

# 信用等级公告

联合[2016] 2422 号

---

联合资信评估有限公司通过对中国中纺集团公司及其拟发行的2016年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

中国中纺集团公司  
主体长期信用等级为

AA<sup>+</sup>

中国中纺集团公司  
2016年度第二期中期票据的信用等级为

AA<sup>+</sup>

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年十月十八日

评级业务专用章

11010530046109

---

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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

## 中国中纺集团公司

### 2016 年度第二期中期票据信用评级报告

#### 评级结果：

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA<sup>+</sup>

本期中期票据发行额度：10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：偿还银行借款，补充流动资金

评级时间：2016 年 10 月 18 日

#### 财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
现金类资产(亿元)	34.82	32.49	45.41	33.31
资产总额(亿元)	267.26	252.75	312.62	347.44
所有者权益(亿元)	81.69	84.41	85.76	87.02
长期债务(亿元)	38.69	18.28	18.60	13.02
全部债务(亿元)	95.64	93.31	176.07	220.91
营业收入(亿元)	467.82	504.06	395.70	148.54
利润总额(亿元)	7.01	7.25	-0.42	1.92
EBITDA(亿元)	15.93	16.97	4.73	--
经营性净现金流(亿元)	22.49	17.99	-43.62	-48.87
营业利润率(%)	3.22	3.10	5.17	6.08
净资产收益率(%)	6.09	5.62	-2.96	--
资产负债率(%)	69.43	66.60	72.57	74.95
全部债务资本化比率(%)	53.93	52.50	67.25	71.74
流动比率(%)	133.59	119.25	110.31	107.13
全部债务/EBITDA(倍)	6.00	5.50	37.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	3.36	0.94	--

注：2016 年上半年财务数据未经审计。

#### 分析师

王晴 陈婷 刘然

邮箱：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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国中纺集团公司（以下简称“中纺集团”或“公司”）的评级，反映了其作为中国最大的棉花贸易商、领先的大豆贸易商和羊毛贸易商，在行业地位、经营规模、销售渠道、政策支持、收储资格等方面具备的显著优势。同时联合资信也关注到，中国油脂油料加工行业产能过剩、大豆及部分贸易产品市场价格波动大，公司风险转嫁能力较弱、非经营性收益对公司利润影响大、债务负担偏重等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

从长期看，按国资委对公司主业的定位以及公司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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

#### 优势

1. 公司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，大豆压榨业务成为新的利润增长点。
3. 2014 年，国家发改委、国家粮食局等四部委联合发文，明确公司为政策性收储主体之一。

### 关注

1. 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，对公司经营产生了一定的不利影响。
2. 公司盈利能力受贸易品种价格波动影响加大，风险转嫁能力较弱；且公司非经营性收益对公司利润影响大。
3. 北粮南运政策的取消导致公司 2015 年以来收入规模下降。
4. 公司整体负债水平偏高。
5. 2015 年，公司资产减值损失 2.72 亿元，形成亏损，主要是中纺澳大利亚公司的集中计提减值所致。

## 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、中国中纺集团公司 2016 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 中国中纺集团公司

# 2016 年度第二期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

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。公司实收资本全部由国家资本组成。截至 2016 年 6 月底，公司注册资本 20 亿元（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 万元及 2014 年退出合并范围的中纺湖北棉花进出口公司注册资本 4102.80 万元以及 2016 年的增资）。

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，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 2015 年底，公司拥有 26 家二级控股子公司。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 2016 年 6 月底，公司拥有员工 7531 人（不含福田实业）。

截至 2015 年底，公司资产总额 312.62 亿元，所有者权益合计 85.76 亿元（含少数股东权益 23.14 亿元）；2015 年公司实现营业收入

395.70 亿元，利润总额-0.42 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司资产总额 347.44 亿元，所有者权益合计 87.02 亿元（含少数股东权益 25.30 亿元）；2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 148.54 亿元，利润总额 1.92 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。

### 二、本期中期票据概况

公司 2016 年注册中期票据额度 20 亿元，已于 2016 年 8 月发行 10 亿元 3 年期第一期中期票据“16 中纺 MTN001”，公司拟发行 2016 年第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为 10 亿元，发行期限 3 年，募集资金全部用于偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

### 三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算

政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016 年上半年，中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，中国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，中国经济保持稳定增长。2016 年 1-6 月份，中国国内生产总值(GDP) 34.1 万亿元，同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格(CPI)指数在 2% 左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数(PPI)同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数(PMI)自 3 月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016 年 1-6 月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016 年 1-6 月份，中国固定资产投资(不含农户) 25.8 万亿元，同比增长 9.0%，

增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016 年 1~6 月份，中国社会消费品零售总额 15.6 万亿元，同比增长 10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016 年 1-6 月份，全国居民人均可支配收入同比增长 6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016 年 1-6 月份，中国进出口总值 1.7 万亿美元，同比下降 8.8%，自 3 月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差 2571 亿美元，同比变动不大。2016 年 6 月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在 6.5%-7.0% 增长、物价温和回升、就业市场稳定等 2016 年年度目标，2016 年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设

施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为达到 13% 的社会融资规模和 M2 的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计 2016 年全年 GDP 增速为 6.7% 左右。

#### 四、行业及区域经济环境

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。2014 年，公司开展粮食收储业务。

##### 1. 粮食贸易

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。在中国，粮食是战略物资。

2004~2015 年以来，中国粮食产量实现连续十一年增产，其中 2008~2015 年连续 6 年稳定在 5 亿吨以上，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。2015 年中国粮

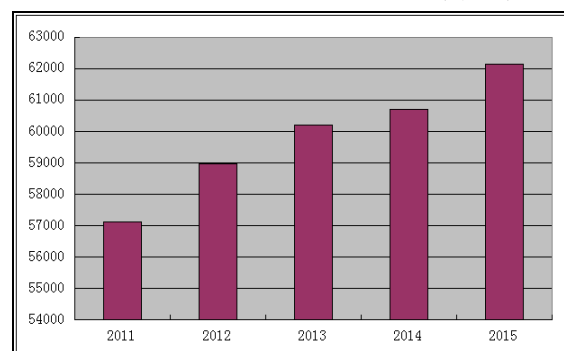
食总产量 62143 万吨，比上年增加 1433 万吨，增产 2.4%。从三大粮食品种看，2015 年全国稻谷产量 20824 万吨，增产 0.88%；小麦产量 13018 万吨，增产 3.18%；玉米产量 22458 万吨，增产 4.13%，玉米成为中国第一大粮食作物品种。

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 1 2011~2015 年中国粮食总产量

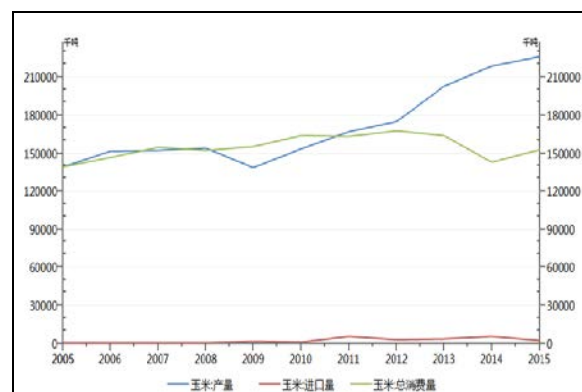
(单位：万吨)



数据来源：国家统计局

图 2 2005~2015 年国内玉米需求与进口量

(单位：千吨)

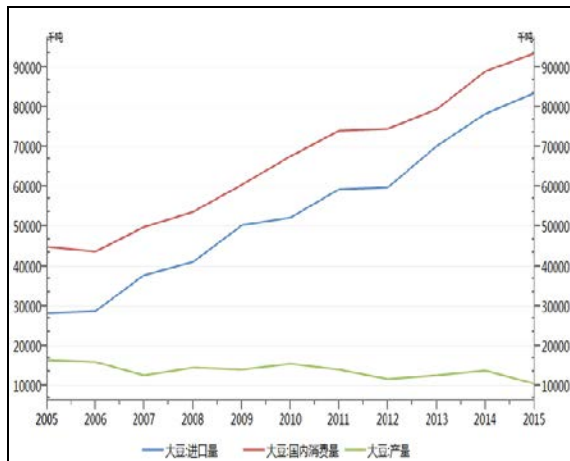


数据来源：Wind 资讯

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。

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。

图3 2005~2015年国内大豆需求与进口量  
(单位: 千吨)



数据来源: Wind 资讯

原粮收购价格方面，2009年以来，在国家不断提高粮食最低收购价和不断加大粮食收储力度等综合政策措施下，原粮收购价格呈持续上涨的趋势。根据中储粮全国粮油价格监测系统统计显示，全国原粮综合收购价格指数（周度指数，基期以2008年为100）从2009年初的98.33一路上行升至2012年底的144.43，经过2013年波动上升至年底的147.63后。2014年全国原粮综合收购价格指数呈波动上升态势，2014年一季度略有下滑，4月开始止跌反弹，波动上升至当年最高水平153.82；2014年四季度开始波动下降至2014年底的149.71。截至2015年底，全国原粮综合收购价格指数小幅下降至145.24。

从2015年全国主要粮油批发市场主要粮食品种的年度个体价格指数看，大豆、玉米、白小麦、和晚籼米均有不同程度的下降。2014年上半年华北玉米阶段性断档导致价格暴涨，加之下半年因干旱减产，综合导致玉米价格同比明显上涨；小麦、晚籼米和早籼米价格指数均受到最低收购价底价提升的支撑，籼米市场继续受到南方“镏大米”、进口低价大米等事件冲击；2014年大豆实施目标价格改革试点，由于缺乏临时收储的支撑，加之中国大豆对外依存度已超过80%，2014年全球大豆价格因丰产而大幅下跌，综合导致国内大豆价格指数同比下跌3.21%。2015年，中国气候总体正常，适宜粮食生产，主要粮食品种库存充足，收储价格有所下调，主要粮食批发价格均呈下降趋势。

近年来随着中国经济的高速发展，粮食需求大幅增加，不少国内农产品供求基本面发生重大变化，对外依存度提高，如每年大豆压榨需求7000万吨，其中5500万吨来自国外（主要进口自美国、巴西），大豆消费对外依存度达80%，而玉米消费随着饲料消费的稳定增加及玉米深加工需求的大幅增加，出现供不应求的局面。

## 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

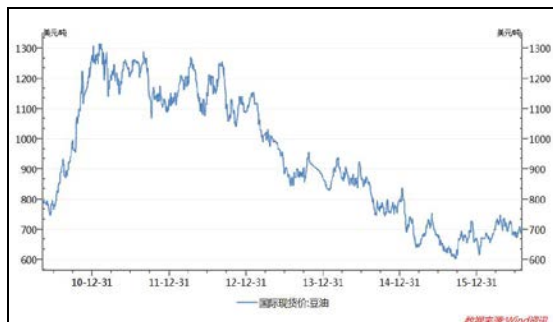
近年来，国内大豆压榨行业快速发展，达到 1.4 亿万吨。由于大豆压榨能力快速提高，到 2004 年中国大豆压榨行业已开始出现产能过剩的问题，尤其是 2004 年国际市场大豆价格大幅波动，导致国内部分大豆压榨油厂经营困难。2005 年以来，外商开始采用收购或控股等低成本方式大规模进入中国大豆压榨行业，部分长期停工停产或面临破产倒闭的油厂被外资兼并或重组。此外，国内大型粮油集团之间重组整合，国有粮油集团公司快速扩张，都使得国内大豆有效压榨能力大幅提高。由于参与重组的大豆压榨企业大多处于沿海地区，几乎全部加工进口大豆，这也是 2005 年以来中国大豆进口量连续攀升的重要原因。

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

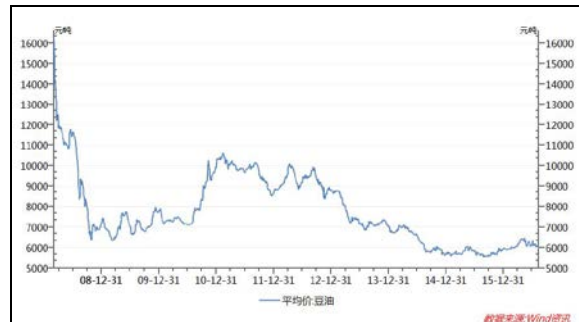
从国内及国际豆油价格来看，近年来随着大豆价格的不断下降，国内大豆压榨能力的逐步提升，国内豆油供应量得到了大幅提升，因而一定程度上抑制了豆油价格。整体看，近年来豆油价格呈现下降趋势。

图 4 2010 年以来豆油国际现货价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

图 5 2010 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

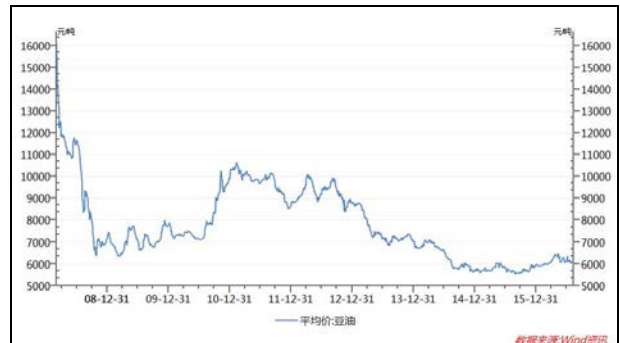
棉花是服装制造企业的三大原料之一，产量多、生产成本低，使棉制品价格比较低廉。棉纤维适于制作各类衣服、家具布和工业用布。中国是棉花产量和播种面积最大的国家，2010 年，面对突然跳水的棉花价格，国家为了保护棉农利益、保障供给及稳定市场，国家出台了临时收储政策，2011 年收储价在 1.98 万元/吨，2012/13 年收储价在 2.04 万元/吨。棉花收储是从 2011 年开始，在此之前，棉花价格长期在 1.2 万元~1.6 万元/吨之间波动。在国家收储和托市的背景下，国内棉花价格被托在一个远离供求平衡的高位，国内棉花期货的价格也一直围绕两万上下晃动，造成内外棉价格出现畸形的巨大差价，内盘棉花比外盘高 3000 元/吨。2014 年度，中国实施了 3 年的棉花临时收储政策出现重大调整，棉花收储政策取消，改为目标价格直补政策。2015 年，国内棉花收储政策退出后，棉花定价权回归市场，国际国内棉价接轨。

根据 Wind 资讯的数据，2015 年中国棉花的国内消费量为 733 万吨，国内棉花产量为 482 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。2013 和 2014 年全年进口棉花分别为 300 万吨和 167 万吨，2015 年棉花进口量为 125 万吨，进口量有所降低，因此从总供给和国内需求来看，国内棉花产量不足。2010 年以来，棉花的库存不断攀升，2014 年达到了 1073 万吨，2015 年有所下降，为 1024

万吨。棉花的库存消费比高达 178%，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 1 号”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 2015 年 12 月份的 12922 附近，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，2015 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。2016 年 1~6 月，328 级棉花价格由 12923 元/吨波动下降至 12816 元/吨。棉花原材料价格持续走低。

图 6 近年来中国棉花 328 价格指数（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

## （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，2015 年进口羊毛数量为 35.32 万吨。进口羊毛数量约占国内毛纺织原料用毛的 80%，巨大的国产羊毛供应缺口使得中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，配额外关税为 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、重大事项

根据 2016 年 7 月《关于中粮集团有限公司与中国中纺集团公司重组的通知》（国资发改

革【2016】111号），经报国务院批准，中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）与中纺集团实施战略重组，中国中纺集团整体并入中粮集团，成为其全资子公司。中纺集团不再作为国资委直接监管企业。此次重组的具体交易方案、内部有权机构决议正在拟定，后续工商登记变更手续正在办理，尚未完成。联合资信将保持对上述事项的关注。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2016年6月底，国务院国有资产监督管理委员会为公司唯一出资人，是公司的实际控制人。

2016年7月，公司整体并入中粮集团，中粮集团为公司股东，国务院国资委仍为公司实际控制人。

### 2. 企业规模

公司是中国最大的棉花贸易商、位居前列的大豆贸易商和羊毛贸易商；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。2015年，公司棉花经营量31万吨，在全国棉花贸易企业中名列前茅；油脂油料进口量居全国前列。截至2015年末，公司油脂油料压榨能力720万吨/年，居全国前5位。公司在2015年对外贸易500强企业中排名148名。2009年11月，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4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，明确中国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。

### 3. 人员素质

截至2016年8月底，公司拥有高级管理人员7人，其中，党委书记、总裁1人，副总裁4人，总会计师1人，纪委书记1人。

栾日成先生，52岁，毕业于山东大学中文系，曾任中国纺织品进出口总公司原料公司业务员；中国纺织品进出口总公司经理办公室副科长、科长、副主任；中国纺织品进出口总公司研究室副主任；中国纺织品进出口总公司原料公司总经理；中国纺织品进出口总公司总经理助理兼原料公司总经理；中国纺织品进出口总公司副总经理兼原料公司总经理，分管原料事业部，并兼事业部总经理。现任中国中纺集团公司总裁。

截至2016年6月底，与公司签订劳动合同员工总计7531人（不含公司2012年收购的福田实业）；从学历分布来看，硕士及以上学历占2.00%，本科学历占12.10%，大学专业及以下学历占85.90%。

总体来看，公司管理层行业内从业经验丰富，管理水平较高；公司员工学历一般，符合行业特点。

### 4. 政策支持

国家补贴方面，作为中国粮食、棉花和油料等产品的重要贸易载体，公司在粮食收储及外贸等方面享受的政策支持力度较大。2013~2015年，公司收到补贴收入分别为4692.57万元、61316.23万元、19424.28万元，其中2014年补贴收入同比大幅增加了5.66亿元，主要是一方面中央财政为公司玉米贸易业务一次性费用补贴规模较大；另一方面公司自2014年开始开展收储业务，贴息金额计入补贴收入带动引起。

财政部、国家发展改革委、国家粮食局、中国农业发展银行关于印发《东北大豆压榨企业收购加工2009年度国产大豆补贴管理办法》的通知（财建【2009】854号）指出，经国务院批准，2009年新产大豆上市后，对东北地区

当地部分规模较大、信誉较好、统计规范的指定大豆压榨企业（包括中纺集团），入市收购并压榨加工的 2009 年国产大豆以及东北地区中央储备轮入大豆，中央财政将给予一次性定额费用补贴。

财政部、国家发展改革委、国家粮食局、中国农业发展银行关于印发《南方饲料消费省份采购东北地区 2009 年新产玉米费用补贴财务管理暂行办法》的通知（财建【2009】853 号）指出，经国务院批准，2009 年东北地区新产玉米上市后，中央财政对南方饲料消费省份采购东北地区新产玉米并运到本地的，给予一次性定额费用补贴。

财政部、国家发展改革委、国家粮食局关于印发《国内油脂加工企业收购加工 2009 年度国产菜籽油补贴管理办法》的通知（财建【2009】252 号）指出，2009 年国家在油菜籽主产区继续实行油菜籽临时收储政策，同时出台补贴加工企业政策。中央将给予委托企业收购并加工油菜籽每市斤 0.10 元的一次性费用补贴。

国家发展改革委办公厅、工业和信息化部办公厅《关于重点产业振兴和技术改造 2009 年新增中央预算内投资项目的复函》（发改办产业【2009】2425 号）指出，经国家有关部门审核和咨询机构评估，原则同意中国中纺集团公司中纺工贸有限责任公司中纺依棉精品纺织服装项目（一期）、中国中纺集团公司中纺粮油进出口有限责任公司四川国产油料基地技改项目在內的 197 个项目列为重点产业振兴和技术改造 2009 年新增中央预算内投资项目，国家将给予上述项目中央预算内资金支持。

为贯彻落实国务院 52 次常务会议精神，国家发改委、国家粮食局等四部委联合下发的国粮调[2014]254 号和发改办经贸[2014]2978 号文件，明确了公司作为政策性收储主体之一，受中储粮委托参与 2014 年度的玉米临储政策收购；同年，国家发改委等四部门联合下发的《关于 2014 年东北地区国家临时存储玉米收购有关问题的通知》（国粮调〔2014〕254 号）首

次明确了公司政策性收储主体的身份，要求公司参与本年度玉米临储的政策收购，规模先期暂定为 100 万吨；2015 年初，根据收储进度，国家相关部门又将集团的收储规模扩大了一倍，调整为 200 万吨。

总体来看，公司在粮食收储、技术改造以及行业补贴等方面获得的支持力度大。

## 七、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司是由国务院国资委履行出资人职责的国有独资企业。国资委依照《中华人民共和国全民所有制工业企业法》和《企业国有资产管理暂行条例》等法律法规，对公司国有资产进行监督管理，并委派监事会。

公司实行总裁负责制。公司设总裁一名，副总裁四名。总裁为公司法定代表人。副总裁根据公司章程的规定和总裁的委托履行相应的职责，协助总裁工作，并对总裁负责。公司领导班子和领导人员管理按照国家有关规定执行。

公司设总裁办公会与总裁办公会、党委会联席会，总裁办公会由总裁、副总裁和党委副书记（纪委书记）组成，总裁办公会、党委会联席会由公司总裁、副总裁、党委委员等成员组成。总裁办公会、党委会联席会对国资委负责。公司另设风险管理委员会、投资管理委员会、薪酬绩效管理委员会作为决策支持机构，并确保对公司重大事项进行监督和建议。

### 2. 管理水平

管理体系方面，公司明确提出了通过推行 6S 管理体系实施动态管理的思路。6S 管理体系作为公司的系统化管理模式，包括战略分解体系、预算管理体系、管理报告体系、风险及审计管理体系、责任单元考核体系和经理人考核体系等 6 个子系统，涵盖战略制定与实施、过程监控与分析、业绩评价与考核等整个战略管

理过程。通过各个子系统在不同层次上的交互作用，解决规划与执行、过程与结果、管人与管事、目标设定与风险控制等多重问题。6S管理体系已经成为公司进行决策、控制、评价和调整的主要依据和手段。

风险控制制度建设方面，公司先后颁布《中纺集团公司风险管理委员会工作职责》、《中纺集团公司全面风险管理制度》、《中纺集团公司风险限额管理办法》、《中纺集团风险管理战略》。公司实行全面风险管理，采取统一管理分级控制的方式，公司本部负责制订整体风险管理基本政策、策略、目标等，并对业务层面风险管理操作进行指导、监控和评价。业务层面负责执行集团总体风险管理政策及策略，并及时上报本业务相关风险信息及管理状况。

期货业务管理方面，公司制定了《中纺集团公司期货业务管理办法》及其《实施细则》，成立期货业务领导小组，由公司总裁、风险控制分管副总裁、总会计师、财务部负责人、风险管理办公室负责人、战略部负责人组成，职能主要包括审核下属套保单位的净敞口头寸的设定及调整，审核下属套保单位的损失限额的设定及调整，审核下属套保单位年度和季度套保计划，审核下属套保单位的保证金额及调整等。公司对套保业务实行授权管理，授权需按照法定流程，采取书面授权的方式，由集团公司法定代表人或经法定代表人书面授权的人员签署授权。法定代表人的签约及授权时限为其任期时间；经法定代表人书面授权人员签约及授权的时限视法定代表人书面授权中的规定而定。

投资管理方面，公司成立了投资管理委员会，先后颁布实行了《中国中纺集团公司投资管理制度》和《中国中纺集团公司投资管理委员会工作规则》。根据《投资管理制度》，纳入公司投资管理范畴的有重大固定资产投资、产权收购和长期股权投资。公司的投资决策机构是总裁办公会、党委会联席会，投资管理委

员会作为公司投资事宜的议事和决策支持机构，向联席会负责，主要职责包括审议和批准有关投资项目立项申请；根据需要，召开投资分析会议，依照“战略符合性、经济可行性、项目可控性和法律合规性”等标准与原则，形成专业性决策支持意见和建议，提交联席会审议；对联席会已批准项目的实施情况进行检查和监督，定期组织开展项目后评价工作等。所有投资活动必须经过联席会的批准后方可执行。

对下属子公司管控方面，公司出台了《中国中纺集团公司财务总监委派管理制度》及《实施细则》。一方面，公司通过委派总经理、财务总监、销售总监等高层管理人员对下属主要子公司进行管控。另一方面，公司对下属子公司实施投融资管理、信用管理等财务政策管理。具体而言，公司投资和并购业务决策权集中在集团层面；存货由集团制定统一管理制度并定期组织子公司进行盘点；授信业务亦集中在集团，下属子公司无对外授信和担保权力。

总体看，公司管理机制良好，内部管理水平较高，管理风险低。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营纺织和油料油脂业务。2014年国家发改委、国家粮食局等四部委联合发文，明确中国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。按照国资委关于中央企业要集中精力做大做强主业的总体要求，公司近几年加快了转型步伐，按照中长期战略规划积极推进纺织、油料油脂两大主业的平衡发展。公司从以贸易经营为主，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，并取得重要进展。2012年6月，公司收购了香港上市公司福田实业（集团）有限公司（股票代码：HK.00420；股票简称“福田实业”；以下简称“福田实业”），带动公司纺织业务规模得以

快速提升。

2013~2015年，公司营业收入规模波动下降，年均复合下降8.03%；2015年公司实现营业收入395.70亿元，同比下降21.50%，主要是北粮南运以及棉花收储的取消致使公司粮贸仓储业务规模大幅收缩。从业务构成来看，2015年公司油脂油料业务、纺织业务（包含纺织原料板块、棉纺板块、成衣板块和纺织印染板块）分别占营业收入的56.96%、43.52%。

从毛利率来看，近年来公司整体毛利率波动上升。其中，纺织业务方面，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呈上升趋势，而棉纺及纺织原料贸易受市场竞争激烈、价格波动大影响，毛利率有所波动；油脂油料业务盈利能力较低，主要是一方面大豆、油料等贸易业务受市场价格剧烈波动影响，毛利率较低，另一方面公司玉米

北粮南运业务毛利有所亏损。2015年，粮贸仓储业务规模收缩、成本下降，致使毛利率有所上升，油籽压榨毛利率的上升主要是大豆原料成本下降所致，同时，棕榈油和菜籽油经营的好转以及对安徽地区部分粮食储备业务的承接致使油料贸易及园区亏损程度较上年有所降低。

2016年1~6月，公司实现营业收入148.54亿元，同比下降21.86%，主要受北粮南运及棉花收储政策取消影响。粮贸仓储业务收入7.78亿元，占2015年全年水平的13.21%。当期，公司综合毛利率进一步上升，为6.22%，主要是成衣、纺织印染、粮贸仓储、油料贸易及园区毛利率上升所致，其中粮贸仓储毛利率大幅上升至22.20%，油料贸易及园区扭亏为盈；此外，由于原料价格变动，油籽压榨毛利率再度跌至1%以下。

表1 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务构成		2013年			2014年			2015年			2016年1-6月		
		收入	占比	毛利率	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	68.3	14.6	6.84	83.03	16.47	7.68	91.83	23.21	5.74	33.71	22.69	4.39
	棉纺	15.26	3.26	9.17	13.03	2.59	3.34	12.56	3.17	5.57	5.37	3.62	5.61
	成衣(含面料纺)	10.65	2.28	8.45	11.96	2.37	6.95	14.12	3.57	7.91	5.74	3.86	8.94
	纺织印染	55.73	11.91	11.88	54.90	10.89	10.83	53.71	13.57	13.2	25.93	17.46	15.26
	合计	149.93	32.05	9.06	162.92	32.32	8.34	172.22	43.52	8.23	70.75	47.63	8.84
油脂油料	粮贸仓储	117.78	25.18	0.56	145.7	28.91	1.96	58.88	14.88	4.89	7.78	5.24	22.20
	油籽压榨	157.73	33.72	0.29	146.44	29.05	0.24	132.83	33.57	3.08	55.13	37.11	0.33
	油料贸易及园区	37.90	8.10	-1.12	51.16	10.15	-5.20	33.67	8.51	-2.90	19.76	13.30	5.18
	合计	313.41	66.99	0.22	343.3	68.11	0.16	225.38	56.96	2.66	82.67	55.66	3.54
其他业务及抵消		4.48	0.96	34.60	2.33	0.46	-106.02	-1.90	-0.48	-	-4.88	-3.29	-
合计		467.82	100.00	3.38	504.06	100.00	3.26	395.70	100.00	5.31	148.54	100.00	6.22

资料来源：公司提供

采购销售网络方面，公司的海外采购主要集中在北美的美国（棉花和大豆）和加拿大（菜籽），南美洲的巴西、阿根廷、乌拉圭（大豆和羊毛），印度（棉花），中亚地区的乌兹别克、土耳其（棉花和化纤原料），澳大利亚（羊毛）等地区。公司的国内粮食采购主要集中在东北三省一区，先后在该地区与10多个地市客

户建立了合作关系（包括委托、购销、送货和合作经营等），设立了多个收储站点，通过大连（北良港、大窑湾港、甘井子港）、营口（鲅鱼圈港）、锦州港3地5港下海，发往深圳、厦门、汕头等南方港口销售，形成在东北原产区的粮食收购网络。公司的国内棉花采购主要集中在山东、河北地区，附近省份销售，就地

消化。公司的纺织品服装类采购主要集中在河北、山东、浙江和江苏地区，服装成品销售地域覆盖美国、日本、俄罗斯、加拿大及欧洲等国。

仓储方面，公司目前拥有 1 个棉花交割库、2 个油粕期货交割库和 7 个油粕类厂库，各加工厂均有自用仓库外，其它周转仓库均为租用。物流方面，公司的采购地主要集中在东北产区，收购的货物通过海运和铁路运输方式运往南方地区销售。虽然公司尚不具备较强的仓储和自有运输能力，但由于有规模优势和良好的信誉，在海陆运输方面有优先权。

公司两大主业均由子公司负责经营，其中，油脂油料板块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；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；棉纺板块分别由浙江春江轻纺集团有限责任公司（以下简称“春江轻纺公司”）、诸城市中纺金旭纺织有限公司（以下简称“金旭纺织公司”）、诸城市中纺金维纺织有限公司（以下简称“金维纺织公司”）、保定中纺依棉纺织有限公司（以下简称“依棉纺织公司”）和廊坊中纺新元无纺材料有限公司（以下简称“新元材料公司”）共计 5 家子公司负责运营；成衣板块分别由中纺国际服装有限公司（以下简称“国际公司”）、中纺利特华贸易有限公司（以下简称“利特华公司”）和中纺东方贸易进出口公司（以下简称“东方公司”）共计 3 家子公司负责运营。

总体看，公司主业定位明确，业务划分清晰。

#### （1）油脂油料板块

粮油业务方面，近三年，公司积极参与北粮南运、临储等新业务，努力拓展新的业务空间；油脂油料板块营业收入波动下降，2015 年实现收入 225.38 亿元，主要是粮贸仓储规模收缩所致，同时，由于油籽压榨产能过剩，公司压缩了该板块业务规模，近三年收入不断减少。

盈利方面，近三年公司油脂油料板块综合毛利率波动上升，并在 2016 年上半年进一步上升。

#### 进口业务

公司进口业务中，大豆、菜籽进口以粮油公司为主，棕榈油进口以油脂公司为主。

公司进口大豆经营量约占全国大豆进口市场 10% 左右。2013~2015 年，粮油公司累计进口大豆 873 万吨，主要进口地为美国、巴西等国家。近三年，公司进口大豆用于压榨的比例分别为 79.31%、86.97%、93.65%。价格方面，2015 年随着大豆及其他产品进口价格的下行，公司油籽压榨业务毛利率有所上升，2015 年公司进口大豆价格为 3025 元/吨，同期进口菜籽价格为 3377 元/吨，上述两种产品的进口价格在 2016 年上半年进一步下降。

表 2 公司进口产品情况（单位：万吨）

产品		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
进口大豆	用于自营大豆压榨	230	247	280	140
	用于自营直接销售	60	37	19	--
	小计	290	284	299	140
进口棕榈油		--	5	--	4
进口菜籽		80	97	91	48

资料来源：公司提供

表 3 公司进口产品价格情况（单位：元/吨）

产品	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
进口大豆	3740	3740	3025	2842
进口菜籽	4403	3858	3377	2943

资料来源：公司提供

从进口市场分布来看，大豆产品主要从北美的美国、南美洲的巴西、阿根廷、乌拉圭等地区进口，豆油产品主要从南美地区进口，棕榈油主要从马来西亚、巴西等国进口。2008 年底之前，公司大豆进口采取以代理境内油脂加工企业境外采购为主、自营销售和生产加工为辅的经营策略。公司自 2009 年调整经营策略，

减少代理贸易、提高自营业务<sup>1</sup>比重。

### 压榨业务

公司压榨业务主要是将进口或收购的国产大豆、菜籽等油籽通过一系列工艺压榨成为大豆油、菜籽油等产品并进行销售。同时，大豆经压榨提取豆油后还会得到豆粕等副产品，公司也通过销售豆粕等副产品增加收入。公司油料油脂业务实施战略转型以来，压榨业务对公司收入和利润的贡献逐年加大，目前已经成为公司油料油脂板块的核心业务。

公司油料压榨业务以粮油公司为主要运营主体。目前，粮油公司拥有油料压榨能力年产720万吨，油脂精炼和分提年150万吨的生产能力。2015年，公司大豆压榨能力居国内前五位。

表4 公司大豆、菜籽压榨产能产量(单位:万吨)

产品	2013年		2014年		2015年		2016年1-6月	
	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能
大豆	225	750	233	750	280	720	143	720
菜籽	80	120	93	120	89	120	37	120

资料来源:公司提供

### 内贸业务

公司内贸业务中，大豆内贸以粮油公司为主，玉米内贸以粮油公司、油脂公司为主。2013~2015年，粮油公司粮食收购量分别为150万吨、333万吨、57万吨，主要承担北粮南运业务；2015年联友公司粮食收购量的大幅下降主要是因为北粮南运政策(公司于2013年11月开始享受国家发布的北粮南运政策，主要是针对公司将粮食从东北商品粮产地运往中国南部地区的运费补贴，该政策于2014年6月取消)取消导致粮油公司玉米收购量大幅缩减。粮油公司收购地区主要是东北和山东地区。

2013年~2015年，油脂公司玉米收购量分别为220万吨、318万吨、330万吨，主要用于

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

内贸购销。从玉米收购环节来看，主要收购地区为东北和河北地区。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。目前，公司已与多家大型饲料企业、食品加工企业形成稳定合作关系，如广东食品温氏集团股份有限公司、广东加大实业有限公司、中山市泰山饲料公司、广东正大康地有限公司等。

### (2) 纺织板块

纺织板块一直是公司传统的业务板块，经过多年发展，目前公司已经形成了以纺织原料、棉纺及成衣为核心的纺织业务体系。近三年，公司纺织板块营业收入年均复合增长7.18%，毛利率有所下降，但在2016年上半年有所回升。

#### 纺织原料

公司纺织原料板块主要经营棉花贸易和羊毛、化纤贸易，经营主体为下属全资子公司棉花公司(其下属子公司中纺国际贸易有限公司，以下简称“中纺棉国际”主营棉花内贸)和原料公司。2013~2015年，公司纺织原料板块收入年均复合增长15.95%，呈持续增长趋势；毛利率有所波动。

#### 棉花进口

2002年至今，公司棉花外贸业务全部为进口业务，其中90%为自营贸易。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。2013~2015年，棉花公司进口棉花分别为14.66万吨、13.41万吨、14.94万吨，分别实现进口收入20.84亿元、18.06亿元、19.10亿元。2016年1~6月，棉花公司进口棉花6.60万吨，实现进口收入7.50亿元。棉花主要进口地区为美国、乌兹别克斯坦、西非、澳大利亚等。

#### 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略有过剩。2013~2015年，公司内贸经销棉花分别为14.97万吨、22.43万吨、15.87万吨，分别实现收入26.93亿元、39.00



亿元、18.25 亿元，其波动主要是由于国家棉花收储政策的调整。2016 年 1~6 月，公司内贸经销棉花 10.42 万吨，实现销售收入 11.60 亿元。中纺棉国际在济南、南京、新疆等国内棉花主产、主销区均设立有办事处，棉花主要采购自山东、新疆等地，以大包棉为主，现有 5 万吨棉花仓库，主要客户包括浙江聚丰贸易有限公司、浙江航民科尔纺织有限公司、山东魏桥纺织股份有限公司等，客户集中度一般。

原料公司主要从事羊毛、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。

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。2013~2015 年，原料公司销售进口羊毛分别为 2.05 万吨、1.90 万吨、1.28 万吨，实现销售额分别为 18.69 亿元、19.43 亿元、4.40 亿元；化纤业务方面，2013~2015 年，原料公司销售化纤 1.67 万吨、1.18 万吨、1.91 万吨。

### 棉纺

2012~2013 年，公司棉纺板块业务主要由子公司中纺工贸有限责任公司（以下简称“工贸公司”）负责运营。工贸公司主要从事坯布和棉纱的生产销售，辅以少量出口业务，通过控股收购和新建，2013 年底工贸公司棉纺加工生产能力为纱锭 50 万锭，生产纱线 4 万吨/年，生产坯布 4000 万米。2014 年 1 月，工贸公司被撤销，公司棉纺业务的经营主体由子公司春江轻纺公司、金旭纺织公司、金维纺织公司、依棉纺织公司和新元材料公司负责运营；其中，春江轻纺公司和金维纺织公司主要产品是纱线，金旭纺织公司主要产品是坯布，依棉纺织公司主要产品为纱线和坯布。2015 年，公司棉纺加工生产能力为纱锭 50 万锭，纱线 4.07 万吨/年，坯布 4379 万米。近三年，公司棉纺业务后入年均复合下降 9.28%，毛利率呈波动下降趋势，2015 年为 5.57%。

### 成衣

公司成衣板块主要从事服装、面料、家纺成品的出口业务，服装出口业务占成衣板块销售收入比重超过 60%，经营主体包括下属子公司国际公司、利特华公司和东方公司。公司成衣板块现有服装加工企业 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；家纺产品出口集中在加拿大；面料出口主要是欧洲、南美等。近三年，公司成衣板块收入不断上升，年均复合增长 15.14%，毛利率则有所波动；2015 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 14.12 亿元，同比增长 18.06%，毛利率同比略有上升；2016 年 1~6 月，公司成衣业务实现营业收入 5.74 亿元，毛利率升至 8.94%。

### 纺织印染

纺织印染业务主要由公司下属子公司福田实业负责运营。2012 年 6 月，通过配发新股（4.09 亿新股，每股 1.25 港元），公司投资 5.11 亿港元，持股 34%，成为福田实业最大单一股东，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成衣。福田实业在中国、斯里兰卡和印尼设有生产设施，市场推广办事处/代表处分布 5 个国家。

近三年，公司纺织印染业务收入有所下滑，年均复合下降 1.83%。2015 年公司纺织印染业务收入 53.71 亿元，同比下降 2.17%；2016 年 1~6 月，公司纺织印染业务实现收入 25.93 亿元。受面料销售价格、原材料采购成本波动等因素影响，近年来公司纺织印染业务毛利率呈现波动上升趋势。

### 2. 经营效率

从经营效率指标看，由于粮食收储规模逐年增大，公司近三年销售债权周转次数、存货

周转次数及总资产周转次数平均值分别为 19.13 次、4.61 次、1.69 次，2015 年分别为 17.30 次、3.34 次及 1.40 次。剔除国家粮食收储因素影响，公司整体经营效率近年来不断下降，但仍保持较高水平。

### 3. 未来发展

公司的发展指导思想是坚持以科学发展观为指导，按照国资委“做强做优，培养具有国际竞争力的世界一流企业”的总体要求，以培育企业核心竞争力、提升企业价值为根本目的，进一步加快主业转型升级和向上下游延伸发展的步伐，突破发展资源瓶颈约束和体制约束，将公司打造成为全面参与国内外市场竞争的行业一流企业。

公司的发展愿景是：成为一家以“粮、棉、油”等大宗民生相关产品为主业、围绕贸易、加工和分销等上下游环节开展经营活动的供应链管理商。

公司的发展定位是：围绕“粮、棉、油”等大宗农产品经营及下游产业发展，强化国际运营能力，打造产地资源优势 and 海外营销网络；巩固国内市场地位，促进贸易、加工协同发展，成为一家具有国际运营能力和竞争力的一流企业，成为维护国家粮食安全的主力军。

此外，由于公司正在进行与中粮集团的战略重组，部分在建及拟建项目目前暂时中止，等待统一规划。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年审计报告经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计（出具了标准无保留的审计意见），公司 2016 年上半年财务报表未经审计。

2013 年，公司纳入合并范围的二级子公司 24 家；2014 年，公司纳入合并范围的二级子公司 27 家，较 2013 年增加 3 家，其中新投资设立子公司 6 家，分别是中纺资本有限公司、上

海融实贸易有限公司、廊坊中纺新元无纺材料有限公司、保定中纺依棉纺织有限公司、诸城市中纺金旭纺织有限公司、诸城市中纺金维纺织有限公司，处置、注销和吸收合并子公司 3 家，分别是湖北棉花进出口公司、中纺国际货运有限公司和中纺工贸有限责任公司；2015 年，公司纳入合并范围的二级子公司 26 家，较 2014 年减少 1 家，系上海融实贸易有限公司（由二级子公司转为三级子公司）。截至 2016 年 6 月底，公司合并范围的二级子公司 26 家，较 2015 年无变化。总体看，公司近年合并范围变动对财务可比性影响不大。

截至 2015 年底，公司资产总额 312.62 亿元，所有者权益合计 85.76 亿元（含少数股东权益 23.14 亿元）；2015 年公司实现营业收入 395.70 亿元，利润总额-0.42 亿元。

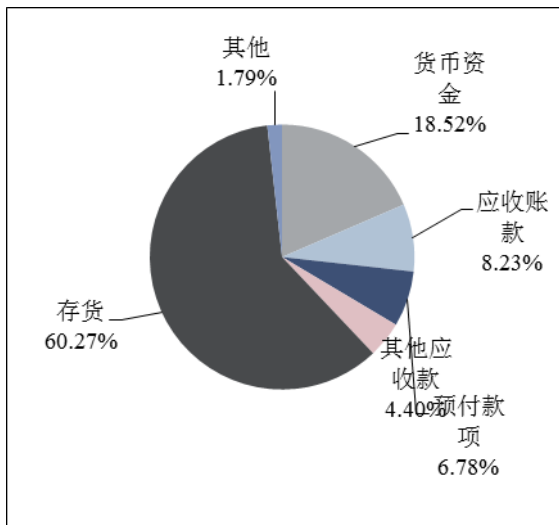
截至 2016 年 6 月底，公司资产总额 347.44 亿元，所有者权益合计 87.02 亿元（含少数股东权益 25.30 亿元）；2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 148.54 亿元，利润总额 1.92 亿元。

### 2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额波动增长，年复合增长 8.15%，截至 2015 年底，公司资产总额为 312.62 亿元，同比增长 23.69%，主要为存货等增长所致。截至 2015 年底，公司流动资产占比 72.60%，非流动资产占比 27.40%，资产构成以流动资产为主，符合行业特征。

2013~2015 年，公司流动资产波动较大，年复合增长 8.56%。截至 2015 年底，公司流动资产 226.96 亿元，同比增长 28.73%，以货币资金（占 18.52%）、应收账款（占 8.23%）、预付账款（占 6.78%）、其他应收款（占 4.40%）和存货（占 60.27%）为主。

图7 2015年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金波动增长，年复合增长率为15.44%。截至2015年底，公司货币资金42.04亿元，同比增长44.32%，主要由于2015年度发行了20亿短融；货币资金构成以银行存款为主（占97.67%），其余为现金（占0.001%）及其他货币资金（占2.33%）。其他货币资金主要包括信用证保证金、承兑汇票保证金、证券户资金余额、贸易融资保证金、信用卡存款及变现有限制的款项等。期末货币资金变现有限制的款项共计1.62亿元，主要为子公司浙江春江集团有限责任公司因承兑汇票保证金受限的资金以及中纺油脂长春有限公司的资金。

公司应收账款主要是应收货款。2013~2015年，公司应收账款不断下降，年均波动下降11.86%，降速略高于营业收入同期降速（8.03%）。截至2015年底，公司应收账款账面余额20.18亿元，共计提坏账准备1.50亿元，账面价值18.69亿元，占公司流动资产总额的8.23%。应收账款金额前五名的客户合计应收金额3.61亿元，集中度不高，账龄全部在一年以内。采用账龄法计提坏账准备的应收账款账面余额为19.20亿元，账龄在1年以内的占92.39%，整体账龄较短；共计提坏账准备1.19亿元，计提比例为6.20%，比例大幅提升主要来自三级子

公司中纺澳大利亚公司的减值损失。近年来，中纺澳大利亚公司未如实对公司本部上报实际情况，公司于2015年年末发现后，于当期进行集中计提减值。中纺澳大利亚公司主营羊毛、棉花贸易，近年由于羊毛及棉花市场价格持续下行，中纺澳大利亚公司出现亏损。截至2014年底，中纺澳大利亚公司总资产56109万元，净资产1792万元，2014年实现收入127457万元，净利润995万元；截至2015年底，中纺澳大利亚公司总资产74044万元，净资产-43462万元，2015年实现收入437426万元，亏损46448万元。

表5 2015年公司应收款主要债务人情况

债务人名称	账面余额 (万元)
Rizhao Gangxin Industry & Trading	14621.27
王金鑫	7731.24
益力坚实业有限公司(GCN)	4767.20
POLO RALPH LAUREN SOURCING CO LTD	4500.63
ALSHADAD IMPORT	4500.45
<b>合计</b>	<b>36120.79</b>

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司预付账款波动减少，年均复合下降15.94%。截至2015年底，公司预付账款15.39亿元，同比增长6.38%；从账龄上看，预付账款账龄在1年以内的占90.20%，整体账龄较短。

公司其他应收款主要由期货保证金及应收出口退税等构成。2013~2015年，公司其他应收款大幅减少，年均复合下降33.82%。截至2015年底，公司其他应收款为9.98亿元，同比下降51.61%。公司其他应收款下降的原因是公司大宗农产品的贸易规模不断扩大，利用套期保值规避价格波动风险，公司适时变动期货保证金所致。截至2015年底，公司其他应收款账面余额14.47亿元，共计提坏账准备4.49亿元，账面价值9.98亿元。其中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额11.96亿元（其中期货保证金占比57.19%），共计提坏账准备4.00亿元（主要为大连华农物流有限公司财务状况不良，应收款3.03亿元预计无法收回之外，

已全额计提坏账准备)。主要债务人如下:

表6 2016年6月底公司其他应收款主要债务人情况

债务人名称	账面余额 (万元)
期货保证金	24089.43
华泰期货有限公司	17020.96
格林期货有限公司	15291.17
BNP Paribas Commodity Futures Ltd	9901.64
Jefferies Bache LLC	7864.86
<b>合计</b>	<b>74168.06</b>

资料来源:公司审计报告

从账龄来看,按组合计提坏账准备的其他应收款账面余额1.40亿元,其中账龄在1年以内的占94.58%,共计提坏账准备0.07亿元,账面价值1.32亿元。

2013~2015年,公司存货增长较快,年均增长率为27.15%。截至2015年底,公司存货136.80亿元,同比增长55.99%,主要是企业库存原材料大幅增长所致。截至2015年底,公司收储玉米126.25亿元,其中2015年收储76.41亿元,致使存货中库存大幅提升。从构成看,主要由原材料(占8.23%)、库存商品(占75.73%)与自制半成品及产成品(占3.86%)构成;共计提存货跌价准备2.42亿元。总体看,公司库存商品较多,存在减值风险,但考虑到大部分仓储受国家控制,故风险责任承担较轻。

2013~2015年,公司非流动资产持续增长,年复合增长7.10%。截至2015年底,公司非流动资产85.65亿元,以可供出售金融资产(占12.82%)、固定资产(占53.48%)和无形资产(占11.65%)为主。

2013~2015年,公司可供出售金融资产不断增长,年增长率为8.81%。截至2015年底,公司可供出售金融资产为10.98亿元,主要由可供出售权益工具(占13.51%)和其他(占86.49%,主要是基金投资,及公司持股比例小于20%按成本法核算的原长期股权投资转入本科目)构成。

2013~2015年,由于公司在联营企业方面的新增投资不断增加,公司长期股权投资不断

增长,年均增长率为11.76%。截至2015年底公司长期股权投资为7.47亿元,主要为对联营企业的投资。

2013~2015年,公司固定资产波动增长,年均复合增长9.02%。截至2015年底,公司固定资产账面原值89.69亿元,主要由房屋建筑物(占41.36%)及机器设备(占48.94%)构成,累计折旧43.67亿元,计提减值准备0.21亿元,账面价值为35.81亿元,同比增长22.90%,主要是投资房屋建筑物所致,主要由于公司为发展收储粮食业务在东北收购8家仓储公司。

2013~2015年,公司在建工程不断下降,年均下降35.11%。截至2015年底,公司在建工程为0.76亿元,规模较大的在建工程主要有公司中纺油脂农业湖北新厂区项目(年末在建工程规模为0.33亿元)。2015年,公司在建工程同比减少52.89%,主要由于在建项目完成转入固定资产所致。

2013~2015年,公司无形资产波动中有所增长,年均复合增长9.59%。截至2015年底,公司无形资产9.98亿元,主要由土地使用权(占94.06%)构成。

截至2015年底,公司其他非流动资产2.08亿元,主要为散粮车租车费。

截至2016年6月底,公司资产总额347.44亿元,较2015年底增长11.14%;其中流动资产占比75.57%,非流动资产占比24.43%,流动资产占比有所提升。截至2015年6月底,公司货币资金为30.39亿元,较2015年底下降27.70%,主要由于公司使用了上年度超短期融资所募集的资金;由于水稻和粮贸款的收回,公司应收账款较上年底下降16.68%至15.57亿元;公司其他应收款18.32亿元,较上年底增长83.45%,主要是期货保证金增长较大;存货179.01亿元,较上年底增长30.86%,主要由于公司收储粮食业务上年度未完毕,一直持续到2016年4月;截至2016年6月底,公司可供出售金融资产9.68亿元,较上年底下降11.84%,主要系公司持有基金减少;公司在建工程1.17亿元,较上年底增

长55.05%，主要是大连退城进园项目新增投入0.36亿元。

总体看，公司资产以流动资产为主，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。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长率为2.46%，主要来自盈余公积以及少数股东权益的增长。

2015年，公司实收资本3.66亿元，同比稳定。根据国务院国有资产监督管理委员会批复，2014年末公司将湖北棉花公司无偿划转至湖北省国资委，由此公司实收资本减少0.41亿元。

2013~2015年，公司盈余公积有所增长，分别为53.65亿元、58.08亿元和58.08亿元。截至2015年底，公司盈余公积58.08亿元，主要是任意盈余公积金。

2013~2015年，公司未分配利润逐年大幅减少，年均复合下降42.43%。截至2015年底，公司未分配利润2.40亿元，同比下降62.63%，主要是当期“归属母公司的净利润-3.42亿元”所致。

2013~2015年，公司少数股东权益持续增长。截至2015年底，公司少数股东权益23.14亿元，同比增长26.68%，主要由于公司新收购的子公司附带小股东所致。

截至2015年底，公司归属于母公司所有者权益62.62亿元，其中实收资本占4.26%、资本公积占0.11%、盈余公积占67.72%、未分配利润占2.80%，所有者权益稳定性一般。

截至2016年6月底，公司所有者权益87.02亿元，较2015年变化较大，是因为根据国务院国有资产监督管理委员会批复，公司盈余公积转增资本所致；其中归属于母公司的所有者权益61.72亿元，少数股东权益25.30亿元。归属于母公司的所有者权益中实收资本占22.98%、

资本公积占0.03%、盈余公积占48.06%、未分配利润占3.67%，构成较2015年底变化较大，所有者权益稳定性有所提升。

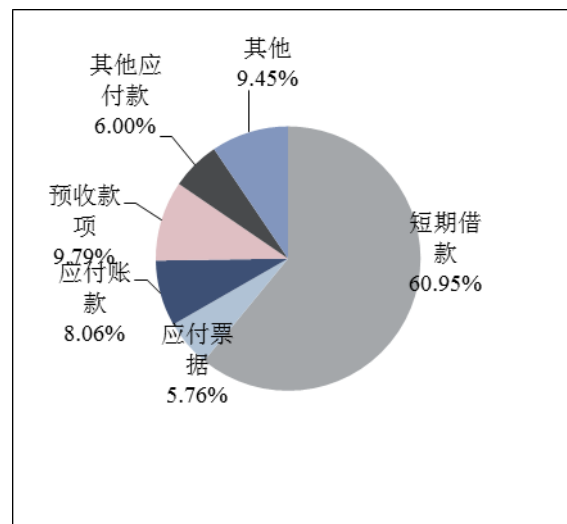
#### 负债

2013~2015年，公司负债波动中有所上升，年均复合增长10.56%。截至2015年底，公司负债合计226.85亿元，其中流动负债占90.70%，非流动负债占9.30%。

2013~2015年，公司流动负债年均大幅增长19.47%。截至2015年底，公司流动负债合计205.76亿元，主要以短期借款（占60.95%）、应付账款（占8.06%）、预收账款（占9.79%）、其他流动负债（占9.83%）为主。

2013~2015年，公司短期借款大幅增长，年均增长率为72.38%。近三年公司短期借款金额有所增长，主要由于公司通过债务融资工具在市场上发行短期融资券募集流动资金，同时为满足企业流动性需求向银行申请了一部分短期借款。截至2015年底，公司短期借款125.41亿元，主要为信用借款（占93.53%）。截至2015年底，公司短期借款中80.35亿元是国家临储玉米贷款，用于玉米收储，相应利息补贴计入营业外收入。

图8 2015年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司部分业务采取票据结算方式，应付票据波动中有所增长，年均复合

增长率为 12.05%。截至 2015 年底，公司应付票据 11.84 亿元，同比降低 17.41%，主要由于减少了商业银行承兑汇票。

公司应付账款主要是棉花和大豆的采购款。2013~2015 年，由于公司业务量有所下降，公司应付账款波动中有所下降，年均复合波动下降 26.38%。截至 2015 年底，公司应付账款 16.57 亿元，账龄在 1 年以内的占 95.50%。

2013~2015 年，公司预收账款波动中有所下降，年均复合下降 24.92%。截至 2015 年底，公司预收账款 20.15 亿元，同比保持稳定，2014 年末预收账款余额较 2013 年减少了 43.92%，主要是企业为规避产品价格波动风险，降低了预收账款比例。

公司其他应付款为与主要为预提运费、应付往来款、风险保证金等款项。2013~2015 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 6.58%。截至 2015 年底，公司其他应付款 12.34 亿元。其中账龄在 1 年以内的占 84.71%。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 5.31 亿元、8.50 亿元和 1.51 亿元。2015 年，降低主要由于本期偿还了 6 亿元中期票据。2013 年主要由 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”构成。2014 年由 1 年内到期的长期借款（2.50 亿元）和 1 年内到期的应付债券（为公司于 2013 年发行的 3 年期中期票据“12 中纺 MTN1”）构成，2015 年由一年内到期的长期借款构成。

2013~2015 年，公司其他流动负债分别为 11.47 亿元、14.62 亿元和 20.23 亿元。2013 年主要为公司 2013 年发行的 10 亿元短期融资券“13 中纺 CP001”；2014 年主要为公司 2014 年发行的短期融资券“14 中纺 CP001”。2015 年主要为公司 2015 年发行的 10 亿元短期融资券“15 中纺 CP001”以及 10 亿元短期债券“15 中纺 CP002”。

2013~2015 年，公司非流动负债波动中有所下降，年均复合减少 28.62%。波动主要来自

长期借款。截至 2015 年底，公司非流动负债 21.10 亿元，同比变化不大。从构成看，截至 2015 年底，长期借款和应付债券的合计金额分别为 38.69 亿元、18.28 亿元以及 18.60 亿元，占非流动负债的比重分别为 93.45%、87.90%、88.14%。

2013~2015 年，公司长期借款持续减少，年均复合下降 49.09%。近三年，公司长期借款波动主要由于固定资产及在建工程投资较多，使得公司长期资金需求增长所致，2014 年、2015 年企业已归还部分长期借款。截至 2015 年，公司长期借款 8.47 亿元，主要为信用借款。

2013~2015 年，公司应付债券分别为 6.00 亿元、0.00 亿元和 10.12 亿元。公司于 2010 年发行 3 年期中期票据（10 亿元）、2011 年发行 3 年期中期票据（5 亿元）、2012 年发行 3 年期中期票据（6 亿元）、2015 年发行 3 年期中期票据（10 亿元）。

截至 2016 年 6 月底，公司负债合计 260.42 亿元，较 2015 年底增长 19.11%；从结构来看，流动负债占 94.11%，非流动负债占 5.89%，流动负债占比较 2015 年底继续增长。截至 2016 年 6 月底，公司短期借款 174.73 亿元，较上年年底增长 39.33%，主要由于季节性采购增加了借款；截至 2016 年 6 月底，公司应付票据 12.37 亿元，较上年年底增长 4.44%，主要由于公司季节性采购开始，利用承兑汇票降低公司融资成本；公司应付账款 11.16 亿元，较上年年底下降 32.66%，主要由于采购款有所减少；预收款项 16.25 亿元，较上年年底下降 19.38%，主要由于棉花销售的季节性波动；一年内到期的非流动负债较上年年底无较大变化；其他流动负债 20.79 亿元，较 2014 年底无较大变化；截至 2016 年 6 月底，公司应付债券 10.32 亿元，系公司于 2015 年 9 月发行 10 亿元中期票据“15 中纺 MTN001”。

债务负担方面<sup>2</sup>，2013~2015 年，公司债

<sup>2</sup> 调整后短期债务中包括其他流动负债中的短期融资券；调整后长期债务中包括以融资租赁款为主的长期应

务规模持续扩大，年均增幅 36.24%。截至 2015 年底，公司调整后全部债务总额为 196.09 亿元，其中调整后短期债务和调整后长期债务分别占 90.31%、9.69%。截至 2016 年 6 月底，公司调整后全部债务合计 240.91 亿元，较 2015 年底增长 22.86%，其中调整后短期债务 227.88 亿元，占 94.91%，调整后长期债务 13.03 亿元，占 5.09%，短期债务占比极高。

从债务指标来看，近三年公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率呈上升趋势，三年均值分别为 70.15%和 62.57%，2014 年以上指标分别为 66.60%和 55.03%；调整后长期债务资本化比率有所下降，平均值为 20.69%。截至 2016 年 6 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率与调整后长期债务资本化比率分别为 74.95%、73.46%和 13.02%。

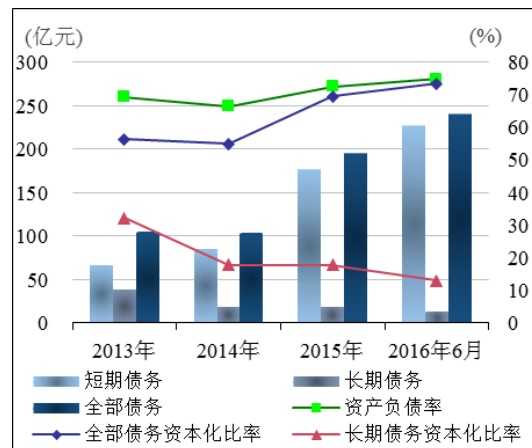
总体看，公司负债以流动负债为主，符合行业特征；债务负担逐年加重，整体负债水平偏高。

#### 4. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入波动下降，年均复合下降8.03%，2015年为395.70亿元，同比下降21.50%；同期公司营业成本年均复合变动率为-8.95%，略高于营业收入的下降速度，2015年公司营业成本为374.70亿元。营业收入下降主要由于国家取消了2014年北粮南运的政策以及2015年取消棉花收储业务，导致营业收入下降约10个亿。

付款。

图 9 2013~2016 年 6 月公司债务构成



资料来源：公司财务报表

近三年公司期间费用不断增长，截至 2015 年底，公司期间费用总额为 25.12 亿元，年均增长率为 28.77%，主要为销售费用和财务费用的增长。近三年公司期间费用营业收入比持续提升，分别为 3.24%、3.83% 和 6.35%。2015 年，财务费用 7.56 亿元，占期间费用的 30.12%，较去年同期增长 52.73%，主要由于公司利用银行授信办理业务有一定成本所致。公司销售费用同比增长 39.01%，为 8.16 亿元。期间费用对利润腐蚀影响大。

2013~2015 年，公司资产减值损失波动中大幅增长，年均复合增长 71.99%。2015 年，公司资产减值损失 2.72 亿元，以存货跌价损失和坏账损失为主，存货及坏账损失均成倍增长。损失主要来自中纺澳大利亚公司。近年来，中纺澳大利亚公司持续亏损，并未如实对公司本部上报实际情况，公司于 2015 年末发现后，于当期进行集中计提减值。

2013~2015 年，受公司期货期权公允价值波动影响，公司公允价值变动收益变化较大，2015 年大幅下降为 -0.01 亿元。

2013~2015 年，公司投资收益波动中有所下降，分别为 4.13 亿元、3.43 亿元和 4.02 亿元。2013 年公司投资收益增速明显，较 2012 年增长了 224.13%，主要由于 2013 年公司获得了较多的长期股权收益，以及处置了部分长期股权投资产生的收益较多所致，两者合计金额共计 3.30

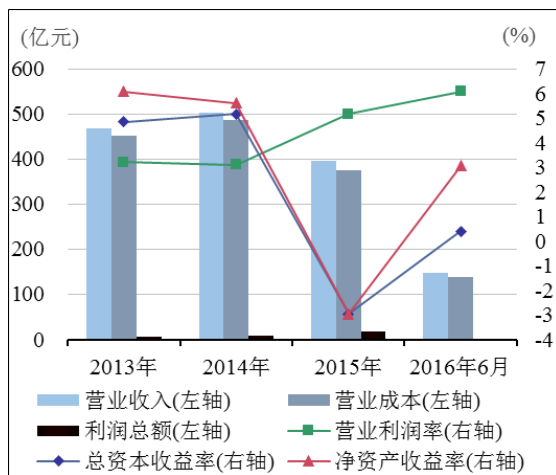
万元。2014年末，公司投资收益较去年同期下降了16.99%，2015年末公司投资收益较去年同期增加17.17%。

2013~2015年，公司营业外收入波动中有所下降，分别为3.75亿元、8.21亿元和3.09亿元。2015年，公司营业外收入主要为包括临储利息补贴收入在内收到的各项政府补助（1.94亿元）。

2013~2015年，公司利润总额波动下滑较大，分别为7.01亿元、7.25亿元和-0.42亿元。2015年大幅下降主要是由于营业外收入的减少以及营业收入的降低。营业收入是投资收益的9.85倍，非经营性损益对公司盈利影响大。公司整体业务利润为亏损。

2013~2015年，公司营业利润率波动中有所上升，三年分别为3.22%、3.10%和5.17%；调整后总资本收益率三年分别为4.86%、5.18%和-2.96%；净资产收益率由盈转亏，三年均值为1.42，2015年为-2.96%。

图10 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

2016年1~6月，公司实现营业收入148.54亿元，是2015年全年的37.54%；营业成本139.30亿元，是2015年全年的37.18%；营业利润率为6.08%，较上年提高0.91个百分点。2016年1~6月，公司期间费用占营业收入的比重为6.96%，较2015年增长0.61个百分点。同期，公司实现投资收益0.76亿元，营业外收

入2.79亿元。2016年1~6月，公司实现利润总额1.92亿元，利润总额对非经营性损益依赖程度很高（主要为营业外收入）。

总体看，公司盈利能力受贸易品种价格波动和市场环境影响较大，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，公司整体盈利能力弱。

## 5. 现金流

经营活动方面，2013~2015年，随着公司营业收入的波动下降，公司销售商品、提供劳务收到的现金与经营活动现金流入量波动下降，前者分别为529.60亿元、561.73亿元和425.69亿元。2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为425.69亿元，同比下降24.22%，符合营业收入的变动；经营活动现金流入量为506.74亿元，同比下降22.82%。2013~2015年，公司购买商品、接受劳务支付的现金年均减少3.08%，经营活动现金流出年均减少2.94%，2015年上述两项金额分别为456.58亿元、550.36亿元，分别同比减少14.22%和13.81%。公司收到和支付其他与经营活动有关现金主要是为规避价格风险收到和支付的期货保证金，2015年分别为78.08亿元、69.16亿元。2015年公司经营活动产生的现金流量净额为-43.62亿元。

从收入实现质量来看，2013~2015年，公司现金收入比分别为113.20%和111.44%和107.58%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2013~2015年，公司投资活动现金流入量波动中有所上升，分别为18.21亿元、73.90亿元和48.09亿元，以收回投资收到的现金、收到其他与投资活动有关的现金为主；公司投资活动现金流出分别为20.75亿元、71.60亿元和53.84亿元，以投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金为主。2014年公司购买和赎回基金规模较大（收回投资收到的现金及投资支付的现金），同时申购可转换公司债券以及收回申购引起公司收到其他与投



资活动有关的现金及支付其他与投资活动有关的现金金额较大。2015 年公司投资活动现金流大幅下降，主要由于收回投资收到的现金及收到的其他与投资活动有关的现金大幅减少所致。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.53 亿元、2.29 亿元和-5.76 亿元。

2013~2015 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 19.96 亿元、20.28 亿元和-49.37 亿元，公司经营活动现金流不能覆盖公司投资活动，公司对外筹资压力较大。

筹资活动方面，2013~2015 年，公司筹资活动主要为扩大业务规模，保证周转率。近三年受取得借款收到的现金增加影响，公司筹资活动现金流入大幅增加，年均复合增长率为 61.23%，2015 年为 592.34 亿元。受偿还债务支付的影响，公司筹资活动现金流出波动增加，年均复合增长 47.28%。近三年公司筹资活动现金流量净额分别为-16.50 亿元、-22.59 亿元和 62.24 亿元，筹资活动净额由负转正。

2016 年 1~6 月，公司经营活动现金流入量 184.27 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 158.66 亿元，经营活动现金流量净额为-48.87 亿元；公司投资活动现金流入和流出量分别为 22.92 亿元和 23.53 亿元，其中主要为收回投资收到的现金及投资支付的现金，投资活动现金流量净额为-0.61 亿元；同期，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 35.59 亿元。当期，公司现金收入比为 106.81%，收入实现质量较好。

总体看，公司经营活动净现金流受农产品市场价格影响而有所波动，收入实现质量较好；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。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013~2015年，公司流动比率与速动比率呈现波动趋势，三年均值分别为 117.65%、54.87%，2015 年底分别为

110.31%、43.82%。近三年公司经营现金流流动负债比不断下降，三年分别为 15.60%、12.17%和 -21.20%。截至 2016 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 107.13%、34.09%，较上年底分别降低 3.19 个百分点和 9.73 个百分点。经营现金流量流动债务比分别为 15.60%、12.17% 和 -21.20%。总体看，公司短期偿债能力一般，且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。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司 EBITDA 呈波动中大幅下降，三年分别为 15.93 亿元、16.97 亿元和 4.73 亿元；公司 EBITDA 利息倍数亦呈波动下降态势，三年分别为 3.83 倍、3.36 倍和 0.94 倍；调整后全部债务/EBITDA 不断下降，三年均值为 23.89 倍，2015 年为 41.48 倍，公司长期偿债能力较低。

截至 2016 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 6 月底，公司共获银行授信额度 418.69 亿元，其中未使用授信额度 380.23 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司 2012 年收购香港上市公司福田实业，具备直接融资渠道。

#### 7. 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 2016 年 10 月 17 日，公司本部无已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

#### 8. 抗风险能力

公司贸易主业易受贸易品种价格波动影响，但是考虑到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，在政策支持、经营规模、销售渠道、从业经验等方面具有显著优势，且公司制定了相应的战略规划，加快主业转型升级，向成为围绕贸易、加工和分销等上下游环节开展经营活动的供应链管理商靠拢，有利于公司抵御市场价格波动风险能力的增强。总体看，公司抗风险能力很强。

## 十、本期中期票据偿债能力分析

### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行额度为10亿元，占2016年6月底公司调整后全部债务和调整后期债务的4.51%和76.74%，对公司现有债务水平有一定影响。

截至2016年6月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为74.95%、73.46%和13.02%，以公司2016年6月底报表财务数据为基础，考虑到公司2016年8月已发行的10亿元中期票据“16中纺MTN001”，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别升至76.32%、74.99%和27.51%，公司债务负担将进一步加重。考虑到本期中期票据募集资金中部分将用于偿还银行贷款，实际指标将低于上述预测值。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015年，公司经营活动产生的现金流入量分别为606.65亿元、656.56亿元和506.74亿元，分别为本期拟发行中期票据的60.67倍、65.66倍和50.67倍。同期，公司EBITDA分别为15.93亿元、16.97亿元和4.73亿元，分别为本期中期票据的1.60倍、1.70倍和0.47倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力好。

债务水平偏高；盈利能力受国家政策及贸易品种价格波动影响较大，非经营性损益对公司盈利能力影响大；短期偿债能力一般；长期偿债能力尚可。公司经营活动现金流入对本期中期票据覆盖程度高。

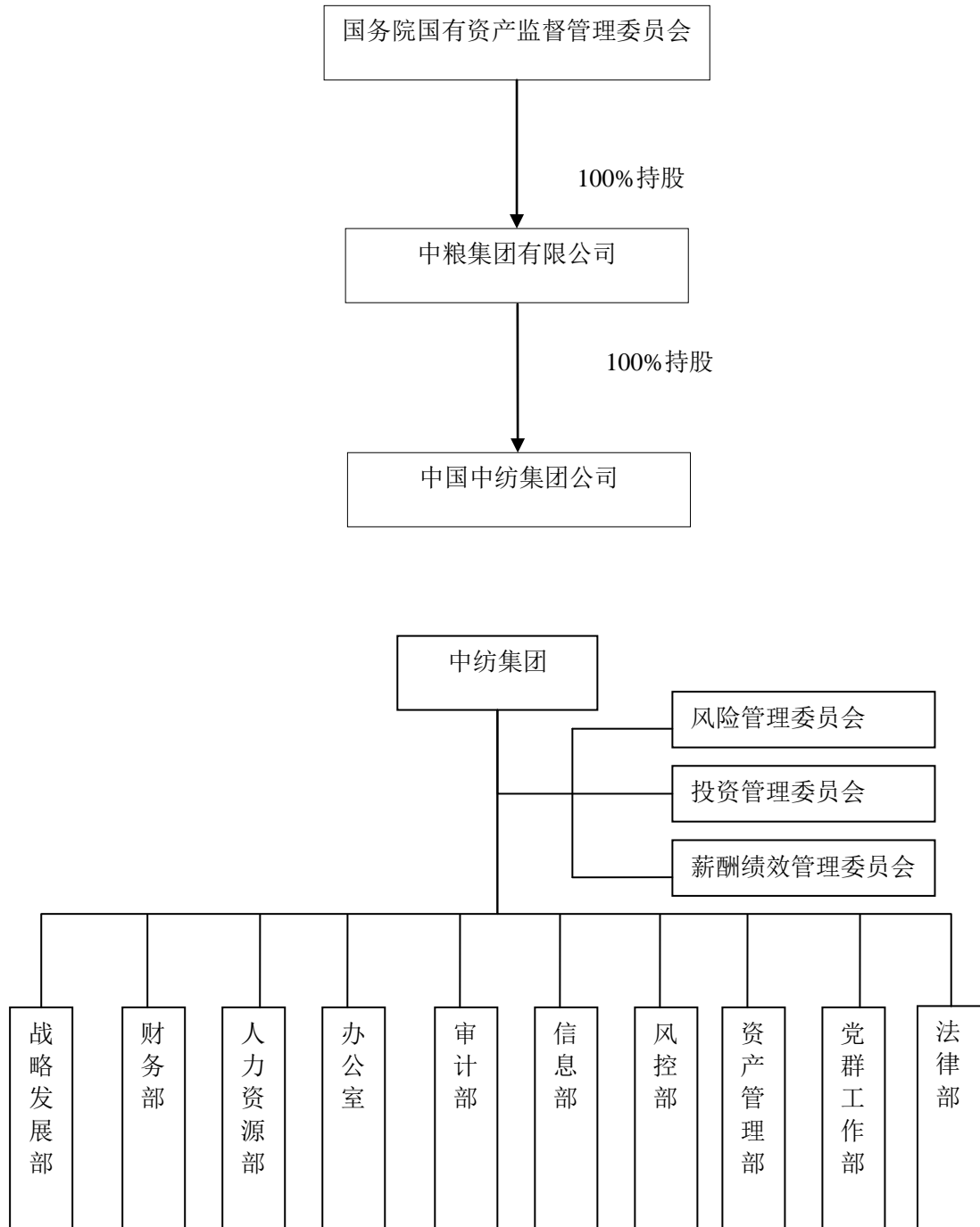
综合分析，本期中期票据到期不能还本付息的风险很低。

## 十一、结论

公司主业定位于纺织和油料油脂两大领域，是中国最大的棉花贸易商、领先的大豆贸易商和羊毛贸易商。公司在政策支持、经营规模、销售渠道、从业经验等方面具有显著优势。近年来，公司加大力度提高仓储和加工能力，调整并优化业务模式，由贸易商逐步向供应链管理转型，有效提升了经营效率。

公司资产构成合理，整体资产质量一般；

### 附件 1 公司股权结构图与组织结构图



**附件 2 主要计算指标**

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	34.82	32.49	45.41	33.31
资产总额(亿元)	267.26	252.75	312.62	347.44
所有者权益(亿元)	81.69	84.41	85.76	87.02
短期债务(亿元)	56.94	75.03	157.47	207.88
长期债务(亿元)	38.70	18.28	18.60	13.02
全部债务(亿元)	95.64	93.31	176.07	220.91
营业收入(亿元)	467.82	504.06	395.70	148.54
利润总额(亿元)	7.01	7.25	-0.42	1.92
EBITDA(亿元)	15.93	16.97	4.73	--
经营性净现金流(亿元)	22.49	17.99	-43.62	-48.87
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	22.69	19.80	17.30	--
存货周转次数(次)	6.24	5.66	3.34	--
总资产周转次数(次)	2.06	1.94	1.40	--
现金收入比(%)	113.20	111.44	107.58	106.81
营业利润率(%)	3.22	3.10	5.17	6.08
总资本收益率(%)	4.86	5.18	2.93	--
净资产收益率(%)	6.09	5.62	-2.96	--
长期债务资本化比率(%)	32.14	17.80	17.82	13.02
全部债务资本化比率(%)	53.93	52.50	67.25	71.74
资产负债率(%)	69.43	66.60	72.57	74.95
流动比率(%)	133.59	119.25	110.31	107.13
速动比率(%)	74.89	59.94	43.82	34.09
经营现金流流动负债比(%)	15.60	12.17	-21.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	3.36	0.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.00	5.50	37.24	--
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	1.59	1.70	0.47	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	60.66	65.66	50.67	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	2.25	1.80	-4.36	--

注：2016 年上半年财务数据未经审计。

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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+一年内到期的非流动负债+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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

### 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 联合资信评估有限公司关于 中国中纺集团公司 2016 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中国中纺集团公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司的相关资料）。中国中纺集团公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，中国中纺集团公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国中纺集团公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国中纺集团公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如中国中纺集团公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国中纺集团公司、主管部门、交易机构等。

