

跟踪评级公告

联合[2015] 419 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级, 确定维持中国中纺集团公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“14 中纺 CP001” A-1 的信用等级。

特此公告。



地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国中纺集团公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 中纺 CP001	10 亿元	2014/10/10-2015/10/10	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 4 月 10 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	26.44	32.97	34.82	48.09
资产总额(亿元)	186.12	273.32	268.39	259.82
所有者权益合计(亿元)	54.48	80.11	83.11	82.34
短期债务(亿元)	51.44	76.02	68.41	76.74
全部债务(亿元)	89.12	114.45	107.10	105.36
营业收入(亿元)	348.35	444.68	467.82	394.00
利润总额(亿元)	5.35	8.16	7.01	3.99
EBITDA(亿元)	12.53	16.89	15.93	--
经营性净现金流(亿元)	9.72	15.92	22.49	7.28
营业利润率(%)	4.20	3.66	3.22	1.67
净资产收益率(%)	7.03	8.28	5.99	--
资产负债率(%)	70.73	70.69	69.03	68.31
全部债务资本化比率(%)	62.06	58.82	56.31	56.13
流动比率(%)	139.40	129.15	134.65	126.90
全部债务/EBITDA(倍)	7.11	6.77	6.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.83	3.56	3.86	--
经营现金流/流动负债(%)	10.44	10.46	15.63	--

注: 1. 公司 2014 年三季度财务数据未经审计;
2. 2012-2013 年短期债务包括其他流动负债。

分析师

王叶笛 周天
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 中国中纺集团公司(以下简称“中纺集团”或“公司”)作为中国最大的棉花贸易商、领先的大豆贸易加工商和羊毛贸易商, 继续保持其领先的行业地位, 作为三家中央直属粮食企业之一, 公司经营规模优势明显。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到中国油脂原料长期依赖国外进口, 油脂油料加工行业产能过剩、原料价格内外倒挂, 盈利能力减弱等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

按照中长期战略发展规划, 公司向以贸易为基础, 同时具有较强生产加工能力、上下游延伸衔接的生产供应商转型, 有助于提升公司抗风险能力和行业竞争力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持中纺集团 AA⁺ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14 中纺 CP001” A-1 的信用级别。

优势

1. 公司是三家中央直属粮食企业之一, 是中国最大的棉花贸易商、领先的大豆加工贸易商和羊毛贸易商, 在经营规模、行业地位等方面优势明显。
2. 公司经营历史悠久, 行业经验丰富, 营业收入保持稳步增长。
3. 公司经营活动现金流及现金类资产对“14 中纺 CP001”保护能力强。

关注

1. 中国油棕、大豆等油脂加工原料长期依赖国外进口, 油料、油脂行情受国际市场影响大, 价格存在不确定因素多。
2. 近年来, 中国油脂油料加工行业产能过剩、原料价格国内外倒挂, 对公司经营产生不利影响。

3. 公司整体盈利能力减弱，利润水平对非经营性收益依赖度高，具有一定不确定性。
4. 公司收入规模占比大的油脂油料业务相关子公司净资产规模小，且油脂公司净资产为负。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国中纺集团公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国中纺集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国中纺集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国中纺集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国中纺集团公司主体长期信用及存续期内相关债券“14中纺CP001”进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国中纺集团公司（原中国纺织品进出口总公司，2005年更名为中国中纺集团公司）（以下简称“中纺集团”或“公司”）成立于1951年11月，经中华人民共和国工商行政管理总局批准并取得营业执照。公司是三家中央直属粮食企业之一，隶属于国务院国有资产监督管理委员会。公司实收资本全部由国家资本组成。截至2014年9月底，公司注册资本42178.40万元（其中包括于2007年退出合并范围的河南棉花公司注册资本1504.70万元，由于变动金额未达到中华人民共和国工商行政管理总局变更要求，注册资本尚未变更）。

2012年6月，公司通过配发新股（4.09亿新股，每股1.25港元），投资5.11亿港元，成为香港上市公司福田实业（集团）有限公司（以下简称“福田实业”）最大单一股东（截至2013年底公司持股35%），并对其拥有实际控制权。福田实业是世界最大的圆筒针织面料生产商之一，提供针织、染色、印花及整理等高度垂直的综合服务，向超过40个国家的成衣制造商提供面料，产品包括运动服、休闲服、睡衣和内衣等众多国际知名零售商的品牌成衣。

公司主业经营范围包括纺织原料、纺织品、油料贸易及物流相关产品研发及生产。

截至2014年9月底，公司纳入合并范围子公司132家。目前公司下设战略发展部、财务部、人力资源部、办公室、审计部、信息部、风控部、资产管理部、党群工作部、法律部等10个职能部门，以及风险管理委员会、投资管理委员会、薪酬绩效管理委员会等3个专业委员会。截至2014年9月底，公司拥有员工7268

人。

截至2013年底，公司资产总额268.39亿元，所有者权益合计83.11亿元（含少数股东权益18.77亿元）；2013年公司实现营业收入467.82亿元，利润总额7.01亿元。

截至2014年9月底，公司资产总额259.82亿元，所有者权益合计82.34亿元（含少数股东权益18.73亿元）；2014年1~9月，公司实现营业收入394.00亿元，利润总额3.99亿元。

公司地址：北京东城区建国门内大街19号中纺大厦；法定代表人：赵博雅。

三、宏观经济和政策环境

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上年加快2.1个百分点。

2014年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收

入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（ M_2 ）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（ M_1 ）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业环境分析

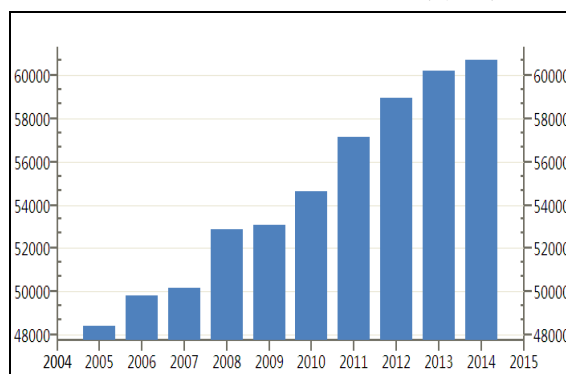
目前，公司主营业务主要包括油料油脂和纺织两大板块，其中油料油脂业务板块包括大豆进口、加工与销售、油脂贸易与精炼，以及其他油料产品贸易与生产；纺织业务板块包括棉花、羊毛与化纤贸易、纺织生产、成衣生产与出口贸易、面料与家纺出口贸易。

1. 粮食产业

（1）行业概况

农业是中国国民经济的基础，也是社会稳定的基础。中国作为一个发展中国家和人口大国，粮食问题关系到国计民生和社会稳定。2004~2014 年以来，中国粮食产量实现连续十一年增产，主要是受粮食播种面积不断扩大和单产量持续提高等影响。据国家统计局对全国 31 个省（区、市）农业生产经营户的抽样调查和农业生产经营单位的全面统计，2014 年全国粮食播种面积为 11273.8 万公顷，同比增长 0.7%；2014 年全国粮食总产量 60709.9 万吨，同比增长 0.9%。

图 1 2005~2014 年中国粮食总产量
(单位：万吨)

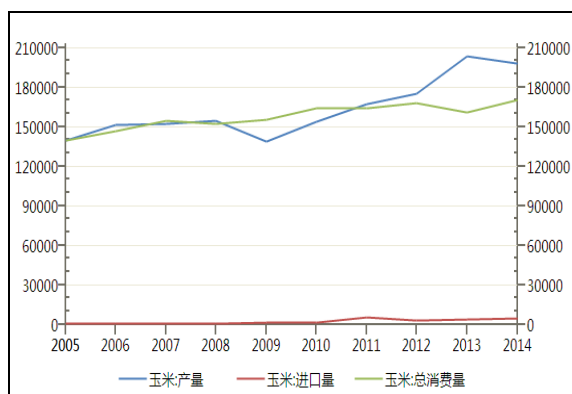


数据来源：国家统计局

尽管国内粮食生产已经实现连续十年以上增产，但国内耕地、淡水等资源要素逐渐缩减，而且粮食产量的增加赶不上需求的快速增长和结构的不断变化，随着人口增加、人民生活水平提高，特别是城镇化加快推进，粮食需求将继续刚性增长，紧平衡将是国内粮食安全的长期态势。

从粮食品种结构看，玉米产需基本平衡，小麦、水稻供求偏紧，大豆存在较大缺口，国内粮食已处于紧平衡状态，粮食品种结构不平衡的矛盾突出，粮食外贸（进出口）成为缓解平衡中国粮食结构矛盾的重要手段。

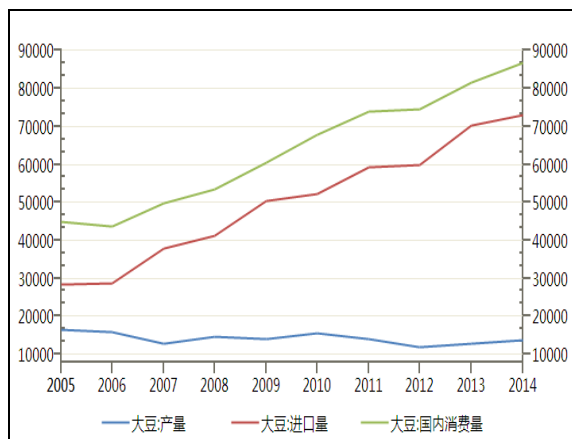
图 2 2005~2014 年国内玉米需求与进口量
(单位：千吨)



数据来源: Wind 资讯

图3 2005~2014 年国内大豆需求与进口量

(单位: 千吨)



数据来源: Wind 资讯

从粮食产销区域看,中国粮食作物主要生长在北方,产销两区市场割裂问题较为严重,加之粮食具有季节生产性,存在粮食周期性需求的矛盾,因此粮食内贸成为调节粮食产销区域分布和季节周期性需求矛盾的重要手段。

由于粮食存在产区和消费区割裂以及粮食周期性消费与季节性生产的矛盾,加之粮食价格受供求、政治、经济、宏观政策、进出口、运输等多种因素影响,粮食价格波动频繁,从事粮食单边贸易风险较大。因此,从事粮食贸易的企业往往借用套期保值的金融手段来规避风险。

(2) 主要粮食作物情况

大豆

中国大豆供给进口依赖度高,大豆进口量持续增长

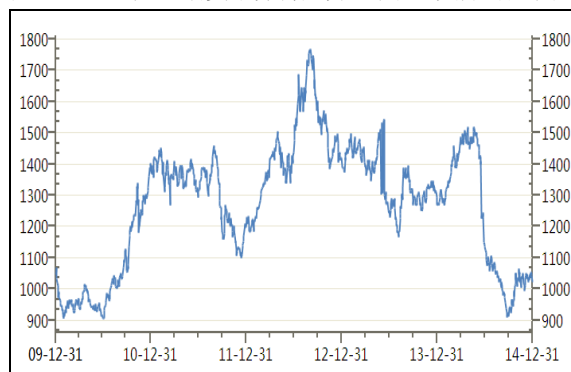
从粮食供求来看,连续多年的粮食增产并未改变中国“丰年缺量”与粮食进口比率不断提高的尴尬局面,粮食外贸成为缓解中国粮食结构矛盾的重要手段。进口的增加意味着国内粮食自给能力的下降,目前中国粮食自给率不足 86%,与官方 95%的目标相去甚远。从粮食品种结构来看,大豆国内供给存在较大缺口,玉米处于紧平衡状态。

中国大豆供给依赖进口程度高,大豆进口量持续增长,大豆进口主要来源为美国、巴西、阿根廷三国。2005~2014 年,中国大豆进口量逐年递增,且 2007 年以来进口量均占国内大豆总消费量 70%以上。根据中国粮油信息网数据显示,2014 年中国大豆进口量为 7140 万吨,同比增长 12.6%,大豆进口量创历史新高,对外依存度超过 80%,中国已成为全球最大大豆购买国。

大豆价格受国际市场影响大,价格大幅波动

由于进口大豆已经占据国内 80%以上的份额,中国对大豆价格没有控制权,大豆行情受国际市场影响大,价格存在不确定因素多。

图4 CBOT大豆期货结算价走势(单位:美分/蒲式耳)



资料来源: wind 资讯

从图 4 可以看出,芝加哥期货交易所(CBOT)大豆期货价格 2010 年呈震荡上扬趋势,2011 年呈波动下降趋势,2012 年呈波动回升趋势,2013 年以来又呈现波动下降趋势。2014 年,全球大豆连续第二年增产,价格本不应走高,然后年初市场炒作美豆库存创出新低记录,加之美国大豆出口量继续大增,国际大豆价格

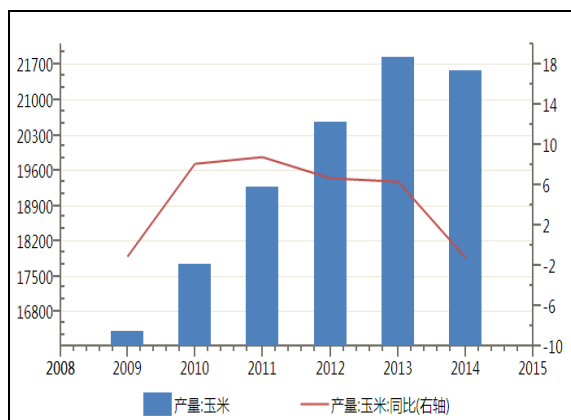
上扬。2014 年下半年，国际大豆价格出现巨幅下跌。2014 年，黄大豆一号和二号期货价格波动下降，2014 年 12 月 31 日期货结算价格分别为 4505 元/吨和 3260 元/吨。

玉米

玉米产量增长趋缓

中国的玉米栽培种植面积和总产量均居世界第 2 位。中国玉米种植带主要集中在黑、吉、辽、内蒙、冀、鲁、豫、陕、甘、宁等地区。在国家一系列强农惠农政策、种植收益提高等支持下，2014 年主产区农户种植玉米积极性仍然较高。2014 年全国玉米播种面积 37076.10 千公顷，同比增长 2.09%。进入三季度以来，华北、东北玉米主产区出现严重旱情，由于正值玉米生长需水关键期，使得局部玉米生产受损较重。虽然 8 月中下旬出现持续降雨在一定程度上缓解了部分地区旱情，但 2014 年全国玉米总产量减产已成定局。2014 年中国玉米产量为 21567.30 万吨，较 2013 年下降 1.29%。目前玉米产量维持在历史较高水平，但增速有所下降。

图5 中国玉米产量情况（单位：万吨，%）



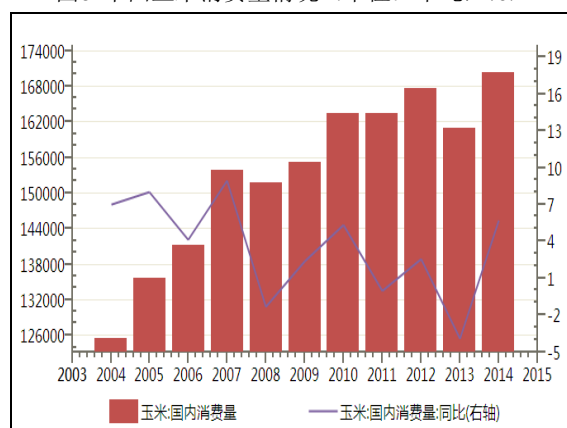
资料来源：Wind 资讯

国内玉米消费量整体增长，但增速不稳

从玉米的需求方面来看，根据中国饲料行业的咨询公司中国汇易的数据显示，2005 年以来，中国国内的玉米消费量整体增长，但增速不稳健，波动大，其中 2006 年、2007 年、2010 年和 2014 年的增速较快，增速分别达到 4.13%、

8.96%、5.33%和 5.71%，其他年份是小幅正增长或者小幅负增长。2014 年国内玉米的消费量达到 1.70 亿吨，较 2005 年增长超过 25%。总消费量是国内消费量和出口量的总和，不过由于中国是人口大国，国内的消费大，所以出口甚少，2013 年，玉米出口量占国内消费量还不到 0.1%，相对于国内消费量，出口量几乎可以忽略不计，总消费量与国内消费量的走势几乎同步。

图6 中国玉米消费量情况（单位：千吨，%）



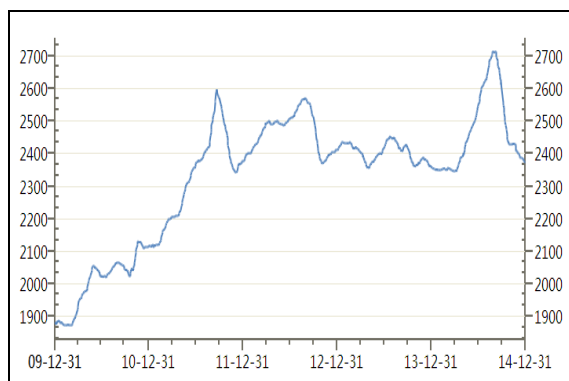
数据来源：中国汇易

饲料是国内玉米最大的消费地，对国内玉米的饲料需求应重点关注存栏量。2014 年对于生猪养殖户来说度过了极具考验的一年，猪价持续下跌，养殖利润连连亏损，历史罕见。正是由于 2014 年生猪市场全年亏损，养殖企业淘汰过剩母猪产能加快，尤其是在 2014 年第四季度。因此，市场预计 2015 年生猪存栏量会较 2014 年出现一定程度下降，而且下降势头有可能持续至 2015 年底。因为，存栏若要增加必须先启动母猪补栏，推动母猪存栏量增加，母猪存栏开始增加后半年以上存栏才开始增加，12 个月后生猪供应才会增加。母猪补栏有望在 2015 年二至三季度进行，而存栏的增加最早在 2015 年底，甚至 2016 年上半年才会出现，2015 年全年生猪存栏都将保持持续缓慢下降的势头。生猪存栏的下降，将对饲料市场以及处于饲料原料市场上游的玉米市场形成较大压力，玉米的饲料需求将表现疲软。

玉米价格波动变化

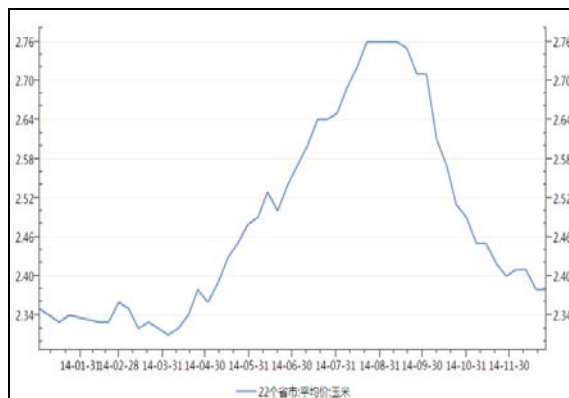
2005~2012年，中国玉米价格波动上涨，主要是畜牧业和饲料加工行业快速增长带动对玉米的需求所致。2013年，玉米现货价格波动趋势较为平缓，且随着产量的增长，价格较2012年有所下降，2013年底为2359元/吨。2014年全年玉米价格经历了大涨大跌，1~2月，国内玉米交易整体清淡，玉米价格弱势下行；3~4月需求整体偏弱，政策提振价格整体震荡上行；5~8月市场刚需不减，玉米价格大幅上涨，涨幅达10.26%；9~10月玉米陆续上市，玉米价格回落至合理区间，整体跌幅达8.27%；11~12月，政策收购进度缓慢，市场供应宽松，玉米价格弱势盘整。

图7 2009-2013年中国玉米现货价：平均价
(单位：元/吨)



资料来源：wind资讯

图8 2014年中国22个省市玉米平均价
(单位：元/千克)



数据来源：中国畜牧业信息网

目前国内玉米整体弱势前行，后市随着临储玉米不断入库以及优质粮源的消化，市场可流通粮源将逐渐减少，玉米价格将整体上行，临储拍卖将稳定国内玉米市场价格。转基因进口玉米获批，运费补贴取消，下游需求整体弱势等诸多利空影响下，2015年国内玉米价格整体仍将呈现季节性、政策性涨跌，平均价格将高于2014年，但涨幅受供需环境宽松影响将难以超越2014年最高。

2. 油脂加工贸易

(1) 行业概况

油料是油脂制取工业的原料，油脂工业通常将含油率高于10%的植物性原料称为油料。国际上普遍使用的油料有大豆（大豆油）、油棕果（棕榈油）、花生（花生油）、向日葵籽（葵花油）等，公司的油料油脂业务涉及的主要是大豆、毛豆油以及部分棕榈油进口，经营模式为自营贸易进口和油脂加工。

油脂行业主要分工业油脂和食用油脂。食用油脂中又分为植物油脂和动物油脂。作为目前市场主导的植物食用油脂，其主要原料为来自国外的大豆等，所以一般油脂企业分布于沿海地区，比如山东、辽宁、广东、江浙等地。另外，油脂压榨过程产生的豆粕等副产品又在油脂行业旁边形成了一个饲料产业链，支持着养殖等行业的发展。

(2) 行业竞争

近年来，国内大豆压榨行业快速发展，2013年中国大豆压榨产能达到1.36亿吨，2014年大豆压榨产能较2013年变化不大。由于大豆压榨能力快速提高，到2004年中国大豆压榨行业已开始出现产能过剩的问题，尤其是2004年国际市场大豆价格大幅波动，导致国内部分大豆压榨油厂经营困难。2005年以来，外商开始采用收购或控股等低成本方式大规模进入中国大豆压榨行业，部分长期停工停产或面临破产倒闭的油厂被外资兼并或重组。此外，国内大型粮油集团之间重组整合，国有粮油集团公司快速

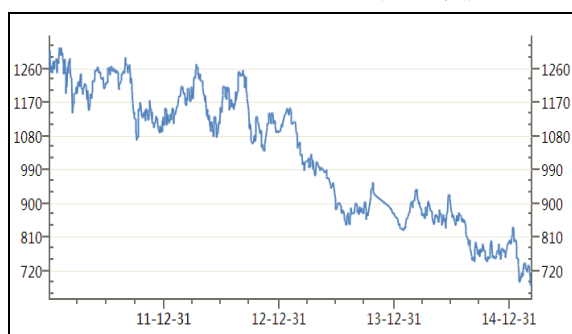
扩张,都使得国内大豆有效压榨能力大幅提高。由于参与重组的大豆压榨企业大多处于沿海地区,几乎全部加工进口大豆,这也是 2005 年以来中国大豆进口量连续攀升的重要原因。

由于中国没有油棕的种植,故国际油料、油脂市场 30%左右份额的棕榈油几乎都自马来西亚、印度尼西亚等东南亚国家进口,所以油料、油脂行业动向完全掌控在国外企业手中,国内油脂加工原料长期依赖于国外进口,油料、油脂的行情受国际市场影响大,价格存在的不确定因素多,国内企业的经营风险相对较大。

(3) 豆油价格走势

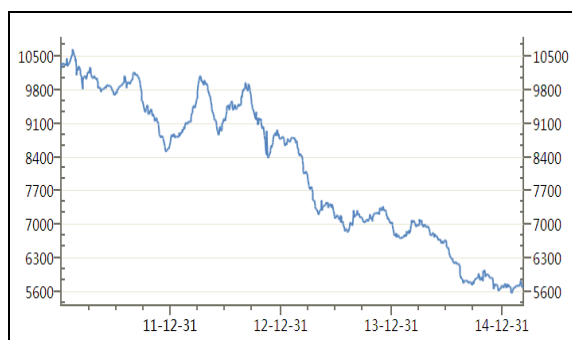
从国内及国际豆油价格来看,近年来随着大豆价格的不断下降,国内大豆压榨能力的逐步提升,国内豆油供应量得到了大幅提升,因而一定程度上抑制了豆油价格。整体看,近年来豆油价格呈现下降趋势。

图 9 2011 年以来豆油国际现货价
(单位:美元/吨)



资料来源: wind 资讯

图 10 2011 年以来中国豆油平均价 (单位:元/吨)



资料来源: wind 资讯

3. 纺织原料贸易

(1) 棉花

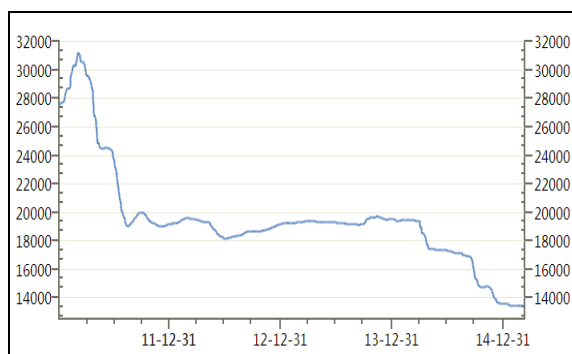
棉花是服装制造企业的三大原料之一,产量多、生产成本低,使棉制品价格比较低廉。棉纤维适于制作各类衣服、家具布和工业用布。中国是棉花产量和播种面积最大的国家,2010 年,面对突然跳水的棉花价格,国家为了保护棉农利益、保障供给及稳定市场,国家出台了临时收储政策,2011 年收储价在 1.98 万元/吨,2012/13 年收储价在 2.04 万元/吨。棉花收储是从 2011 年开始,在此之前,棉花价格长期在 1.2 万元~1.6 万元/吨之间波动。在国家收储和托市的背景下,国内棉花价格被托在一个远离供求平衡的高位,国内棉花期货的价格也一直围绕两万上下晃动,造成内外棉价格出现畸形的巨大差价,内盘棉花比外盘高 3000 元/吨。

根据 Wind 资讯的数据来看,2014 年中国棉花的国内消费量为 641 万吨,国内棉花产量为 515 万吨,国内供给满足不了需求,而且国外棉花便宜,导致棉花进口量大。2012 和 2013 年全年进口棉花分别为 430 万吨和 300 万吨,2014 年棉花进口量为 225 万吨,占到国内棉花产量的近一半,因此从总供给和国内需求来看,国内棉花还有剩余。2010 年以来,棉花的库存不断攀升,2014 年达到了 1130 万吨,棉花的库存消费比高达 176%,棉花供需严重不平衡。国储库存甚大,库存难以消化也带来了沉重的财政压力:收储和抛储价差带来的亏损、棉花储存费用、耗损折旧费用、人工费用、运输费用等。不仅如此,还给国内纺织企业带来较高的成本压力,由于棉花的价格远高于市场应该具有的价格,导致下游棉纺织业的成本高企,而国外的棉花价格显著低,使国内的纺织企业没有外国的企业有竞争力,出口遭遇困难,大幅限制了国内的棉花的需求,进一步推高了国内棉花的库存。

2013 年中后期,业内开始探讨棉花直补的可能策略,2013 年底和 2014 年初以来,棉花直补政策弥漫国内,2014 年 1 月 19 日“中央 1 号”文件指出,2014 年将在新疆启动棉花目标

价格补贴试点，棉花直补正式实施，这意味着棉花的市场价格将由市场决定，国家不再保护棉价。在这种背景下，“中央一号文”提出，将探索推进农产品价格形成机制与政府补贴脱钩的改革，逐步建立农产品目标价格制度，并明确要求启动东北和内蒙古大豆、新疆棉花目标价格补贴试点，棉花“直补”正式实施，此后棉花价格开始下跌，中国棉花指数从 18000 下跌到 2014 年 10 月份的 13600 附近，跌幅为 24%，目前仍然处于下跌通道之中，市场普遍看空，悲观声音较重。但棉价继续深度下跌的可能性不大，主要原因：一是农业部数据显示，2014 年全国棉花种植面积比去年有所下降，全年棉花产量比上年有所减少；二是企业挺价，国内一些大型棉商、轧花厂表示将坚持棉花报价不变，给市场带来些许支撑。

图 11 近年来中国棉花 328 价格指数
(单位：元/吨)



数据来源：全国棉花交易市场

(2) 羊毛

随着世界羊毛加工中心逐渐向国内转移，中国羊毛消费量急剧增长，国内羊毛产量越来越无法满足需求。目前中国已成为全球最大的羊毛加工国和消费国，年加工羊毛净毛 40 多万吨，但国产羊毛净毛每年只有约 12 万吨。为此，全国每年需进口约 30 万吨净毛。根据海关总署的统计数据显示，2013 年国内进口羊毛 34.95 万吨，2014 年进口羊毛数量为 33.24 万吨。进口羊毛数量约占国内毛纺织原料用毛的 75% 到 80%，巨大的国产羊毛供应缺口使得我国毛纺工业已成为一个对国际市场依存度极高的产

业。澳大利亚农业与资源经济局预测，中国羊毛进口将继续保持增长趋势，2025 年将在 2010 年的基础上增长 12.4 万吨，达 42.7 万吨。

目前国内进口羊毛实行配额管理，每年进口羊毛配额为 28.7 万吨，配额内关税为 2%，配额外关税为 38%。根据 WTO 贸易规则，配额外关税下降是必然趋势，从未来发展趋势来看，国际羊毛价格将更具优势。因此，物美价廉的澳大利亚、新西兰等国“羊毛”正在长驱直入，进而垄断国内羊毛市场，国内羊毛进口依存度将进一步提高。

五、基础素质分析

公司是中央直属企业，是中国最大的棉花贸易商、位居前列的大豆贸易加工商和羊毛贸易商；是中国棉花交易市场发起人之一，澳大利亚羊毛拍卖市场的重要采购商，中国大型成衣出口商之一，在全国纺织企业中名列前茅。公司在 2014 年中国企业 500 强的排名中位列 259 名；中国对外贸易企业 500 强中位列第 213 位；2014 年中国服务业企业 500 强中位列第 88 位。经国家发改委、财政部、国家粮食局、中国农业发展银行联合发文，公司被列为三家中央直属粮食企业之一。2014 年国家发改委、国家粮食局等四部委联合发文，明确中纺集团作为政策性收储主体之一，成为服务三农和粮食保供稳供的一支主力军。

总体看，公司在经营规模及行业经验方面优势突出。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度及高层管理人员无重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营油脂油料与纺织业务，从以贸易经营为主，向以贸易为基础，同时具有较强生

产加工能力、上下游延伸衔接的生产供应商转型。

2013年公司实现营业收入467.82亿元，同比增长5.20%。从业务构成来看，公司油脂油料业务与纺织业务分别占2013年营业收入总额的66.99%、32.05%。跟踪期内，公司油脂油料业务板块占营业收入比重有所下降，纺织业务板块占比有所上升。

从毛利率来看，2013年公司综合毛利率为3.38%，较2012年略有下降。其中油脂油料业务，公司自2010年投资大豆压榨后，受到产能过剩、

价格国内外倒挂影响，其毛利率大幅下滑，从而影响了公司整体毛利率；纺织业务毛利率有所上升，主要为公司优化产品结构，提高高附加值产品比重，带动纺织印染业务毛利率上升。

2014年1~9月，公司实现营业收入394.00亿元，为2013年全年的84.22%，其中油脂油料与纺织业务分别占比66.85%、32.43%。公司2014年1~9月毛利率为1.82%，较2013年有所下降，主要由于公司油脂油料板块业务出现亏损所致。

表1 2012~2014年9月公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

业务构成		2012年			2013年			2014年1-9月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纺织	纺织原料	61.90	13.92	6.21	68.30	14.60	6.84	73.40	18.63	4.93
	棉纺	13.94	3.13	10.19	15.26	3.26	9.17	9.95	2.53	8.30
	成衣（含面料家纺）	12.25	2.75	8.65	10.65	2.28	8.45	7.97	2.02	7.12
	纺织印染	33.15	7.45	9.77	55.73	11.91	11.88	36.44	9.25	10.20
	合计	121.24	27.26	7.89	149.93	32.05	9.06	127.76	32.43	6.83
油脂油料	进口大豆	25.79	5.80	2.37	22.79	4.87	1.18	6.52	1.65	5.49
	大豆压榨	130.05	29.25	-1.91	94.96	20.30	-0.07	56.28	14.28	1.85
	毛豆油	21.71	4.88	1.98	21.30	4.55	-6.10	20.14	5.11	-10.14
	棕榈油	25.31	5.69	1.19	31.70	6.78	2.15	31.70	8.05	-2.76
	玉米	48.46	10.90	3.65	69.58	14.87	0.00	87.50	22.21	-3.17
	菜籽油	45.50	10.23	1.96	45.29	9.68	0.09	20.52	5.21	-0.66
	其他	23.59	5.30	15.30	27.78	5.94	3.85	40.75	10.34	2.86
	合计	320.41	72.05	1.60	313.41	66.99	0.22	263.41	66.85	-1.06
非主业		3.03	0.68	73.88	4.48	0.96	34.38	2.83	0.72	43.94
合计		444.68	100.00	3.80	467.82	100.00	3.38	394.00	100.00	1.82

资料来源：公司提供

注：纺织印染业务于2012年6月起纳入公司合并报表范围

2. 油脂油料业务

公司油脂油料业务主要由中纺粮油进出口有限责任公司（以下简称“粮油公司”）和中纺油脂有限公司（以下简称“油脂公司”）经营。2013年，公司油脂油料业务实现营业收入313.41亿元，同比下降2.18%；毛利率为0.22%，较2012年下降1.38个百分点，主要是受产能过剩、价格国内外倒挂所致。

①粮油公司

业务概况

粮油公司成立于2002年，注册资本39000万元，主要从事大豆进口和油料压榨业务，辅以少量豆油和棕榈油进口以及大豆、玉米内贸业务。目前，粮油公司拥有油料压榨能力年产750万吨，油脂精炼和分提炼190万吨的生产能力。

截至 2013 年底，粮油公司资产总额 84.95 亿元，所有者权益合计 5.38 亿元；2013 年实现营业收入 204.40 亿元，实现净利润 0.96 亿元。截至 2014 年 9 月底，粮油公司总资产 104.40 亿元，所有者权益 6.30 亿元；2014 年 1~9 月，实现营业收入 165.61 亿元，实现净利润 0.93 亿元。

表 2 粮油公司 2013 年财务概况（单位：亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
粮油公司	84.95	5.38	204.40	0.96

资料来源：公司提供

粮油进口

粮油公司以进口大豆为主，主要进口地区为美国、巴西等国家，同时兼营进口菜籽、豆油、棕榈油等产品。2013 年粮油公司进口大豆合计 290 万吨，受国内采购大豆量增多影响，较 2012 年同比下降 30.30%，其中用于自营大豆压榨 230 万吨，用于自营直接销售的有 60 万吨¹；同期粮油公司年压榨能力为 750 万吨，较 2012 年无变化。2014 年 1~9 月，粮油公司进口大豆量为 185 万吨，其中 167 万吨用于自营压榨。

粮油内贸

从内贸情况来看，粮油公司内贸业务以大豆和玉米为主。跟踪期内，粮油公司对市场形势看好，2013 年粮食收购量为 150 万吨，较 2012 年同比增长 51.00%，主要收购地区为中国东北地区 and 山东地区。2014 年 1~9 月，粮油公司因参与国家开展的北粮南运业务粮食收购量为 238 万吨，较 2013 年增长 58.67%。

②油脂公司

油脂公司成立于 2007 年，注册资本 10000 万元，主要从事粮食收购、原粮及食用油的销售。截至 2013 年底，油脂公司资产总额 48.28 亿元，所有者权益 -1.18 亿元；2013 年实现营业收入 109.00 亿元，实现净利润 -2.94 亿元。截

至 2014 年 9 月底，油脂公司资产总额 43.31 亿元，所有者权益 -4.51 亿元；2014 年 1~9 月实现营业收入 99.69 亿元，实现净利润 -3.74 亿元。

表 3 油脂公司 2013 年财务概况（单位：亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
粮油公司	48.28	-1.18	109	-2.94

资料来源：公司提供

油脂公司内贸以玉米和豆油为主。2013 年收购玉米 220 万吨。从玉米收购环节来看，主要收购地区为中国东北和河北省地区。公司玉米主要供给饲料企业、南方玉米深加工企业以及南方储备轮换用粮，分布在广州、深圳等南方城市。2013 年油脂公司收购豆油合计 31 万吨，较 2012 年变大不大。2014 年 1~9 月油脂公司收购玉米 217 万吨，收购豆油 36 万吨。

2014 年 1~9 月，受市场环境的影响，公司油脂油料业务综合毛利率进一步下降，为 -1.06%。从分产品毛利率来看，除进口大豆与大豆压榨业务毛利率有所上升外，其余业务板块毛利率均有所下降。

3. 纺织业务

公司纺织业务主要由下属 5 家全资二级子公司负责经营。纺织原料板块由中纺棉花进出口公司（以下简称“棉花公司”）和中纺原料国际贸易公司（以下简称“原料公司”）经营；棉纺板块由中纺工贸有限责任公司（以下简称“工贸公司”）经营；成衣板块由中纺国际服装有限公司（以下简称“国际公司”）和中纺东方贸易进出口公司（以下简称“东方公司”）经营。

纺织原料业务

公司纺织原料业务主要经营棉花贸易、羊毛贸易和化纤贸易。棉花贸易的经营主体为棉花公司，羊毛贸易和化纤贸易的经营主体为原料公司。

①棉花公司

业务概况

棉花公司成立于 1987 年，注册资本 3100.30

¹自营业务包括自营直接销售和自营大豆压榨，报告中中将自营直接销售收入计入进口大豆业务，将大豆压榨后的大豆油和豆粕销售收入计入压榨业务。

万元，主要从事棉花进口、出口和内贸业务。2002 年至今，棉花公司外贸业务全部为进口业务，其中 90%为自营贸易。截至 2013 年底，棉花公司资产总额 19.18 亿元，所有者权益合计 0.81 亿元；2013 年实现营业收入 20.85 亿元，实现净利润 0.23 亿元。截至 2014 年 9 月底，棉花公司资产总额 4.04 亿元，所有者权益合计 0.83 亿元；2014 年 1~9 月实现营业收入 15.70 亿元，实现净利润 0.17 亿元。

棉花进口

棉花进口业务全部是配额项下进口，每年需要根据国家政策确定配额数量，近几年配额变动较大。2013 年，棉花公司进口棉花 13.81 万吨，棉花主要进口地区为美国、乌兹别克斯坦、非洲西部、澳大利亚等。2014 年 1~9 月，棉花公司进口棉花 13.77 万吨。

棉花内贸

棉花内贸业务属于充分竞争行业，且国内棉花初级加工能力略有过剩。2012 年，棉花公司未参加国内收储，导致棉花内贸经销量下降幅度较大。2013 年，棉花公司内贸恢复到往年正常水平，内贸经销量由 2012 年的 2.04 万吨增长到 14.97 万吨，同比增长 578.34%。2014 年 1~9 月，棉花公司内贸经销量为 19.21 万吨。

②原料公司

原料公司成立于 1984 年，注册资本 4097 万元，主要从事羊毛、化纤、黏胶等进口、加工和销售业务。原料公司经营的澳毛和乌拉圭毛业务规模连续多年居行业领先地位。截至 2013 年底，原料公司资产总额 2.49 亿元，所有者权益合计 1.20 亿元；2013 年实现营业收入 5.37 亿元，净利润 58.5 万元；2014 年 9 月底资产总额 8.26 亿元，所有者权益 1.93 亿元；2014 年 1-9 月实现营业收入 15.50 亿元，净利润 1846.52 万元。

2013 年，羊毛和化纤进口业务占原料公司主营业务收入比重分别为 43% 和 8%。羊毛进口业务方面，原料公司主要从澳大利亚、乌拉圭、新西兰等国进口羊毛，销往江浙、河北等地区。

2013 年，原料公司销售进口羊毛 2.05 万吨，同比下降 11.26%，实现销售额为 9.60 亿元，同比下降 8.08%，主要由于 2013 年进口羊毛市场延续了上一年的市场需求疲软，导致进口羊毛单价走低，销售量减少。化纤业务方面，2013 年原料公司销售化纤 1.18 万吨，同比增长 32.97%，主要是由于 2013 年原料公司新增销售乙内酰胺。2014 年 1~9 月，原料公司销售进口羊毛 1.50 万吨，同比增长 2.43%。化纤业务方面，2014 年 1~9 月原料公司销售化纤 0.62 吨，同比下降 4.85%，主要是由于化纤市场受原料丙烯腈价格支撑一季度国际腈纶报价上涨，但下游纱线市场需求延续年前疲软态势。

棉纺业务

公司棉纺业务主要从事棉纱和胚布的生产销售，辅以少量出口业务，经营主体为下属全资子公司工贸公司。工贸公司成立于 1997 年，通过控股收购和新建，2013 年底棉纺加工生产能力为纱锭 50.80 万锭，生产纱线 4.20 万吨/年，较上年变化不大；生产胚布 4450 万米，同比增长 47.45%。2013 年工贸公司实现营业收入 15.26 亿元，同比增长 9.47%；利润总额 988 万元，受原料成本大幅上涨等因素影响，较 2012 年减少 1678 万元。2014 年 1-9 月，工贸公司实现营业收入 9.95 亿元，为 2013 年全年的 65.20%。

成衣业务

公司成衣业务主要从事服装、面料、家纺成品的出口业务，2013 年服装出口业务占成衣业务销售收入的 60% 以上，经营主体主要包括下属全资子公司国际公司和东方公司。公司成衣业务现有服装加工企业 6 家，拥有 1000 万件/套成衣年生产能力。公司服装出口主要集中在欧美、俄罗斯、日本等地区；家纺产品出口主要集中在加拿大；面料出口主要是欧洲、南美等。2013 年，在人民币汇率不断变化，整体市场形势波动情况下，公司成衣业务实现营业收入 10.65 亿元，同比下降 13.06%；实现利润总额 837.30 万元，同比下降 58.18%。2014 年 1~9 月，公司成衣业务实现营业收入 7.66 亿元，利润总

额2209.06万元。

纺织印染业务

公司从2012年开始开展纺织印染业务，主要由公司下属子公司福田实业（集团）有限公司（以下简称“福田实业”）负责运营。2012年6月，公司通过增资扩股收购了香港上市公司福田实业，带动公司纺织业务（纺织印染）规模得以快速提升。

2013年公司纺织印染业务收入55.73亿元，占公司营业收入总额的11.91%，较2012年增长4.46个百分点；2014年1~9月，公司纺织印染业务实现收入36.44亿元，占2013年全年的65.39%。受面料销售价格、原材料采购成本波动等因素影响，公司纺织印染业务毛利率波动变化，2012年、2013年及2014年1~9月分别为9.77%、11.89%、10.20%。

4. 未来发展

公司战略定位是成为以价值链管理为核心竞争优势，在大宗原料供应及加工领域具有突出竞争力，在纺织服装贸易领域具有增值服务能力国际化企业集团。

“十二五”期间，公司纺织业务将继续发展纺织原料贸易、纱线和布匹制造，以及下游消费品牌业务这三个主要环节；公司粮油业务将继续围绕粮油供应链管理商这一战略定位，从产业链上下游的纵向一体化延伸和多品种经营两个维度继续扩大经营规模和业务范围，增强核心竞争力。面对大宗原料价格的大幅波动，公司加大力度提高仓储和加工能力，调整并优化业务模式，由贸易商逐步转型为供应链管理者。下一步，公司将积极利用国家产业政策，努力把握市场机遇，加快两大主业发展，不断提升行业影响力，争取实现战略重点业务均进入行业前三名的发展目标。

八、募集资金使用情况

“14中纺CP001”募集资金10亿元，所募集资金全部用于置换银行贷款，目前资金已按

规定用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2012~2013年审计报告经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见，公司2014年三季度财务报表未经审计。

截至2012年底，公司合并报表子公司145家。2013年底，公司合并范围因处置等原因较2012年底减少5家，新纳入合并范围子公司2家。2014年9月底，公司合并范围较2013年底增加4家，减少14家，增加或减少的子公司对公司合并财务报表无重大影响。总体看，跟踪期内，公司财务数据可比性较好。

截至2013年底，公司资产总额268.39亿元，所有者权益合计83.11亿元（含少数股东权益18.77亿元）；2013年公司实现营业收入467.82亿元，利润总额7.01亿元。

截至2014年9月底，公司资产总额259.82亿元，所有者权益合计82.34亿元（含少数股东权益18.73亿元）；2014年1~9月，公司实现营业收入394.00亿元，利润总额3.99亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，受益于纺织业务销售收入增长，公司营业收入总额有所增长。2013年，公司实现营业收入467.82亿元，同比增长5.20%；同期公司营业成本为451.99亿元，同比增长5.67%，略高于营业收入增长速度。

跟踪期内，公司加强资金集中管理，利息支出同比减少，公司期间费用有所下降。2013年，公司期间费用合计15.15亿元，同比下降8.40%，占营业收入比重为3.24%。受坏账与存货跌价损失减少影响，2013年公司资产减值损失同比下降12.73%，为0.92亿元。2013年，受公司期货期权公允价值减值影响，公允价值收益同比下降77.10%，为0.36亿元；同期投资收益同比增长224.13%，为4.13亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益占比35.59%、处

置长期股权投资（深圳工纺物业管理有限公司，公司持有其 30% 股份）产生的投资收益占比 44.31%。2013 年，公司营业利润 3.49 亿元，同比增长 130.27%，主要为投资收益增长所致；同期公司营业外收入 3.75 亿元，其中无形资产处置利得占比 60.80%、政府补助占比 12.53%。2013 年公司非经营性收益中处置长期股权投资产生的收益与无形资产处置利得占比较高，公司非经营性损益具有一定不稳定性。

2013 年公司利润总额 7.01 亿元，同比下降 14.03%，其中投资收益占利润总额比重为 58.93%、营业外收入占利润总额比重为 53.55%，扣除非经营性损益，公司主营业务利润亏损。从盈利指标来看，由于市场价格下跌导致公司 2013 年油脂油料业务利润空间下降幅度较大，公司营业利润率同比有所下降；而营业外收入的减少导致公司净利润下降，引起总资产收益率及净资产收益率同比下降。2013 年公司营业利润率、总资产收益率及净资产收益率分别为 3.22%、4.80%、5.99%。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 394.00 亿元，为 2013 年全年的 84.22%，较上年同比增长 15.32%；营业成本 386.83 亿元，为 2013 年全年的 85.58%，较上年同比增长 17.63%；公司当期营业利润率下降至 1.67%。公司期间费用营业收入比有所下降，为 3.04%。公司当期实现利润总额 3.99 亿元，净利润 2.17 亿元，其中投资收益 2.74 亿元、营业外收入 6.97 亿元（主要包括公司获得的北粮南运运费补贴 4.64 亿元和粮食临储利息补贴 1.00 亿元）。

总体看，公司盈利能力受市场环境波动影响较大，风险转嫁能力较弱。投资收益及营业外收入对公司利润影响大，利润总额对非经营性损益依赖程度高。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013 年公司经营活动现金流入 606.65 亿元，同比上升 2.56%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主（占 87.30%）；

公司经营活动现金流出 584.16 亿元，同比增长 1.49%，主要为购买商品、接受劳务收到的现金（占 83.20%）。公司经营活动现金流量净额为 22.49 亿元。2013 年公司收到与支付其他与经营活动有关的现金分别为 73.44 亿元、74.59 亿元，分别同比下降 7.92% 和 1.59%，主要为公司为规避价格风险收到与支付的期货保证金。从收入实现质量来看，2013 年公司现金收入比为 113.20%，较 2012 年略有下降。

从投资活动来看，2013 年公司投资活动现金流入 18.21 亿元，同比下降 25.18%，其中收回投资收到的现金受投资的债券、基金交易额下降影响同比下降 21.69%，为 9.71 亿元；因收到中国世贸投资有限公司等其他公司的分红带动取得投资收益收到的现金同比增长 244.18%，为 1.17 亿元。2013 年公司投资活动现金流出 20.75 亿元，同比下降 9.48%。2013 年，公司申购可转换债券等订金下降，导致公司收到和支付其他与投资活动有关现金下降幅度较大，2013 年分别为 5.71 亿元、4.30 亿元，分别同比下降 48.75%、22.94%。2013 年公司投资活动产生的现金流量净额为-2.53 亿元。

从筹资活动来看，2013 年公司筹资活动现金流入 227.88 亿元，同比增长 8.87%，主要为取得借款收到的现金增长所致；公司筹资活动现金流出 244.38 亿元，同比增长 10.61%，主要为偿还债务支付的现金增长所致。2013 年公司筹资活动现金流出-16.50 亿元。

2014 年 1~9 月，公司经营活动现金流入 430.31 亿元，占 2013 年全年的 81.25%；同期经营活动现金流量净额为 7.28 亿元。2014 年 1~9 月公司收到与支付其他与经营活动有关的现金分别为 61.08 亿元、59.17 亿元，主要为收到与支付的期货保证金。公司投资活动现金流主要是基金申购、赎回基金（收回投资收到的现金及投资支付的现金）投资活动流量净额为 5.95 亿元。公司筹资活动以取得借款和偿还债务为主，产生的现金流量净额为-0.51 亿元。当期，公司实现现金收入比为 109.21%，收入实现

质量较 2013 年底有所下降。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模进一步扩大，收入实现质量有所下滑；投资活动以债券基金等投资活动为主，筹资活动维持较大规模且以银行贷款为主，公司对外筹资压力小。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额为 268.39 亿元，同比下降 1.80%。其中流动资产占比 72.18%，非流动资产占比 27.82%，资产构成较 2012 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司流动资产 193.72 亿元，同比下降 1.40%，以货币资金（占 16.28%）、应收账款（占 12.42%）、预付账款（占 11.25%）、其他应收款（占 11.77%）和存货（占 44.34%）为主。截至 2013 年底，公司货币资金 31.54 亿元，同比增长 11.56%；应收票据为 3.16 亿元，同比下降 31.01%，为年末棉花公司应收票据到期收款所致；存货账面余额 87.12 亿元，计提跌价准备 1.23 亿元，账面余额 85.89 亿元；随着公司收入规模的扩大，以应收货款为主的应收账款同比增长 37.63%，为 24.06 亿元；受 2013 年末采购量下降，同时北粮南运玉米业务即采即发影响，公司预付账款同比下降 38.12%，为 21.79 亿元。截至 2013 年底公司其他应收款 27.07 亿元，其中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款 11.71 亿元，共计提坏账准备 3.77 亿元，主要因债务人大连华农物流有限公司财务状况不良而无法收回款项所致；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 14.11 亿元，其中账龄在 1 年以内的其他应收款占比 98.34%，共计提坏账准备 0.15 亿元。截至 2013 年底公司其他流动资产 4.37 亿元，主要为理财产品。

截至 2013 年底，公司非流动资产 74.67 亿元，同比下降 2.82%，以可供出售金融资产（占 10.25%）、长期股权投资（占 10.19%）、固定资

产（占 51.61%）和无形资产（占 11.13%）为主。截至 2013 年底，公司可供出售金融资产 7.65 亿元，受出售部分基金等影响同比下降 30.35%；长期股权投资 7.61 亿元，同比增长 19.45%，为对联营企业投资增加所致；固定资产 38.54 亿元，同比下降 6.23%；其他非流动资产 2.19 亿元，主要为公司散粮车租车费。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 259.82 亿元，较 2013 年底变化不大；其中流动资产占比 71.62%，非流动资产占比 28.38%，较 2013 年底变化不大。流动资产方面，因粮油公司 1.60 亿美元银团贷款 10 月份到期，9 月末提前备款，货币资金较 2013 年底增长 39.50%，为 44.00 亿元（无使用受限货币资金）；2014 年 9 月底公司预付账款较 2013 年底下降 40.27%，为 13.02 亿元，主要因为 2013 年底为棉花收储的季节，公司因棉花代收储业务产生的预收、预付账款金额较大。2014 年 9 月份无棉花收储业务，故公司预收、预付款大幅下降。非流动资产方面，因出售部分持有的股票，公司可供出售金融资产较 2013 年底下降 29.40%，为 5.40 亿元；无形资产因下属子公司土地增加较 2013 年底增长 30.25%，为 10.82 亿元。

总体看，跟踪期内公司资产构成变化不大，仍以流动资产为主，符合行业特征；流动资产中应收账款、预付账款和存货占比较高，一定程度上影响了公司流动资产的变现能力，整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益 83.11 亿元，同比增长 3.75%。其中实收资本占 4.89%、资本公积占 2.30%、盈余公积占 64.56%、未分配利润占 9.69%、少数股东权益占 22.58%。资本公积因可供出售金融资产公允价值变动同比下降 15.54%，为 1.91 亿元；因提取盈余公积增加引起未分配利润下降 18.96%，为 8.05 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益 82.34 亿元，较 2013 年底变化不大。其中实收资本因湖北棉花公司（以下简称“湖北棉花公司”）从

公司合并报表划出（根据国务院国有资产监督管理委员会批复，公司将湖北棉花公司纳入合并报表范围，但公司与湖北棉花公司无投资关系，因此公司原来的实收资本为公司本部加上代管的湖北棉花公司，其中公司实收资本 3.66 亿元，湖北棉花公司实收资本 0.41 亿元）较 2013 年底下降 10.09%，为 3.66 亿元；资本公积因公司出售部分持有的股票，较 2013 年底下降 73.26%，为 0.51 亿元。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益变化不大。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 185.28 亿元，同比下降 4.10%，债务结构较 2012 年底变化不大，仍以流动负债为主（占 77.65%）。

截至 2013 年底，公司流动负债 143.88 亿元，同比下降 5.43%。其中短期借款 42.20 亿元，同比下降 9.49%；因公司改变付款方式，增加开具信用证，引起应付票据同比增长 112.65%，为 9.43 亿元，在此基础上公司 2013 年底采购量减少，引起应付账款同比下降 6.55%，为 30.58 亿元；其他应付款主要为与其他公司的往来款、风险保证金，截至 2013 年底为 10.86 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 63.00%，1-2 年的占 13.58%，2-3 年的占 5.20%，3 年以上的占 18.23%；一年内到期的流动负债 5.31 亿元，分别为 1 年内到期的长期借款 0.31 亿元和公司于 2011 年发行的 5 亿元 3 年期中期票据“11 中纺 MTN1”；其他流动负债 11.47 亿元，主要为公司 2013 年发行的 10 亿元短期融资券“13 中纺 CP001”。

截至 2013 年底，公司非流动负债 41.41 亿元，同比下降 0.81%。其中长期借款同比增长 19.19%，为 32.69 亿元；应付债券 6.00 亿元，为公司 2012 年发行的 6.00 亿元 3 年期中期票据“12 中纺 MTN1”。

从债务指标来看，跟踪期内公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，2013 年分别为 69.03%、56.31%、

31.77%。

截至 2014 年 9 月底，公司负债合计 177.49 亿元，较 2013 年底下降 4.21%，主要为公司 2014 年无棉花收储业务引起预收账款大幅下降所致。公司流动负债占比较 2013 年底有所上升，为 82.62%。同期资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均有所下降，分别为 68.31%、56.13%、25.80%。

总体看，公司负债以流动负债为主，符合行业特征；跟踪期内，公司债务规模有所下降，但整体负债水平仍较高。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2013 年底，公司流动比率、速动比率、经营现金流动负债比分别为 134.65%、74.95%和 15.63%，均较 2012 年底有所上升；截至 2014 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 126.90%、76.21%。总体看，跟踪期内公司偿债能力有所增强，但公司流动资产中存货、应收账款及预付款项占比较大，一定程度上影响了流动资产变现能力，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2013 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 3.86 倍、6.72 倍，公司对整体债务的保护能力一般。

截至 2014 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2014 年 9 月底，公司共获银行授信额度 385.97 亿元，其中尚未使用授信额度 318.50 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1011010101158500J），截至 2015 年 3 月 17 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司贸易主业易受贸易品种价格波动影

响，但考虑到公司作为中央直属企业、中国最大的棉花贸易商、领先的大豆贸易加工商、羊毛贸易商，在经营规模、从业经验等方面具有显著优势。总体看，公司抗风险能力很强。

十、存续期债券偿债能力

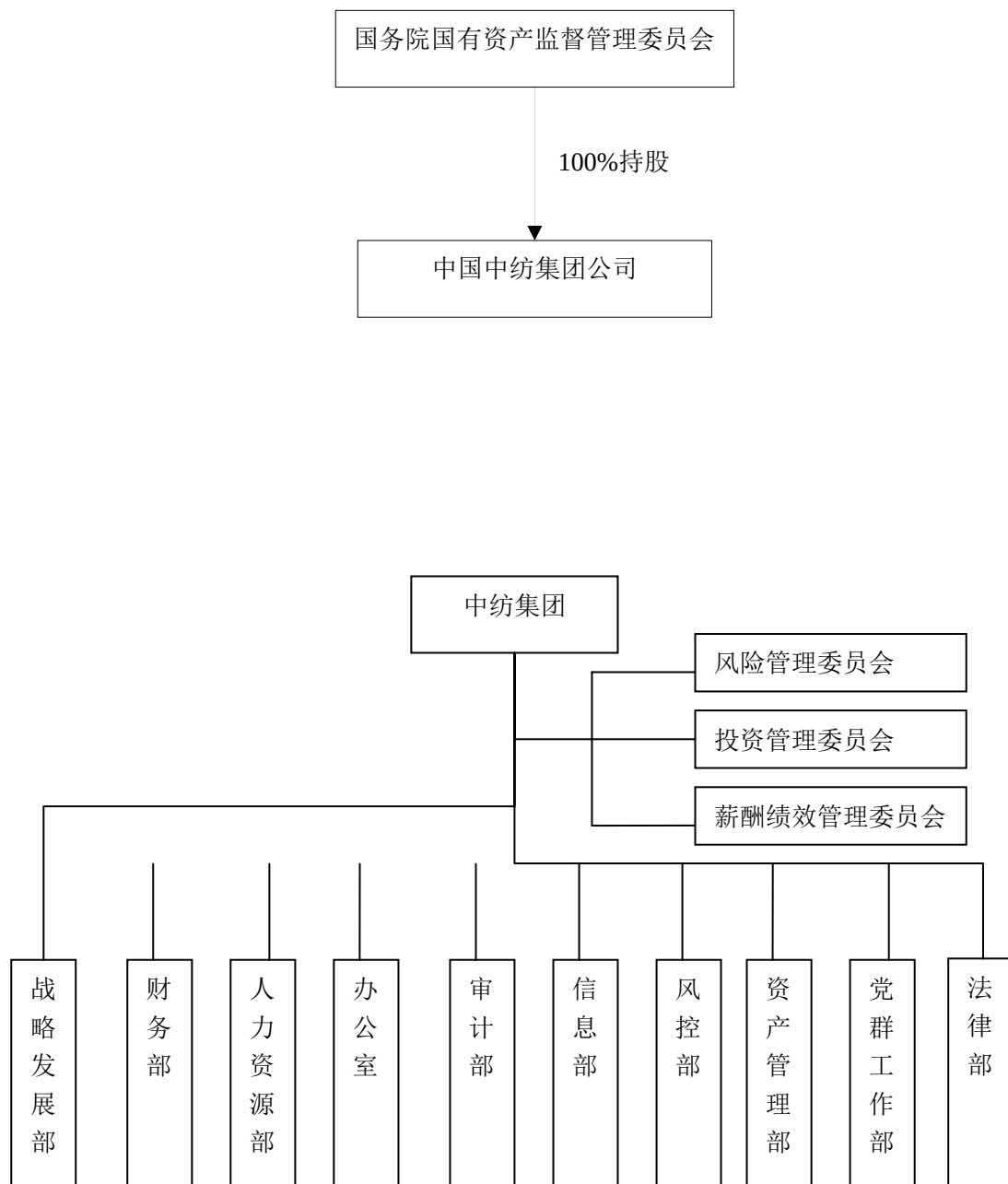
公司于2014年10月发行了10亿元的短期融资券“14中纺CP001”。2013年，公司经营活动现金流入量及现金类资产分别为606.65亿元、34.82亿元，对“14中纺CP001”覆盖倍数分别为60.67倍、3.48倍，覆盖程度好，对“14中纺CP001”保障程度高。

截至2014年9月底，公司现金类资产48.09亿元，对“14中纺CP001”覆盖倍数为4.81倍，对“14中纺CP001”保障程度高。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14中纺CP001”A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.44	32.97	34.82	48.09
资产总额(亿元)	186.12	273.32	268.39	259.82
所有者权益(亿元)	54.48	80.11	83.11	82.34
短期债务(亿元)	51.44	76.02	68.41	76.74
长期债务(亿元)	37.68	38.43	38.69	28.63
全部债务(亿元)	89.12	114.45	107.10	105.36
营业收入(亿元)	348.35	444.68	467.82	394.00
利润总额(亿元)	5.35	8.16	7.01	3.99
EBITDA(亿元)	12.53	16.89	15.93	--
经营性净现金流(亿元)	9.72	15.92	22.49	7.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	24.84	24.65	18.99	--
存货周转次数(次)	5.52	5.85	5.26	--
总资产周转次数(次)	1.87	1.94	1.73	--
现金收入比(%)	105.97	114.61	113.20	109.21
营业利润率(%)	4.20	3.66	3.22	1.67
总资本收益率(%)	5.86	5.87	4.80	--
净资产收益率(%)	7.03	8.28	5.99	--
长期债务资本化比率(%)	40.89	32.42	31.77	25.80
全部债务资本化比率(%)	62.06	58.82	56.31	56.13
资产负债率(%)	70.73	70.69	69.03	68.31
流动比率(%)	139.40	129.15	134.65	126.90
速动比率(%)	74.57	72.67	74.95	76.21
经营现金流流动负债比(%)	10.44	10.46	15.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.83	3.56	3.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.11	6.77	6.72	--

注：1. 公司 2014 年三季度财务数据未经审计；

2. 2012-2013 年短期债务包括其他流动负债。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
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，安全性易受不良环境变化的影响
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