

上海远东资信评估有限公司

沪远证评(2005)第021号

2006年江苏华西集团公司9亿元 短期融资券信用评级结论通知

江苏华西集团公司:

受贵公司委托,我们对贵公司拟发行的2006年9亿元短期融资券进行信用评级。我们实施了现场调研、评级分析、专家评审等必要的评级程序,最终从公司的运营环境、管理质量、行业地位、财务实力以及偿债保障等方面评级认定:贵公司2006年9亿元短期融资券信用等级为A-1级。同时,为及时发现和揭示未来可能出现的潜在风险,我们将对公司经营状况保持密切关注,并在必要的情况下及时揭示受评对象可能出现的信用水平变化。

附件:《2006年江苏华西集团公司9亿元短期融资券信用评级报告》

上海远东资信评估有限公司

二〇〇五年十一月十六日



2006年江苏华西集团公司9亿元短期融资券信用评级

评级结果：A-1

评级结果释义：A-1级表明具备很强的短期债务偿还能力，受外部环境变化的影响很小

发行主体：江苏华西集团公司

发行规模：人民币9亿元

发行期限：6亿元 365天
3亿元 270天

主要财务指标

人民币：百万元	2002	2003	2004
营业额	5857.92	9996.97	20063.04
EBIT	428.09	587.69	1112.66
总债务	744.69	2034.42	3596.80
净债务	299.20	1485.48	2005.07
资本总额	3109.94	4768.81	7535.68
毛利率 (%)	8.78	7.07	5.96
EBIT 收益率 (%)	7.31	5.88	5.55
EBIT 利息偿付 (x)	6.87	4.83	7.06
净债务/EBITDA (x)	0.55	2.12	1.58
总债务/资本总额 (%)	23.95	42.66	47.73

注：2002-2004年数据来源为境内审计报告；表中数据计算公式参见附录一。

分析员：张锦云 郑琪 沈颖

评级机构：上海远东资信评估有限公司

电话：0086-021-53061122（总机）

传真：0086-021-63848585

网址：www.fareast-cr.com

E-mail：fareast@fareast-cr.com

注：本报告表述了远东资信对本期债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有本债券。报告中引用的企业资料主要由发行人提供，远东资信不对引用资料的真实性负责。

评级观点

江苏华西集团公司本次短期融资券获得上海远东资信评估有限公司A-1级资信等级是基于：

- 受益于中国经济的持续增长，近年来我国钢铁行业获得了快速发展，公司钢铁产业规模增长较快，增强了公司的规模优势和竞争实力。
- 公司多业并举、协调发展的经营战略一定程度上降低了单一子行业波动带来的整体市场风险。
- 核心业务板块产业链的完善和产品结构的优化升级，有效的增强了公司抗风险能力和长期盈利能力。
- “华西村”良好的品牌效应对公司各板块业发展起到较好的带动作用，并仍将是公司未来发展的重要带动力量之一。
- 目前公司尚处于投资扩张期，近年来大量的资本性支出增加了公司的债务负担。但主营业务良好的获现能力、充裕的现金流入以及较高的资产管理效率对短期债务偿付形成较好的保障。

上海远东资信评估有限公司同时关注江苏华西集团公司本次短期融资券评级中的风险因素。钢铁行业明显的周期性特点使公司面临一定的行业波动风险；近期钢材市场价格的下滑加大了企业的经营压力；化纤产业受原材料价格上涨和产能过剩的双重影响，行业盈利能力下滑；公司尚处于投资扩张期，近年来规模较大的资本性支出使得公司负债规模不断扩大，对外融资需求增加，将推动公司财务杠杆水平上升，并影响到其财务弹性。

特别风险提示：

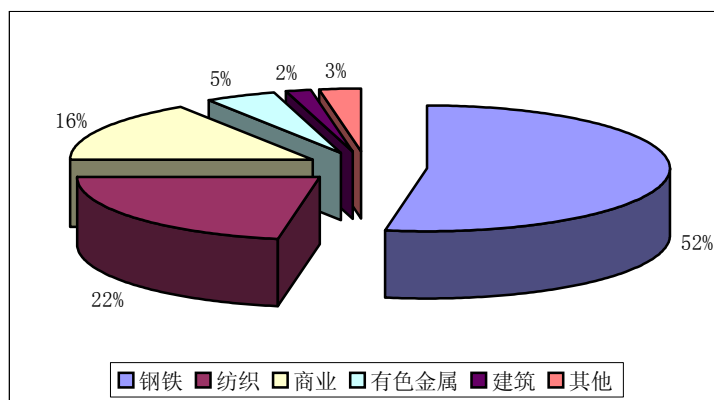
- 国内钢铁产能增长过快、华东地区钢铁生产企业密集等因素使企业面临市场竞争加剧的风险。
- 2005年4月以来国内钢材市场价格的持续下跌将加大公司的经营压力，并在一定程度上影响其盈利水平。
- 2004年以来聚酯行业受原料价格上涨和产能过剩的双重影响，行业盈利水平大幅下滑，对公司盈利能力造成一定影响。
- 公司尚处在投入扩张期，近年来大规模的投资需求增加了公司的债务负担，将对其财务稳健性造成影响。

公司概况

江苏华西集团公司（以下简称“华西集团”或“公司”）前身系1987年设立的村办集体企业江阴县华西工业供销公司，1989年4月变更为江阴市华西农工商实业公司。1993年12月，经江苏省体改委批准，组建设立江苏华西集团公司，注册资本为2400万元，属集体所有制企业。随着规模的扩大，公司后期多次增资，2005年9月，公司注册资本由先前的52192.9万元增加至90192.9万元，江阴华士镇华西村为其全资投资方。

华西集团经过多年的发展，已经成为国内最大的乡镇集体企业之一，2005年中国企业500强排名华西集团名列第94位。华西集团是集农、工、商、贸为一体的大型企业集团，拥有包括以华西村命名的上市公司华西村股份有限公司（SZ，000936）（华西集团占70.83%股权）在内的20家全资子公司和25家控股子公司。公司目前形成了钢铁、纺织、有色金属、商业贸易、建筑、旅游等多产业并举的经营格局。

图表 1：华西集团 2004 年收入构成



资料来源：公司 2004 年报表

华西集团目前下属业务板块主要以钢铁、纺织、有色金属和商业贸易为主，占到总收入的80%以上。其中钢铁板块是公司收入和利润的主要来源，占主营业务收入的52%。目前已经形成年产220万吨钢、300万吨钢材、有色金属3.5万吨，年产化纤55万吨、精纺面料500万米、服装100万套件等生产能力。公司生产的钢材、铝型材、化纤、毛纺、服装等产品在地区及国内外市场均拥有较好的影响力，“华西村”品牌在全国范围有较高的知名度和美誉度，具有较强的品牌影响力和带动力。

截至2004年末，华西集团总资产109.42亿元，净资产32.55亿元；2004年实现主营业务收入200.63亿元，净利润8.11亿元。

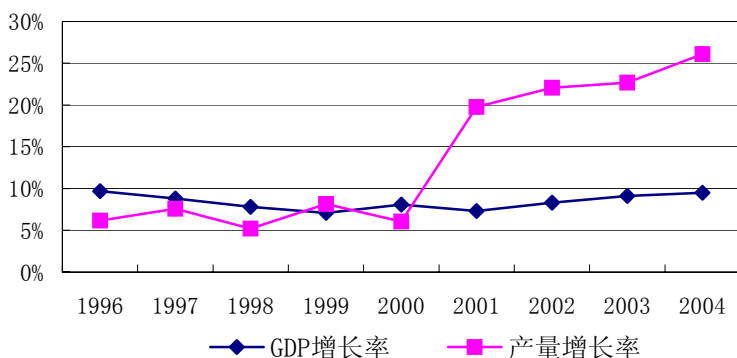
运营环境分析

受益于我国经济的持续增长，近年来钢铁行业获得了较快发展，钢铁产业发展政策的出台给我国钢铁行业持续稳定发展提供良好的外部环境

钢铁工业作为国民经济的支柱产业，行业发展和经济周期紧密相关。自2001年以来，全球经济的复苏特别是我国经济持续增长推动了钢铁需求的快速增长，全球钢铁产量增长迅速，根据 IISI 数据，2000-2004 年全球钢铁产量平均增长率达 5.7%，而 2004 年增幅更是达到 8%。中国更是成为全球钢铁产能增长的强劲动力。我国自 1996 年以来钢铁产量一直位居世界第一，近四年钢材产量和消费量呈高速增长态势，年均增长率分别达到 22.62% 和 21.97%。（见图表 2、3），皆高于同期 GDP 增长率，至 2004 年底我国钢铁行业一直处于上升周期。但受国家宏观政策调控以及产能扩张过快的影响，2005 年 4 月以来国内钢材市场价格持续下滑，国内钢铁行业进入阶段性调整期。

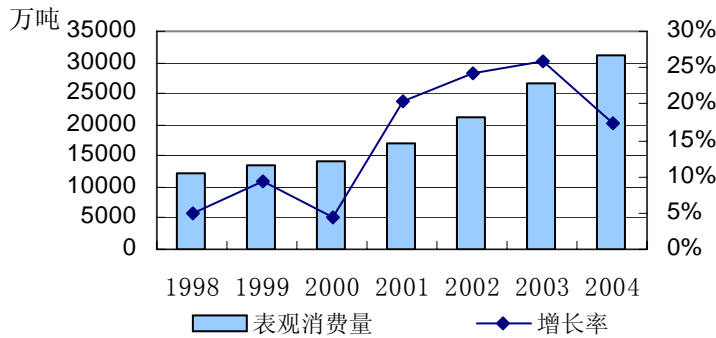
钢铁工业作为基础工业，钢铁与上下游行业具有较高的产业关联度。我国经济近年来保持了年均 9% 左右的增长速度，极大地推动了如建筑、汽车、机械、石化、造船等相关下游行业发展，进而带动钢铁消费需求的快速增长。2005 年全球经济增长速度稍有回落，但全球各主要经济体仍保持良好增长势头。我国 2005 年经济增长率预计将达到 8.5%，国民经济的持续稳定增长为钢铁行业提供了良好的发展空间。国家发改委最新出台的《钢铁产业发展政策》将规范的整顿我国钢铁行业发展中存在的诸多问题，为我国钢铁工业持续协调发展提供明确的政策导向和良好的市场运行环境。

图表 2：我国历年 GDP 和钢材增长率比较



资料来源：钢铁工业协会 国家统计局 远东资信整理

图表 3：我国历年钢铁表观消费量及增长率

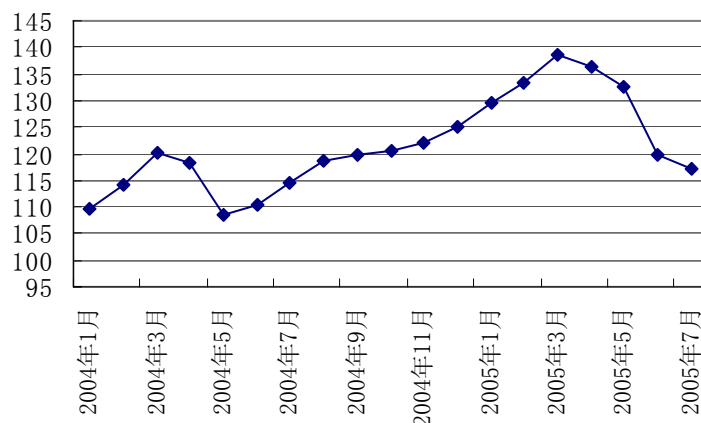


资料来源：钢铁工业协会 远东资信整理

过快的产能释放导致国内钢铁产能过剩，国内钢铁行业正处于产业结构调整期

全球钢铁产品价格自 2001-2004 年底持续上涨，同期国内钢铁价格虽然受国家政策调控影响出现一定的波动，但整体呈上升趋势。由此引发了国内资本投资钢铁项目的热潮，导致钢铁产能过快释放，我国钢材产量连续四年平均增长率超过 20%。2005 年上半年，我国粗钢产量达 16486.37 万吨，同比增长 28.25%，预计全年粗钢产量将达到 3.32 亿吨，比上年增长 5900 万吨左右；而上半年国内钢材表观消费量为 17476.59 万吨，同比增长 15.73%，供给量增幅大于需求量增幅，整体供大于求的矛盾开始显现；而国内钢材价格自 2005 年 4 月以来的持续下跌也在一定程度上反映了产能过剩的产业状况（见图表 4）。

图表 4：2004 年以来国内钢材价格综合价格指数走势



资料来源：钢铁工业协会,远东资信整理

2005年4月起，进口铁矿石价格上调71.5%，对钢厂生产成本的影响逐渐凸显，而国内钢材市场价格的持续下滑更加重了钢铁企业的成本压力，减小盈利空间。在政策调控和市场压力的双重作用下，国内钢铁行业在景气周期中将进入一个调整阶段，生产布局不合理、产品结构矛盾突出以及产业集中度低等问题将会在本次阶段性调整中得到一定程度的改善。从产品结构角度看，技术含量较高的冷轧薄板、镀锌、专用中厚板以及高强度耐腐蚀钢材将是行业未来发展的重点方向，而普通建筑用钢材由于技术、设备要求比较低等因素产能日趋过剩，具备较好产品结构的钢铁企业在未来市场竞争中将占据有利地位。

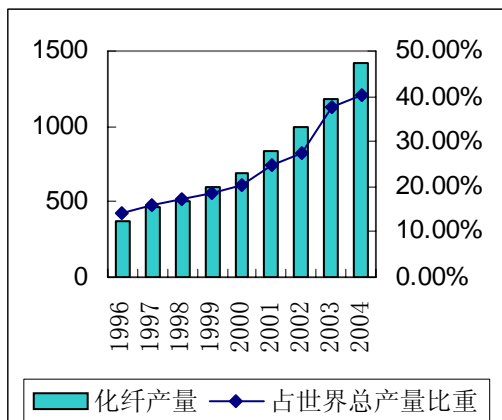
受上游原料价格上涨和行业产能过剩的双重压力，聚酯行业效益大幅下滑，行业整体进入调整期

经过十多年的发展，我国化纤产量从1995年的350万吨上升到2004年的1425万吨，平均保持17%左右的增长率，占世界产量比重从1996年的14.2%上升到2004年的40.1%，成为世界化纤生产大国。近年来我国化纤产量持续稳定增长，而世界化纤产量基本维持在3300-3500万吨水平，我国已经成为世界化纤行业产量增长的主要动力（参见图表5）。

具体考察华西集团化纤纺织板块产品所在的聚酯-涤纶行业。2004年以来国际石油价格不断创出新高，聚酯行业作为石化和纺织工业的中间行业，国际原油价格的不断上升直接带动了聚酯原料的价格上扬，PTA从2003年均价6224元/吨上涨到2004年的7904元/吨，MEG价格也从2003年的6723元/吨上涨到2004年的9998元/吨。同时，从原料角度分析，近年来由于国内聚酯行业产能的急剧扩张，聚酯原料需求增长迅速，但无论PTA还是MEG，国内产能都不能满足聚酯行业产能快速增长的原料需求，大部分原料依赖进口。其中MEG对外依存度达77.8%。而国内原料供给也主要集中在少数几家大型石化企业，在这种形势下，行业对上游原料议价能力较弱，行业利润很大程度上被上游行业分流。

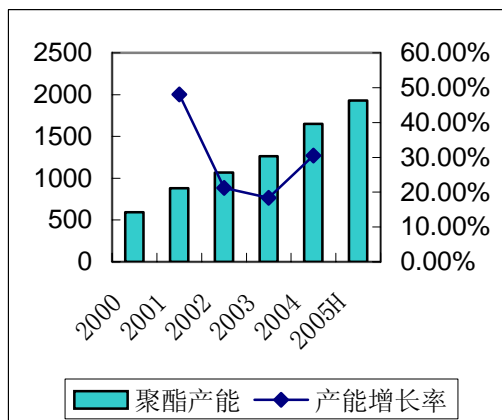
近年来我国聚酯产能增长迅速，由2000年的595万吨增长到2004年的1650万吨（图表6），根据下游行业生产能力估计，2004年下游对涤纶纤维总体需求大约在1025万吨左右（剔除进口数量），实际聚酯产能过剩达540万吨左右。数据显示，2005年上半年我国新增聚酯产能280万吨，总产能达到1930万吨，国内产能明显过剩。受原料价格上涨和产能过剩的双重压力，国内行业市场竞争激烈，行业整体效益大幅下滑；同时下游织造行业产能未能相应快速增长，且受“主动配额制度”和美国“特保”措施等影响，2005年下半年纺织品出口形势严峻。以上多种因素影响使行业整体进入调整期，行业集中度将逐渐提高，具有规模、资金及产品优势的企业将在行业调整中占据有利地位。

图表 5: 1996 年以来我国化纤产量及占世界产量比重情况 (万吨)



资料来源: 化纤经济信息网

图表 6: 我国聚酯产能及增长率情况
单位 (万吨)



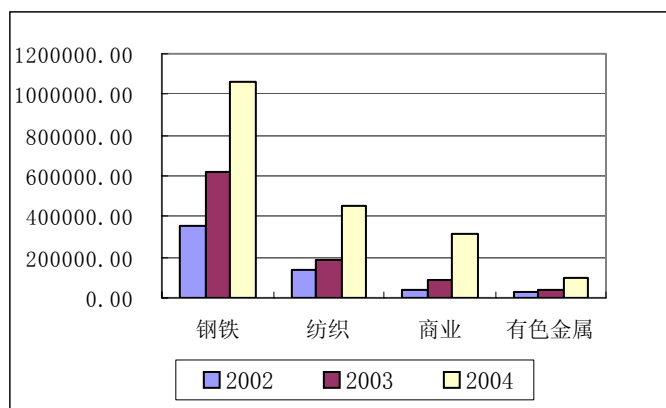
资料来源: 化纤经济信息网

◆ 公司经营管理分析

公司坚持多业并举, 全面协调发展的经营战略带动了集团的快速发展, 多元产业分布一定程度上降低了子行业波动所带来的风险

华西集团从早期的村办企业模式进入五金、毛纺、服装等传统行业, 随着企业的发展和规模的扩大, 目前形成以钢铁、纺织、有色金属、建筑地产为主导, 商贸、旅游、运输、电气等配套辅助齐全的多元化产业体系。与近年来国内企业通过投资控股模式进行快速多元化拓展模式不同, 华西集团涉足的众多行业基本属于传统制造行业, 并从集体中小型企业开始, 通过多年经营逐渐积累发展壮大形成目前公司各板块业务。因此, 尽管各板块业务在各自行业内多数属于中等规模, 但均具有较好生产、技术、人才及市场等方面的积累。同时, 公司也及时把握住国民经济增长和市场变化所带来的机遇, 多业并举、协调发展的同时突出了核心产业的发展, 通过加强核心产业带动整个集团的发展。如公司较好把握住本轮钢铁行业景气上升周期, 钢铁产业获得了快速发展, 目前成为公司最大的业务板块, 2004 年收入占整个集团收入的 52%; 纺织化纤产业受 2003 年行业景气驱动产能规模也得到了快速的增长, 公司名列 2005 年度中国纺织行业销售收入百强企业第 23 位、毛纺行业收入 50 强第 4 位; 而钢铁、化纤以及纺织品等产业的发展也直接促进了公司商贸业务的增长, 2004 年公司商业收入占集团总收入的 16%。公司核心产业的快速增长也带动了如建筑、物流、旅游等辅助产业的发展, “华西村” 在全国较高的知名度和品牌影响力也对公司各产业的发展起到了较好的促进作用。

图表 7：2002-2004 年主要产业收入增长情况



资料来源：公司历年报表

远东资信认为，华西集团多业并举、协调发展、核心产业突出的经营模式促进了公司持续稳定的发展，多元的产业分布也有效降低了子行业波动带来的市场风险。近年来受钢铁及化纤纺织行业的快速发展驱动，公司规模扩张迅速，并带动了相关辅助行业的增长。2004年以来受宏观政策调控等因素影响，钢铁、化纤等行业进入产业结构调整期，行业盈利水平下降，但公司其他如商业、旅游等产业能够提供稳定的收入和利润支持，在一定程度上起到了降低公司整体市场风险的作用。但随着业务规模的扩大，产业多元化发展模式会给公司带来管理、资金压力加大的风险，公司高层也意识到这一点，尽管未来发展战略仍然坚持多业并举、协调发展的战略，但在各板块业务规模上不再寻求扩张，而是通过加强技改力度、提高产品质量、扩大品牌影响等措施做强各产业，公司稳健的发展战略既可避免产业扩展过快带来的资金和管理上的压力，又保证了各产业持续稳定的发展。

加强核心业务板块产业链的完善和产品结构的优化升级,增强了企业的综合竞争实力和长期盈利能力

随着板块业务的增加和经营规模的扩大，公司在多业并举的同时突出了核心主业的发展。在钢铁、纺织、有色金属等主导产业达到一定经营规模的情况下，公司加强了对核心业务板块产业链的完善和产品结构的升级，较好的提高了核心产业的综合竞争实力，增强了企业的长期盈利能力。

公司钢铁板块投资的总量220万吨南、北炼钢项目分别于2003年底和2004年初投产，形成集炼焦、制铁、炼钢和轧钢于一体的钢铁生产产业链，使公司从一个钢材加工企业变成综合型的钢铁生产企业。2004年炼钢收入达到31.98亿元，占到整个公司收入的15.94%，产业链的完善增强了板块抗风险能力，提高了综合竞争实力和盈利能力。在产品结构上，目前公司形成了带钢、线材、扁钢、镀锌等多系列品种。由于投资规模和技术等方面的原因，产品结构尚无法和国内大型钢厂如宝钢、鞍钢等相比，公司生产的主要钢铁品种如棒线材、中宽带、扁钢等品种，产品结构上不具备明显优势。但由于其生产的棒线材、中宽带等品种不是

普通的建筑用钢材，而是主要提供工业制造使用，在江阴及江苏地区有较大的需求支持，其钢材产品仍具有一定的竞争优势。同时公司根据自身条件和市场需求进行产品差异化定位，积极进行产品结构的优化升级，如自行研发的宽扁钢产品具有成本低、质量较好、能按客户要求定制等特点，是中板的理想替代品，竞争优势比较明显，是国内唯一的宽扁钢生产基地。同时公司通过投资和技术改造拓宽产品系列和规格，满足客户需求。

纺织作为公司的传统优势产业，同时拥有上游化纤产品到下游毛纺、服装产品的生产能力，这在国内同行业为数不多。产业链的延伸使得上下游具备一定的协同效应，如化纤行情景气时能够提供纺织服装稳定的原料供应，而在2004年以来化纤产能过剩导致的行情下滑形势下，公司纺织、服装业务能够消化部分化纤产能，缓解公司受化纤行情波动带来的风险。产品结构方面，公司大力研发高附加值、高技术含量的差别化纤维和改性聚酯产品，实现产品结构优化，增强盈利能力；毛纺服装产品坚持“创新、创精、创名品”的新产品开发机制，积极采用新材料、新技术和新工艺设计出多品种适应消费者需求的产品。

“华西村”品牌对各产业发展起到了良好的带动效应，品牌运作管理将是公司未来发展的重点

华西村经过 40 多年的发展，从早期的村办企业发展到销售收入超过 200 亿元的大型企业集团，不仅仅具有较强的经济实力，而且在国内外具有较强的政治影响力，成为中国农村改革和发展的一面旗帜。公司发展依托华西村名村效应这一无形资产，实施创名牌战略，对公司各产业的发展起到了极大的带动和促进作用。同时，公司将华西村品牌注册，通过多年的精心培育，“华西村”品牌在国内外享有较高的声誉，2004 年世界品牌实验室和世界经济论坛联合发布的《中国 500 最具价值品牌》排行榜中，“华西村”以 25 亿元名列第 238 位。

“华西村”良好的品牌效应给公司各产业板块在投资合作、市场开拓、融资渠道等诸多方面起到了较好的促进作用：“华西村”牌羊毛衫、西服和精纺呢绒等被国家经贸委指定为中国公认名牌产品；“华西村”钢铁和化纤产品在地区和全国市场都具有较好的声誉；公司品牌授权生产的“华西村”牌烟酒产品 2004 年收入达 9.33 亿元；名村效应每年吸引国内外近 120 万人次到华西村考察、学习和旅游，极大的带动了公司旅游及商贸业务的发展。

公司为了充分发挥品牌优势，通过提高产品档次和质量，提供优质的品牌服务来全面提升和打造华西村品牌，进一步通过品牌影响力来带动各产业的发展，提高公司的经济效益。但远东资信也注意到，华西村品牌的形成有其特殊的历史和环境因素，各板块业务与华西村品牌尚未形成紧密的互动效应，公司目前也尚未形成系统的品牌管理、运作体系和独立的品牌管理部门，这对品牌未来良好发展存在一定影响。华西集团领导层也注意到这一点的重要性，在稳固发展传统产业的同时，公司未来发展的战略重点将是品牌管理运作、物流和金融业为核心的第三产业，品牌效应仍将是公司未来发展的重要推动力量之一。

公司管理团队稳定，管理层具有比较丰富的行业经验；公司管理具有一定的灵活性，经营决策具有较强的执行力度

作为从村办企业发展起来的大型企业集团，公司及各板块管理层人员大多经历了集团的发展壮大的过程，整个公司管理团队比较稳定；公司管理层人员大都具有相关行业丰富的从业和管理经验，这对公司持续稳定发展提供了良好的保障。作为集体控股企业，江阴市华西村村民委员会持有华西集团公司全部股份，管理层和华西村领导实际上一套班子，各主要板块负责人同时兼任村委和集团公司领导职务，主要中高层管理人员多数为原华西村村民，整个公司具有较强的凝聚力。企业性质决定了公司在经营管理上具有较大灵活性，公司决策具有较强的执行力度。公司制定了相对完善的生产、销售、财务、资金等多项管理制度，从制度上保证企业持续、稳定经营，控制或有风险的发生。

需要指出的是，尽管灵活性管理和较强的执行力等优势对公司发展起到了重要的推动作用，而且在公司未来经营发展中仍将发挥重要的作用。但随着公司业务规模和员工队伍的扩大，将可能出现企业的管理水平滞后于企业发展速度、部门发展不平衡、风险管理制度欠缺等问题，这势必要求公司在经营、管理和决策等方面需要进一步的规范和完善，企业未来经营管理水平有待进一步提高。

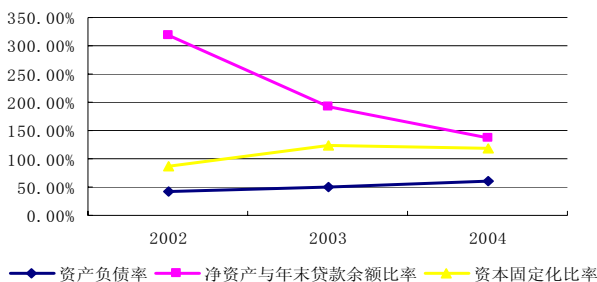
◆ 财务分析

公司目前尚处于投入扩张期，大规模的投资需求增加了公司的债务负担

2002 年以来，伴随国内房地产业、钢铁行业的快速发展，公司加大了对钢铁、铝材等项目的投资力度，大规模的生产设备投入致使公司固定资产规模大幅度上升。这些固定资产投资除了利用下属上市公司华西村股份在国内资本市场的融资优势，发行了 4 亿元的可转换债券以提供支持外，还依靠公司连年盈利积累的权益资本。同时，主营业务规模的扩张也增加了对流动资金的需求，短期银行借款、应付票据、应付账款等流动负债也较上年大幅度增加。2004 年末公司银行贷款余额和总负债分别达到了 31.97 亿元、66.03 亿元，分别较上年增长了 95.59%、103.11%。因此 2004 年资产负债率上升至 60.35%（参见图表 8），反映出公司权益资本对债务资本的保障程度下降。

远东资信认为，公司对钢铁等项目实施的规模扩张，抓住了行业景气回升的机遇，为公司带来了较好的经济效益，但目前随着国家宏观调控力度的加大，国内钢铁行业供过于求矛盾已有所显现，这些项目的投资也使公司未来的经营风险有所加大。同时，远东资信也注意到，2004 年公司固定资产总额为 43.44 亿元，较上年增长 37.97%，增速已远远超过了公司盈利积累所带来的权益资本增长幅度。公司短期借款大幅增加，这种筹资政策尽管可以降低公司的资本成本，但同时也使公司的即期偿债风险有所加大。

图表 8：近三年公司财务结构变化图

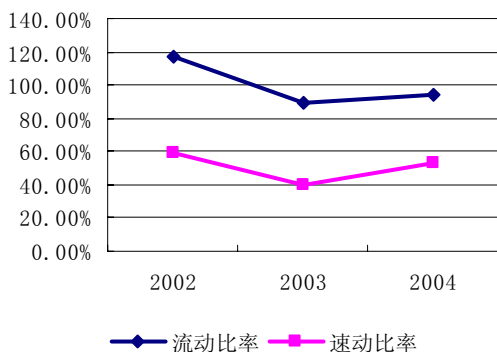


资料来源：公司历年年报

公司的负债期限结构不尽合理，但较好的流动资产质量以及较高的资产管理效率，在一定程度上增强了短期债务的偿还保障

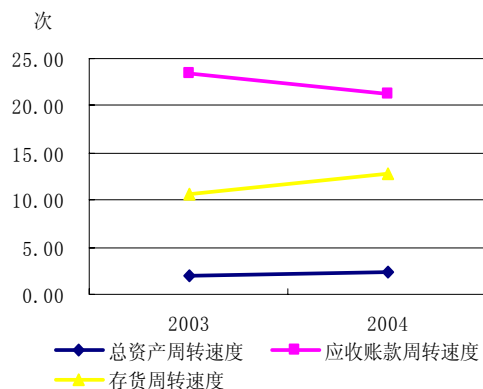
从资产负债期限结构看，公司的负债中长期负债占比很低，主要为可转换债券，而流动负债的比重，达到 93.94%。流动负债过多使得公司的短期偿债指标不甚理想。2004 年末，公司流动资产为 58.39 亿元，流动负债为 62.03 亿元，存货为 20.11 亿元，相应的流动比率、速动比率指标值分别为 94.14% 和 61.72%（参见图表 9），流动性欠佳。

图表 9：短期偿债能力指标变化情况



资料来源：公司历年年报

图表 10：资产管理效率变化情况



资料来源：公司历年年报

不过，从公司流动资产构成来看，各主要项目的资产质量较好：2004 年末，货币资金余额为 15.92 亿元，占流动资产的比重为 27.26%，应收票据余额为 13.07 亿元，占流动资产的比重为 22.38%，且应收票据都采用了银行承兑汇票结算方式，较好的变现能力增强了对流动负债的偿还保证。

同时，公司的资产管理效率较高，也将在一定程度上提升短期债务的偿还能力。2004 年在炼钢、彩涂等在建项目部分完工结转并投入生产运营的情况下，公司的总资产周转速度、应收账款周转速度和存货周转速度继续保持在较高的水平，而且总资产周转速度、存货周转

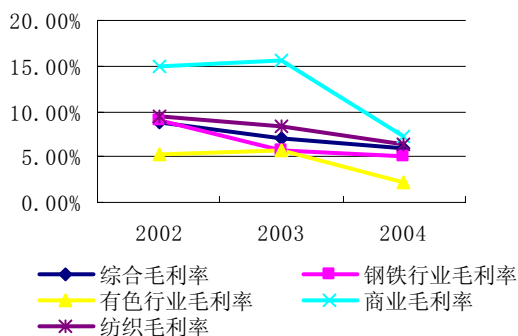
速度较上年明显提高，分别达到 2.32 次、12.85 次（参见图表 10）。这表明公司的销售能力较强、存货管理水平较高；也反映出公司的新产品适销对路，销售态势良好。从而有助于提高企业的变现能力，增强短期偿债保障。

目前，公司共获得银行授信额度约为人民币 42.3 亿元，其中尚未提款的部分约为人民币 9 亿元。这将有助于增强公司的财务弹性，在一定程度上为其未来的偿债提供支持。

随着业务规模的扩大，2004 年公司主营收入继续呈现良好的增长势头，虽然能源、原材料成本的上升侵蚀了部分毛利，但公司期间费用控制较好，盈利能力保持稳定

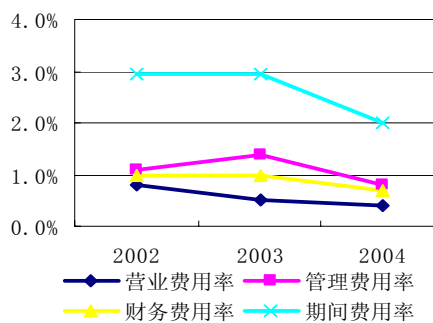
华西集团是集钢铁、有色、纺织（包括化纤产品）和商业等为一体的多元化经营的企业，其中钢铁业务是公司重点经营的核心产业。公司利用近两年钢材市场回暖的有利形势，对钢铁业务进行了扩张。2003 年底和 2004 年底，公司新投资的两个总量为 220 万吨的炼钢项目分别投产，为公司营业收入的增长奠定了较好的基础，2004 年仅炼钢项目便为公司带来了 31.98 亿元的销售收入，对主营业务收入贡献度达到 15.94%。南北炼钢项目的投产使公司钢铁业务整体表现出良好的增长势头；同时，公司的纺织业务在化纤技改项目投产后产能扩增的情况下，也取得了较快的增长（参见图表 8）。2004 年公司实现主营业务收入 200.63 亿元，较上年增长 100.69%；实现主营业务利润 11.61 亿元，较上年增长 68.79%。

图表 11：公司各主要业务毛利率变化图



资料来源：公司历年年报

图表 12：公司期间费用变动趋势图



资料来源：公司历年年报

对比公司主营业务收入和主营业务成本可以看出，2004 年公司产品整体的毛利率为 5.96%，较 2003 年的 7.07% 继续有所下降。从细分行业来看，公司钢铁和纺织两大主要业务的毛利率都出现了一定下滑，钢铁业务的毛利率由上年的 5.68% 下降至 5.14%，纺织化纤业务的毛利率由上年的 8.31% 下降至 6.32%（参见图表 11）。究其原因，主要在于原材料、燃料价格的上涨等因素造成了公司下属企业生产经营成本的上升，此外公司新项目的投产，

也导致了短期内成本的提高。钢铁业务方面，2004年进口铁矿石平均价格（到岸价）出现了较大幅度的上涨，煤炭、焦炭等原燃料和电力价格的上涨使得钢铁企业生产成本大幅提高。受此影响，公司下属钢铁企业的毛利率普遍出现不同程度的下降；纺织化纤业务方面，化纤原料受国际石油价格的影响，价格居高不下，下游产品受棉花价格弱势运行的影响无法进行成本转嫁，给化纤产品的效益带来一定的负面影响。应该说，公司这些业务毛利率的下降是和钢铁行业、纺织化纤行业的整体运行情况相一致的。

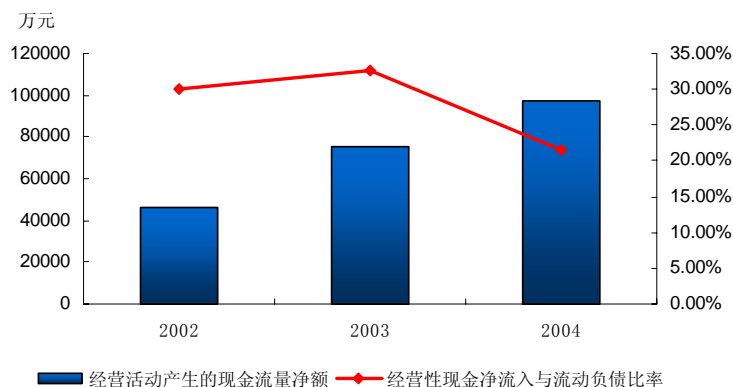
尽管公司的毛利率水平出现了下降，但是由于公司期间费用的控制取得了一定的成效，对公司盈利水平形成了一定的支持。2004年公司的外部融资主要由短期银行借款和可转换债券组成，可转换债券的利率低于同一条件下的普通债券的利率，而短期借款的资金成本低于长期借款，筹资成本较低带来了财务费用的节约，公司的财务费用率由2003年1.0%下降至2004年的0.7%。此外，公司在生产经营各个环节的挖潜增效措施效果较为显著，在主营业务规模大幅扩张的同时，营业费用和管理费用数额控制较好，2004年这两项费用与主营业务收入之比分别由上年的0.5%、1.4%降低至0.4%、0.8%（参见图表12）。得益于期间费用的有效控制，2004年在毛利率下降的情况下，公司营业利润率基本与上年持平。

远东资信注意到，能源、原材料价格的上涨已给公司带来了生产成本上升的压力，并进而对公司利润产生了侵蚀，但是公司期间费用并未随着销售规模的扩大而同步增长，反映出公司对期间费用的良好控制能力，从而在一定程度上提高了公司总体资产的获利能力。同时，远东资信也关注到，2005年公司还有部分在建项目完工并投产运营，其中包括钢、材、带、板等项目，目前原材料、能源等价格仍维持在高位运行，而2005年第三季度以来，各类钢铁产品出现了不同程度的下跌，以上因素将对公司的生产经营造成一定的不利影响。

主营业务具有良好的获现能力，近三年经营活动现金净流入平稳增长，充沛的现金流对流动负债的偿还提供了有力的保障

公司目前主要的现金来源仍是主营业务的现金流入，而占主导地位的钢铁业务成为了对其经营活动现金流贡献最大的业务。随着业务规模的扩大，公司经营活动现金流入呈逐年上升趋势（参见图表13），与主营业务收入增长趋势一致。从2004年的经营情况看，随着钢铁市场需求量的增大，不仅钢铁企业的销售额大幅增长，收款情况也普遍较好。公司主营业务收入的收现率较高，体现了公司主营业务良好的获现能力。

图表 13: 公司近三年经营性现金流量净额变动趋势



资料来源：公司历年年报

目前，公司经营活动产生的现金流仍然无法满足业务规模扩张的需要，筹资活动现金流量净额在 2003 年开始有大幅上升，形成了较多的流动负债，由于公司主营业务的获现情况较好，充沛的现金流对流动负债的偿还提供了有力的保障。2004 年公司经营性现金净流入与流动负债的比率达到 21.43%。

公司投资活动现金流处于净流出状态量，体现了公司为扩大生产经营规模，加大固定资产投资的需要。按照公司的投资计划，公司还要新增棉纺 3 万锭，投资综合热电厂、差别化纤维延伸配套、冷轧宽带钢等工程项目。因此预计未来一段时期内投资活动现金净流出状态还将持续。

◆ 债项分析

江苏华西集团公司 2006 年度拟分两期共计发行 9 亿元短期融资券，其中第一期融资券期限为 365 天，发行金额面值为 6 亿元；第二期融资券期限为 270 天，发行金额面值为 3 亿元，均按贴现方式发行。募集资金主要用于补充公司生产经营所需流动资金。

本次融资券发行成功后，将在一定程度上降低公司的运营成本，拓展公司的融资渠道，使公司的财务运作具有更大的灵活性。由于短期融资券的融资成本将低于银行借款利率，通过发行短期融资券来募集资金，将降低公司的融资成本，提高企业的竞争能力。

目前，公司正处于快速发展阶段，未来两年内公司的资本性支出需求仍将较大，同时，现有的生产能力以及新增生产能力也需要大量的流动资金。公司历年保持了稳定的经营性现金净流入，如外部经营环境不发生重大变化，通过测算，预计未来两年公司仍将保持较为充裕的现金流量。同时公司较高的货币资金存量以及良好的资产流动性对公司债务偿付也形成一定的支持。本次融资券的分期发行也有利于公司合理调配资金运用，缓解了到期集中偿债压力。

综合以上分析，上海远东资信评估有限公司认为江苏华西集团公司具备较好的偿还即期负债的能力。

附录 1：主要财务指标定义

营业额 = 报告期主营业务收入；

EBIT = 报告期息、税前盈余；

总债务 = 年末短期借款余额 + 一年内到期的长期负债余额 + 年末长期借款余额+应付长期债券；

净债务 = 总债务 - 年末货币资金余额；

资本总额 = 总债务 + 年末股东权益 + 年末少数股东权益；

毛利率 = 毛利（即主营业务利润）/ 营业额 * 100%；

EBIT 收益率 = EBIT / 营业额 * 100%；

EBIT 利息偿付 = EBIT / （报告期发生的利息支出 + 报告期资本化利息）；

净债务 / EBITDA = 净债务 / （EBIT + 报告期提取的折旧 + 报告期长期资产摊销额）；

总债务 / 资本总额 = 总债务 / 资本总额 * 100%；

上海远东资信评估有限公司声明

- 一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与江苏华西集团公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析员与江苏华西集团公司有限公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，保证出具的评级报告的客观、准确、公正、及时。本报告中引用的资料主要由发行人提供，上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实性负责。
- 三、上海远东资信评估有限公司本次对江苏华西集团公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售江苏华西集团公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。
- 四、远东资信出具的评级结论是根据远东资信内部信用评级标准和程序作出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的任何影响改变评级意见。
- 五、本评级报告版权归远东资信所有，未经远东资信书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发、和出售报告的信息。

2006年江苏华西集团公司9亿元短期融资券

跟踪评级安排

根据国际惯例与主管部门的要求，上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）在初次评级结束后，将对江苏华西集团公司（以下简称“华西集团”）进行定期和不定期的跟踪评级，持续揭示其信用状况变化。

定期的跟踪评级将于短期融资券发行后半年时进行。届时，华西集团需向远东资信提供最新的财务报告及相关资料。远东资信将根据其信用状况的变化对华西集团进行电话访谈或实地调查并据此综合分析，决定是否调整其信用等级，并在收到相关资料后一个月内出具跟踪评级报告，并按照监管部门要求进行信息披露。

不定期的跟踪评级是指远东资信在本期短期融资券存续期内，将持续关注华西集团的经营情况及相关信息，对公司的风险程度和偿还能力进行全面的跟踪监测。如发现华西集团发生影响短期融资券信用等级的重大事项，远东资信将要求华西集团提供相关资料并就该事项进行电话访谈或实地调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用级别，并按照主管部门的要求进行信息披露。华西集团在发生上述重大事项时，应及时通知远东资信并详细说明情况，提供相关资料，配合远东资信进行跟踪评级工作。

如华西集团未能及时提供上述资料，远东资信将根据收集的公开材料进行分析，并据此调整信用等级。必要时，远东资信可宣布信用等级暂时失效直至华西集团提供上述资料。

每期跟踪评级结束后，远东资信会将跟踪评级结果通知华西集团，并按要求报送监管部门和交易机构等。

上海远东资信评估有限公司

二〇〇五年十一月十六日