

# 信用等级公告

联合[2011] 286 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 2011 年度第一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

中国中纺集团公司  
2011 年度第一期中期票据的信用等级为  
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一一年四月二十一日



## 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 2011 年度第一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。

联合资信评估有限公司  
二零一一年四月二十一日  
评级业务专用章

# 中国中纺集团公司

## 2011 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

担保前本期中期票据信用等级: AA

担保后本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 3 年

评级时间: 2011 年 4 月 21 日

### 财务数据

| 项 目              | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 10 年 9 月 |
|------------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额(亿元)         | 114.75 | 88.66  | 136.75 | 151.21   |
| 所有者权益(亿元)        | 47.23  | 44.95  | 49.91  | 49.94    |
| 长期债务(亿元)         | 1.79   | 0.30   | 0.30   | 10.30    |
| 全部债务(亿元)         | 37.14  | 18.86  | 64.98  | 67.58    |
| 营业收入(亿元)         | 208.65 | 268.92 | 191.84 | 230.09   |
| 利润总额 (亿元)        | 5.16   | 3.24   | 4.99   | 2.87     |
| EBITDA(亿元)       | 8.11   | 6.78   | 7.43   | --       |
| 经营性净现金流(亿元)      | 1.10   | 10.44  | -25.88 | 4.88     |
| 营业利润率(%)         | 5.37   | 0.77   | 4.63   | 3.72     |
| 净资产收益率(%)        | 7.74   | 5.83   | 6.96   | --       |
| 资产负债率(%)         | 58.85  | 49.30  | 63.50  | 66.97    |
| 全部债务资本化比率(%)     | 44.02  | 29.55  | 56.56  | 57.50    |
| 流动比率(%)          | 128.81 | 147.47 | 104.19 | 114.38   |
| 全部债务/EBITDA(倍)   | 4.58   | 2.78   | 8.75   | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍)   | 3.83   | 2.73   | 6.26   | --       |
| EBITDA/本期发债额度(倍) | 1.62   | 1.36   | 1.49   | --       |

注: 公司从 2008 年开始执行《企业会计准则(2006)》。2007 年数据为 2008 年年初数。2010 年 9 月数据未经审计。

### 分析师

王 佳 程 晨

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,在经营规模、销售渠道、从业经验、政策支持等方面具备的显著优势。同时联合资信也关注到公司在原产地采购、仓储及加工等物流管理能力等方面相对薄弱,主营业务盈利水平波动较大等因素给公司经营及信用水平带来的不利影响。

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,由传统贸易商逐步转型为供应链管理,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。

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增”)为本期中期票据的还本付息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中债增具备很强的担保实力,进一步提升了本期中期票据本息偿付的安全性。综合分析,本期中期票据到期不能还本付息的风险极低。

### 优势

1. 公司属中央直属企业,拥有多年的贸易从业经验,在行业地位、品牌信誉及营销网络等方面具有较强的竞争优势。
2. 2009 年以来,公司业务结构逐步优化,自营加工及贸易能力进一步提高。
3. 公司现金类资产和经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖程度高。
4. 中债增担保实力强,进一步提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

#### 关注

1. 近两年，公司进口商品大豆、棉花等大宗原料价格巨幅波动，对公司盈利水平带来较大影响。
2. 公司在原材料采购、仓储及加工等环节物流管理能力较为薄弱。
3. 投资收益波动对公司利润影响较大。
4. 近几年公司经营性现金流波动较大。

## 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。公司是中央直属企业，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 2010 年 9 月底，公司注册资本 42178.40 万元。

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 2010 年 9 月底，公司拥有 24 家二级控股子公司（含 2 家境外子公司）。目前公司下设战略发展部、财务部、人事行政部、审计部、信息部、资产管理部、党群工作部、法律部等 8 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 2010 年 9 月底，公司拥有员工 8806 人。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额 136.75 亿元，所有者权益 44.91 亿元；2009 年公司实现营业收入 191.84 亿元，利润总额 4.99 亿元。

截至 2010 年 9 月底，公司（合并）资产总额 151.21 亿元，所有者权益 49.94 亿元；2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 230.09 亿元，利润总额 2.87 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

公司计划发行 5 亿元中期票据，期限 3 年。本次中期票据募集资金将全部用于补充油料油脂业务的正常生产经营流动资金，主要用于中纺粮油进出口有限责任公司。

中债信用增进投资股份有限公司为本期中期票据的还本付息提供全额无条件不可撤

销连带责任保证担保，进一步提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

## 三、行业分析

目前，公司已形成较稳定的主营业务板块：纺织和油料油脂，其中，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；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。2009 年，公司纺织和油料油脂板块实现营业收入占公司营业收入比重分别为 30.00% 和 69.30%。

### 1. 粮食贸易

公司粮食贸易主要经营品种包括大豆、玉米等。

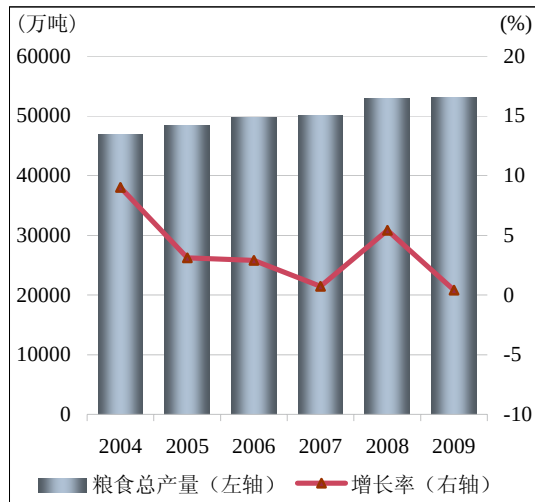
#### （1）行业概况

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。2004~2009 年以来，中国粮食产量连续六年增产，其中 2004 年伴随一系列改革政策的实施，2004 年中国粮食总产量增幅快速，较上年净增加 0.4 亿吨，是建国以来增产最多的一年。2005~2007 年，粮食产量增幅受耕地的制约，增幅较 2004 年均有所下滑。2008 年，尽管中国遭受了南方雪灾，汶川大地震，洪涝、干旱、强台风、病虫害等多重自然灾害，但中国粮食生产基于单产量上的突破，当年粮食总产量达到 52871 万吨，创当时历史最高记录，增幅也有所回升。2009 年，中国粮食总产量达到 53082 万吨，较 2008 年增长 0.4%。

根据国家统计局的最新数据，2010 年中国夏粮产量 12310 万吨，同比减少 39 万吨；早稻产量 3132 万吨，减产 204 万吨。自然灾害（比如北方低温，西南干旱）导致的局部地区供给减少是夏粮和早稻等减产的主要原因。秋

粮方面，全国秋粮播种面积较上年增加 92.4 万公顷，产量达到 39199 万吨，增产 1801 万吨。

图 1 2004~2009 年中国粮食总产量



资料来源：wind 资讯

从粮食品种结构看，中国粮食一直处于紧平衡状态。分品种看，玉米供需基本平衡，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。

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）粮食贸易政策

中国作为粮食生产和消费大国，粮食生产和粮食市场的稳定至关重要。多年来，中国一直重视粮食安全工作，主要通过增加农资补

贴，增加收储粮食总量以及提高收购价格等措施，带动农民粮食生产的积极性，保障粮食生产稳定。此外，粮食进出口管理一直是中国调节粮食余粮和国内市场供需的重要手段。近两年，粮食出口政策变化较大，一方面体现在受全球能源危机带来的粮食危机的影响，中国为了保障国内粮食市场供应的稳定，加大了对粮食出口的限制；另一方面，随着 2009 年中国连续六年粮食丰收，对部分粮食作物产品存在余粮调节的需求，本着适时、适度的原则中国又逐步放松粮食出口业务。

总体看，中国粮食贸易发展尚处于初期阶段，市场化水平相对较低，宏观政策的调整成为平衡粮食供求的重要手段，宏观政策的不确定性加大了粮食贸易类企业的经营风险。

表 1 2007~2010 年中国粮食政策

| 项目   | 具体内容                                                                                                      |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 粮食收储 | 2008 年，国家 3 次大幅度提高小麦的最低收购价格（2008 年 2 月、7 月、10 月），同期稻谷收购价亦有提升；2009 年 1 月中旬，国家宣布 2009 年稻谷最低收购价较上年提高 16% 左右。 |
|      | 从 2008 年 10 月到 2009 年 4 月，国家在东北粮食主产区进行了六次收储，有效缓解粮食市场的阶段性过剩。                                               |
|      | 2008 年 4 月 8 日，国务院通过《全国新增 1000 亿斤粮食生产能力规划（2009-2020 年）》，政府将增加粮食生产投资，加强指导协调。                               |
|      | 2010 年，国家继续在内蒙古自治区、辽宁省、吉林省、黑龙江省实行大豆临时收储政策，临时存储大豆挂牌收购价格（国标三等质量标准）为 1.90 元/斤，比 2009 年高出 3 分/斤。              |
| 农资直补 | 2008 年国家 3 次增加农资综合直补标准；                                                                                   |
|      | 2008 年 10 月，国家发改委提出要建立化肥等农资价格与农资综合直补的联动机制，提高政府补贴及时性。                                                      |
|      | 2009 年将提高良种补贴标准，扩大补贴范围，补贴范围涵盖小麦、水稻、玉米和东北大豆；扩大农机具补贴范围和种类，提高补贴标准。                                           |
|      | 2010 年国家将对农民增加良种补贴，扩大马铃薯补贴范围，启动青稞良种补贴，实施花生良种补贴试点。                                                         |
| 出口关税 | 自 2007 年 12 月 20 日起，中国取消小麦、稻谷、大米、玉米、大豆等原粮及其制粉的出口退税。                                                       |
|      | 2008 年，对小麦、玉米、稻谷、大米、大豆等原粮及其制粉产品征收 5% 至 25% 不等的出口暂定关税。                                                     |
|      | 2008 年 12 月 1 日起，取消玉米、杂粮及其制粉出口关税，降低小麦、大米及其制粉出口关税。                                                         |

|      |                                                               |
|------|---------------------------------------------------------------|
|      | 自 2009 年 7 月 1 日起, 中国调整部分产品的出口关税, 小麦、大米、大豆粮食产品 3-8% 的暂定关税被取消。 |
| 出口配额 | 自 2008 年 1 月 1 日起对小麦粉、玉米粉、大米粉等粮食制粉也开始实行出口配额许可证管理。             |

资料来源: 联合资信整理

### (3) 粮食物流

近几年, 中国主产区和主销区的矛盾决定了中国“北粮南运”、“东粮西运”的态势明显。

对于粮食贸易企业而言, 粮食运输是粮食贸易中的重要环节。目前, 中国的粮食物流成本比国外高出 10%; 粮食从生产区运到销售区的流通费用占粮食销售价格的 30%~35%, 而在欧美等地, 这一比率约为 20%~25%。

粮食运输方式方面, 粮食内贸以铁路、公路、水路运输为主, 粮食外贸以航运为主。铁路运输, 一方面铁路垄断性决定收费不尽合理, 另一方面运力不足则制约了粮食流通效率。公路运输, 是粮食最昂贵的一种运输方式, 加之近几年汽柴油价格高涨, 公路运输成本进一步增加。水路运输, 运输成本低于铁路运价, 但存在耗时长、损耗多的问题。

总体看, 粮食运输在粮食贸易中占有重要地位, 能够掌握粮食运输资源、保障粮食运输效率的粮食贸易企业能够在竞争中占有较大优势。

### (4) 主要粮食作物的情况

#### 大豆

#### 国内大豆供求矛盾突出

中国的大豆主要依赖进口, 大豆进口主要来源美国、巴西、阿根廷三国, 自 2006 年以来中国大豆进口量逐年递增, 且进口均占国内大豆总消费量 60% 以上, 这主要由于中国国产大豆为非转基因豆, 相对进口转基因大豆成本稍高, 伴随着进口大豆多年低价冲击, 国内农民种植大豆的积极性不高。由表 2 可见, 2006~2008 年, 中国大豆播种面积减少, 产量也同时走低, 虽然 2008/2009 年度播种面积和产量都有所回升, 但 2009/2010 年度播种面积较上一

年度减少 533 千公顷, 产量也下降 65 万吨, 然而对比消费量的增长需求, 产量相对不足。

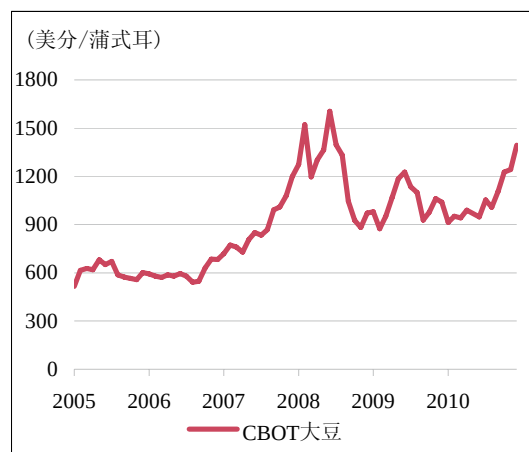
表 2 2006/2007~2009/2010 年度中国大豆供需平衡表

|               | 06/07<br>年度 | 07/08<br>年度 | 08/09<br>年度 | 09/10<br>年度 |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 播种面积<br>(千公顷) | 9350        | 8700        | 9333        | 8800        |
| 供给            |             |             |             |             |
| 国内产量<br>(万吨)  | 1510        | 1280        | 1555        | 1490        |
| 进口总量<br>(万吨)  | 2828        | 3082        | 4110        | 5000        |
| 年度供给<br>量(万吨) | 4338        | 4362        | 5665        | 6490        |
| 需求            |             |             |             |             |
| 消费总量<br>(万吨)  | 4475        | 4795        | 5200        | 6000        |
| 出口总量<br>(万吨)  | 38          | 46          | 40          | 25          |
| 年度需求<br>量(万吨) | 4513        | 4841        | 5240        | 6025        |
| 年度结余<br>量(万吨) | -174        | -478        | 425         | 465         |

资料来源: 中华粮网

### 大豆价格大幅度波动

图 2 2005~2010 年 CBOT 大豆结算价

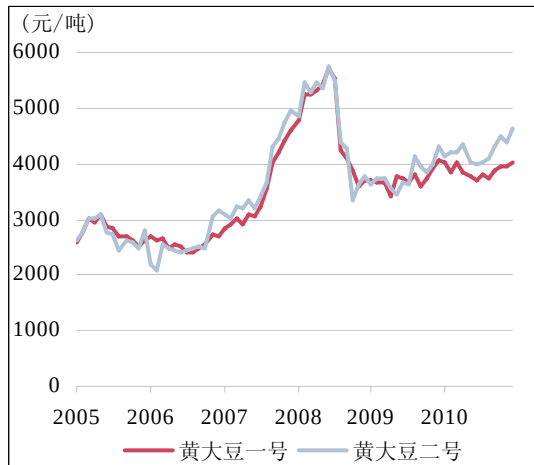


资料来源: wind 资讯

图 2 可以看出, 芝加哥期货交易所 (CBOT) 大豆期货价格自 2007 年开始不断走高, 2008 年下半年冲高后大幅回落, 2009~2010 年呈震荡上扬趋势。由于中国对大豆价格没有控制权, 大豆行情受国际市场影响大, 价格存在的不确定因素多。2008 年 6 月 30 日, 大连商品交易所 (大商所) 黄大豆一号和二号期货结算价格分别为 5711 元/吨和 5732 元/吨, 但

2008 年下半年后，大豆价格暴跌，到 2008 年 12 月 31 日已经分别跌到 3699 元/吨和 3775 元/吨。从 2009 年到 2010 年，国内大豆价格呈震荡上升趋势，2010 年 12 月 31 日大商所黄大豆一号和二号期货结算价格分别为 4040 元/吨和 4621 元/吨。

图 3 2005~2010 年中国大商所大豆期货结算价



资料来源: wind 资讯

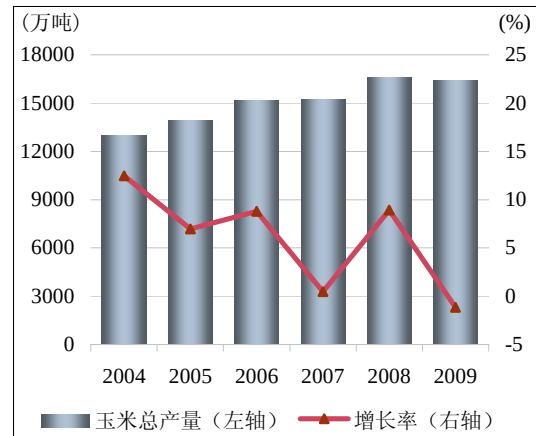
## 玉米

### 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、新等地区。2009 年中国玉米播种面积为 3118 万公顷，较 2008 年增长 4.42%。从玉米产量来看，随着玉米种子改良带动单产量的提高和种植面积的扩大，玉米产量已自 2004 年起保持连续五年的增产，2008 年中国玉米产量为 16591 万吨。但由于自然灾害等原因，2009 年中国玉米产量为 16397 万吨，比上年略减少 194 万吨。

未来受玉米单产量增长和种植土地面积的限制，玉米产量增长将趋于缓慢。预计未来播种面积将呈现微幅增长，而单产依靠科技仍有提高可能，在没有极端天气出现的前提下，玉米的供给将呈小幅上升态势。

图 4 2004~2009 年中国玉米产量情况



资料来源: wind 资讯

### 消费需求较大，玉米供求处于紧平衡

由表 3 可见，玉米消费量逐年上升。自 2006 年左右，玉米产量已能满足国内消费需求，除去少量出口后仍有结余。

表 3 2006/07~2009/10 年度中国玉米供需平衡表

|               | 06/07<br>年度 | 07/08<br>年度 | 08/09<br>年度 | 09/10<br>年度 |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 播种面积<br>(千公顷) | 28463       | 29478       | 29864       | 30733       |
| <b>供给</b>     |             |             |             |             |
| 国内产量<br>(万吨)  | 15160       | 15230       | 16590       | 15550       |
| 进口总量<br>(万吨)  | 7           | 4           | 5           | 125         |
| 供给量<br>(万吨)   | 15167       | 15234       | 16595       | 15675       |
| <b>需求</b>     |             |             |             |             |
| 消费总量<br>(万吨)  | 14185       | 14325       | 14900       | 15475       |
| 出口总量<br>(万吨)  | 310         | 48          | 20          | 15          |
| 需求量<br>(万吨)   | 14495       | 14373       | 14920       | 15490       |
| 结余量<br>(万吨)   | 672         | 860         | 1675        | 185         |

资料来源: 中华粮网

玉米消费方面，近几年饲料消费和工业消费合计占中国年度玉米需求总量的 85% 左右。饲料消费方面，当前饲料业虽受到经济形势下滑的不利影响，行业开工率和利润水平均下降，但影响的只是增长速度，并未改变增长的基本势头。肉类消费随人口增长和生活水平的提高呈现刚性增长态势，加之规模化养殖水平

的提升,构成拉动饲料消费和饲用玉米消费的主要动力。2006 年中国生猪的规模化养殖率只有 47%,2008 年上涨约为 56%,预计到 2009 年将提高到 60%。规模化养殖率每提高一个百分点,可带动玉米消费增加 60~80 万吨。此外,饲料小麦替代减少也将增加饲用玉米消费。

工业消费方面,由于玉米工业加工空间大、产业链长,产品以酒精和淀粉为主。近几年中国玉米工业用量增势趋缓,主要原因包括两方面。其一,由于中国粮食供应存在重大安全隐患,政策上禁止新增的以粮食玉米深加工的乙醇等项目的审批;其二,受全球经济危机的影响,中国玉米深加工产品面临较大的市场压力。

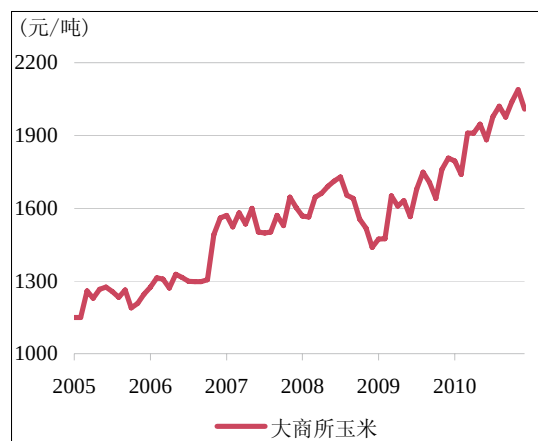
对玉米而言,未来间接需求的增长将明显快于直接需求,其作为饲料和工业原料的需求将进一步提高,未来饲料与能源需求将驱动玉米需求缺口扩大,进口与价格上涨的情况将继续出现。

#### 玉米价格波动变化

中国玉米市场尽管处于紧平衡状态,但仍可满足国内需求,因此玉米相对其他粮食品种受国际市场价格影响较小。

2005~2010 年,中国玉米价格呈现快速上涨,主要是畜牧业和饲料加工行业快速增长带动对玉米需求增大所致。以大商所玉米期货结算价格为例,2005 年 1 月 31 日为 1149 元/吨,到 2008 年 7 月 31 日达到 1729 元/吨。2008 年下半年以来,受到宏观经济对畜牧业的冲击,2008 年 12 月 31 日价格回落到 1438 元/吨左右。受养殖业回暖以及粮源相对紧张等影响,玉米价格自 2009 年二季度起开始稳中有升,2009 年 12 月 31 日价格上升至 1806 元/吨。此后,玉米价格呈小幅震荡上扬,2010 年 12 月 31 日收于 2009 元/吨。

图 5 2005~2010 年中国大商所玉米期货结算价



资料来源: wind 资讯

为缓解国内玉米供应紧张和玉米价格高涨的局势,国家宏观调控力度持续增强,目前国内玉米市场已呈现政策主导局面,在国内宏观调控的作用下,国内玉米市场价格有望趋于稳定。

## 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

目前,国内油脂压榨企业逐步形成了两大集团阵营,第一阵营是以国际粮商和国内大型国企为代表,他们拥有的日压榨能力都在 1 万

吨以上，而且工厂分布从南到北，占全国压榨能力的 50%左右，这些企业包括嘉吉，邦吉，益海，莱宝，中粮，中纺，九三。第二阵营是以部分外资和民营企业为代表，他们主要控制区域市场，一般单厂规模不大，包括托福，达孚，东凌，渤海，汇福，富宏，日清，还有一些小型工厂活跃在东北国产大豆产地。外资控制了国内大豆压榨能力的 60%~70%。

第一大阵营的压榨能力开工率要高于第二大阵营，占到有效加工能力的主导地位。由于行业的集中度提高，因此压榨行业内的竞争，从区域竞争、价格竞争，逐步升级为上下游产业链整合能力、风险管理能力和跨区域市场协同能力的综合竞争。

2007~2009 年中国大豆压榨能力继续保持增加态势。据统计，2007~2009 年至少有 16 家日压榨能力超过 1000 吨的大型大豆压榨油厂建成投产，合计日压榨大豆能力接近 4.5 万吨左右，平均年新增大豆压榨能力约 1.5 万吨。2010 年中国至少将有 8 家大型大豆压榨企业先后建成投产，合计日压榨能力超过 2.5 万吨，年新增大豆压榨能力超过 750 万吨，这也是最近五年来中国新增大豆压榨能力最多的一年。

由于国内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五年创下历史最高纪录的重要原因。

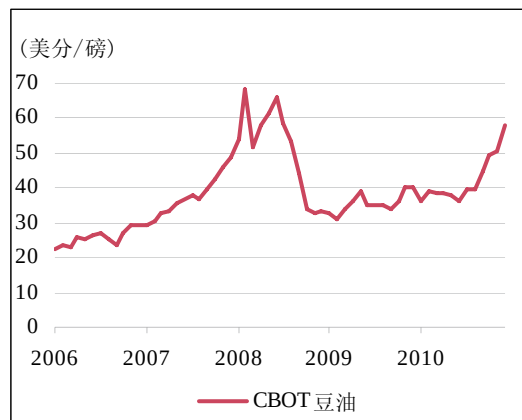
而占国际油料、油脂市场 30%左右份额的棕榈油，由于中国没有油棕的种植，故进口几

乎都来自于马来西亚、印度尼西亚等东南亚国家，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

图 6 可以看出，CBOT 豆油期货结算价格在 2008 年走出大幅震荡行情。受此影响，大商所豆油期货结算价格从 2007 年 12 月 28 日的 11652 元/吨，快速上涨到 2008 年 2 月 29 日的 14614 元/吨，之后展开持续震荡反弹行情，随后整个商品市场走出持续大跌走势，2008 年 10 月 31 日结算价为 5968 元/吨，之后开始小幅反弹。从 2009 年到 2010 年，大商所豆油期货价格呈震荡上升趋势，2010 年 12 月 31 日结算价为 10074 元/吨。

图 6 2006~2010 年 CBOT 豆油期货结算价



资料来源：wind 资讯

图 7 2006~2010 年大商所豆油期货结算价



资料来源：wind 资讯

### 3. 纺织原料贸易

#### (1) 棉花

##### 国内棉花供求矛盾突出

棉花是世界上主要的农作物之一，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，2009年中国棉花产量为637.68万吨，占全球产量的30%左右。

从供给方面看，受金融危机影响，2009年全国棉花播种面积为495万公顷，比上年减少80万公顷左右，下降13.94%。由于在7~9月在棉花主产区出现了影响棉花生长的阴雨天气或高温干旱天气，进入10月份，虽然有所好转，但2009年的总产量及棉花品质均有所下降。国家统计局的数据表明，2009年中国棉花产量为637.68万吨，比2008年减少111.52万吨。

从需求方面看，中国是纺织品出口大国，棉花的消费量也较大，主要从美国、巴西、埃及、乌兹别克斯坦、印度等国进口棉花。2003~2006年中国棉花进口量大幅增长，2007~2009年有所回落。出口量方面，中国棉花出口量极少（参见表4）。

2010年全年度来看，随着纺织行业生产和出口逐步回暖，对棉花需求的增长稳步回升，棉花产需缺口将比上年度有所扩大。

表4 中国棉花产量、进口量、出口量对比表

|     | 2005年  | 2006年  | 2007年  | 2008年  | 2009年  |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 产量  | 571.42 | 753.28 | 762.36 | 749.20 | 637.68 |
| 进口量 | 257.00 | 364.00 | 246.00 | 211.00 | 153.00 |
| 出口量 | 0.50   | 1.30   | 2.10   | 1.64   | 0.82   |

资料来源：wind 资讯

##### 棉花价格近期涨幅明显

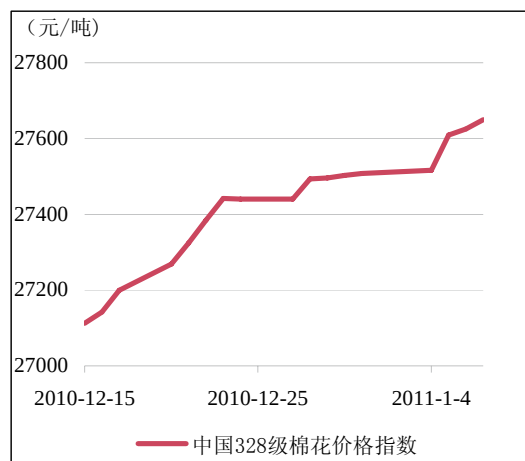
由于自然灾害等因素影响，2010年全球棉花产量继续下滑，加上劳动力价格上升等成本影响因素，2010年国内棉花价格继续大幅上扬，即使有物价方面的宏观调控，但棉花价格

不会长期低于成本价，预计2011年棉花价格将维持高位。

棉花价格大幅上涨主要有以下因素：劳动力成本、化肥价格上涨使得棉花生产成本大幅上涨；2009年国内棉花产量较上年减少111.52万吨左右，2010年由于自然灾害影响，国内以及全球主要产棉区产量继续下降，使得棉花供需缺口进一步扩大；随着全球经济复苏，棉纱生产逐步恢复，对棉花需求增加。

在棉花产量大减预期下，国内棉花价格近期维持上涨势头，如图8所示，2010年12月15日，中国328级棉花价格指数为27112元/吨；到2011年1月7日，该价格上涨至27650元/吨，涨幅较明显，且呈平稳上升趋势。

图8 中国棉花价格指数328变化图



资料来源：wind 资讯

#### (2) 羊毛与化纤

表5 中国羊毛进口量和进口价格对比表

|                 | 2008年     | 2009年     | 2010年<br>1~11月 |
|-----------------|-----------|-----------|----------------|
| 年度累计金额<br>(亿美元) | 16.98     | 14.66     | 17.33          |
| 金额同比增长率<br>(%)  | -5.30     | -13.70    | 37.80          |
| 年度累计数量<br>(吨)   | 285320.00 | 307886.00 | 287225.00      |
| 数量同比增长率<br>(%)  | -8.20     | 7.90      | 4.10           |
| 均价(美元/吨)        | 5952.11   | 4761.18   | 6033.67        |
| 价格同比增长率<br>(%)  | 3.20      | -20.01    | 32.39          |

资料来源：wind 资讯

据国家统计局计算, 2010 年 1~11 月份, 中国进口羊毛 28.72 万吨, 同比增长 4.1%; 2009 年进口羊毛 30.79 万吨, 同比增长 7.9%。2010 年以来, 市场受羊毛供应不足的预期影响, 羊毛价格持续上涨, 2010 年 (截止 11 月) 进口均价为 6033.67 美元/吨 (参见表 5)。从长期看来, 由于世界主要产毛国原毛产量不断下滑, 羊毛价格上涨趋势将会继续。

#### 4. 纺织服装贸易

纺织服装行业是典型的劳动密集型行业, 2001 年中国加入 WTO 后, 得益于劳动力成本方面的显著优势, 中国纺织工业迅速增长, 承接了欧、美、日、韩等多个纺织工业发达国家的产业转移, 已成为全球纺织服装的生产和出口大国。2002 年以来, 中国纺织行业持续处于高速增长周期, 但自 2005 年 7 月人民币汇率定价机制改革实施以来, 由于人民币升值导致出口竞争力的减弱, 中国纺织行业增速明显放缓。2008 年受人民币升值、劳动力成本上升影响, 尤其是 2008 年 9 月全球金融危机向实体经济蔓延, 纺织行业景气程度显著下滑。

从企业数量看, 2010 年纺织与服装行业企业数量都在同比上涨。截止 2010 年 8 月, 纺织企业数量为 32462 家, 服装企业数量为 18509 家, 均为近年最高值。而亏损企业的亏损总额则在下降, 截止 2010 年 8 月, 纺织业亏损企业亏损总额为 506155 万元, 同比下降 65%, 服装业亏损企业亏损总额为 271552 万元, 同比下降 11%。

从行业毛利率情况看, 2010 年前三个季度, 纺织行业毛利率分别为 11.42%、11.2%、11.14%, 服装行业毛利率分别为 15.62%、14.51%、13.94%。

从供给上看, 2010 年 1~10 月, 纱、布、服装产量分别增长 15.5%、18.22%、18.71%, 其中布的产量增速提升最大、为 12.95%, 纱、服装增速提升分别为 2.79%、11.77%。

从需求上看, 2010 年纺织服装行业出口与

内销均出现回升趋势。出口方面, 2010 年 1~10 月纺织服装行业累计出口 1615.34 亿美元, 同比增长 23.13%, 其中纺织品出口 639.70 亿美元, 同比增长 28.64%, 服装出口 975.64 亿美元, 同比增长 19.76%。内销方面, 限额以上行业零售总额当月值在 2010 年延续上涨趋势, 其中 10 月份零售额为 580.8 亿元, 创历史峰值。当月增长速度方面, 由于 2009 年基数影响, 2010 年 2 月零售增速达 58.4%, 随后维持在 20% 以上, 10 月增速达 32.6%, 基本恢复到 2007 年水平。

从发展趋势看, 全球经济复苏缓慢, 主要经济体国家失业率居高不下, 对纺织服装出口增长需谨慎乐观。中国纺织服装全球市场占有率第一 (已达到 30% 以上), 已经是一个相对饱和的状态, 出口方面再继续大幅增长空间较小。另外人民币升值将是长期趋势, 贸易摩擦频发将成为常态, 这些都不利于行业出口。预计 2011 年行业出口增速在平稳中可能会有所下降。从中长期看, 纺织服装行业将持续受益于居民收入增长与消费升级。在十二五规划增加居民收入的推动下, 国内巨大的消费市场将是整个行业的支撑。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 企业规模

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。2010 年, 公司大豆压榨能力居全国第三位。公司在 2009 年中国企业 500 强的排名中位列 215 名; 2009 年中国服务业企业 500 强中位列第 72 位。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。

总体看, 公司在经营规模及行业经验方面

优势突出。

## 2. 人员素质

公司现有高层管理人员 7 名，其中，党委书记兼总裁 1 名、副总裁 4 名、党委副书记兼纪委书记 1 名，总会计师 1 名。

公司党委书记兼总裁赵博雅先生，56 岁，本科学历，历任中国纺织品进出口总公司经理办公室主任，中国纺织品进出口总公司纱布公司总经理，中国纺织品进出口总公司党委副书记兼总经理。

截至 2010 年 9 月底，公司员工总计 8806 人。从学历分布来看，中专及以下学历占 82.97%、专科生占比 9.12%、本科及以上学历占比 7.91%。

总体来看，公司管理层学历层次较高，行业内从业经验丰富，管理水平较高；公司员工学历一般，员工队伍年轻化。

## 3. 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。2007~2009 年，公司收到补贴收入分别为 697.98 万元、609.12 万元和 2408.17 万元，2009 年补贴收入较前两年大幅增加的原因是新增新疆棉运费补贴 974 万元和油菜籽补贴 823 万元。

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内的 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。

总体来看，公司作为中央直属企业，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。

## 五、管理分析

### 1. 管理体制

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《企业国有资产监督管理暂行条例》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

管控体系方面，公司明确提出了通过推行6S管控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，集团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风险管理状况。

套期保值业务管理方面，公司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。

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。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营纺织和油料油脂业务，从收入规模及构成看，2007~2009年，公司主营业务收入呈大幅波动，2009年同比下滑28.66%，主要因为2009年大豆价格波动剧烈，公司调整业务结构，以自营压榨和自营贸易业务为主，增加大豆自营加工量，同时大幅压缩大豆进口量，导致进口大豆业务减少。2009年，公司业务构成仍以油料油脂和纺织业务为主，占比分别为69.30%和30.00%，与2008年相比，油料油脂业务占比下降。2010年1~9月，公司营业收入同比大幅上升，油料油脂和纺织业务收

入占比分别为 72.40%和 27.10%。公司油料油脂业务收入同比上升主要因为 2009 年四季度公司收购的油脂加工企业产能集中在 2010 年释放，使豆油、豆粕的销售收入大幅增加。

公司两大主业分别由下属七家全资二级子公司负责经营，其中，油脂油料板块由粮油

公司和油脂公司经营；纺织原料板块由棉花公司和原料公司经营；棉纺板块由工贸公司经营；成衣板块由国际公司和东方公司经营。

总体看，公司主业定位明确，业务划分清晰。

表 6 2008~2010 年 9 月公司核心下属企业主营业务收入情况（单位：万元，%）

| 下属企业                    | 2008 年  | 2009 年  | 同比增长  | 09 年 1-9 月 | 10 年 1-9 月 | 同比增长  |
|-------------------------|---------|---------|-------|------------|------------|-------|
| 中纺粮油进出口有限责任公司（简称“粮油公司”） | 1720520 | 980082  | -43.0 | 588284     | 937770     | 59.4  |
| 中纺油脂有限公司（简称“油脂公司”）      | 282746  | 348622  | 23.3  | 217040     | 720076     | 231.8 |
| 中纺棉花进出口公司（简称“棉花公司”）     | 301443  | 240099  | -20.4 | 232710     | 367873     | 58.1  |
| 中纺原料国际贸易公司（简称“原料公司”）    | 85435   | 99227   | 16.1  | 68862      | 73906      | 7.3   |
| 中纺工贸有限责任公司（简称“工贸公司”）    | 110851  | 109592  | -1.1  | 79151      | 93929      | 18.7  |
| 中纺国际服装有限公司（简称“国际公司”）    | 105596  | 96382   | -8.7  | 71718      | 50574      | -29.5 |
| 中纺东方贸易进出口公司（简称“东方公司”）   | 30459   | 21272   | -30.2 | 16498      | 12693      | -23.1 |
| 小计                      | 2639058 | 1897285 | -28.1 | 1274263    | 2256821    | 77.1  |

资料来源：公司提供

#### （1）油脂油料板块

##### ①粮油公司

##### 业务概况

粮油公司成立于 2002 年，注册资本 3000 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 716 万吨，油脂精炼和分提年 190 万吨的生产

能力。

截至 2009 年底，粮油公司资产总额 42.80 亿元，所有者权益合计-0.89 亿元；2009 年实现营业收入 98.01 亿元，利润总额 0.40 亿元。截至 2010 年 9 月底，粮油公司资产总额 64.67 亿元，所有者权益合计 2.50 亿元；2010 年 1~9 月实现营业收入 94.37 亿元（其中主营业务收入 93.78 亿元），利润总额 0.67 亿元。

表 7 2007~2009 年及 2010 年 1~9 月粮油公司现货交易收入及套期收益情况

| 现货交易（万元） | 2007 年  |       | 2008 年  |        | 2009 年 |        | 2010 年 1-9 月 |        |
|----------|---------|-------|---------|--------|--------|--------|--------------|--------|
|          | 收入      | 销售利润  | 收入      | 销售利润   | 收入     | 销售利润   | 收入           | 销售利润   |
| 内贸业务     | 42142   | 1771  | 19053   | 1680   | 490193 | 27611  | 696972       | 17297  |
| 进口业务     | 1130895 | 34648 | 1701467 | -29101 | 489889 | 26662  | 246700       | 18792  |
| 合计       | 1173037 | 36419 | 1720520 | -27421 | 980082 | 54273  | 943672       | 36089  |
| 套期收益（万元） | 2007 年  |       | 2008 年  |        | 2009 年 |        | 2010 年 1-9 月 |        |
|          | 收入      | 销售利润  | 收入      | 销售利润   | 收入     | 销售利润   | 收入           | 销售利润   |
| 进口业务     |         | -7922 |         | 24637  |        | -41026 |              | -12652 |
| 合计       |         | -7922 |         | 24637  |        | -41026 |              | -12652 |

资料来源：公司提供

##### 粮油进口

粮油公司以大豆进口为主，进口大豆经营

量约占全国大豆进口市场 10%左右。2007~2009 年，粮油公司累计进口大豆 879 万吨，主

要进口地为美国、巴西等国家，同时还兼营进口豆油、棕榈油等产品。2008 年底之前，粮油公司采取以代理境内油脂加工企业境外采购为主、自营为辅的经营策略，2008 年，粮油公司进口大豆 312 万吨，其中代理业务占 79.5%。

2008 年全球金融危机影响下，粮油公司代理客户违约风险加大，对公司经营带来不利影响。2009 年初，粮油公司调整经营策略，一方面，扩大自有加工能力，新建并收购加工厂 7 个，2010 年压榨能力达到 716 万吨/年。另一方面，粮油公司提高自营进口业务比重，2009 年和 2010 年 1~9 月，粮油公司分别进口大豆 245 万吨和 240 万吨，其中自营业务占比分别约 60%和 30%。

#### 粮食内贸

粮油公司内贸业务以大豆和玉米为主，2007~2009 年，粮油公司粮食收购量分别为 15 万吨、22 万吨和 8 万吨；2010 年 1~9 月，粮油公司粮食收购量 47 万吨。粮油公司主要收购地区主要是东北和山东地区。

#### ②油脂公司

##### 业务概况

油脂公司成立于 2007 年，注册资本 3000 万元，主要从事豆油、棕榈油自营进口业务和玉米内贸业务。截至 2009 年底，油脂公司资产总额 26.71 亿元，所有者权益 1.88 亿元；2009 年实现营业收入 34.86 亿元（其中主营业务收入 34.77 亿元），利润总额 0.77 亿元。

##### 进口业务

2009 年和 2010 年 1~9 月，油脂公司分别进口豆油 18.50 万吨和 6.00 万吨，进口棕榈油 17.89 万吨和 4.00 万吨。其中，豆油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。由于公司进口豆油产品为初级产品（俗称“毛油”），在销售方面采取部分直接销售，部分经过加工后进行销售。油脂公司自 2009 年开始加大力度开拓自有加工领域，通过收购和委托加工等方式形成年 55 万吨油料加工能力。

2009 年，油脂公司进口业务期货损失 3368 万元；2010 年 1~9 月期货损失 6243 万元。

##### 内贸业务

2009 年和 2010 年 1~9 月，油脂公司分别实现内贸收入 15.17 亿元和 30.29 亿元，经销量分别是 65.3 万吨和 120.6 万吨。从玉米收购环节来看，主要收购地区为东北和河北地区，2009 年和 2010 年 1~9 月收购量分别 46.84 万吨和 87.55 万吨。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，如广东温氏集团公司、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）纺织原料板块

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和原料公司。

#### ①棉花公司

##### 业务概况

棉花公司成立于 1987 年，注册资本 3100.30 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 2009 年底，棉花公司资产总额 22.37 亿元，所有者权益合计 5.55 亿元；2009 年实现营业收入 24.00 亿元，利润总额 1.53 亿元。截至 2010 年 9 月底，棉花公司资产总额 12.35 亿元，所有者权益合计 6.89 亿元；2010 年 1~9 月实现营业收入 36.96 亿元，利润总额 1.78 亿元。

棉花公司 2009 年期货损失 3448 万元；2010 年 1~9 月期货损失 3295 万元。

##### 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。2009 年，棉花公司进口棉花同比大幅增加，由 7.63 万吨增至 10.30 万吨，仍在全国进口棉花份额上保持 5%的比例，实现进口

收入 13.11 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。2009 年，棉花公司内贸经销产品 9.4 万吨，实现收入 10.64 亿元。棉花公司在济南、南京、河北、宁波等国内棉花主产、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。

#### 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 2009 年底，原料公司资产总额 4.04 亿元，所有者权益合计 1.32 亿元；2009 年实现营业收入 9.92 亿元，利润总额 0.15 亿元。

2009 年，原料公司羊毛和化纤进口业务占其主营业务收入的比重分别为 46.92% 和 8.83%。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。2009 年，原料公司销售进口羊毛 2.4 万吨，同比增长 86%。化纤进口业务方面，原料公司从欧洲进口化纤，由于近年化纤进口价格出现倒挂，原料公司进口量大 幅降低，2009 年销售己内酰胺 517 吨，同比下降 49.71%；销售黄麻 5723 吨，同比增长 57.95%；晴纶 6059 吨，同比增长 134.39%。

#### (3) 棉纺板块

公司棉纺板块主要从事坯布和棉纱的生产销售，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，2009 年底棉纺加工生产能力为纱锭 45 万锭，生产纱线 3.97 万吨/年，同比下降 0.8%；生产纯棉/涤棉布 3178 万米，同比下降 29.2%。2009 年，工贸公司实现

营业收入 10.96 亿元，同比下降 1.17%；利润总额 1486 万元，同比下降 82.7%。2010 年 1~9 月，工贸公司实现营业收入 9.7 亿元，利润总额 1588 万元。

#### (4) 成衣板块

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%，经营主体包括下属全资子公司国际公司和东方公司。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。

2009 年，公司成衣板块实现营业收入 12.62 亿元，同比下降 13.0%；利润总额 2538 万元，同比上升 20.1%。2010 年 1~9 月，公司成衣板块实现营业收入 8.23 亿元，利润总额 -273 万元。

### 2. 经营效率

从经营效率指标看，2007 年~2009 年，公司销售债权周转次数逐年下降，2009 年为 20.97 次；公司存货周转次数和总资产周转次数有所波动，2009 年分别为 7.02 次和 1.68 次。

总体看，公司整体经营效率较高。

### 3. 未来发展

#### (1) 发展战略定性目标

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 的国际化企业集团。

#### (2) 发展战略定量目标

“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。

总体来看，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。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2007~2009 年财务报表经北京兴华会计师事务所有限责任公司审计，均出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2010 年 1~9 月财务报表未经审计。

2009 年公司合并报表新增 17 家子公司，投资总额为 5.30 亿元，公司对其经营和财务均具有控制能力，其中 15 家主要经营油脂油料的加工业务，可增强公司对油脂油料的加工能力。2009 年，5 家子公司退出合并报表范围，其中 3 家主要经营油脂加工业务，剩余 2 家的主营业务分别是电池生产和物业管理、房屋租赁，对公司影响不大。

公司自 2008 年 1 月 1 日起执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。为增强财务数据的可比性，2008 年相关财务数据比较以追溯调整的年初数（上期数）及其计算指标作为比较基数。

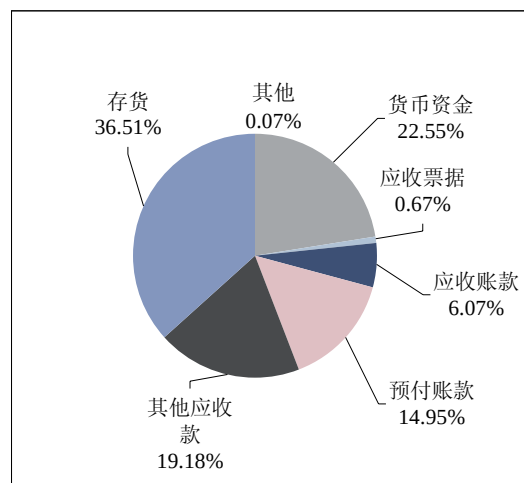
### 2. 资产质量

2007~2009 年，公司资产总额略有波动，三年复合增长率为 9.16%。截至 2009 年底，公司资产总额 136.75 亿元，较 2008 年底增长 54.25%，主要因为预付账款、其他应收款、存货和固定资产大幅增加。截至 2009 年底，公

司资产构成中流动资产和非流动资产占比分别为 65.00%和 35.00%，较 2008 年底变化不大。

截至 2009 年底，公司流动资产合计 88.89 亿元，较 2008 年底增长 40.73%，主要因为预付账款、其他应收款和存货增加。

图 9 截至 2009 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年度审计报告

截至 2009 年底，公司货币资金合计 20.04 亿元，较 2008 年底增长 7.87%；现金类资产（货币资金、交易性金融资产和应收票据）合计 20.68 亿元。公司现金类资产规模较大，货币资金充足。

截至 2009 年底，公司应收账款账面余额 5.52 亿元，其中，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款 5.47 亿元，从账龄来看，1 年以内的占应收账款余额的 98.03%。公司共计提坏账准备 0.13 亿元。

截至 2009 年底，公司预付账款余额 13.29 亿元，同比增长 189.63%，主要因为公司在 2009~2010 年农产品收购年度扩大了棉花、玉米、大豆等的收购规模，向各产区联营厂商预付货款增加。从账龄构成来看，账龄 1 年以内的占预付账款余额的 99.77%。

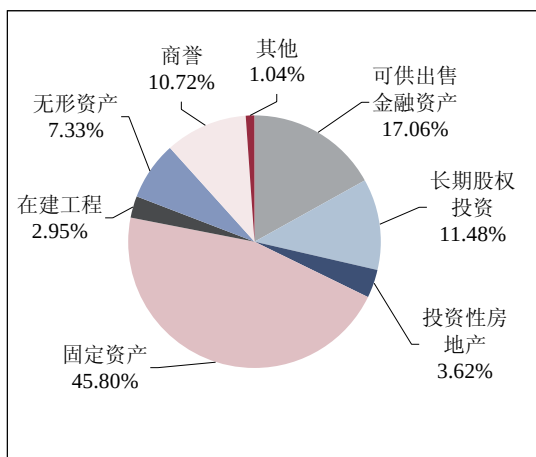
截至 2009 年底，公司其他应收款余额 19.59 亿元，同比增长 88.85%，主要是期货保证金增加。其中，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 16.70 亿元，以账龄 1 年以内

的款项为主；采用个别认定法计提坏账准备的其他应收款 2.89 亿元。公司共计提坏账准备 2.54 亿元。

截至2009年底，公司存货余额32.62亿元，同比增长59.36%，主要是四季度收购棉花、玉米、大豆等农作物增加所致。公司存货构成中以库存商品为主，占68.23%。公司存货跌价准备为0.17亿元，较2008年底减少1.41亿元；存货净额32.45亿元。

截至 2009 年底，公司非流动资产合计 47.86 亿元，较 2008 年底增长 87.72%，主要来自固定资产、商誉和可供出售金融资产的增加。

图 10 截至 2009 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年度审计报告

截至 2009 年底，公司固定资产原值 31.15 亿元，主要为房屋及建筑物和机器设备，其占比分别为 41.62%和 52.67%；公司固定资产原值较上年底增长 84.64%，主要因为收购 8 家油脂加工企业，其厂房和加工设备是新增固定资产的主要构成。截至 2009 年底，公司固定资产累计折旧 8.92 亿元，计提减值准备 0.31 亿元。

截至 2009 年底，公司可供出售金融资产合计 8.17 亿元，其中可供出售权益工具占 75.30%，基金投资及其他占 24.70%。公司可供出售权益工具主要是浙江中大、交通银行等股票投资。

截至 2009 年底，公司长期股权投资余额 5.67 亿元，其中，对联营企业投资 2.59 亿元、对子公司投资 1.33 亿元、对其他企业投资 1.74 亿元。公司计提减值准备 0.17 亿元。

截至 2010 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 151.21 亿元，较 2009 年底增长 10.57%，主要是流动资产增长所致。公司流动资产合计 103.05 亿元，较 2009 年底增长 15.94%，主要来源于存货的增加。公司非流动资产合计 48.16 亿元，较 2009 年底增长 0.61%。

总体看，公司资产构成以流动资产为主，资产构成合理，整体资产质量较好。

### 3. 负债及所有者权益

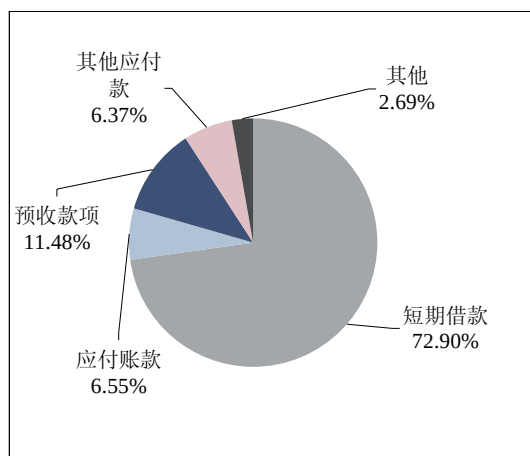
2007~2009 年，公司所有者权益复合增长 2.80%。截至 2009 年底，公司所有者权益合计 49.91 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 49.19 亿元。公司归属于母公司的所有者权益同比增长 11.03%，主要来自资本公积和未分配利润的增长。从归属于母公司的所有者权益构成看，实收资本占 8.27%、资本公积占 8.48%、盈余公积占 69.37%、未分配利润占 17.31%、外币报表折算差额占-3.43%。

截至 2010 年 9 月底，公司所有者权益合计 49.94 亿元，较 2009 年底增长 0.06%，其中归属于母公司所有者权益合计 49.15 亿元。公司权益结构较上年底变化不大，仍以盈余公积为主（占 69.43%）。

2007~2009 年，公司负债合计复合增长率 13.40%。截至 2009 年底，公司负债合计 86.84 亿元，较 2008 年底增长 98.70%，主要是流动负债大幅增加所致。公司负债构成中流动负债和非流动负债的占比分别为 98.24%和 1.76%。

截至 2009 年底，公司流动负债合计 85.31 亿元，较 2008 年底增长了 99.20%，主要因为短期借款的大幅增加。

图 11 截至 2009 年年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年度审计报告

2007~2009 年，公司负债指标呈波动上升趋势，截至 2009 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.50% 和 56.56%。

截至 2010 年 9 月底，公司负债合计 101.27 亿元，较上年底增长 16.61%，仍以流动负债为主（占 88.97%）。截至 2010 年 9 月底，公司负债指标较上年底进一步上升，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 66.97% 和 57.50%。

总体看，公司负债以流动负债为主，符合贸易企业特点，整体负债水平偏高。

#### 4. 盈利能力

2007~2009 年，受进口大豆业务大幅波动影响，公司营业收入变化较大。2009 年，公司实现营业收入 191.84 亿元，同比下降 28.66%，主要是进口大豆业务减少所致。其中，油脂油和纺织业务分别占比 69.30% 和 30.00%。

2007~2009 年，公司营业利润率分别为 5.37%、0.77% 和 4.63%，2009 年营业利润率回升主要因为油料油脂业务企稳，毛利率上升。

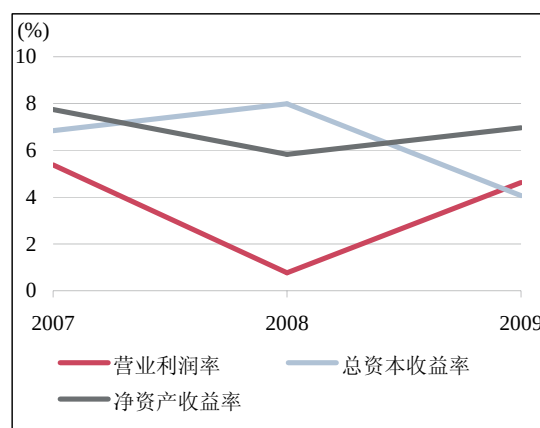
2007~2009 年，公司三项期间费用分别为 6.13 亿元、5.08 亿元和 6.97 亿元，以销售费用和管理费用为主，期间费用合计分别占营业收入

2.94%、1.89% 和 3.63%。

2007~2009 年，公司投资收益分别为 1.18 亿元、6.91 亿元和 2.26 亿元，2009 年公司投资收益构成主要是金茂大厦股权转让收益。2007~2009 年，公司套期保值形成期货收益分别为 -0.79 亿元、4.89 亿元和 -4.26 亿元。

2007~2009 年，公司利润总额分别为 5.16 亿元、3.24 亿元和 4.99 亿元，2009 年公司盈利水平有所回升。从盈利能力指标来看，近三年公司净资产收益率略有波动，2009 年为 6.96%。

图 12 2007~2009 年公司盈利能力指标



资料来源：公司年度审计报告

2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 230.09 亿元，其中，实现主营业务收入 227.64 亿元，同比增长 74.70%；公司主营业务成本 219.44 亿元，同比增长 79.55%，略高于主营业务收入涨幅。同期，公司实现投资收益 0.02 亿元，公司实现利润总额 2.87 亿元，同比增长 67.84%。

总体来看，公司盈利能力受贸易品种价格波动影响较大，风险转嫁能力较弱，投资收益对公司利润影响较大。2009 年以来，公司大力拓展上下游产业链，通过收购、新建、委托加工等方式提高仓储和加工能力，发展工贸一体化，以更好应对市场波动带来的价格风险。未来随着公司由贸易企业向工贸一体化转型战略的推进，公司盈利水平和稳定性有望提升。

表 8 2007~2009 年及 2010 年 1~9 月公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

| 业务构成     |           | 2007 年 |       |       | 2008   |       |        | 2009 年 |       |       | 2010 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   | 收入           | 占比    | 毛利率  |
| 纺织       | 纺织原料      | 49.15  | 23.56 | 6.73  | 38.69  | 14.39 | 6.24   | 33.93  | 17.69 | 10.31 | 44.37        | 19.28 | 6.88 |
|          | 棉纺        | 9.94   | 4.76  | 11.11 | 11.08  | 4.12  | 9.84   | 10.96  | 5.71  | 9.13  | 9.70         | 4.22  | 9.47 |
|          | 成衣（含面料家纺） | 16.88  | 8.09  | 7.95  | 14.52  | 5.40  | 9.20   | 12.62  | 6.58  | 9.93  | 8.23         | 3.58  | 8.40 |
|          | 合计        | 75.97  | 36.41 | 7.57  | 64.29  | 23.91 | 7.53   | 57.51  | 29.98 | 10.00 | 62.30        | 27.08 | 7.48 |
| 油料<br>油脂 | 进口大豆      | 86.62  | 41.51 | 1.72  | 127.93 | 47.57 | 0.93   | 48.99  | 25.54 | 1.90  | 15.70        | 6.82  | 2.00 |
|          | 大豆压榨      | 14.91  | 7.15  | 6.17  | 17.45  | 6.49  | 10.53  | 47.19  | 24.60 | 2.01  | 69.70        | 30.29 | 2.22 |
|          | 毛豆油       | 2.24   | 1.07  | 8.12  | 8.13   | 3.02  | -42.72 | 7.20   | 3.75  | 2.29  | 15.56        | 6.76  | 3.01 |
|          | 棕榈油       | 2.92   | 1.40  | 1.48  | 5.98   | 2.22  | 1.78   | 7.80   | 4.07  | 3.44  | 16.68        | 7.25  | 2.40 |
|          | 玉米        | 3.40   | 1.63  | 0.55  | 15.46  | 5.75  | 0.89   | 12.78  | 6.66  | 3.05  | 35.07        | 15.24 | 1.90 |
|          | 国产大豆      | 4.11   | 1.97  | 6.33  | 4.31   | 1.60  | 12.65  | --     | --    | --    | --           | --    | --   |
|          | 租船业务      | 9.24   | 4.43  | 2.73  | 12.22  | 4.54  | 4.77   | --     | --    | --    | --           | --    | --   |
|          | 菜籽油       | --     | --    | --    | --     | --    | --     | 5.58   | 2.91  | 3.01  | 5.22         | 2.27  | 2.52 |
|          | 其他        | 5.54   | 2.66  | 8.01  | 8.84   | 3.29  | 6.62   | 3.33   | 1.74  | 2.00  | 8.61         | 3.74  | 3.71 |
|          | 合计        | 128.98 | 61.82 | 3.41  | 200.32 | 74.49 | -1.81  | 132.87 | 69.26 | 2.01  | 166.54       | 72.38 | 2.08 |
| 非主业      |           | 3.70   | 1.77  | --    | 4.31   | 1.60  | --     | 1.46   | 0.76  | --    | 1.24         | 0.54  | --   |
| 合计       |           | 208.65 | 100   | 5.24  | 268.92 | 100.0 | 0.85   | 191.84 | 100.0 | 4.75  | 230.09       | 100.0 | 3.81 |

资料来源：公司提供

## 5. 现金流

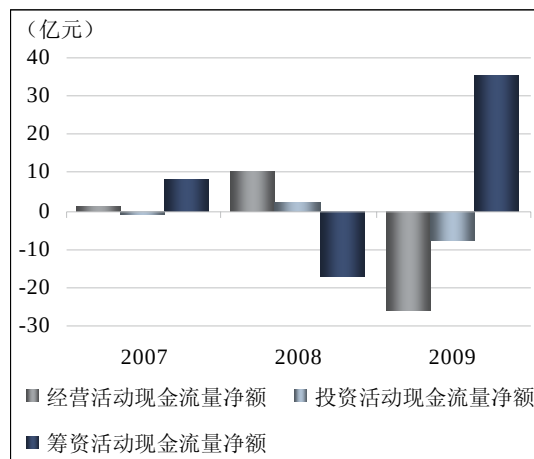
经营活动方面，2007~2009 年，公司经营现金流入量波动较大，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2007 年~2009 年，公司经营活动现金流量净额亦呈大幅波动，其中，收到和支付其他与经营活动有关的现金影响较大，主要因为受采购规模影响，公司为规避价格风险期货保证金收支金额变动较大。近三年，公司现金收入比呈下降趋势。

投资活动方面，2007~2009 年，公司投资活动现金流入量分别为 8.60 亿元、14.28 亿元和 6.17 亿元，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量保持增长，2007~2009 年分别为 9.20 亿元、12.01 亿元和 13.83 亿元。公司投资活动现金流量净额分别为 -0.60 亿元、2.27 亿元和 -7.65 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入量呈下降趋势，2007~2009 年分别为 151.26 亿元、138.68 亿元和 131.41 亿元，以取得借款收到的现金为主。公司筹资活动现金流出

量先升后降，2007~2009 年分别为 143.28 亿元、155.63 亿元和 95.90 亿元，以偿还债务支付的现金为主。公司整体筹资性现金流规模较大。

图13 公司现金流状况



资料来源：公司年度审计报告

2010年1~9月，公司经营活动产生的现金流入量289.43亿元，同比增长76.77%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金增加所致，经营活动产生的现金流量净额为4.88亿元。公司投资活动现金流入量和流出量均较

上年同期大幅增加，主要是公司控股二级子公司锐成投资管理有限公司短期投资的基金股票等支付和收回的现金；投资活动现金流量净额-1.47亿元。公司筹资活动现金流入及流出规模较大，筹资活动现金流量净额-3.94亿元。

总体看，公司经营活动现金流波动较大，收入实现质量一般；投资活动以股票基金等短期投资活动为主，筹资活动维持较大规模且以银行贷款为主。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2007~2009年，公司流动比率和速动比率都先升后降，截至2009年底分别为104.19%和66.15%，较2008年降幅明显，主要原因是短期借款的大幅增加。截至2010年9月底，公司流动比率和速动比率分别为114.38%和60.19%，较2009年底略有波动。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2007~2009年，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA倍数出现波动，2009年分别为6.26倍和8.75倍。公司长期偿债能力一般。

截至2010年9月底，公司无对外担保。

截至2010年9月底，公司共获银行授信额度178.79亿元，其中未使用授信额度108.50亿元，公司间接融资渠道畅通。

## 八、发债主体对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5亿元，占2010年9月底全部债务的7.40%，对公司现有债务水平影响较小。

截至2010年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为66.97%和57.50%，以公司2010年9月底报表财务数据为基础，不

考虑其他因素，本期中期票据发行后上述两项指标分别上升至68.03%和59.24%。

整体看，本期中期票据发行后公司债务负担将有所加重，但仍属合理水平。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

截至2010年9月底，公司现金类资产21.20亿元，为本期发行额度的4.24倍；现金类资产对本期中期票据的保护能力较强。

2007~2009年，公司经营活动产生的现金流入量分别为245.58亿元、311.91亿元和213.70亿元，分别为本期拟发行中期票据的49.12倍、62.38倍和42.74倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.10亿元、10.44亿元和-25.88亿元，分别为本期拟发行中期票据的0.22倍、2.09倍和-5.18倍；公司EBITDA/本期发债额度分别为1.62倍、1.36倍和1.49倍。总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力较强。

## 九、债权保护条款分析

### 1. 担保条款

本期中期票据由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中债增主体长期信用级别为AAA（对担保方中债增主体长期信用状况的详细分析见附件）。

保证范围包括本期中期票据的本金及相应票面利息。

### 2. 担保人资信状况

中债增是由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）于2009年9月，联合银行间市场成员联合发起成立，主要为债券市场发行主体提供信用增进服务、从事信用产品的创新和交易以及其它相关投资、

咨询、培训等业务，是中国首家全国性专业债券信用增进机构。

中债增注册资本为 60 亿元，中国石油天然气集团公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢集团总公司、国网资产管理有限公司、北京万行中兴实业投资有限公司各持有中债增 16.5% 的股权，交易商协会持有 1% 的股权。

2008 年 12 月，国务院颁发了《关于当前金融促进经济发展的若干意见》以促进经济稳定较快发展，其中包括为大力支持中小企业发展，国家提出落实政府贴息、鼓励地方政府以多种方式增加对中小企业融资增信机构的扶持、鼓励创新信用风险管理工具、发展中小企业债券等措施。国内社会信用和行业监管环境的不断改善以及政府当前对中小企业和信用增进行业的政策支持为中债增的发展提供了良好的发展机遇。

自成立以来，中债增已建立了全面的风险管理机制和主要业务风险管理办法，但由于成立时间较短，其对各类主要经营风险的管理效果，特别是对未来增信业务的信用质量控制还有待进一步观察。但整体看，依托雄厚的资本实力，以及强有力的股东资源，公司仍具有较强的竞争实力和抗风险能力。

截至 2010 年 9 月末，公司资产总额 662388.69 万元，负债总额 33892.55 万元，所有者权益 628496.14 万元。2010 年 1 月-9 月，公司实现营业收入 9021.57 万元，利润总额 22138.71 万元，净利润 17385.35 万元。截至 2010 年 9 月末，公司增信余额合计 2129000.00 万元。以中债增 2010 年 9 月底财务数据为基础，本期担保 5 亿元中期票据占其所有者权益的 7.96%。

联合资信评估有限公司评定中债增主体信用等级为 AAA。

总体看，中债增担保实力强，进一步提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

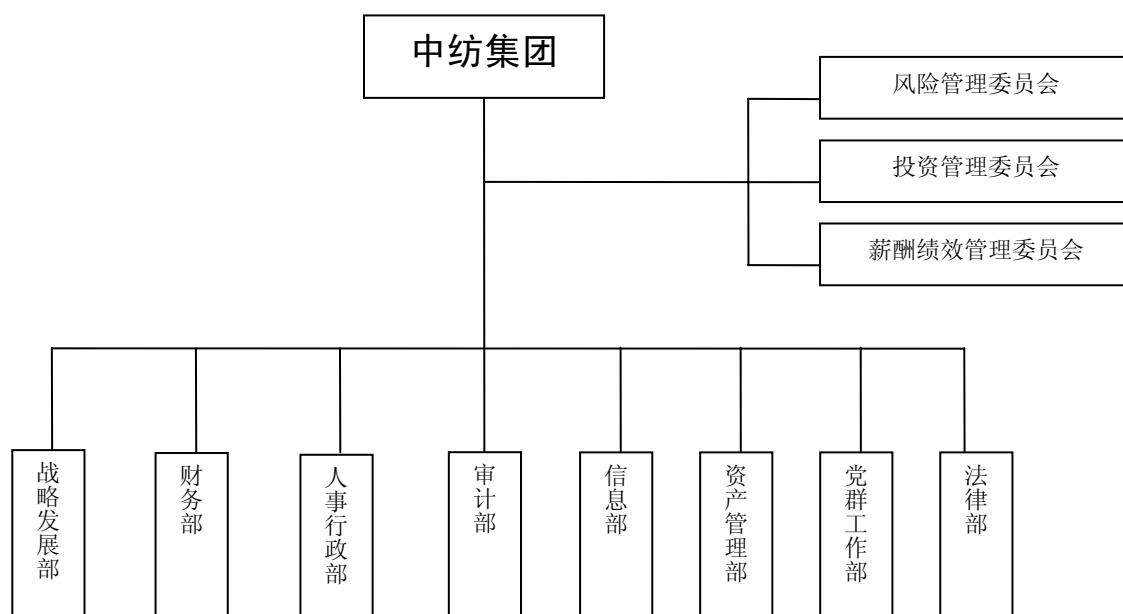
## 十、综合评价

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。作为中央直属企业，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。但公司在原材料采购、仓储、加工等环节物流管理能力较为薄弱，盈利水平波动较大。2009 年以来，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。

公司资产构成合理，整体资产质量较好；负债水平适中；经营活动现金流入规模较大；短期偿债能力较弱；长期偿债能力一般。公司现金类资产、经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

中债信用增进投资股份有限公司为本期中期票据的还本付息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中债增具备很强的担保实力，进一步提升了本期中期票据本息偿付的安全性。综合分析，本期中期票据到期不能还本付息的风险极低。

## 附件 1 公司本部组织架构图



附件 2-1 2007 年-2010 年 9 月公司合并资产负债表（资产）  
 （单位：人民币万元）

| 项目             | 2007 年            | 2008 年           | 2009 年            | 2010 年 9 月        |
|----------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| <b>流动资产：</b>   |                   |                  |                   |                   |
| 货币资金           | 227109.56         | 185807.15        | 200438.70         | 195029.14         |
| 交易性金融资产        | 420.02            | 195.74           | 346.60            | 6500.85           |
| 应收票据           | 21882.06          | 16201.75         | 5990.82           | 10423.14          |
| 应收账款           | 51079.33          | 103937.65        | 53914.78          | 47124.59          |
| 预付账款           | 174284.67         | 45886.24         | 132900.97         | 104627.63         |
| 应收利息           |                   |                  |                   |                   |
| 应收股利           |                   | 142.59           |                   | 25.92             |
| 其他应收款          | 70822.77          | 90280.89         | 170495.77         | 178259.58         |
| 存货             | 280510.51         | 188809.91        | 324513.93         | 488182.71         |
| 一年内到期的非流动资产    |                   |                  |                   |                   |
| 其他流动资产         | 596.85            | 320.58           | 248.67            | 324.73            |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>826705.78</b>  | <b>631582.50</b> | <b>888850.24</b>  | <b>1030498.30</b> |
| <b>非流动资产：</b>  |                   |                  |                   |                   |
| 可供出售金融资产       | 100479.41         | 34498.96         | 81668.45          | 71367.43          |
| 持有至到期投资        |                   |                  |                   |                   |
| 长期应收款          |                   |                  |                   |                   |
| 长期股权投资         | 59026.21          | 57422.40         | 54961.03          | 55465.88          |
| 投资性房地产         | 19649.84          | 17837.27         | 17310.71          | 16748.16          |
| 固定资产           | 113853.38         | 108734.50        | 219223.98         | 214205.97         |
| 在建工程           | 10299.85          | 15691.06         | 14099.44          | 33237.13          |
| 固定资产清理         |                   |                  |                   | 111.12            |
| 生产性生物资产        |                   |                  |                   |                   |
| 油气资产           |                   |                  |                   |                   |
| 无形资产           | 11171.23          | 12923.08         | 35096.79          | 35172.62          |
| 开发支出           |                   |                  |                   |                   |
| 商誉             | 1422.74           | 1422.74          | 51328.01          | 51327.83          |
| 长期待摊费用         | 18.60             | 2.54             | 92.11             | 441.06            |
| 递延所得税资产        | 4902.14           | 6439.12          | 4864.02           | 3507.71           |
| 其他非流动资产        |                   |                  |                   |                   |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>320823.41</b>  | <b>254971.68</b> | <b>478644.53</b>  | <b>481584.90</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>1147529.19</b> | <b>886554.18</b> | <b>1367494.77</b> | <b>1512083.20</b> |

注：2007 年数据为 2008 年期初数。

附件 2-2 2007 年-2010 年 9 月公司合并资产负债表（负债及所有者权益）  
 （单位：人民币万元）

| 项目                       | 2007 年            | 2008 年           | 2009 年            | 2010 年 9 月        |
|--------------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| <b>流动负债：</b>             |                   |                  |                   |                   |
| 短期借款                     | 334849.77         | 164513.81        | 621956.13         | 558428.11         |
| 交易性金融负债                  |                   |                  |                   |                   |
| 应付票据                     | 17677.68          | 19048.99         | 23805.95          | 14382.13          |
| 应付账款                     | 53041.51          | 64314.82         | 55918.61          | 161189.65         |
| 预收款项                     | 67614.53          | 77261.55         | 97950.89          | 121832.35         |
| 应付职工薪酬                   | 9048.55           | 1077.18          | 5231.05           | 2205.90           |
| 应交税费                     | 10211.23          | -1792.28         | -7194.93          | -14328.61         |
| 应付利息                     |                   |                  | 0.96              | 1720.72           |
| 应付股利                     | 93.60             | 96.00            |                   | 145.57            |
| 其他应付款                    | 147577.23         | 101515.90        | 54351.82          | 55312.72          |
| 一年内到期的非流动负债              | 1000.00           | 2000.00          | 1000.00           |                   |
| 其他流动负债                   | 664.40            | 246.93           | 122.52            | 93.31             |
| <b>流动负债合计</b>            | <b>641778.50</b>  | <b>428282.92</b> | <b>853142.98</b>  | <b>900981.86</b>  |
| <b>非流动负债：</b>            |                   |                  |                   |                   |
| 长期借款                     | 17897.04          | 3000.00          | 3000.00           | 3000.00           |
| 应付债券                     |                   |                  |                   | 100000.00         |
| 长期应付款                    | 108.81            | 84.54            | 17.40             | 14.40             |
| 专项应付款                    |                   | 1902.15          |                   |                   |
| 预计负债                     |                   |                  |                   |                   |
| 递延所得税负债                  | 15494.83          | 3762.92          | 12231.29          | 8670.81           |
| 其他非流动负债                  |                   |                  |                   |                   |
| <b>非流动负债合计</b>           | <b>33500.69</b>   | <b>8749.61</b>   | <b>15248.69</b>   | <b>111685.21</b>  |
| <b>负债合计</b>              | <b>675279.19</b>  | <b>437032.53</b> | <b>868391.67</b>  | <b>1012667.07</b> |
| <b>所有者权益（或股东权益）：</b>     |                   |                  |                   |                   |
| 实收资本（或股本）                | 40673.70          | 40673.70         | 40673.70          | <b>40673.70</b>   |
| 资本公积                     | 56599.49          | 17343.14         | 41728.49          | <b>22085.19</b>   |
| 减：库存股                    |                   |                  |                   |                   |
| 盈余公积                     | 334248.30         | 334248.30        | 341259.22         | 341273.68         |
| 未分配利润                    | 37861.36          | 63171.44         | 85167.87          | 104457.47         |
| 外币报表折算差额                 | -10037.52         | -17391.70        | -16894.77         | -16950.83         |
| <b>归属于母公司所有者权益合计</b>     | <b>459345.33</b>  | <b>438044.87</b> | <b>491934.51</b>  | <b>491539.21</b>  |
| 少数股东权益                   | 12904.68          | 11476.77         | 7168.59           | 7876.92           |
| <b>所有者权益（或股东权益）合计</b>    | <b>472250.00</b>  | <b>449521.65</b> | <b>499103.10</b>  | <b>499416.13</b>  |
| <b>负债和所有者权益（或股东权益）总计</b> | <b>1147529.19</b> | <b>886554.18</b> | <b>1367494.77</b> | <b>1512083.20</b> |

注：2007 年数据为 2008 年年初数。

### 附件3 2007年-2010年9月公司利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

| 项 目                           | 2007 年          | 2008 年          | 2009 年          | 2010 年 1~9 月    |
|-------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>一、营业收入</b>                 | 2086495.04      | 2689159.12      | 1918419.11      | 2300855.90      |
| 减: 营业成本                       | 1972405.63      | 2666297.56      | 1827315.21      | 2213078.64      |
| 营业税金及附加                       | 2014.66         | 2104.18         | 2270.21         | 2083.49         |
| 销售费用                          | 22364.76        | 18917.04        | 27942.00        | 26374.46        |
| 管理费用                          | 32397.87        | 22998.84        | 32386.68        | 24090.31        |
| 财务费用                          | 6575.45         | 8919.76         | 9397.10         | 14775.12        |
| 资产减值损失                        | 9120.32         | 17056.88        | 4022.28         | 75.65           |
| 加: 公允价值变动收益 (损失以 “-” 号填列)     |                 | 260.96          | 2988.01         | 2981.79         |
| 投资收益 (损失以 “-” 号填列)            | 11765.89        | 69108.99        | 22565.95        | 237.18          |
| 其中: 对联营企业和合营企业的投资收益           |                 |                 | 7011.00         |                 |
| 汇兑收益 (损益以 “-” 号添列)            |                 |                 |                 |                 |
| <b>二、营业利润 (亏损以 “-” 号填列)</b>   | <b>53382.25</b> | <b>22234.80</b> | <b>40639.59</b> | <b>23597.19</b> |
| 加: 营业外收入                      | 1425.93         | 14054.04        | 11706.36        | 5247.72         |
| 减: 营业外支出                      | 3178.81         | 3924.12         | 2491.80         | 173.23          |
| 其中: 非流动资产处置损失                 | 22.23           | 273.17          | 114.97          |                 |
| <b>三、利润总额 (亏损总额以 “-” 号填列)</b> | <b>51629.37</b> | <b>32364.72</b> | <b>49854.15</b> | <b>28671.68</b> |
| 减: 所得税费用                      | 15093.98        | 6153.92         | 15101.15        | 7596.42         |
| <b>四、净利润 (净亏损以 “-” 号填列)</b>   | <b>36535.39</b> | <b>26210.79</b> | <b>34752.99</b> | <b>21075.26</b> |
| 其中: 归属于母公司所有者的净利润             | 33607.63        | 26653.46        | 34316.00        | 21104.97        |
| 少数股东损益                        | 2927.76         | -442.67         | 436.99          | -29.71          |
| <b>五、每股收益:</b>                |                 |                 |                 |                 |
| (一) 基本每股收益                    |                 |                 |                 |                 |
| (二) 稀释每股收益                    |                 |                 |                 |                 |

注: 2007 年数据为 2008 年期初数。

**附件4-1 2007年-2010年9月公司现金流量表**

（单位：人民币万元）

| 项 目                       | 2007 年            | 2008 年            | 2009 年            | 2010 年 1~9 月      |
|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>一、经营活动产生的现金流量：</b>     |                   |                   |                   |                   |
| 销售商品、提供劳务收到的现金            | 2282859.63        | 2826049.81        | 1614027.09        | 2546160.87        |
| 收到的税费返还                   | 18665.12          | 15927.44          | 15177.59          | 11871.48          |
| 收到其他与经营活动有关的现金            | 154324.96         | 277096.38         | 507822.68         | 336251.01         |
| <b>经营活动现金流入小计</b>         | <b>2455849.70</b> | <b>3119073.63</b> | <b>2137027.37</b> | <b>2894283.36</b> |
| 购买商品、接受劳务支付的现金            | 2174108.23        | 2570357.83        | 1590045.32        | 2489341.21        |
| 支付给职工以及为职工支付的现金           | 33924.50          | 31880.61          | 28920.63          | 26902.87          |
| 支付的各项税费                   | 53585.35          | 52807.11          | 73128.41          | 26555.56          |
| 支付其他与经营活动有关的现金            | 183191.20         | 359640.88         | 703767.16         | 302732.50         |
| <b>经营活动现金流出小计</b>         | <b>2444809.27</b> | <b>3014686.44</b> | <b>2395861.52</b> | <b>2845532.13</b> |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>      | <b>11040.43</b>   | <b>104387.19</b>  | <b>-258834.16</b> | <b>48751.23</b>   |
| <b>二、投资活动产生的现金流量：</b>     |                   |                   |                   |                   |
| 收回投资收到的现金                 | 74602.92          | 47579.57          | 22332.26          | 120469.38         |
| 取得投资收益收到的现金               | 7933.10           | 10037.04          | 1753.61           | 288.20            |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 1792.14           | 1003.14           | 284.24            | 275.27            |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额       |                   |                   | 450.00            |                   |
| 收到其他与投资活动有关的现金            | 1719.10           | 84170.16          | 36898.47          | 85449.97          |
| <b>投资活动现金流入小计</b>         | <b>86047.26</b>   | <b>142789.91</b>  | <b>61718.58</b>   | <b>206482.82</b>  |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金   | 12275.76          | 12991.91          | 60507.04          | 24043.51          |
| 投资支付的现金                   | 75952.47          | 21326.89          | 42884.40          | 109821.95         |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额       | 150.80            |                   |                   | -15.05            |
| 支付其他与投资活动有关的现金            | 3650.30           | 85814.09          | 34872.07          | 87300.00          |
| <b>投资活动现金流出小计</b>         | <b>92029.33</b>   | <b>120132.89</b>  | <b>138263.51</b>  | <b>221150.41</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-5982.06</b>   | <b>22657.01</b>   | <b>-76544.93</b>  | <b>-14667.58</b>  |
| <b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>     |                   |                   |                   |                   |
| 吸收投资收到的现金                 |                   | 162.42            |                   | 1075.00           |
| 取得借款收到的现金                 | 1496699.28        | 1342088.82        | 1230244.16        | 1403041.61        |
| 收到其他与筹资活动有关的现金            | 15885.80          | 44518.37          | 83807.50          | 28170.91          |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>         | <b>1512585.08</b> | <b>1386769.60</b> | <b>1314051.65</b> | <b>1432287.52</b> |
| 偿还债务支付的现金                 | 1399635.50        | 1536873.11        | 882193.07         | 1370119.64        |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金         | 12658.05          | 14528.15          | 11405.42          | 14865.34          |
| 支付其他与筹资活动有关的现金            | 20555.44          | 4932.09           | 65359.51          | 86724.76          |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>         | <b>1432848.99</b> | <b>1556333.35</b> | <b>958958.00</b>  | <b>1471709.74</b> |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>79736.09</b>   | <b>-169563.75</b> | <b>355093.65</b>  | <b>-39422.22</b>  |
| <b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b> | <b>-942.35</b>    | <b>-1564.66</b>   | <b>-2301.23</b>   | <b>-70.99</b>     |
| <b>五、现金及现金等价物净增加额</b>     | <b>83852.12</b>   | <b>-44084.20</b>  | <b>17413.33</b>   | <b>-5409.56</b>   |
| 加：期初现金及现金等价物余额            | 143257.45         | 227109.56         | 183025.37         | --                |
| <b>六、期末现金及现金等价物余额</b>     | <b>227109.56</b>  | <b>183025.37</b>  | <b>200438.70</b>  | <b>--</b>         |

注：2007 年数据为 2008 年期初数。

## 附件 4-2 2007 年-2009 年公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

| 补充资料                             | 2007 年          | 2008 年           | 2009 年            |
|----------------------------------|-----------------|------------------|-------------------|
| <b>1.将净利润调节为经营活动现金流量:</b>        |                 |                  |                   |
| 净利润                              | 36535.39        | 26210.79         | 34752.99          |
| 加: 资产减值准备                        | 9120.32         | 17056.88         | 4022.28           |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧          | 7569.46         | 10163.64         | 11966.57          |
| 无形资产摊销                           | 689.51          | 403.28           | 591.63            |
| 长期待摊费用摊销                         | 15.44           | 19.93            | 10.68             |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列) | -191.81         | -538.63          | -602.66           |
| 固定资产报废损失(收益以“-”号填列)              | 10.30           |                  | 1.50              |
| 公允价值变动损失(收益以“-”号填列)              |                 | -260.96          | -2988.01          |
| 财务费用(收益以“-”号填列)                  | 15307.16        | 5957.09          | 9397.10           |
| 投资损失(收益以“-”号填列)                  | -3464.39        | -69108.99        | -22565.95         |
| 递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)             | -1658.67        | -1536.98         | 1575.10           |
| 递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)             | 15216.94        | -11731.91        | 8468.36           |
| 存货的减少(增加以“-”号填列)                 | -35971.63       | 81704.49         | -135704.02        |
| 经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)            | -111273.42      | 153811.06        | -133233.41        |
| 经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)            | 78963.78        | -110779.37       | -36339.21         |
| 其他                               | 172.06          | 3016.88          | 1812.89           |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>             | <b>11040.43</b> | <b>104387.19</b> | <b>-258834.16</b> |
| <b>2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:</b>      |                 |                  |                   |
| 债务转为资本                           |                 |                  |                   |
| 一年内到期的可转换公司债券                    |                 |                  |                   |
| 融资租入固定资产                         |                 |                  |                   |
| <b>3.现金及现金等价物净变动情况:</b>          |                 |                  |                   |
| 现金的期末余额                          | 227109.56       | 183025.37        | 200438.70         |
| 减: 现金的期初余额                       | 143257.45       | 227109.56        | 183025.37         |
| 加: 现金等价物的期末余额                    |                 |                  |                   |
| 减: 现金等价物的期初余额                    |                 |                  |                   |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b>              | <b>83852.12</b> | <b>-44084.20</b> | <b>17413.33</b>   |

注: 2007 年数据为 2008 年期初数。

## 附件 5 主要计算指标

| 项目                 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 9 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>经营效率</b>        |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)        | 33.81  | 27.18  | 20.97  | --         |
| 存货周转次数(次)          | 7.51   | 11.14  | 7.02   | --         |
| 总资产周转次数(次)         | 2.06   | 2.58   | 1.68   | --         |
| 现金收入比(%)           | 111.75 | 107.70 | 85.48  | 111.85     |
| <b>盈利能力</b>        |        |        |        |            |
| 营业利润率 (%)          | 5.37   | 0.77   | 4.63   | 3.72       |
| 总资本收益率(%)          | 6.84   | 8.00   | 4.06   | --         |
| 净资产收益率(%)          | 7.74   | 5.83   | 6.96   | --         |
| <b>财务构成</b>        |        |        |        |            |
| 长期债务资本化比率(%)       | 3.65   | 0.66   | 0.60   | 17.10      |
| 全部债务资本化比率(%)       | 44.02  | 29.55  | 56.56  | 57.50      |
| 资产负债率(%)           | 58.85  | 49.30  | 63.50  | 66.97      |
| <b>偿债能力</b>        |        |        |        |            |
| 流动比率(%)            | 128.81 | 147.47 | 104.19 | 114.38     |
| 速动比率(%)            | 85.11  | 103.38 | 66.15  | 60.19      |
| 经营现金流动负债比(%)       | 1.72   | 24.37  | -30.34 | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍)     | 3.83   | 2.73   | 6.26   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍)     | 4.58   | 2.78   | 8.75   | --         |
| 筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍) | 0.01   | 0.67   | -0.52  | --         |
| 筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍) | 0.24   | 5.12   | -28.24 | --         |
| <b>本期中期票据偿债能力</b>  |        |        |        |            |
| EBITDA/本期发债额度(倍)   | 1.62   | 1.36   | 1.49   | --         |
| 经营活动现金流入量偿债倍数(倍)   | 49.12  | 62.38  | 42.74  | --         |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)  | 0.22   | 2.09   | -5.18  | --         |
| 筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍) | 0.10   | 2.54   | -6.71  | --         |

注：公司从 2008 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2007 年数据为 2008 年年初数。2010 年 9 月数据未经审计。

## 附件 6 有关计算指标的计算公式

| 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%<br>(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        |                                                                                                |
| <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 / 主营业务收入 × 100%                                                                 |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                |
| 总资本收益率            | (净利润 + 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%                                                                             |
| 主营业务利润率           | 主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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                                                                                  |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额 / 全部债务                                                                             |
| <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%                                                                  |
| 经营现金流动负债比         | 经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%                                                                     |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额 / 利息支出                                                                             |
| <b>本期中期票据偿债能力</b> |                                                                                                |
| EBITDA / 本期发债额度   | EBITDA / 本期发债额度                                                                                |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量 / 本期中期票据到期偿还额                                                                     |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额                                                                       |
| 筹资活动前现金流量净额偿债倍数   | 筹资活动前现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额                                                                      |

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  
 筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额  
 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 7 中长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，银行间债券市场中长期债券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。

| 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                         |

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

## 联合资信评估有限公司关于 中国中纺集团公司 2011 年度第一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一次定期跟踪评级，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（含公司及担保方的相关资料）。中国中纺集团公司或者担保方如发生重大变化，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和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现中国中纺集团公司或担保方出现重大变化，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上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国中纺集团公司提供相关资料。

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。



## 中债信用增进投资股份有限公司

### 2010 年信用评级分析报告

#### 评级结果

主体信用等级：AAA

#### 评级时间

2010 年 12 月 20 日

#### 主要数据

| 项 目        | 2010 年 9 月 | 2009 年    |
|------------|------------|-----------|
| 资产总额（万元）   | 662388.69  | 607727.79 |
| 负债总额（万元）   | 33892.55   | 5293.82   |
| 所有者权益（万元）  | 628496.14  | 602433.97 |
| 营业收入（万元）   | 9021.57    | 85.00     |
| 利润总额（万元）   | 22138.71   | 3085.05   |
| 净利润（万元）    | 17385.35   | 2309.25   |
| 增信余额（万元）   | 2129000.00 | 30000.00  |
| 净资产增信倍数（倍） | 3.39       | 0.05      |
| 净资本增信倍数（倍） | 5.31       | 0.07      |
| 资本覆盖率（%）   | 201.34     | -         |
| 净资产收益率（%）  | 3.77       | 1.02      |

注：①净资产增信倍数=期末增信余额/净资产；  
②净资本增信倍数=期末增信余额/净资本；  
③收益率指标经过年化计算得到。

#### 分析师

蒋建国

Tel: 010-85679696-8812

E-mail: jiangjg@lhratings.com

田 兵

Tel: 010-85679696-8821

E-mail: tianbing@lhratings.com

何 璐

Tel: 010-85679696-8819

E-mail: iris.he@lhratings.com

#### 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）

Fax: 010-85679228

Http: //www.lhratings.com

#### 评级观点

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2009 年 9 月，是国内首家专业债券信用增进机构，其市场定位是成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者。经过一年多的发展，公司增信业务发展迅速，业务不断创新，这同时也使公司在风险管理方面面临压力。基于公司强大的股东背景和资本实力、高管层较高的专业素质、良好的业务发展前景等因素，联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA，该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

#### 优势

- 公司资本实力雄厚，股东背景强大；股东有能力和意愿在需要时增加公司资本。
- 公司高管层拥有较高的专业素质，这有助于提高公司的专业化运作水平。
- 公司信用增进业务发展快速，且具备较强的创新能力及市场推动力。

#### 关注

- 公司处于发展初期，制度体系及定价方法尚在完善过程中；增信业务存在一定的客户集中风险，创新业务的风险控制措施尚待完善；公司投资规模较大，对资产流动性形成负面影响。公司整体风险管理水平面临压力。
- 目前，我国尚未出台有关信用增进机构设立和监管的法律法规，信用增进业务中潜在风险的控制有待完善。

## 一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2009 年 9 月，由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。公司注册资本 60 亿元，均为货币出资，股东持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构，业务接受中国人民银行监管。

表 1 公司股东及持股情况表

| 序号  | 股 东          | 出资金额<br>(亿元) | 持股比例<br>(%) |
|-----|--------------|--------------|-------------|
| 1   | 中国石油天然气集团公司  | 9.90         | 16.50       |
| 2   | 国网资产管理有限公司   | 9.90         | 16.50       |
| 3   | 中国中化股份有限公司   | 9.90         | 16.50       |
| 4   | 北京国有资本经营管理中心 | 9.90         | 16.50       |
| 5   | 首钢总公司        | 9.90         | 16.50       |
| 6   | 中银投资资产管理有限公司 | 9.90         | 16.50       |
| 7   | 中国银行间市场交易商协会 | 0.60         | 1.00        |
| 合 计 |              | 60.00        | 100.00      |

公司主营业务包括：投资及融资的信用增进；信用增进的评审、培训、策划、咨询服务；信用产品发行和交易；金融资产投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；与信用增进有关的新技术、新产品的开发、授权使用及转让等业务。

公司内设风险管理部、计划财务部、投资部、综合部、审计部、业务营运部、法律事务部、董事会办公室八个部门。

截至 2010 年 9 月末，公司资产总额 662388.69 万元，负债总额 33892.55 万元，所有者权益 628496.14 万元。2010 年 1 月-9 月，公司实现营业收入 9021.57 万元，利润总额 22138.71 万元，净利润 17385.35 万元。截至 2010 年 9 月末，公司增信余额合计 2129000.00 万元。

## 二、运营环境

### 1. 宏观经济概况

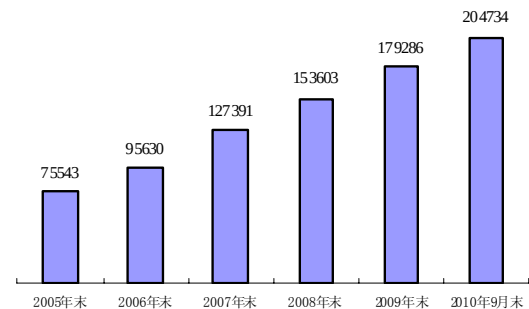
经历了一轮快速增长后，在 2008 年全球经济危机的冲击下，我国经济增速出现回落。针对宏观经济形势的变化，我国政府采取了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，先后推出

投资刺激政策、多次下调存贷基准利率及存款准备金率等多项配套措施。2009 年的多项经济指标显示，我国国民经济运行中的积极因素不断增多。2010 年 1-3 季度，我国经济继续朝着宏观调控的预期方向发展，经济平稳较快发展的势头进一步巩固。但在世界经济仍面临不确定性、国内物价上涨压力加大等背景下，中央经济工作会议于 2010 年 12 月初提出，我国 2011 年将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，以防通胀为调控重心，坚持经济结构调整为主线，加快转变经济发展方式。

### 2. 行业发展概况

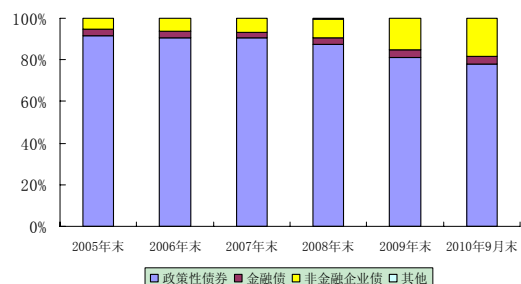
随着经济的增长，我国债券市场发展较快，债券规模明显扩大（见图 1）。其中，涵盖企业债、中期票据、短期融资券、公司债和可转债等品种的非金融企业债务融资市场快速发展，在债券总额中的占比不断上升（见图 2），截至 2010 年 9 月末这一比重提高至 18.05%。债券市场作为企业直接融资渠道的作用日益显现。

图 1 债券总体规模 单位：亿元



注：数据来自中国债券信息网。

图 2 债券构成情况



注：数据来自中国债券信息网。

从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体的信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用等级发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使为资本市场提供外部信用增级服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2009 年 9 月，公司作为国内首家专业债券信用增进机构成立，这对于发展直接融资市场，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，公司还承担着建立银行间债券市场风险分担机制、进行风险专业化管理模式创新的重任。

2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（以下简称“《指引》”）。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业业务创新开辟了新的空间。

### 3. 政策与监管

我国目前尚未出台有关专业信用增进机构设立和监管的法律法规，信用增进业务中潜在风险的控制有待完善。作为首家专业债券信用增进机构，公司的经营实践活动将为相关监管法规的出台提供重要参考。未来，信用增进行

业管理办法的出台将为该行业规范发展奠定基础。

## 三、法人治理结构与内部控制

### 1. 股权结构及公司治理

公司注册资本 60 亿元，股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的银行间市场成员组成。公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到了股东的大力支持。公司董事会从经营情况、业务创新及对交易商协会交付任务的完成情况等三个方面对公司经营层进行考核。同时，公司股东还承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。

公司按照市场化模式运作。公司初步搭建了由股东会、董事会和监事会组成的公司治理架构。股东会是公司最高权力机构，由全体股东组成，股东会由董事会依法召集。自成立以来，公司股东大会先后就股东大会、董事会及监事会议事规则、授权董事会进行对外股权投资等议案进行了审议。

公司董事会由 9 名董事组成。其中，交易商协会提名 2 名董事候选人，其余 6 家股东各提名 1 名董事候选人，经由股东会选举产生该 8 名董事；另设 1 名职工董事，由职工通过民主选举产生。董事会设董事长 1 人，由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会每年至少召开 2 次会议，负责公司重大事项的决策。公司尚未实行独立董事制度。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验，这有助于董事会进行科学决策。自成立以来，公司董事会先后审议了公司股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案等多项议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、会计政策及会计核算办法等多项基本管理制度。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事。股东监事由股东大会选举产生，职工监事由职工选举产生。监事会

主席由全体监事选举产生。监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员执行公务的行为进行监督等职权。监事会每 6 个月至少召开 1 次会议。公司尚未执行独立监事制度。公司监事会相继审议通过监事会议事规则、选举监事长等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，在董事会授权范围内行使职权，包括主持公司日常经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等，并接受董事会的指导和监事会的监督。公司高管层设有执行副总裁、风险总监、财务总监、投资总监、营运总监、总法律顾问、董事会秘书各 1 名，由总裁提名、经董事会通过后任命，分别承担相应的管理职能。公司注重高水平的专业团队建设，高管均为拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士，这有助于确保公司运营水平的专业化。

由于成立时间较短，公司治理架构仍处于持续规范过程中，股东大会、董事会及监事会对公司经营活动的指导作用尚待进一步加强。

## 2. 组织架构及内部控制

公司目前设立了业务营运部、投资部、风险管理部、计划财务部、审计部、法律事务部、综合部、董事会办公室八个职能部门，部门及岗位职责尚在完善和修订中。

公司内部控制初成体系。公司出台了风险管理指引，制定了针对业务种类细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等；并规定了涉及资金、经费、人力资源、薪酬、印章、预算等方面的内控制度。公司风险管理部负责统一管理公司运营过程中所面临的各种风险。公司的 IT 系统建设尚处于招标阶段，目前内部信息处理依靠手工完成，这对内部控制带来一定的风险。此外，创新业务的推出对公司内控体系建设提出了更高要求。

公司成立时，虽大多数高管人员到位，但员工缺口较大。2010 年，公司通过公开招聘引

进了部分专业人员，但业务的快速发展使员工工作量较重。根据规划，公司还将在未来一两年内加快队伍建设，以满足业务发展需要。

总的看来，公司内部控制体系亟待完善，人才队伍建设尚待加强，内审及稽核体系待逐步建立。

## 3. 战略规划

公司的市场定位是立足于债券市场，成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者。根据规划，公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别的大型企业债务融资工具发行提供信用增进服务。随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的完善，公司将通过适当扩大增进服务范围、创新信用增进手段等方式扩大服务范围，逐步实现多方式全方位提供债券信用增进业务的经营目标。

经过一年来的发展，公司短期规划得到了有效落实，增信业务规模快速上升，逐步树立起良好的市场形象，积累了较丰富的项目和客户资源，创新业务取得突破性进展。但以业务创新为主的中长期发展规划在一定程度上依赖于债券市场及相关法律法规的进一步完善，尚需在实践过程中逐步明确。

## 四、风险管理分析

### 1. 业务风险管理体系

公司聘请了风险管理方面的专家，初步构建起全面风险管理体系，制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险和集中风险的全面风险管理政策，搭建了风险管理组织架构。公司董事会承担风险管理的最终责任，监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况，高管层负责制定和审查公司风险管理政策和程序。公司建立起抵御风险的“三

道防线”，明确了相关部门的风险管理职责和业务流程；风险管理部负责对各类风险进行管理，制订相应的制度，并向风险总监报告工作。

公司确定了较为稳健的风险偏好，并设定了增信业务及投资业务的风险偏好指标，总的原则是积极规避增信业务的高违约风险，实施稳健的资金投资策略，通过专业风险管理系统和专家决策，形成符合公司风险收益控制政策的产品组合，保证公司稳定运营并保持良好的盈利能力。

公司将增信业务目标客户的信用评级限定在 BBB 及以上。公司将优先考虑高新技术企业、环保节能企业以及属于国家鼓励支持行业的中小企业，不涉及房地产开发类企业，并限制单一行业大类及单一客户的风险集中度。

公司出台了增信业务管理办法，规定了业务受理、调查、审批、合同签订、增信后管理和档案管理等流程的操作方法。客户经理受理业务申请后，就客户准入条件、申请材料 and 风险缓释措施进行初步审查。符合初审条件的项目，由项目经理和风险经理共同进行现场调查，分别出具意见。公司实行有权审批人会议审批制度，每次审批会议至少由随机产生的 5 名审批人参加，其中审批牵头人一名，项目通过需经牵头审批人同意并有超过 2/3 全部参会的审批人同意，公司总裁有权否决审批同意的增信业务。项目经理每季度对客户进行跟踪检查，至少每半年实地检查一次，并依照信贷业务五级分类原则对业务风险进行初分，风险管理部对分类结果进行认定。公司从客户、行业和资产组合三个层次实施项目监控，分散业务风险。此外，公司正着手建立客户内部信用风险评价体系，评价范围将涵盖客户评级和债项评级，这将有助于公司有效防范和控制风险。

公司明确了投资业务以确保增信业务代偿需要、保证流动性的前提下开展。目前公司将投资杠杆比例限定在自有资本的 1.5 倍以内，杠杆的放大在一定程度上加大了公司投资业务的风险。公司初步制定了投资业务管理办法，

对投资交易业务的范畴、决策、授权、限额、监测、报告等环节作了明确规定，以降低投资交易各环节中的风险。公司投资组合限额种类包括交易限额、止损限额、集中度限额、风险价值限额和压力测试限额等。公司处于发展初期，投资重点以金融市场上的固定收益类工具为主，目前也初步开展了信用衍生产品做市交易业务。公司需要进一步完善投资业务相关管理办法，打造专业化的投资团队，为全面开展投资业务奠定基础。

总体看，公司初步搭建起全面风险管理架构，目前正结合增信业务特点，制定和完善多项风险管理办法，如风险分类办法、差异化的准备金计提办法、资本覆盖和风险缓释工具管理办法等，以提高风险管理精细化水平。此外，作为首家信用增进公司，公司在运营中面临一定的法律风险。未来公司还将致力于推动信用增信行业相关法律规范的建立，为实现长足发展寻求法律保障。

## 2. 业务发展状况及风险管理水平

自成立以来，为迅速做大做强，公司通过多种渠道积极营销，与一批信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模增长快速。截至 2010 年 9 月末，公司共为 19 个已完成发行的项目提供了增信服务，项目标的包括 3 支短期融资券、13 支中期票据和 3 支中小企业集合票据，增信余额合计 2129000 万元，是公司注册资本的 3.55 倍。

截至 2010 年 9 月末，公司增信项目共涉及汽车、化工、机械、纺织、通讯等行业的 36 家企业，行业分布较广。发行人主体评级在 AA 及以上的债券金额合计占 82.20%。期限以 3 年期和 5 年期为主，合计占 77.74%。

截至 2010 年 9 月末，公司已生效的增信客户多为资质较好的大型企业，因而存在客户集中度较高的问题。单一最大客户增信余额为 250000 万元，是注册资本的 41.67%；最大五家客户增信余额合计 1020000 万元，是注册资本

的 170%。

2010 年下半年以来，公司在占据一定市场份额后，逐步将业务重心下移，与一批信用等级较低的企业开展了增信业务（目前该些业务尚在推进过程中），这给公司增信业务的风险控制带来压力。

在传统增信业务快速增长的同时，公司结合战略导向，注重发展产品创新，并具备较强的创新能力及市场推动力。公司是经交易商协会认定的 17 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 14 家信用风险缓释凭证创设机构之一。2010 年下半年以来，公司相继推出中债 I 号、中债 II 号、中债 III 号、中债 IV 号创新产品。

中债 I 号是可选的信用增进型票据，即投资者在买入票据的同时可选择买入保护，若票据到期，发行人违约，公司将以约定方式对投资人进行损失补偿。截至 2010 年 9 月末，公司共发行该类票据 3 支，合计增信余额 140000 万元。

中债 II 号和中债 III 号分别是以银行贷款和债券为标的债务的信用风险缓释合约。2010 年 11 月 5 日，公司共签订了 10 笔合约，名义本金合计 100000 万元。前者以工商银行为交易对手，后者以光大银行和兴业银行为交易对手。从买卖方向上看，公司共卖出保护 9 笔，名义本金合计 80000 万元；买入保护 1 笔，名义本金合计 20000 万元。信用保护卖方向买方定期收取固定费用，并向买方提供贷款或债券违约信用保护。公司将中债 II 号产品纳入增信业务流程进行风险控制；将中债 III 号产品归入投资业务范畴，计划以大型银行为交易对手，并结合授信、抵质押品及买入保护等措施防范风险。

中债 IV 号是信用风险缓释凭证。2010 年 11 月 19 日，公司创设出 2010 年度第一期和第二期信用风险缓释凭证，并于 2010 年 11 月 24 日开始在银行间债券市场交易流通。凭证标的分别为中国联通发行的 2010 年度第一期中期票据和第二期短期融资券，名义本金分别为 13000 万元和 10000 万元。

公司目前创新业务更多的是以培育市场为出发点，创新产品规模相对较小，结构较为简单、透明，风险尚在可控范围内，但风险缓释措施尚待完善。由于债券市场及相关法律法规的不甚健全等因素，预计公司创新业务在短期内不会实现规模化发展。

截至目前，公司未发生代偿。但公司处于业务快速发展阶段，同时也是风险积累阶段，这将使公司的风险管理水平面临考验。

## 五、财务分析

公司提供了 2009 年度及 2010 年 3 季度财务报表。公司 2009 年度财务报表的会计期间为 2009 年 9 月 7 日（公司注册登记日）-2009 年 12 月 31 日，该报表经信永中和会计师事务所审计并出具了标准无保留的审计意见。公司 2010 年 3 季度财务报表未经审计。

### 1. 财务概况

截至 2010 年 9 月末，公司资产总额 662388.69 万元，负债总额 33892.55 万元，所有者权益 628496.14 万元。2010 年 1-9 月，公司实现营业收入 9021.57 万元，利润总额 22138.71 万元，净利润 17385.35 万元。

### 2. 资金来源

公司目前资金来源以资本金为主，另有部分负债。公司目前注册资本为 60 亿元，资本实力较强。此外，公司股东承诺在公司发展需要时将及时补充资本，相关资本补充方案将于 2011 年股东大会出台。

2010 年，公司通过卖出回购融入资金的力度加大，导致负债规模明显上升（见表 2）。公司负债以流动负债为主，占负债余额的 89.88%。公司流动负债中，卖出回购金融资产占 59.01%，另包括部分预收增信项目款项、用于办公场所的租金及装修的其他应付款。公司非流动负债占负债余额的 10.12%，以计提的未到期责任准

备金为主。公司目前按照增信业务收入的 30% 计提未到期责任准备。截至 2010 年 9 月末，公司共计提未到期责任准备金 2731.97 万元，占同期增信余额的 0.13%。截至 2010 年 9 月末，公司资产负债比为 5.12%，债务负担较轻。

表 2 公司负债构成情况表

| 项 目       | 2010 年 9 月末 |           | 2009 年末    |           |
|-----------|-------------|-----------|------------|-----------|
|           | 金额<br>(万元)  | 比重<br>(%) | 金额<br>(万元) | 比重<br>(%) |
| 卖出回购金融资产款 | 20000.00    | 59.01     | -          | -         |
| 预收账款      | 3371.81     | 9.95      | 1415.00    | 26.73     |
| 其他应付款     | 3049.47     | 9.00      | 2425.05    | 45.81     |
| 专项应付款     | 2731.97     | 8.06      | 25.50      | 0.48      |
| 其他        | 4739.29     | 13.98     | 1428.27    | 26.98     |
| 合 计       | 33892.54    | 100.00    | 5293.82    | 100.00    |

总体看，公司目前资金来源以资本金为主，债务负担较轻，资本补充机制有望建立。

### 3. 资金运用与资产质量

表 3 公司资产构成情况表

| 项 目        | 2010 年 9 月末 |           | 2009 年末    |           |
|------------|-------------|-----------|------------|-----------|
|            | 金额<br>(万元)  | 比重<br>(%) | 金额<br>(万元) | 比重<br>(%) |
| 货币资金       | 61678.99    | 9.31      | 224204.16  | 36.89     |
| 买入返售金融资产   | 30197.36    | 4.56      | -          | -         |
| 投资资产       | 556788.91   | 84.06     | 379666.29  | 62.47     |
| 其中：交易性金融资产 | 6865.16     | 1.04      | -          | -         |
| 可供出售金融资产   | 464323.85   | 70.10     | 89666.29   | 14.75     |
| 持有至到期投资    | 35600.00    | 5.37      | 290000.00  | 47.72     |
| 长期股权投资     | 49999.90    | 7.55      | -          | -         |
| 应收类资产      | 11849.85    | 1.79      | 3110.15    | 0.51      |
| 其他资产       | 1873.57     | 0.28      | 747.19     | 0.12      |
| 合 计        | 662388.69   | 100.00    | 607727.79  | 100.00    |

2010 年以来，公司资金运用力度加大，投资资产比重明显提高。截至 2010 年 9 月末，公司资产总额 662388.69 万元，较年初增长 8.99%。公司资产主要由货币资金和投资资产组成（见表 3），分别占资产总额的 9.31% 和 84.06%。

公司投资资产主要由可供出售金融资产、持有至到期投资及长期股权投资组成。截至 2010 年 9 月末，公司可供出售金融资产余额 464323.85 万元，其中债券投资账面价值

455171.85 万元，二级市场股票投资账面价值 9152.00 万元（浮盈 20.34%）。公司以可供出售为目的持有的债券共 60 只，品种涵盖短期融资券、中期票据和企业债券；债券发行人主体评级均在 AA<sup>-</sup> 及以上，其中 AA<sup>+</sup> 及以上债券面额占比超过 80%；债券剩余期限主要集中在 3-5 年，该期限内的债券面额合计占 78.79%；固定利率、浮动利率债券面额分别占 82.92% 和 17.08%。持有至到期投资余额 35600 万元，是公司持有的信托理财产品。长期股权投资余额 49999.90 万元，是公司对于光大银行的战略投资，采用成本法核算。

总体看来，公司投资规模较大，虽以高信用等级债券投资为主，发生减值的可能性不大，但对资产的流动性带来一定影响，且目前利率处于上升通道的市场行情给公司收益水平带来压力。

### 4. 经营效率及盈利能力分析

表 4 公司收入情况表

| 项 目      | 2010 年 1-9 月 |           | 2009 年     |           |
|----------|--------------|-----------|------------|-----------|
|          | 金额<br>(万元)   | 比重<br>(%) | 金额<br>(万元) | 比重<br>(%) |
| 营业收入     | 9021.57      | 29.03     | 85.00      | 2.11      |
| 投资收益     | 19561.26     | 62.94     | 1836.96    | 45.63     |
| 利息收入     | 1845.61      | 5.94      | 2103.74    | 52.26     |
| 公允价值变动收益 | 650.91       | 2.09      | -          | 0.00      |

经过一年的发展，公司增信业务收入增长较快（见表 4）。2010 年 1-9 月，公司实现增信业务收入 9021.57 万元。对增信业务的定价，公司参考债券市场不同信用级别主体的发行利差，同时结合增信对象的具体情况进行主观调整。凭借自身良好的资信水平，公司增信业务议价能力较强。

2010 年 1-9 月，公司实现投资收益 19561.26 万元，是公司目前最主要的收入来源。

公司营业费用以人员经费、计提的未到期责任准备、租赁及物业费为主。公司计划加快员工队伍建设，人工成本预计将有大幅增长。

2010 年 1-9 月，公司实现利润总额 22138.71

万元，净利润 17385.35 万元，经年化的净资产收益率和资产收益率分别为 3.77%和 3.65%。预计未来几年，随着业务的发展，公司整体盈利水平有望提高。

#### 5. 资本充足率及代偿能力

公司目前面临的风险主要是增信项目的代偿和投资损失。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的增信业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于增信业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

2010 年 1-9 月，公司投资活动现金流出量较大，导致整体现金流表现为净流出。截至 2010 年 9 月末，公司现金及现金等价物余额为 61678.99 万元，现金流仍较充裕（见表 5）。

表 5 公司现金流量情况表

| 项 目               | 2010 年 1-9 月 | 2009 年     |
|-------------------|--------------|------------|
| 经营活动产生的现金流量净额（万元） | 5360.84      | 3852.80    |
| 投资活动产生的现金流量净额（万元） | -434843.78   | -379648.63 |
| 筹资活动产生的现金流量净额（万元） | -5711.94     | 600000.00  |
| 现金及现金等价物净增加额（万元）  | -435194.88   | 224204.16  |
| 期末现金及现金等价物余额（万元）  | 61678.99     | 224204.16  |

根据公司 2010 年 9 月末的资产状况，估算出公司净资本 400661.91 万元，净资本比率为 63.75%。公司净资产增信倍数和净资本增信倍数分别为 3.39 倍和 5.31 倍（见表 6）。经测算，截至 2010 年 9 月末，在一定的概率水平下，公司净资本覆盖率为 201.34%，公司目前资本充足。公司处于成长期，增信及创新业务的快速发展都将使公司放大倍数进一步提高。基于公司股东较强的财务实力和明确的增资意愿，预计公司未来几年资本充足性应能保持在较好水平。

表 6 公司资本充足性指标表

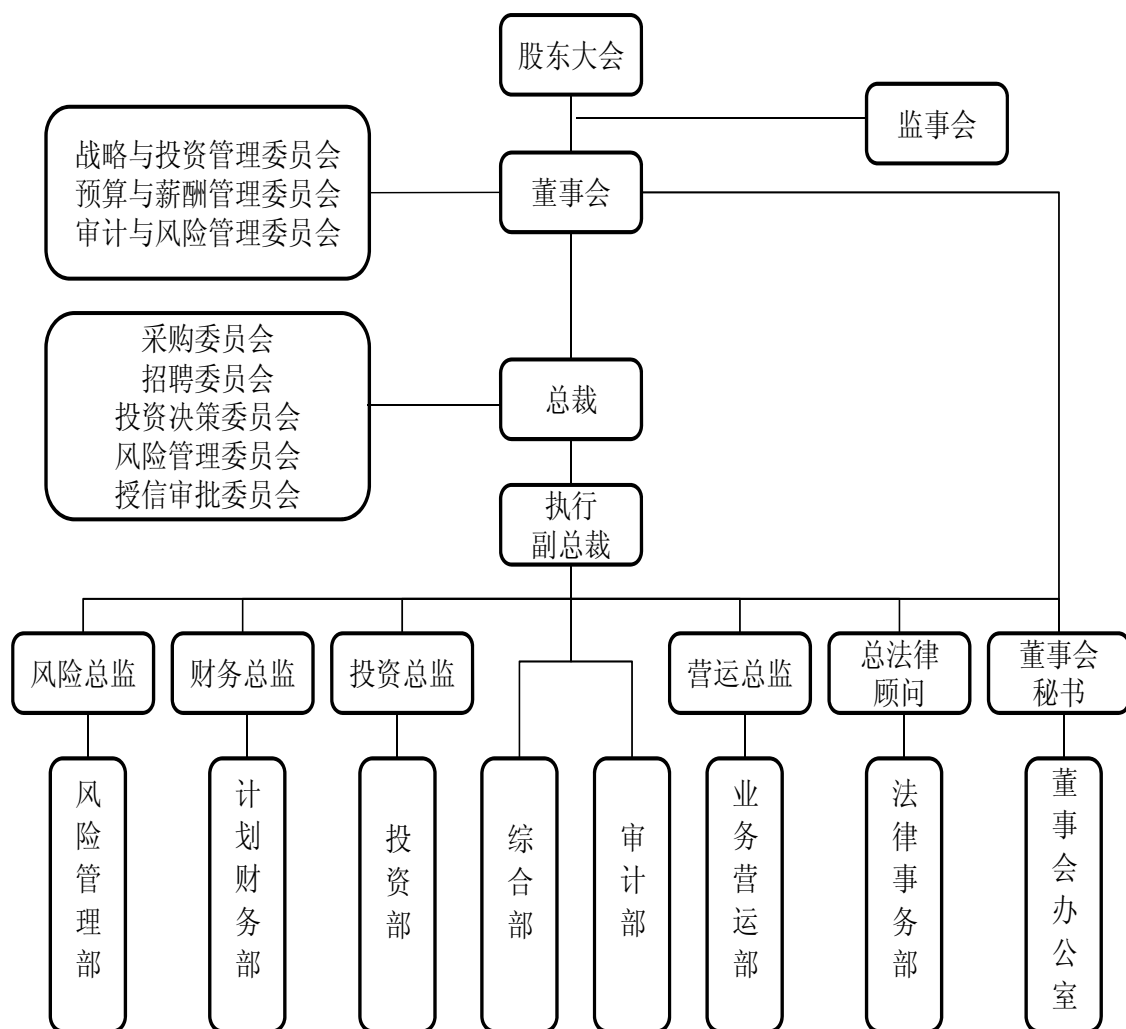
| 项 目        | 2010 年 9 月末 | 2009 年末   |
|------------|-------------|-----------|
| 增信余额（万元）   | 2129000.00  | 30000.00  |
| 净资产（万元）    | 628496.14   | 602433.97 |
| 净资本（万元）    | 400661.91   | 426702.24 |
| 净资产增信倍数（倍） | 3.39        | 0.05      |
| 净资本增信倍数（倍） | 5.31        | 0.07      |
| 净资本比率（%）   | 63.75       | 70.83     |

注：①净资产增信倍数=期末增信余额/净资产

②净资本增信倍数=期末增信余额/净资本

总体看来，公司拥有强大的股东背景和资本实力，市场定位与经营策略明确，内控与风险管理体系初步建立并逐步完善，增信业务发展快速，创新能力及市场推动能力较强，盈利能力逐步显现；但公司法人治理结构尚待健全，专业人才队伍尚待进一步加强，未来发展举措尚需在实践中摸索，风险管理能力有待观察。综合上述因素，联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA，该评级结论反映了公司的代偿能力极强。

附录 1 公司组织架构图



## 附录 2 资产负债表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

| 资产             | 2010 年 9 月末      | 2009 年末          | 负债和所有者权益          | 2010 年 9 月末      | 2009 年末          |
|----------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|
| <b>流动资产：</b>   |                  |                  | <b>流动负债：</b>      |                  |                  |
| 货币资金           | 61678.99         | 224204.16        | 短期借款              |                  |                  |
| 交易性金融资产        | 6865.16          |                  | 交易性金融负债           |                  |                  |
| 应收票据           |                  |                  | 应付票据              |                  |                  |
| 应收账款           | 338.81           |                  | 应付账款              |                  |                  |
| 买入返售金融资产       | 30197.36         |                  | 卖出回购金融资产款         | 20000.00         |                  |
| 预付账款           | 127.80           |                  | 预收账款              | 3371.81          | 1415.00          |
| 应收股利           |                  |                  | 应付职工薪酬            | 2298.40          | 157.50           |
| 应收利息           | 11128.17         | 2792.86          | 应交税费              | 1742.68          | 530.98           |
| 其他应收款          | 382.87           | 317.29           | 应付利息              |                  |                  |
| 存货             |                  |                  | 应付股利              |                  |                  |
| 一年内到期的非流动资产    |                  |                  | 其他应付款             | 3049.47          | 2425.05          |
| 其他流动资产         |                  |                  | 一年内到期的非流动负债       |                  |                  |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>110719.17</b> | <b>227314.31</b> | 其他流动负债            |                  |                  |
| <b>非流动资产：</b>  |                  |                  | <b>流动负债合计</b>     | <b>30462.36</b>  | <b>4528.53</b>   |
| 可供出售金融资产       | 464323.85        | 89666.29         | <b>非流动负债：</b>     |                  |                  |
| 持有至到期投资        | 35600.00         | 290000.00        | 长期借款              |                  |                  |
| 长期应收款          |                  |                  | 应付债券              |                  |                  |
| 长期股权投资         | 49999.90         |                  | 长期应付款             |                  |                  |
| 投资性房地产         |                  |                  | 专项应付款             | 2731.97          | 25.50            |
| 固定资产           | 516.95           | 335.03           | 预计负债              |                  |                  |
| 在建工程           |                  |                  | 递延所得税负债           | 698.21           | 739.79           |
| 工程物资           |                  |                  | 其他非流动负债           |                  |                  |
| 固定资产清理         |                  |                  | <b>非流动负债合计</b>    | <b>3430.18</b>   | <b>739.79</b>    |
| 生产性生物资产        |                  |                  | <b>负债合计</b>       | <b>33892.55</b>  | <b>5293.82</b>   |
| 油气资产           |                  |                  | <b>所有者权益：</b>     |                  |                  |
| 无形资产           | 9.03             |                  | 股本                | 600000.00        | 600000.00        |
| 开发支出           |                  |                  | 资本公积              | 8806.80          | 124.72           |
| 商誉             |                  |                  | 减：库存股             |                  |                  |
| 长期待摊费用         | 807.63           |                  | 盈余公积              | 230.93           | 230.93           |
| 递延所得税资产        | 412.16           | 412.16           | 一般风险准备            |                  |                  |
| 其他非流动资产        |                  |                  | 未分配利润             | 19458.42         | 2078.33          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>551669.52</b> | <b>380413.48</b> | <b>所有者权益合计</b>    | <b>628496.14</b> | <b>602433.97</b> |
| <b>资产总计</b>    | <b>662388.69</b> | <b>607727.79</b> | <b>负债和所有者权益合计</b> | <b>662388.69</b> | <b>607727.79</b> |

### 附录 3 利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

| 项 目                        | 2010 年 1-9 月    | 2009 年度        |
|----------------------------|-----------------|----------------|
| <b>一、营业收入</b>              | <b>9021.57</b>  | <b>85.00</b>   |
| 减：营业成本                     |                 |                |
| 营业税金及附加                    | 496.19          | 4.68           |
| 营业费用                       | 8444.46         | 935.97         |
| 管理费用                       |                 |                |
| 财务费用                       | -1845.61        | -2103.74       |
| 资产减值损失                     |                 |                |
| 其 他                        |                 |                |
| 加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）      | 650.91          |                |
| 投资收益（损失以“－”号填列）            | 19561.26        | 1836.96        |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益         |                 |                |
| <b>二、营业利润（亏损以“－”号填列）</b>   | <b>22138.71</b> | <b>3085.05</b> |
| 加：营业外收入                    |                 |                |
| 减：营业外支出                    |                 |                |
| 其中：非流动资产处置损失               |                 |                |
| <b>三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）</b> | <b>22138.71</b> | <b>3085.05</b> |
| 减：所得税费用                    | 4753.36         | 775.80         |
| <b>四、净利润（净亏损以“－”号填列）</b>   | <b>17385.35</b> | <b>2309.25</b> |

## 附录 4 现金流量表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

| 项 目                       | 2010 年 1—9 月      | 2009 年            |
|---------------------------|-------------------|-------------------|
| 一、经营活动产生的现金流量：            |                   |                   |
| 销售商品、提供劳务收到的现金            | 10639.57          | 1500.00           |
| 收到的税费返还                   | 4.40              |                   |
| 收到其他与经营活动有关的现金            | 1913.94           | 3388.77           |
| <b>经营活动现金流入小计</b>         | <b>12557.91</b>   | <b>4888.77</b>    |
| 购买商品、接受劳务支付的现金            | 1548.09           | 798.29            |
| 支付给职工以及为职工支付的现金           | 1320.57           | 201.00            |
| 支付的各项税费                   | 4325.54           | 1.00              |
| 支付其他与经营活动有关的现金            | 2.87              | 35.68             |
| <b>经营活动现金流出小计</b>         | <b>7197.07</b>    | <b>1035.97</b>    |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>      | <b>5360.84</b>    | <b>3852.80</b>    |
| 二、投资活动产生的现金流量：            |                   |                   |
| 收回投资收到的现金                 | 2592463.20        | 100000.00         |
| 取得投资收益收到的现金               | 13630.98          | 189.29            |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 |                   |                   |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额       |                   |                   |
| 收到其他与投资活动有关的现金            |                   |                   |
| <b>投资活动现金流入小计</b>         | <b>2606094.18</b> | <b>100189.29</b>  |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金   | 1025.32           | 337.92            |
| 投资支付的现金                   | 3035597.42        | 479500.00         |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额       |                   |                   |
| 支付其他与投资活动有关的现金            | 4315.22           |                   |
| <b>投资活动现金流出小计</b>         | <b>3040937.96</b> | <b>479837.92</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-434843.78</b> | <b>-379648.63</b> |
| 三、筹资活动产生的现金流量：            |                   |                   |
| 吸收投资收到的现金                 |                   | 600000.00         |
| 其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金       |                   |                   |
| 取得借款收到的现金                 | 1606389.43        |                   |
| 收到其他与筹资活动有关的现金            |                   |                   |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>         | <b>1606389.43</b> | <b>600000.00</b>  |
| 偿还债务支付的现金                 | 1611565.43        |                   |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金         | 535.94            |                   |
| 其中：子公司支付少数股东的股利、利润        |                   |                   |
| 支付其他与筹资活动有关的现金            |                   |                   |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>         | <b>1612101.37</b> | <b>-</b>          |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-5711.94</b>   | <b>600000.00</b>  |
| 四、汇率变动对现金及现金等价物的影响        |                   |                   |
| <b>五、现金及现金等价物净增加额</b>     | <b>-435194.88</b> | <b>224204.16</b>  |
| 加：期初现金及现金等价物余额            | 496873.88         |                   |
| <b>六、期末现金及现金等价物余额</b>     | <b>61678.99</b>   | <b>224204.16</b>  |

## 附录 5 金融机构主体长期信用等级设置及其含义

联合资信金融机构主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。各等级含义如下表所示：

| 级 别 | 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，有较高违约风险。   |
| 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。                         |