5.988% 的股权、江苏银行 2.39% 的股权、华西财务 10% 的股权，公司所持有的金融资产质量良好。流动资产方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司流动资产 15.08 亿元，同比增长 17.05%，以货币资金 4.03 亿元、应收票据 3.24 亿元和存货 4.77 亿元为主。其中，公司存货同比增长 99.65%，主要系当年公司开展了化工品贸易业务，库存商品相应增加，以及公司为维持化纤业务稳定性增加原材料安全备货所致。此外，截至 2014 年 12 月 31 日，公司应收账款余额为 1.75 亿元，较 2013 年末增长 141.23%，主要系公司未到期的信用证款项以及外销应收款增加所致。

图 5：2012~2014 年公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2012~2014 年，公司总负债分别为 9.89 亿、8.84 亿元和 11.15 亿元。公司负债以流动负债为主，截至 2014 年 12 月 31 日，公司流动负债为 9.43 亿元，占总负债的 84.52%，银行借款 4.80 亿元、应付票据 2.20 亿元和应付账款 1.94 亿元为公司流动负债的主要构成，其中，公司应付账款主要为化纤原材料采购款，2014 年公司应付账款较上年增长 121.87%，主要系尚未到期的国际信用证款项增加所致。非流动负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日公司非流动负债 1.73 亿元，全部为递延所得税负债，系当年公司持有的华泰证券股票市值上升，导致其他综合收益增加，相应造成递延所得税负债增加。债务方面，2012~2014 年，公司总债务分别为

¹ 所有者权益类项下的其他综合收益。

7.46 亿元、6.91 亿元和 7.00 亿元，且全部为短期债务，主要用于补充公司业务运营所需流动资金。

财务杠杆方面，2012~2014 年，公司的资产负债率分别为 33.26%、30.97%和 32.07%，总资本化比率分别为 27.32%、25.96%和 22.85%。近三年公司的资本结构总体比较平稳，且得益于公司债务规模的平稳和权益的提升，公司财务杠杆处于较低水平，财务结构稳健。

截至 2015 年 6 月 30 日，公司总资产 34.44 亿元，所有者权益 23.97 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 30.39%和 22.12%，公司财务结构保持稳健。

总体来看，受益于所持股票价值的提升，公司资产和所有者权益规模实现增长，财务杠杆水平保持在较低水平，财务结构稳健。但考虑到公司未来将拓展资本投资业务，其资金需求将逐步显现。而公司于 2015 年 8 月完成的非公开发行新股，拟用于偿还银行债务 2.85 亿元和补充公司流动资金。募集资金总额为 60,030 万元，扣除各项发行费用后募集资金净额为 59,185 万元，有效的充实了公司自有资本实力，为其为未来业务发展奠定基础。

盈利能力

2012~2014 年，公司分别实现营业总收入 26.51 亿元、22.14 亿元和 20.66 亿元。从收入结构来看，纺织化纤收入是公司收入的主要来源，2012~2014 年，公司分别实现纺织化纤收入 24.12 亿元、19.61 亿元和 19.69 亿元。近年来，由于上下游行业出现产能过剩、需求疲软等情况影响，公司纺织化纤收入出现明显下降。2012~2014 年，公司仓储服务收入分别为 1.32 亿元、1.04 亿元和 0.82 亿元，受化工行业整体景气度下滑以及码头仓储竞争日益激烈的影响，公司该业务亦呈现逐年下滑。此外，公司还开展 PTA、MEG 等化纤原材料贸易业务，但总体业务规模有限，且受产品价格市场化程度加大影响，公司该部分收入存在较大波动。

表 9：2012~2014 年公司营业收入情况

	单位：亿元		
	2012	2013	2014
主营业务收入	25.43	20.66	20.51
纺织化纤	24.12	19.61	19.69
仓储服务	1.32	1.04	0.82
其他业务收入	1.07	1.48	0.16
合计	26.51	22.14	20.66

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2012~2014 年公司营业毛利率分别为 5.56%、4.28%和 6.38%。具体看来，2013 年，由于纺织化纤毛利率下降，导致公司主营业务毛利率下降。2014 年，受国内化纤行业经营环境改善以及国际石油价格下跌、公司主要原材料价格降幅较大等因素影响，公司纺织化纤行业毛利率有所回升，导致公司主营业务毛利率较 2013 年度提升较大。仓储服务方面，受行业需求疲软、竞争日益激烈的影响，公司仓储服务业务毛利率呈逐年下滑态势，2012~2014 年分别为 71.61%、66.07%和 61.85%。

表 10：2012~2014 年公司营业收入毛利率情况

	2012	2013	2014
主营业务	5.78%	4.64%	6.39%
纺织化纤	2.18%	1.37%	4.07%
仓储服务	71.61%	66.07%	61.85%
其他业务	0.31%	-0.62%	6.14%
合计	5.56%	4.28%	6.38%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2012~2014 年公司期间费用合计分别为 0.95 亿元、0.83 亿元和 0.80 亿元，呈现逐年降低。具体看来，公司销售费用波动主要系当期涤纶短纤维产品销售量变化造成相应运输费用波动所致。公司管理费用主要包括职工薪酬、业务招待费等，近年来基本保持平稳。公司财务费用近年来持续下降，主要系公司适度控制债务融资规模，导致利息支出逐年减少。总体看来，公司期间费用控制较好，费用规模逐年降低、收入占比基本保持稳定。

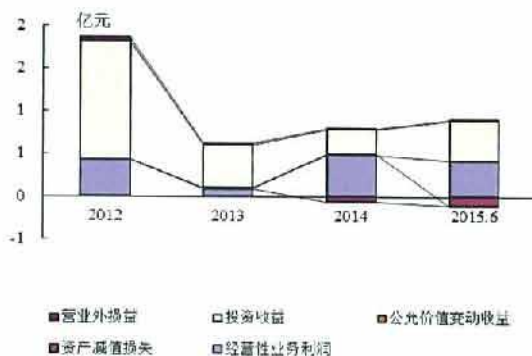
表 11：2012~2014 年公司期间费用明细

	单位：亿元		
	2012	2013	2014
销售费用	0.28	0.21	0.24
管理费用	0.25	0.23	0.23
财务费用	0.43	0.39	0.33
三费合计	0.95	0.83	0.80
营业总收入	26.51	22.14	20.66
三费收入占比	3.59%	3.74%	3.87%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2012~2014 年，公司分别实现利润总额 1.86 亿元、0.62 亿元和 0.75 亿元，其中经营性业务利润分别为 0.43 亿元、0.09 亿元和 0.49 亿元，其中 2013 年受收入规模降低和毛利水平下滑的影响，公司经营性业务利润明显下滑，对公司整体盈利能力造成较大影响。投资收益方面，2012 年公司投资收益 1.38 亿元，主要系当年处置 12,545,980 股华泰证券股票实现的收益，此后两年，公司主动处置的可供出售金融资产逐年减少，使得投资收益逐年降低。

图 6：2012~2015.H1 利润结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2015 年上半年，公司主营的化纤产品延续 2014 年以来的缓慢复苏态势，经营情况有所好转，同时公司在经营策略上重点开发新品、提高产品差别化率，实现了收入规模和毛利水平的双重增长。2015 年上半年，公司实现营业收入 11.13 亿元，同比增长 10.08%，营业毛利率 8.50%，实现经营性业务利润 0.42 亿元。同时，公司从江苏银行、华泰证券、东海证券、华西财务取得的现金分红总额为 0.44 亿元，带动公司实现当期利润总额 0.79 亿元。

总体看来，公司目前仍以纺织化纤和仓储服务业务为主，经营性业务盈利能力一般，而公司所持

有的金融资产所带来的投资收益亦已成为公司重要的利润来源。未来公司将拓展金融投资业务，公司投资收益比重有望逐步提升，并带动公司整体业绩增长。

偿债能力

2012~2014 年，公司实现经营性净现金流分别为 0.14 亿元、1.14 亿元和 -1.83 亿元。2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额较上期大幅降低主要系当期存货大幅增加，购买商品支付现金增加所致。

EBITDA 获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧、利息支出构成。近三年，受利润总额波动以及折旧和利息支出的逐年减少，公司 EBITDA 也逐年降低。2012 年~2014 年，公司 EBITDA 分别为 3.30 亿元、1.91 亿元和 1.85 亿元，其中利润总额占比分别为 56.49%、32.43% 和 40.35%，公司盈利能力的波动对其获现能力造成较大影响。

图 7：2012~2015.H1 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从偿债能力指标上看，2012~2014 年，公司总债务/EBITDA 分别为 2.26 倍、3.63 倍和 3.79 倍；对利息支出的覆盖上，2012~2014 年，公司 EBITDA 利息保障系数分别为 6.25 倍、4.44 倍和 5.14 倍。公司 EBITDA 获现能力对其利息支出形成有效保障，且得益于整体债务规模较小，公司总债务/EBITDA 处于较低水平，但考虑公司债务全部为短期债务，公司仍面临一定的短期债务压力和资金周转压力，公司债务结构有待改善。

2015 年上半年，受益于公司盈利能力的恢复，其 EBITDA 获现能力有所提升，偿债能力有所改善。

截至 2015 年 6 月 30 日,公司 EBITDA 为 1.32 亿元,总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障系数年化数据分别为 2.58 和 8.10 倍。

表 12: 2012~2015.H1 公司主要偿债指标

	2012	2013	2014	2015.H1
总资产(亿元)	29.74	28.55	34.78	34.44
总债务(亿元)	7.46	6.91	7.00	6.81
资产负债率(%)	33.26	30.97	32.07	30.39
总资本化比率(%)	27.32	25.96	22.85	22.12
经营活动净现金流(亿元)	0.14	1.14	-1.83	-1.07
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	0.16	-0.26	-0.31
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.26	2.65	-5.10	-6.55
EBITDA(亿元)	3.30	1.91	1.85	1.32
总债务/EBITDA(X)	2.26	3.63	3.79	2.58
EBITDA 利息倍数(X)	6.25	4.44	5.14	8.10

资料来源:公司审计报告,中诚信证评整理

对外担保方面,截至 2015 年 6 月 30 日,公司无对外担保事项。银行授信方面,截至 2015 年 6 月 30 日,公司合并口径获得的授信总额为 15.50 亿元,其中尚未使用余额为 9.50 亿元,为公司的资金周转提供了较好支持。

综合而言,公司近年来资产规模总体实现增长,且所持金融资产质量良好,负债水平较低,财务结构稳健,且 2015 年完成的股票非公开增发进一步提升了公司的自有资本实力,但公司目前以短期债务为主的债务结构有待改善。同时,公司近年来利润主要依靠经营性业务利润和投资收益实现,受行业环境的影响,公司经营性业务的波动造成其整体利润水平的不稳定,进而影响公司偿债能力。但进入 2015 年,公司经营性业务的盈利能力有所恢复,整体偿债能力得以提升,加之公司未来将逐步拓展金融投资业务,其整体盈利能力有望进一步提升,偿债能力将得到进一步改善。

结 论

综上,中诚信证评评定华西股份主体信用等级为 AA,评级展望为稳定;评定“江苏华西村股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 AA。

关于江苏华西村股份有限公司 2015年公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

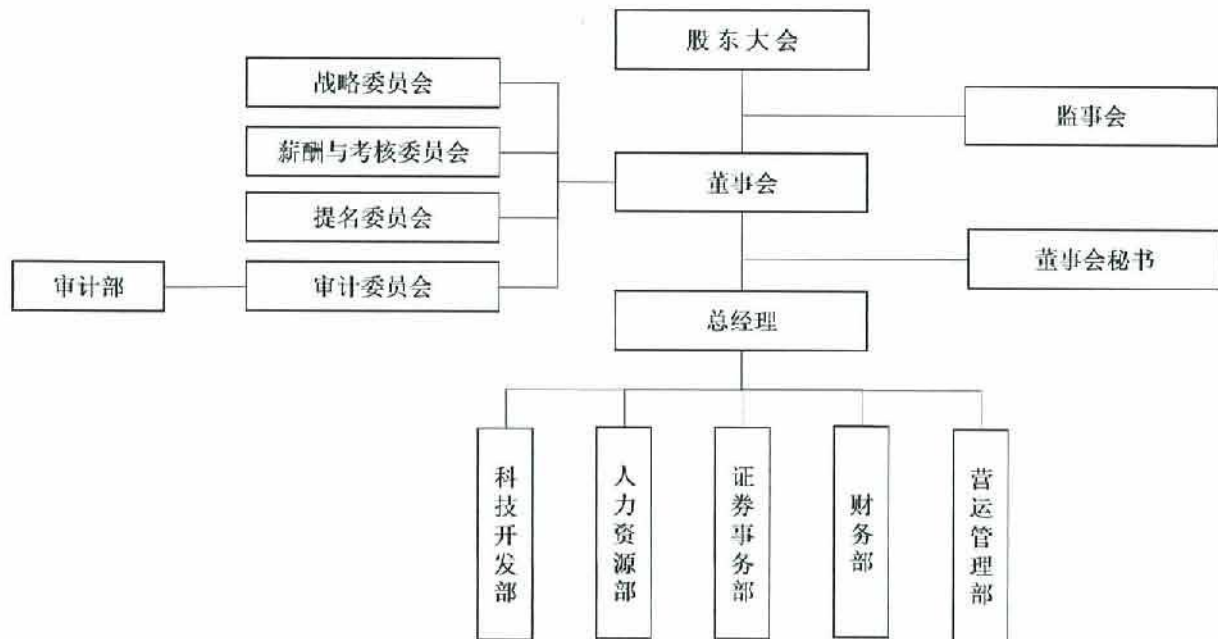
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：江苏华西村股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 6 月 30 日）



附二：江苏华西村股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 6 月 30 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)	2012	2013	2014	2015.H1
货币资金	49,965.59	51,645.44	40,290.71	37,948.43
应收账款净额	7,937.21	7,241.66	17,469.04	21,575.88
存货净额	25,746.14	23,871.55	47,660.71	43,223.61
流动资产	133,527.38	128,905.10	150,881.72	144,597.29
长期投资	105,533.51	105,239.86	152,556.46	158,387.60
固定资产合计	55,867.41	48,925.94	41,996.50	38,817.40
总资产	297,405.49	285,492.50	347,817.28	344,429.96
短期债务	74,600.00	69,100.00	70,000.00	68,079.10
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务(短期债务+长期债务)	74,600.00	69,100.00	70,000.00	68,079.10
总负债	98,905.11	88,403.14	111,530.98	104,683.24
所有者权益(含少数股东权益)	198,500.38	197,089.36	236,286.30	239,746.72
营业总收入	265,085.14	221,351.03	206,622.30	111,320.64
三费前利润	13,856.99	9,164.54	12,857.07	9,310.87
投资收益	13,801.44	5,013.65	2,907.57	4,669.74
净利润	15,646.39	5,808.08	6,651.61	7,056.14
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	32,964.67	19,052.72	18,467.35	13,197.44
经营活动产生现金净流量	1,390.83	11,376.41	-18,318.68	-10,661.39
投资活动产生现金净流量	12,608.06	-1,447.32	2,531.78	-4,405.63
筹资活动产生现金净流量	-4,767.18	-6,803.22	4,897.41	1,482.05
现金及现金等价物净增加额	9,203.57	2,889.85	-10,974.73	-13,607.81
财务指标	2012	2013	2014	2015.H1
营业毛利率(%)	5.56	4.28	6.38	8.50
所有者权益收益率(%)	7.88	2.95	2.82	5.89
EBITDA/营业总收入(%)	12.44	8.61	8.94	11.86
速动比率(X)	1.14	1.26	1.05	1.13
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.16	-0.26	-0.31
经营活动净现金/短期债务(X)	0.02	0.16	-0.26	-0.31
经营活动净现金/利息支出(X)	0.26	2.65	-5.10	-6.55
EBITDA 利息倍数(X)	6.25	4.44	5.14	8.10
总债务/EBITDA(X)	2.26	3.63	3.79	2.58
资产负债率(%)	33.26	30.97	32.07	30.39
总债务/总资本(%)	27.32	25.96	22.85	22.12
长期资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

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；

2.2015年半年度数据中所有者权益收益率、总债务/EBITDA、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务经年化处理。

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+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。

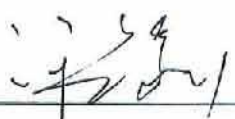
评级展望的含义

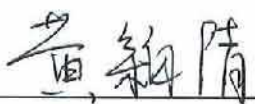
评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

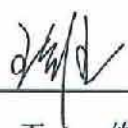
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

（本页无正文，为《江苏华西村股份有限公司2015年公开发行公司债券信用评级报告》之签署页）

分析师：


许家能


黄颖倩


王维

中诚信证券评估有限公司

2015年9月25日





营业执照

注册号 310229000312932
证照编号 29000000201405140429

名称 中诚信证券评估有限公司
类型 一人有限责任公司（法人独资）
住所 青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室
法定代表人 关敬如
注册资本 人民币 5000.0000 万元整
成立日期 1997 年 8 月 20 日
营业期限 1997 年 8 月 20 日至 2017 年 8 月 19 日
经营范围 证券市场资信评级，贷款企业资信等级评估，企业资信评价服务，实业投资，资产管理，金融咨询，企业形象策划，企业咨询服务，电子高科技产品开发经营，附一分支。
【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



企业信用信息公示系统网址: <https://www.sgs.gov.cn/nodec>

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制

cninf
巨潮资讯

www.cninfo.com.cn

中国证监会指定信息披露网站



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：诚信证券评估有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：关欣如

注册地址：上海市浦东新区杨业路99号1106室

编号：ZPJ001



(公章)

2012年11月20日

中华人民共和国 组织机构代码证

代码: 13461835-9



机构名称: 中诚信证券评估有限公司

机构类型: 企业法人

地址: 上海市青浦区新业路599号1幢9.68室

有效期: 自二〇一二年四月二十五日至二〇一六年四月二十四日截止

颁发单位: 上海市质量技术监督局

登记号: 组代管3101180351177

说明

1. 中华人民共和国组织机构代码证是组织机构代码在中华人民共和国境内唯一的、始终不变的法定代码标识。《中华人民共和国组织机构代码证》是组织机构代码法定代码标识的凭证,分正本和副本。
2. 《中华人民共和国组织机构代码证》不得出租、出借、冒用、转让、伪造、变造、非法买卖。
3. 《中华人民共和国组织机构代码证》登记项目发生变化时,应向发证机关申请变更登记。
4. 各组织机构应当按有关规定,接受发证机关的年度检验。
5. 组织机构代码注销、撤销时,应向发证机关办理注销登记,并交回全部代码证。

中华人民共和国

国家质量监督检验检疫总局

年检

年	月	日	年	月	日	年	月	日

NO 2011 4415994

SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证



许家能, 证件号码:320103198611270014, 于2012年06月17日 参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2012063103190804



SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证



许家能, 证件号码:320103198611270014, 于2012年06月16日 参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2012063103190701



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



黄颖倩，证件号码:460102198812280045，于2014年09月21日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20141031685522031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



黄颖倩，证件号码:460102198812280045，于2014年09月20日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20141031622685031



SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证



王维, 证件号码:420822198401173137, 于2009年03月14日 参加证券市
场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2009033102257901



SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证



王维, 证件号码:420822198401173137, 于2009年03月14日 参加证券投
资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2009033102257804

