信用等级公告

联合[2018] 1525 号

联合资信评估有限公司通过对中国中纺集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国中纺集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，中粮集团有限公司对“15 中纺 MTN001”、“16 中纺 MTN001”和“16 中纺 MTN002”提供不可撤销的连带责任保证担保，上述债券的信用等级由 AA^+ 调整为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月十九日

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
http://www.lhratings.com

中国中纺集团有限公司跟踪评级报告

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

担保方主体长期信用

评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余 额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 中纺 MTN001	10 亿元	2018/09/09	AAA	AA^+
16 中纺 MTN001	10 亿元	2019/08/25	AAA	AA^+
16 中纺 MTN002	10 亿元	2019/10/26	AAA	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 19 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	43.79	31.27	29.29	30.42
资产总额(亿元)	312.62	364.82	385.56	359.10
所有者权益(亿元)	85.76	69.28	72.18	71.44
短期债务(亿元)	158.75	187.51	196.32	186.53
长期债务(亿元)	18.62	33.48	23.51	22.87
全部债务(亿元)	177.37	220.99	219.82	209.40
营业收入(亿元)	395.70	356.44	389.66	100.90
利润总额(亿元)	-0.42	4.06	6.60	0.72
EBITDA(亿元)	10.83	18.83	15.31	--
经营性净现金流(亿元)	-43.62	-32.99	-11.88	19.55
营业利润率(%)	5.17	6.12	6.24	5.21
净资产收益率(%)	-2.96	4.16	7.59	--
资产负债率(%)	72.57	81.01	81.28	80.10
全部债务资本化比率(%)	67.41	76.13	75.28	74.56
流动比率(%)	110.31	114.07	109.81	110.63
经营现金流动负债比(%)	-21.20	-12.78	-4.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.37	11.73	14.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.14	2.05	3.33	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务和全部债务；3.现金类资产已剔除受限资金。

分析师

刘晓濛　李 明　杨晓丽

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）

网址：www.lhratings.com

评级观点

中国中纺集团有限公司（以下简称“中纺集团”或“公司”）是中国最大的棉花贸易企业之一。2016 年 7 月，公司整体并入中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”），成为其全资子公司，油脂油料板块由中粮集团统一整合管理。2017 年，公司棉花贸易业务收入大幅提高，整体资产、权益、收入及利润规模均有所增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司治理结构及内控体制调整幅度较大、主营业务受市场竞争激烈影响盈利能力较弱、短期偿债压力大等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

2017 年 12 月，公司完成改制，实收资本大幅提高。未来，公司作为中粮集团下属的纺织板块的专业化公司，形成棉花和面料两大主业，发展策略清晰，业务定位明确，有利于进一步发挥公司在棉花贸易等方面的优势，提升其在专业领域的竞争力。

2018年6月，公司发布公告，拟将其持有的中纺粮油进出口有限责任公司（以下简称“粮油公司”）100%的股权和中纺油脂有限公司（以下简称“油脂公司”）100%的股权通过无偿划转或协议转让的形式划转给中粮集团或其下属公司。同时，为保证投资人利益，“15中纺MTN001”、“16中纺MTN001”和“16中纺MTN002”由中粮集团提供不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估，中粮集团主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，更好地保障了上述三期中期票据本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持中纺集团的主体长期信用等级为AA^+，将“15中纺MTN001”、“16中纺MTN001”及“16中纺MTN002”的信用等级由AA^+调整为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是中国最大的棉花贸易企业之一，是棉花交易市场发起人之一，进口棉花经营规模位居全国第一，针织印染面料年产量位居亚洲前三，在经营规模、行业地位等方面优势明显。
2. 2016 年 7 月，公司整体并入中粮集团，成为中粮集团旗下经营棉花贸易、纺织印染加工等业务的专业化公司，其油脂油料板块由中粮集团统一整合管理，有利于发挥协同效应，增强竞争力。
3. 跟踪期内，公司与新疆生产建设兵团棉麻公司签订了长期供货协议，形成长期稳定的优质资源供应系统。中粮集团与新疆乌鲁木齐铁路局签订战略合作协议，获得每年 50 万吨的棉花货运量，物流能力大幅提升。公司棉花贸易业务收入大幅提高，未来增长潜力较大。
4. 公司 EBITDA 对“15 中纺 MTN001”、“16 中纺 MTN001”和“16 中纺 MTN002”保障能力强。
5. “15 中纺 MTN001”、“16 中纺 MTN001”和“16 中纺 MTN002”由中粮集团提供不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估，中粮集团主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，更好地保障了上述三期中期票据本息偿还的安全性。

关注

1. 公司并入中粮集团后，治理结构、内控体系及管理制度调整幅度较大，公司面临对新的管理体系的逐步适应，因此对公司管理能力提出挑战。同时，公司拟将油脂油料板块划转给中粮集团或其子公司，将对公司业务规模有一定影响。
2. 跟踪期内，公司棉花和面料业务行业竞争激烈，主业盈利能力较弱。
3. 跟踪期内，公司短期偿债压力大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国中纺集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国中纺集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国中纺集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中国中纺集团有限公司（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，2017年更为现名）（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。2016年，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）的批复（国资产权〔2015〕1344号），公司核增国家资本金847.00万元；16.26亿元盈余公积转增国家资本金。本次变动后，公司注册资本为20.00亿元，公司已于2016年3月28日完成工商变更登记。2016年7月，中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）和中纺集团实施战略重组，中纺集团整体并入中粮集团，成为其全资子公司。2017年12月，公司改制为有限责任公司（法人独资），注册资本变更为52.89亿元。截至2018年3月底，公司注册资本为52.89亿元，股东为中粮集团，实际控制人为国务院国资委。

2012年6月，公司通过参与配发新股（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”，股票代码：0420.HK）最大单一股东（截至2017年底公司及下属子公司合计持股35.97%），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，以制成包括运动服、休闲服、睡衣和内衣等众多国际知名零售商和品牌的成衣。

公司经营范围为：进出口业务；服装、纺织半成品、羊毛、化纤、棉花的生产、加工和销售；代理、涉及、制作和发布广告；以上业务的咨询服务；展览及技术交流；物业管理；房屋出租、销售；销售食品；境外期货业务（有效期至2018年09月01日）。

截至2017年底，公司拥有25家二级控股子公司。目前公司下设总经理办公室、战略投资部、财务部、人力资源部、审计与法律风控部、纪检监察部、党群工作部、离退休干部管理部8个职能部门，以及棉花事业部、福田董事会、纺织服装事业部、资产管理公司及农业产业化部等业务管理架构。截至2018年3月底，公司纺织板块拥有员工3212人（不含福田实业）。

截至2017年底，公司资产总额385.56亿元，所有者权益合计72.18亿元（含少数股东权益24.94亿元）；2017年公司实现营业收入389.66亿元，利润总额6.60亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额359.10亿元，所有者权益合计71.44亿元（含少数股东权益24.99亿元）；2018年1～3月，公司实现营业收入100.90亿元，利润总额0.72亿元。

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：栾日成。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2018年3月底，公司存续债券发行额度、使用状况和存续期等情况如下表所示。所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，详细情况见下表。截至目前均正常付息。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期日
15中纺MTN001	10.00	10.00	2015/09/09	2018/09/09
16中纺MTN001	10.00	10.00	2016/08/25	2019/08/25
16中纺MTN002	10.00	10.00	2016/10/26	2019/10/26

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明

显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业环境分析

棉花是纺织行业的三大原料之一，产量大、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。中国是世界棉花主产区之一，2010 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，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。

根据国家统计局公告，2017 年中国棉花总产量 548.6 万吨，比 2016 年增加 14.2 万吨，增长 2.7%，其中，新疆棉花产量为 408.2 万吨，占总产量的 74.41%。

根据农业农村部 2018 年 5 月发布的中国棉花供需形势分析，2017/18 年度[1]中国棉花播种面积为 3350 千公顷，单产为每公顷 1758 公斤，总产量为 589 万吨，维持上月预测不变。纺织服装出口回暖，纺织企业订单充足，棉花需求平稳，棉花消费量维持 822 万吨不变。5 月预

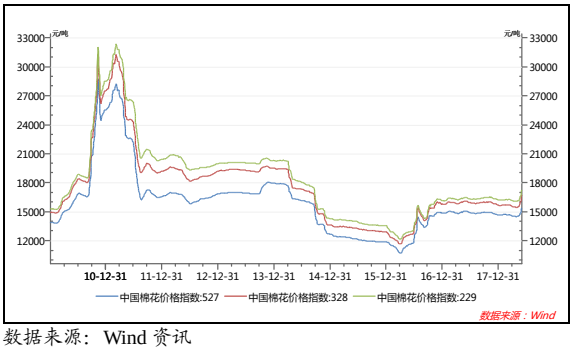
[1] 棉花市场年度为当年 9 月至下年 8 月。

测，2018/19 年度，中国棉花播种面积为 3187 千公顷，较上年度减少 4.9%。尽管近三年新疆棉花补贴政策稳定，但受植棉比较收益低和劳动力短缺影响，新疆棉农植棉积极性有所下降；内地棉区受植棉收益较低、劳动力机会成本高等因素影响，植棉面积继续萎缩。棉花单产为每公顷 1742 公斤，较上年度下降 0.9%。棉花产量为 555 万吨，较上年度减少 5.8%。棉花进口量为 120 万吨，较上年度增加 10 万吨。新年度仍处于棉花去库存阶段，但国内高品质皮棉供给不足，预计棉花进口量增加。棉花消费量为 825 万吨，与上年度持平略增。新年度国内库存仍然宽裕，预测 2018/19 年度国内 3128B 级棉花均价在每吨 14500～16000 元区间。国际棉花供需格局收紧，预测 2018/19 年度 Cotlook A 指数均价在每磅 80～95 美分区间运行。

根据《2017 年中国棉花价格指数（CC Index）年报》，2017 年国内棉花现货市场走势稳定，中国棉花价格指数 CCindex3128B 全年均价为 15926 元/吨，较 2016 年上涨 2199 元/吨，同比涨幅 16%。年初，中国棉花价格指数 CCIndex（3128B），延续上一年年底的平稳走势，价格为 15796 元/吨，6 月 12 日达到全年最高点 16083 元/吨，之后震荡回落，进入 11 月份后，随着新棉上市量的增加，降速有所加快，12 月 29 日以 15699 元/吨报收，也是全年的最低点，全年下跌 99 元，降幅为 0.6%，全年最大波动幅度仅有 384 元，平均值为 15926 元/吨，较 2016 年均值上涨 2199 元。

图 1　2010 年以来中国棉花价格指数走势图

（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

从价格影响因素来看，供给方面，①2017 年储备棉投放，有效满足了纺织企业需求，稳定了国内棉花现货价格。②自棉花生长期以来，国内大部棉区气象条件正常，棉花产量大幅增加。棉花丰产加大了新棉集中上市期的压力。③根据新疆棉花专业仓储数据统计，2017 年新疆棉出疆发运量为 315.6 万吨，较 2016 年增加 66.41 万吨。出疆棉增加了内地市场的资源供应量，同时也加大了内地市场的销售压力。另外，内外棉价差大幅波动及人民币汇率升值速度加快等因素也对棉花现货价格造成影响。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月，公司为中粮集团全资控股子公司，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模

目前，公司是中粮集团旗下经营棉花贸易、纺织印染加工等业务的专业化公司，是维护国家棉花产业安全的主力军和棉花纺织市场调控的参与者。公司拥有完善的棉花市场网络体系，是中国最大的棉花贸易企业之一，是中国棉花交易市场发起人之一，进口棉花经营规模位居全国第一，在棉花收购、加工、仓储、物流及进出口等产业链各环节都有布局。公司拥有从纺织品初加工到终端服装等制成品经营的完整产业链。拥有大型纺织企业 4 个，棉纺纱锭近 50 万枚，无梭织机 517 台；针织印染基地 4 个（国内 3 个，海外 1 个），年产针织印染面料超过 10 万吨，位居亚洲前三；成衣经营量 2000 万件/年，出口额超过 2 亿美元。2017 年，公司棉花经营量 64.14 万吨，在全国棉花贸易企业中名列前茅。

总体看，公司在经营规模及行业经验方面优势突出。

七、管理分析

公司并入中粮集团后，油脂油料板块由中粮集团统一整合管理，公司治理结构、内控体制、管理制度进行了整体调整。截至 2018 年 3 月底，公司董事会成员为 5 人，监事会成员为 3 人，公司高级管理人员跟踪期内未发生变化，共 6 人，其中，党委书记兼董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 2 人，总会计师 1 人，纪委书记 1 人。

2017 年以来，公司新公布并实施的制度共 43 项，包括《中国中纺集团公司产权无偿划转管理办法》、《信用风险管理办法》、《中国中纺集团公司招标和非招标采购管理办法》、《中国中纺集团公司投资管理规定》（修订）和《中国中纺集团公司并购管理办法》等。

八、重大事项

1. 改制更名

公司于 2018 年 1 月 5 日发布《中国中纺集团有限公司关于改制更名的公告》，公告中称：经中粮集团有限公司批准，从 2017 年 12 月 14 日起，公司改制为有限责任公司，同时更名为“中国中纺集团有限公司”。另外，公司对法定代表人、注册资本、经营范围进行了变更。

2. 资产划转

2018 年 7 月 4 日，公司公告称，为推动中粮集团内部资源整合，经中粮集团批准，公司拟将其持有的下属粮油公司 100%股权及油脂公司 100%股权通过无偿划转或协议转让的形式划转给中粮集团或其下属公司。

表2 划转前后公司重要财务指标比较

项目	2017 年（划转前）	*2017 年（划转后）
资产总额（亿元）	385.56	219.59
所有者权益（亿元）	72.18	83.90
营业收入（亿元）	389.66	201.07
利润总额（亿元）	6.60	5.67

资料来源：公司审计报告及公司提供

注：*2017年合并财务数据未经审计。

2017 年 12 月 6 日，中粮集团 2017 年第十八期总裁办公会确定将中纺集团下属粮油公司及油脂公司划转给中粮集团或其下属公司。

2018 年 7 月 3 日，中粮集团出具《担保函》，对“15 中纺 MTN001”、“16 中纺 MTN001”和“16 中纺 MTN002”提供不可撤销的连带责任保证担保。

截至报告出具日，公司上述股权划转事项尚未正式启动，产权变更登记及工商变更工作尚未进行。如果本次划转完成，公司主营业务将由“粮、棉、油”三大主业转变为棉花和面料印染两大主业。公司资产总额和收入规模将明显下降，权益规模有所上升，利润小幅下降，整体债务水平显著回落；营业收入构成由纺织和油脂油料业务转为纺织业务，主业盈利能力有所改善，经营效率提升。未来，凭借公司在棉花贸易行业长期积累的经验、控股股东中粮集团在粮、油、糖、棉四大主业产业链的全面布局，公司具备进一步整合和发展棉花贸易业务的潜力，综合竞争力有望得到提升。同时，联合资信也关注到，公司重组并入中粮集团后，与中粮集团其他优势资源的融合尚需时间，以及盈利能力仍偏弱、经营净现金流持续为负等不利因素尚存在。联合资信将持续关注上述事项进展。

九、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司实现营业收入 389.66 亿元，同比增长 9.32%，主要系纺织板块收入增长所致，实现营业毛利率 6.52%，同比增长 0.12 个百分点。从业务构成来看，2017 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 48.87%和 51.13%。

2017 年，公司纺织板块实现营业收入 201.07 亿元（包含物业公司等非纺织板块收入），同比增长 36.39%，主要系棉花经营量大

幅提升所致，毛利率为 7.82%，同比下降 2.24 个百分点。纺织业务中各业务毛利率基本保持稳定。

公司油脂油料板块的经营主体主要为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”）。截至 2017 年底，粮油公司的资产总额 77.93 亿元，所有者权益为-2.62 亿元，2017 年实现营业收入 139.73 亿元，净利润为 1.07 亿元。截至 2017 年底，油脂公司的资产总额 138.20 亿元，所有者权益为-8.97 亿元，2017 年实现营业收入 52.30 亿元，净利润为-0.23 亿元。2016 年 7 月，公司并入中粮集团后，油脂油料板块由中粮集团统一整合管理。2018 年 6 月，公司发布公告，拟将粮油公司 100%的股权和油脂公司 100%的股权通过无偿划转或协议转让的形式划转给中粮集团及其下属公司。故以下经营分析以纺织板块为主。

2018 年 1～3 月，公司纺织板块实现营业收入 62.78 亿元，同比增长 32.48%，主要是棉花经营量上升所致。当期，公司纺织板块总体毛利率有所下降，为 4.59%，同比下降 1.30 个百分点。

表3　公司纺织板块主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务构成	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 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
纺织原料	91.83	23.21	5.74	68.49	19.21	5.12	115.33	29.60	4.45	44.41	44.01	3.13
棉纺	12.56	3.17	5.57	11.37	3.19	6.56	11.67	2.99	7.71	2.17	2.15	8.29
成衣（含面料纺）	14.12	3.57	7.91	11.49	3.22	9.64	11.69	3.00	8.98	3.04	3.01	7.89
纺织印染	53.71	13.57	13.20	54.33	15.24	13.80	60.53	15.53	11.25	13.16	13.04	8.13
合计	**172.22**	**43.52**	**8.23**	**145.68**	**40.87**	**8.82**	**199.22**	**51.13**	**6.97**	**62.78**	**62.22**	**4.59**

资料来源：公司提供
注：1.上表数据为公司主要子公司的收入数据，其中，2015 年非合并数据，2016～2018 年一季度为合并数据，但未经审计；2.占比合计即纺织板块收入占公司营业收入的比例。

2．纺织业务

纺织板块一直是公司的传统业务板块，经过多年发展，目前公司已经形成了以纺织原料、棉纺、成衣及印染为核心的纺织业务体系。2016 年，公司并入中粮集团后，作为中粮集团旗下经营棉花贸易、纺织印染加工等业务的专业化公司，根据公司的“十三五规划”，到 2020 年底，公司的棉花经营量将达到 120 万吨/年。

纺织原料

公司纺织原料板块以经营棉花贸易为主，还有少量羊毛和化纤贸易。2017 年，公司纺织原料板块收入为 115.33 亿元，同比增长 68.39%，毛利率为 4.45%，同比下降 0.67 个百分点。其中，棉花经营量大幅增长，2017 年，公司的棉花经营量为 64.14 万吨，同比增加 32.12 万吨。棉花贸易实现营业收入为 91.79 亿元，收入占比为 79.59%。

表4　纺织原料营业收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
棉花	39.73	58.01	7.29	91.79	79.59	4.99
羊毛	16.95	24.75	2.49	9.61	8.34	2.87
化纤	2.16	3.16	3.45	4.98	4.31	0.73
其他	9.64	14.08	1.16	8.95	7.76	2.64
合计	**68.49**	**100.00**	**5.12**	**115.33**	**100.00**	**4.45**

资料来源：公司提供

棉花业务经营主体为公司下属全资子公司中纺棉花进出口有限公司（以下简称“棉花公司”）和中纺棉国际贸易有限公司（以下简称“中纺棉”），分别从事棉花进口和内贸业务。

表 5　公司棉花经营情况（单位：万吨、亿元）

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
进口棉花	数量	14.94	9.29	8.19	1.27
	收入	19.10	10.79	11.86	1.78
内贸棉花	数量	15.87	22.73	55.95	27.52
	收入	18.25	28.08	79.13	39.00

资料来源：公司提供

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。进口棉业务模式分为进口后人民币销售和转口及保税区美元销售。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，近几年配额呈下降趋势。从 2016 年开始，公司棉花贸易以内贸为主。2016 年，棉花公司进口棉花 9.29 万吨，实现进口收入 10.79 亿元，同比均大幅下降。2017 年，棉花公司进口棉花 8.19 万吨，实现进口收入 11.86 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。棉花进口业务中，公司的主要供应商为 JSC Uzpakhtaexport、Engelhart CTP（Singapore）Pte Ltd.、STAPLE COTTON COOPERATIVE ASSOCIATION、Louis Dreyfus Company Suisse S.A.、COFCO Resources Pte Ltd，合计占进口棉花金额的 47%，集中度较高。进口采购结算方式为信用证和电汇，主要以信用证为主。在控制汇率风险方面，公司主要使用场外产品锁定部分外汇敞口。

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。中纺棉在新疆、济南、南京等国内棉花主产、销区均设立有办事处。国内棉花 80%产自新疆，故公司棉花主要采购自新疆，以大包棉为主。从棉花内贸业务经营模式来看，代理业务较少，主要为自营。自营模式中，按采购模式又可以分为纯自营和合作经营，2017 年，纯自营占 30%，合作经营占 70%。另外，按交易价格确定方式分类，经营模式又可以分为期现货交易、合作套保和基差交易等。

表 6　公司棉花经营模式介绍

经营模式类型	介绍
合作经营业务	为建立长期稳定的合作关系，并形成一定的市场号召力和影响力，公司与资信良好、经营稳健、设备先进、工艺完善、棉花资源丰富的棉花加工企业合作，掌控一手棉源，双方风险共担、利益共享。合作轧花厂提供厂房、设备和一定规模的资金，公司全员投入、全程参与、全流程监管、全环节把关、全资金掌握，深入棉花收购、加工、仓储、物流、销售、资金等环节，实现对资金和货物的全流程管控。 公司与轧花厂根据市场行情制定年度收购计划，共同决定籽棉收购价格和皮棉销售价格。公司投入 70%-75%的收购资金，轧花厂除提供厂房、设备外，还要投入 25%-30%的收购资金，公司对棉花收购资金和加工环节实行严格把关，派驻经验丰富的业务人员前往合作轧花厂参与并主导生产经营管理，实时监控棉花收购、加工进度。 通过开展与轧花厂的合作经营业务，有利于公司在短时间内以较少的资本投入控制棉花收购和加工产能，在做好风险管控的前提下有序扩大合作经营规模，不断完善在新疆优质棉花产区和关键节点的布局，增强对棉花主产区一手货源的掌控能力，为公司新疆棉业务模式多元化发展奠定基础。
自营购销业务（含基差交易）	自营购销业务是根据市场行情和客户需求，适时向新疆兵团等供应商采购畅销等级的皮棉，经自身销售渠道将皮棉销售给下游客户。业务开展情况视市场行情而定，经营周期、数量具有不确定性，同时面临一定程度的市场风险。 自营购销业务通过低买高卖获得较为可观的收益，通过优质货源的掌控拓展国产棉的销售网络和目标客户。 基差交易通过对比现货、期货价格，将绝对的价格波动转化为基差的相对变动，在市场给出合适的交易机会时，通过买入现货、卖出期货或者买入期货、卖出远期现货的方式开展交易，可有效的规避市场价格波动的风险，可以用期货市场的盈利弥补现货市场的亏损，而且还可能取得基差交易的盈利。

资料来源：公司提供

国内采购方面，2017 年，公司前五名供应商合计占公司国内棉花采购总额的 49.67%，集中度较高。采购结算以预付方式为主，账期一般为 90 天以内。另外，公司与新疆生产建设兵团棉麻公司签订了长期供货协议，形成长期稳定的优质资源供应系统。

表7　2017年公司国内棉花贸易前五名供应商情况

供应商名称	采购金额（万元）	占采购总额比重（%）	是否为关联方
中国储备棉管理总公司	127862.04	24.97	否
新疆生产建设兵团棉麻公司	83321.77	16.27	否
新疆国泰棉业有限公司	18752.51	3.66	否
沙雅国泰棉花有限公司	13194.38	2.58	否
新疆润孚棉业有限公司	11207.66	2.19	否
合计	**254338.36**	**49.67**	--

资料来源：公司提供

在仓储方面，公司除 1 间自有仓库外，均使用全国棉花交易市场的监管库，由纤维检验局和全国棉花交易市场（新疆共有 43 个监管库）负责检验、入库、盘库、巡库及出库，货权风险较低。配送模式为由公司负责将棉花运出新疆。运输方式以铁路为主，公路为辅。由于新疆铁路资源较为紧张，所以运输成为公司棉花经营量的决定性因素，2017 年，中粮集团与新疆乌鲁木齐铁路局签订战略合作协议，获得每年 50 万吨的棉花货运量，物流能力大幅提升。

受益于公司棉花贸易量的规模化、与客户的长期协议对业务带来稳定供应以及物流能力的提升，2017 年以来，公司内贸棉花经营量持续快速增长。2017 年，公司内贸经销棉花 55.95 万吨，同比增长 146.15%，实现收入 79.13 亿元，同比增长 181.80%。2018 年 1～3 月，公司内贸经销棉花量同比增长 78.47%至 27.52 万吨，实现销售收入 39.00 亿元，同比增长 81.14%。销售集中度方面，公司前五大客户销售占比为 18.87%，集中度一般。公司销售结算主要以预收方式为主，无账期。

表 8　2017 年公司棉花业务前 5 名客户情况

（单位：万元、%）

客户名称	销售额	占比
魏桥纺织股份有限公司	35997.84	7.08
新疆大可国泰国际贸易有限公司	21651.14	4.26
昌邑市华晨悦胜纺织有限公司	15464.87	3.04
河南同舟棉业有限公司	12102.78	2.38
舟山翰晟携创实业有限公司	10706.61	2.11
合计	**95923.24**	**18.87**

资料来源：公司提供

由于产量不稳定，棉花是国内农产品中价格波动最大的一个品种。在规避价格波动风险方面，公司主要通过以现货为基础的期货套期保值规避风险。

其他原料贸易方面，公司 2017 年羊毛业务收入为 9.61 亿元，化纤业务收入 4.98 亿元。其他原料板块经营主体为中纺原料进出口有限公司（以下简称“原料公司”）和中纺原国际贸易有限公司（以下简称“中纺原”）。原料公司主要从事羊毛、化纤、粘胶等进口、加工和销售业务，以代理贸易为主。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。2017 年，原料公司销售进口羊毛 1.14 万吨，实现销售额 4.34 亿元；化纤业务方面，2017 年，原料公司销售化纤 9.20 万吨。

棉纺、成衣、纺织印染

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“春江公司”）、诸城市中纺金旭纺织有限公司（以下简称“金旭公司”）、诸城市中纺金维纺织有限公司（以下简称“金维公司”）、保定中纺依棉纺织有限公司（以下简称“依棉公司”）等子公司负责运营。

2017 年，公司棉纺加工生产能力为纱锭 49 万锭，纱线 3.24 万吨/年，坯布 3244 万米。2017 年，公司棉纺业务收入 11.67 亿元，与上年基本持平；2017 年，在原材料价格上升的情况下，各子公司通过改善产品结构，增加产品附加值，技术改造、管理创新、减员增效、节能降耗等措施使得棉纺板块毛利率小幅增长至 7.71%。2018 年一季度，棉纺业务收入为 2.17 亿元，同比下降 24.91%；毛利率为 8.29%，同比下降 0.04 个百分点。

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”）和中纺东方贸易有限公司（以下简称“东方公司”）共计 3 家子公司负责运营。2017 年，公司成衣业务实现营业收入 11.69 亿元，同比基本持平，毛利率同比有所下降；2018 年 1～3 月，公司成衣业务实现营业收入 3.04 亿元，毛利率为 7.89%。

纺织印染业务主要由公司下属子公司福田实业负责运营。福田实业为一家世界最大及历史悠久的针织面料生产商之一，通过针织、染色、印花、整理及成衣制造等高度垂直综合服务为许多知名服装零售商和品牌制造针织面料及成衣。2017 年公司纺织印染业务收入 60.53 亿元，同比增长 11.41%，毛利率同比下降 2.55 个百分点，主要系 2017 年棉花价格上涨影响棉纱价格所致；2018 年 1～3 月，公司纺织印染业务实现收入 13.16 亿元。经过近几年的改革，2017 年，福田实业初步形成了以“精、优、特”为标志的三大主力面料生产基地，分别位于江阴、沙田和盐城，生产能力分别为月产 1250 万磅、750 万磅和 450 万磅成品面料。作为针织面料生产商，福田实业的面料产品主要在美国、欧洲及中国等市场销售，客户大多为国际知名的成衣品牌及零售商。2017 年，福田实业积极开拓欧洲及日本市场，来自欧洲市场的订单录得低双位数增长，并新增 George、UNIQLO、GU 及 MUJI 等主要客户。在销售策略方面，福田实业将优质生产服务资源投入排名前 20 的最终客户以争取销售量增加，2017 年，前 10 大最终客户的销售量占比升至 60%。

3. 经营效率

从经营效率指标看，公司 2017 年销售债权周转次数为 26.86 次，同比上升 7.74 次；存货周转次数及总资产周转次数分别为 2.04 次及 1.04 次，同比均略有下降。

十、财务分析

公司提供的 2017 年财务报表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 2018 年一季度财务报表未经审计。

截至 2017 年底，公司纳入合并范围的二级子公司 25 家，较 2016 年底少了一家廊坊中纺新元无纺材料有限公司。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围较 2017 年底无变化。

截至 2017 年底，公司资产总额 385.56 亿元，所有者权益合计 72.18 亿元（含少数股东权益 24.94 亿元）；2017 年公司实现营业收入 389.66 亿元，利润总额 6.60 亿元。

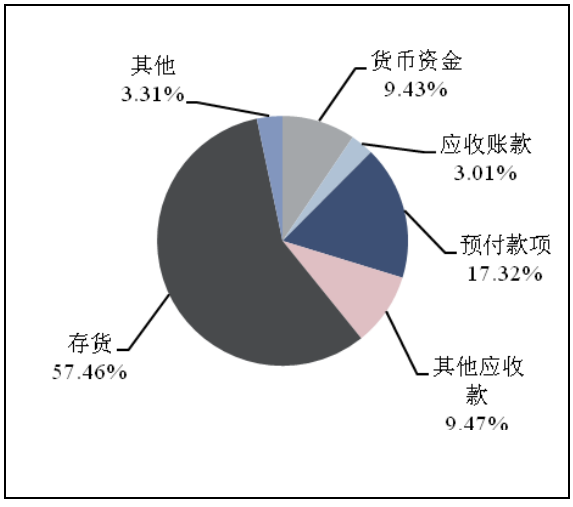
截至2018年3月底，公司资产总额359.10亿元，所有者权益合计71.44亿元（含少数股东权益24.99亿元）；2018年1～3月，公司实现营业收入100.90亿元，利润总额0.72亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，截至2017年底，公司资产总额为385.56亿元，同比增长5.68%，主要为预付款项增长所致。截至2017年底，公司流动资产占81.53%，非流动资产占18.47%，资产构成以流动资产为主。

截至2017年底，公司流动资产314.35亿元，同比增长6.72%，以存货和预付款项为主。

图 2　2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2017年底，公司货币资金29.63亿元，同比下降4.87%，其中，银行存款占93.25%，是货币资金主要组成部分。截至2017年底，公司货币资金中包含受限资金4.68亿元，主要为公司本部以保证金担保方式为中纺（澳大利亚）有限公司担保，保证金金额为人民币1.86亿元，期限至2018年10月止。

公司应收账款主要是应收货款。截至2017年底，公司应收账款账面余额为12.61亿元，共计提坏账准备3.16亿元，账面价值9.45亿元，同比下降19.59%，主要系公司加强应收账款管理，收回部分应收账款所致。其中，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额为10.55亿元，账龄在6个月以内的占83.04%，账龄3年至5年（含5年）的占9.88%，整体账龄较短；共计提坏账准备1.54亿元，计提比例为14.60%，较为充分。2017年转回或收回的坏账准备为0.37亿元，实际核销的应收账款为0.08亿元。

截至2017年底，公司预付款项为54.46亿元，同比大幅增长61.58%，主要系2017/2018年度棉花采购规模大幅增加所致；从账龄上看，1年以内的占97.23%，整体账龄短。从集中度来看，期末余额前五名主要为包含新疆生产建设兵团棉麻公司在内的棉花贸易业务上游企业，账面余额占预付款项合计的16.10%，集中度一般。

截至2017年底，公司其他应收款为29.76亿元，同比变化不大。从构成来看，政策性其他应收款10.09亿元，包含临储粮销售价差及利息补贴8.64亿元及仓储费、保管费补贴等；期货保证金为17.34亿元。截至2017年底，公司其他应收款账面余额35.33亿元，共计提坏账准备5.57亿元。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4.69亿元，共计提坏账准备4.62亿元（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，已全额计提坏账准备）。

截至2017年底，公司存货180.64亿元，同比增长2.33%，其中包含临储玉米82.20亿元。截至2017年底，共计提存货跌价准备2.31亿元。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，故风险责任较轻。

截至2017年底，公司其他流动资产为5.56亿元，同比减少2.03亿元，主要系理财产品减少2.90亿元所致。公司其他流动资产主要由待抵扣进项税构成。

截至2017年底，公司非流动资产为71.20亿元，以可供出售金融资产（占16.95%）、固定资产（占53.05%）和无形资产（占13.63%）为主，结构基本与上年相同。

截至2017年底，公司可供出售金融资产为12.07亿元，同比增长36.90%，主要系下属子公司增加基金投资所致。公司可供出售金融资产主要由可供出售权益工具（占27.34%）和其他（占72.66%，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。

截至2017年底，公司固定资产账面原值94.74亿元，主要由房屋建筑物（占42.40%）及机器设备（占47.51%）构成，累计折旧48.64亿元，计提减值准备8.33亿元，账面价值为37.77亿元。

截至2017年底，公司无形资产9.70亿元，主要由土地使用权（占97.73%）构成。

截至2018年3月底，公司资产总额359.10亿元，较2017年底下降6.86%；其中流动资产占80.53%，非流动资产占19.47%，流动资产占比小幅下降。截至2018年3月底，公司预付款项为35.59亿元，较上年底下降34.64%，主要由于棉花公司预付的棉花货款转为存货并已实现销售；其他应收款为21.28亿元，较2017年底下降28.48%，主要系会计政策变更，将计入其他应收款的期货保证金，调整到衍生性金融资产科目所致。

总体看，公司资产以流动资产为主，符合行业特征；流动资产中以临储玉米为主的

存货占比高，资产流动性及整体资产质量尚可。

2．负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，根据中粮集团文件中粮总字（2017）238 号，中粮集团关于中国中纺集团有限公司及相关下属企业改制为有限责任公司的批复，公司注册资本变更为 52.89 亿元。截至 2017 年底，公司所有者权益为 72.18 亿元，同比增长 4.19%，所有者权益结构变化较大。

截至 2017 年底，公司实收资本由 2016 年底的 20.00 亿元增至 52.89 亿元，其中，资本公积转增实收资本 0.18 亿元，盈余公积转增实收资本 24.34 亿元，未分配利润转增实收资本 8.37 亿元。由于下属子公司中纺（香港）有限公司内部权益调整，增加资本公积 7.41 亿元，调减未分配利润 8.88 亿元，截至 2017 年底，公司资本公积为 10.92 亿元，同比增长 196.37%，未分配利润为-16.03 亿元。

截至 2017 年底，公司归属于母公司权益合计 47.24 亿元，其中实收资本占比大幅提高，所有者权益稳定性有所提高。

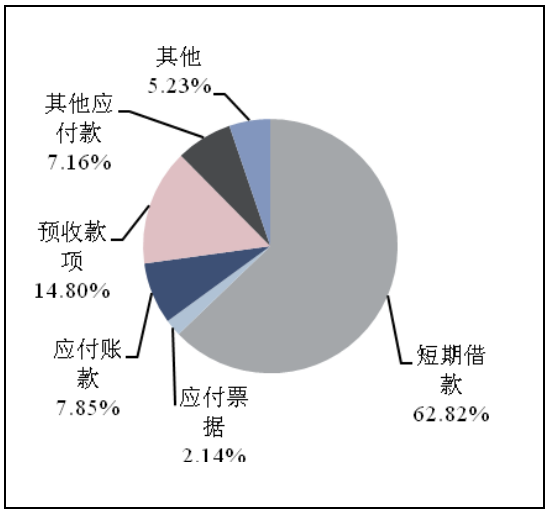
截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 71.44 亿元，较 2017 年底下降 1.02%。

负债

跟踪期内，公司负债规模有所增长。截至 2017 年底，公司负债合计 313.37 亿元，其中流动负债占 91.35%，非流动负债占 8.65%。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 286.28 亿元，主要以短期借款及预收款项为主。

图3　2017年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司短期借款 179.84 亿元，同比增长 6.72%，主要为信用借款（占 96.12%）。截至 2017 年底，公司短期借款中 98.97 亿元是国家临储玉米贷款，用于玉米收储，与临储贷款相关的利息支出计入财务费用，相应利息补贴冲减财务费用。

截至 2017 年底，公司应付票据为 6.13 亿元，全部为银行承兑汇票，同比大幅下降 64.57%，主要系中纺油脂（上海）有限公司 2017 年不再有存续的银行承兑汇票所致。

公司应付账款主要是大豆和菜籽的采购款。截至 2017 年底，公司应付账款为 22.48 亿元，同比增长 42.20%，主要系采购进口大豆、菜籽集中到货所致，账龄在 1 年以内的占 95.51%。

截至 2017 年底，公司预收账款为 42.36 亿元，同比增长 9.36%，主要系 2017/2018 年度棉花贸易增加所致。

公司其他应付款主要为往来款、预提费用及保证金、押金等款项。截至 2017 年底，公司其他应付款为 20.50 亿元，同比大幅增长 71.40%，主要系 2017 年第四季度开始油脂公司向中粮贸易有限公司筹集借款资金做收购业务所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 27.09

亿元，同比下降 27.38%，主要系应付债券减少所致。从构成看，截至 2017 年底，长期借款和应付债券的合计金额为 23.47 亿元，占非流动负债的比重为 86.64%。

截至 2017 年，公司长期借款为 3.47 亿元，与上年基本持平，公司长期借款主要为信用借款和保证借款。

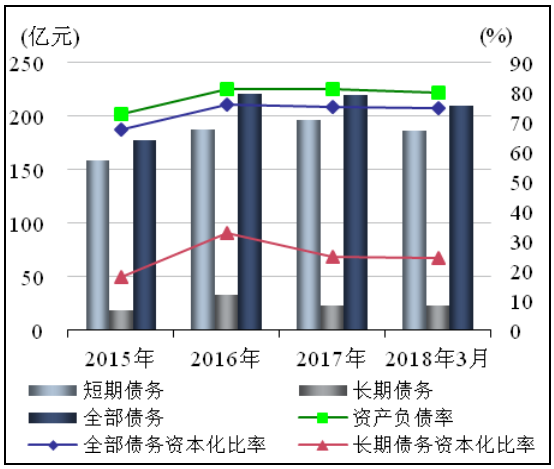
截至 2017 年底，公司应付债券为 20.00 亿元，由“16 中纺 MTN001”及“16 中纺 MTN002”构成，期限均为 3 年，金额均为 10 亿元。“15 中纺 MTN001”将于 2018 年到期，故转至一年内到期的非流动负债核算。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 287.65 亿元，较 2017 年底下降 8.21%；从结构来看，流动负债占 90.87%，非流动负债占 9.13%。截至 2018 年 3 月底，公司应付票据为 2.23 亿元，较上年底下降 63.70%，主要由于部分票据已到期支付并减少票据结算规模所致；预收款项 34.20 亿元，较上年底下降 19.26%，主要由于陆续确认了棉花预收款的收入；其他应付款为 13.44 亿元，较 2017 年底下降 34.42%，主要由于偿还中粮贸易有限公司借款。

债务负担方面，截至 2017 年底，公司全部债务总额为 219.82 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 89.31%和 10.69%。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 209.40 亿元，较 2017 年底相对稳定，其中短期债务 186.53 亿元，占 89.08%，长期债务 22.87 亿元，占 10.92%，短期债务占比高。

从债务指标来看，2017 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 81.28%、75.28%及 24.57%。截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率与长期债务资本化比率分别为 80.10%、74.56%和 24.25%。

图 4　2015～2018 年 3 月公司债务构成



资料来源：公司财务报表

总体看，公司负债以流动负债为主，符合行业特征，短期偿债压力大；考虑到公司短期债务中大部分为政策性临储贷款，公司实际债务负担可控。

3．盈利能力

2017年，公司营业收入为389.66亿元，同比增长9.32%；同期公司营业成本为364.24亿元，同比增长9.18%，略低于营业收入的增长程度。

2017年，公司期间费用总额为19.92亿元，同比下降14.54%，主要系管理费用和财务费用有所下降，其中管理费用同比下降9.68%，主要系诉讼费减少1.36亿元所致；财务费用同比下降38.90%，主要系临储补贴冲减利息支出所致，其中，汇兑收益为0.30亿元，同比减少1.69亿元，主要系2017年美元对人民币贬值，粮油公司锁汇合约收益同比大幅减少所致。2017年，公司期间费用占营业收入的比重为5.11%。

2017年，公司投资收益为1.39亿元，同比下降17.07%，主要为权益法核算的长期股权投资收益0.32亿元和可供出售金融资产等取得的投资收益0.98亿元。

2017年，公司其他收益为0.70亿元，营业外收入为0.66亿元，同比下降89.98%，主要系2016年临储补贴计入营业外收入，而2017年

冲减财务费用。

2017年，公司利润总额为6.60亿元，较2016年大幅增加，主要是毛利润增加所致，公司主业盈利水平增强。

2017年，公司营业利润率及净资产收益率分别为6.24%及7.59%，同比均有所增长。受利息支出下降影响，总资本收益率为3.45%，同比下降0.70个百分点。

2018年1～3月，公司实现营业收入100.90亿元，同比增长18.87%；营业利润率为5.21%，同比下降1.15个百分点。2018年1～3月，公司期间费用占营业收入的比重为3.91%，较2017年下降1.99个百分点。公允价值变动收益为-0.81亿元，主要系2018年1月起，粮油公司执行中粮油脂专业化平台公司会计政策，远期外汇合约损益由在财务费用核算转为在公允价值变动收益核算，远期外汇合约因美元贬值亏损，公允价值变动收益为负。同期，公司实现投资收益0.41亿元，营业外收入0.24亿元。2018年1～3月，公司实现利润总额0.72亿元，同比下降59.09%，主要系营业外收入大幅下降所致。

总体看，跟踪期内，公司收入不断增长，营业利润率基本稳定，期间费用控制加强，主业利润攀升。

4．现金流及保障

经营活动方面，2017 年，随着公司营业收入的增长，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均有所增长，分别为 417.36 亿元和 468.62 亿元。2017 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 10.99%，经营活动现金流出同比下降 2.80%，2017 年上述两项金额分别为 430.31 亿元和 480.50 亿元。公司收到和支付其他与经营活动有关现金主要是期货保证金，2017 年分别为 48.07 亿元、24.94 亿元（由于油脂油料板块偿还到期信用证，2017 年支付其他与经营活动有关的现金大幅下降）。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-11.88 亿元。

从收入实现质量来看，2017 年，公司现金收入比为 107.11%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入量为 21.68 亿元，同比下降 37.43%，以收回投资收到的现金和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为 23.82 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。公司投资支付的现金和收回投资收到的现金主要由下属公司购买和出售基金构成。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.15 亿元。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入为 253.74 亿元，同比增长 4.66%（其中，取得借款收到的现金为 216.09 亿元）。公司筹资活动现金流出为 241.70 亿元，同比增长 9.80%，其中偿还债务支付的现金为 204.37 亿元。2017 年公司筹资活动现金流量净额为 12.04 亿元。

2018 年 1～3 月，公司经营活动现金流入量 126.46 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 111.33 亿元，经营活动现金流量净额为 19.55 亿元，同比大幅增加 20.70 亿元，主要系粮油公司因部分工厂停机影响，原材料采购量降低所致；公司投资活动现金流量净额为 0.23 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-17.71 亿元。当期，公司现金收入比为 110.34%，收入实现质量较好。

总体看，公司销售商品、提供劳务收到的现金有所增长，经营活动净流出规模下降，收入实现质量较好；投资活动以基金等投资活动为主，筹资活动规模较为稳定。

5．偿债能力

从短期偿债指标看，2017年底，受公司存货占比大影响，公司流动比率与速动比率

相差较大，分别为109.81%、46.71%。公司经营现金流动负债比为-4.15%。截至2018年3月底，公司流动比率和速动比率分别为110.63%和43.71%。总体看，现金类资产对剔除政策性借款后的短期债务保障能力弱，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为15.31亿元；公司EBITDA利息倍数及全部债务/EBITDA分别为3.33倍和14.36倍，公司长期偿债能力较弱。

截至2018年3月底，公司无对外担保。

截至2018年3月底，公司共获银行授信额度292.00亿元，其中未使用授信额度225.00亿元，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。

6. 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：G10110101011585 00J），截至 2018 年 6 月 19 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 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之一，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，且公司并入中粮集团后，在资金、物流、品牌等方面受到股东的有力支持，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。

十一、存续债券偿债能力分析

公司一年内将到期的存续债券为“15 中纺 MTN001”，发行规模为 10 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司剔除受限后现金类资产为 30.42 亿元，为一年内到期债券余额的 3.04 倍。

截至 2018 年 3 月底，公司存续债券余额为 30 亿元。2017 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续债券的保障倍数分别为 15.62 倍和 0.51 倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强，经营活动现金流入量规模大，对存续债券的保障能力强。

表9 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2017 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.04
经营活动现金流入量/应付债券余额	15.62
经营活动现金流净额/应付债券余额	-0.40
EBITDA/应付债券余额	0.51

资料来源：联合资信整理

十二、担保方分析

中粮集团前身是华北对外贸易公司，于 1949 年在天津成立。后经多次分设、合并，于 2007 年 3 月 2 日更为现名。截至 2018 年 3 月底，注册资本 19.78 亿元，国务院国有资产监督管理委员会为公司唯一股东及实际控制人。

中粮集团自成立之日起，一直是调剂国内粮、油、糖等大宗贸易余缺的主渠道，是参与国家宏观经济调控的骨干企业。多年以来，中粮集团依托自身市场化经营能力，积极参与和服务国家粮食宏观调控，聚集粮、油、糖、棉核心主业，通过全球布局建设，已经在南北美洲、澳大利亚、黑海等世界粮食核心产区建设了仓储、码头、物流设施等一批战略资源，经营网络覆盖全球主要产区和销区，有利于充分利用“两个市场，两种资源”、服务国家粮食安全和食品安全战略，在行业地位、经营规模及品牌知名度等方面形成很强的竞争优势。

中粮集团在做强做优做大粮、油、糖、棉核心业务的同时，建立了食品、金融和地产三大主营业务。具体来看，中粮集团主要涉及粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、

物流等相关服务，食品加工、制造及销售，酒店、房地产开发经营业务以及金融及其他四大业务分部。2017 年以来，中粮集团持续推进资产专业化重组与结构调整，梳理业务逻辑，将以往相对分散的资产与管理职能按照专业化公司（平台）设计整合，形成中粮国际、中粮贸易、中粮粮谷、中粮油脂、中粮糖业、中国纺织、中粮置地、中粮资本等 18 个专业化公司。

截至 2017 年底，中粮集团（合并）资产总额 5443.81 亿元，所有者权益 1582.80 亿元（其中少数股东权益 754.98 亿元）；2017 年实现营业总收入 4708.66 亿元，利润总额 118.37 亿元。截至 2018 年 3 月底，中粮集团（合并）资产总额 5524.65 亿元，所有者权益 1598.48 亿元（含少数股东权益 759.95 亿元）；2018 年 1～3 月，实现营业总收入 1090.81 亿元，利润总额 38.05 亿元。

资产方面，截至 2017 年底，中粮集团资产以流动资产为主，流动资产 3343.80 亿元中，货币资金（占 18.01%）、其他应收款（占 11.42%）和存货（占 48.54%）占比高。其中，货币资金 602.15 亿元，使用受限部分 23.87 亿元，主要为中粮财务存放中央银行的法定存款准备金及中粮香港、中纺集团的各类保证金等；其他应收款为 381.70 亿元，主要为与关联方之间的业务往来；存货 1623.05 亿元，主要由库存商品构成，累计计提跌价准备 13.29 亿元。截至 2017 年底，中粮集团非流动资产 2100.01 亿元，主要由固定资产（占 31.25%）、长期股权投资（占 16.15%）和投资性房地产（占 13.07%）构成，固定资产 656.30 亿元主要为房屋、建筑物（占 47.29%）和机器设备（占 43.69%）；长期股权投资 339.11 亿元，主要包括蒙牛乳业 154.60 亿元、龙江银行股份有限公司 29.26 亿元、中粮生化 18.81 亿元、中粮包装 16.26 亿元、中粮肉食 14.33 亿元；投资性房地产 274.52 亿元。

负债方面，截至 2017 年底，中粮集团负债主要为流动负债（占 71.80%）；其中，短期借款、应付账款及预收款项规模较大。短期借款 1271.23 亿元，主要由信用借款和抵押借款构成；应付和预收账款分别为 327.94 亿元和 376.20 亿元。

所有者权益方面，截至 2017 年底，中粮集团所有者权益 1582.80 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 827.82 亿元，少数股东权益 754.98 亿元，少数股东权益占比高；归母权益中，未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

收入及利润方面，2017 年，中粮集团营业收入 4708.66 亿元，同比增长 15.69%，综合毛利率为 9.23%；当期中粮集团投资收益 63.80 亿元，主要为处置部分可乐瓶装业务及相关投资共计取得投资收益 16.79 亿元、权益法核算的长期股权投资 12.32 亿元及贷款及应收款项利息收入 11.09 亿元；实现利润总额 118.37 亿元，同比增长 91.55%。

现金流方面，2017 年，中粮集团经营活动现金流入保持在较大规模，主要由销售商品、提供劳务收到的现金 5282.26 亿元构成，经营活动现金流量净额为 221.81 亿元，收入实现质量较好。同期投资活动净现金流为 -173.69 亿元，对外投资支出较大，筹资活动净现金流为 48.12 亿元。

债务方面，截至 2017 年底，中粮集团全部债务规模为 2263.22 亿元，其中短期债务占 65.35%；资产负债率为 70.92%，全部债务资本化比率为 58.85%，存在一定的短期偿债压力。综合考虑公司现金类资产较为充沛、变现能力强的金融资产占比大等因素，公司实际短期偿债能力较强。

或有事项方面，截至 2017 年底，中粮集团合并口径对外担保金额合计 106.56 亿元，其中 105.41 亿元为对房产承购人的抵押担保。整体看，公司或有负债风险低。

总体看，中粮集团作为国务院国资委下属的大型国有独资企业及中国粮油及食品领域龙

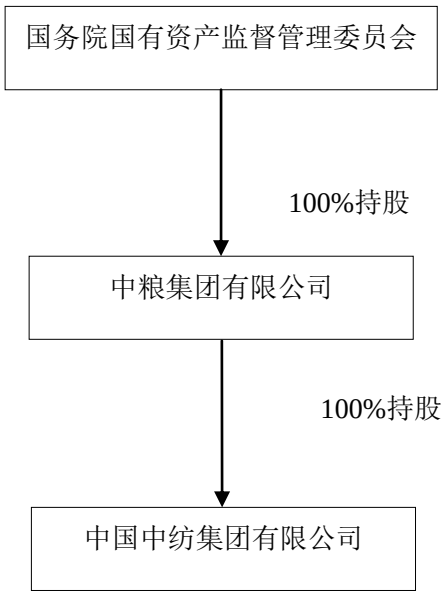
头企业，在行业地位、资源掌控、产品结构、品牌知名度以及市场与物流网络等方面均具有明显的优势与竞争力。近年来，公司通过实施“全产业链粮油食品企业”的发展战略，分散了经营风险，保持了稳健的经营状况。2017年以来，随着部分行业景气度回暖以及专业化发展的体制改革成效显著，公司资源配置效率得到明显优化，主营业务毛利率稳定提升。公司资产构成中，以库存商品及房地产项目为主的存货占比较大，对资金形成占用。考虑到公司现金类资产较为充沛，金融资产规模较大且变现能力强，一定程度提升了资产流动性。公司有息债务规模小幅增长，短期债务占比偏高，直接与间接融资渠道畅通，整体偿债能力强。

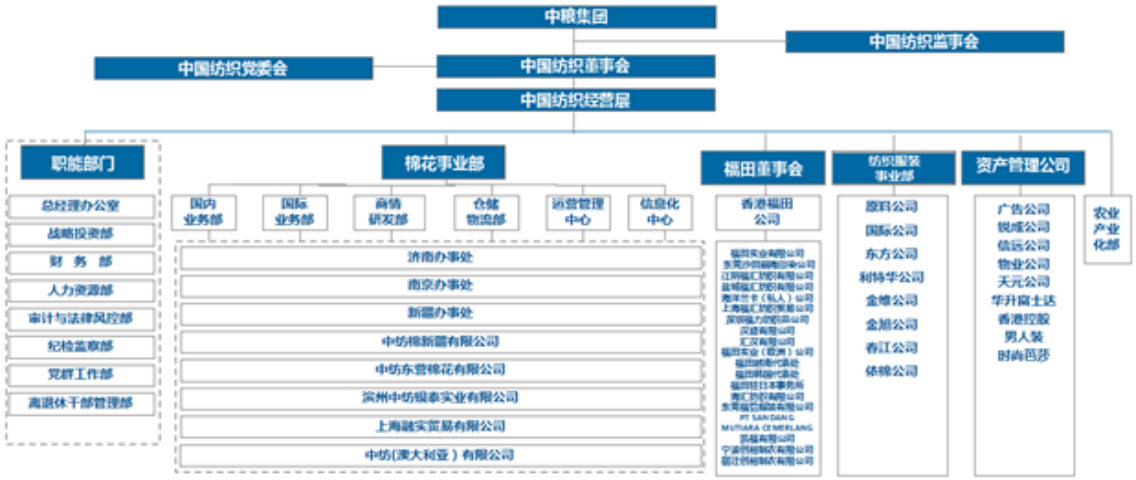
综合分析，联合资信确定中粮集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。中粮集团对“15 中纺 MTN001”、“16 中纺 MTN001”及“16 中纺 MTN002”提供的担保增强了上述债券本息兑付的安全性。

十三、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^{+}，“15 中纺 MTN001”、“16 中纺 MTN001”及“16 中纺 MTN002”的信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要子公司财务数据

板块	公司名称	2017 年	
		营业收入	利润总额
纺织原料板块	棉花公司	16.71	0.31
	中纺棉	87.52	1.85
	原料公司	15.60	0.15
	中纺原	2.19	0.03
油脂油料板块	粮油公司	139.73	1.09
	油脂公司	52.30	-0.17
棉纺板块	春江公司	3.93	-0.24
	金旭公司	2.47	0.12
	金维公司	3.73	0.14
	依棉公司	1.54	-0.41
成衣板块	国际公司	9.06	0.19
	东方公司	0.44	--
	利特华公司	2.19	-0.05
纺织印染板块	福田实业	60.53	1.84

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	43.79	31.27	29.29	30.42
资产总额(亿元)	312.62	364.82	385.56	359.10
所有者权益(亿元)	85.76	69.28	72.18	71.44
短期债务(亿元)	158.75	187.51	196.32	186.53
长期债务(亿元)	18.62	33.48	23.51	22.87
全部债务(亿元)	177.37	220.99	219.82	209.40
营业收入(亿元)	395.70	356.44	389.66	100.90
利润总额(亿元)	-0.42	4.06	6.60	0.72
EBITDA(亿元)	10.83	18.83	15.31	--
经营性净现金流(亿元)	-43.62	-32.99	-11.88	19.55
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.30	19.12	26.86	--
存货周转次数(次)	3.34	2.13	2.04	--
总资产周转次数(次)	1.40	1.05	1.04	--
现金收入比(%)	107.58	112.69	107.11	110.34
营业利润率(%)	5.17	6.12	6.24	5.21
总资本收益率(%)	0.95	4.15	3.45	--
净资产收益率(%)	-2.96	4.16	7.59	--
长期债务资本化比率(%)	17.84	32.58	24.57	24.25
全部债务资本化比率(%)	67.41	76.13	75.28	74.56
资产负债率(%)	72.57	81.01	81.28	80.10
流动比率(%)	110.31	114.07	109.81	110.63
速动比率(%)	43.82	45.71	46.71	43.71
经营现金流动负债比(%)	-21.20	-12.78	-4.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.14	2.05	3.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.37	11.73	14.36	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务和全部债务；3.现金类资产已剔除受限资金。

附件 4　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	（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)^（1/(n-1)）-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	
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/营业收入×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 5-1　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 5-2　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 5-3　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。