

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1214 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国中纺集团公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“12 中纺 MTN1” AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月廿日



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 (100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国中纺集团公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 中纺 MTN1	6 亿元	2012/07/12-2015/07/12	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 10 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	32.22	33.77	31.40	31.65
资产总额(亿元)	273.32	267.26	252.75	239.58
所有者权益合计(亿元)	80.11	81.69	84.41	85.68
短期债务(亿元)	74.33	66.94	85.03	77.84
全部债务(亿元)	112.76	105.64	103.31	94.71
营业收入(亿元)	444.68	467.82	504.06	89.32
利润总额(亿元)	8.16	7.01	7.25	0.31
EBITDA(亿元)	16.89	15.93	16.97	--
经营性净现金流(亿元)	15.92	22.49	17.99	-7.98
营业利润率(%)	3.66	3.22	3.10	4.42
净资产收益率(%)	8.28	6.09	5.62	--
资产负债率(%)	70.69	69.43	66.60	64.24
全部债务资本化比率(%)	58.46	56.39	55.03	52.50
流动比率(%)	129.15	133.59	119.25	120.16
全部债务/EBITDA(倍)	6.67	6.63	6.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.53	3.83	3.36	--
经营现金流/全部债务(%)	10.46	15.60	12.17	--

注: 2015 年 1 季度财务数据未经审计; 现金类资产已剔除受限使用资金; 2012-2014 年公司发行的短期融资券均计入全部债务。

分析师

王叶笛 董蓁洋
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

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

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

公司经营活动现金流及 EBITDA 对“12 中纺 MTN1”保护能力强。综合考虑, 联合资信维持中纺集团 AA⁺的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“12 中纺 MTN1”AA⁺的信用级别。

优势

1. 公司是三家中央直属粮食企业之一, 是中国最大的棉花贸易商、领先的大豆加工贸易商和羊毛贸易商, 在经营规模、行业地位等方面优势明显。
2. 公司经营历史悠久, 行业经验丰富, 营业收入保持稳步增长。
3. 2014 年, 国家发改委、国家粮食局等四部委联合发文, 明确公司为政策性收储主体之一。
4. 公司经营活动现金流及 EBITDA 对“12 中纺 MTN1”保护能力强。

关注

1. 中国油棕、大豆等油脂加工原料长期依赖国外进口, 油料、油脂行情受国际市场影

- 响大，价格存在不确定因素多。
2. 近年来，中国油脂油料加工行业产能过剩、原料价格国内外倒挂，对公司经营产生不利影响。
 3. 公司利润水平对非经营性收益依赖度高，盈利稳定性弱。
 4. 公司收入规模占比大的油脂油料业务相关子公司净资产规模小，且油脂公司净资产为负。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“12 中纺 MTN1”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国中纺集团公司主体长期信用及存续期内相关债券“12 中纺 MTN1”进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国中纺集团公司（原中国纺织品进出口总公司，2005 年更名为中国中纺集团公司）（以下简称“中纺集团”或“公司”）成立于 1951 年 11 月，经中华人民共和国工商行政管理总局批准并取得营业执照。公司是三家中央直属粮食企业之一，隶属于国务院国有资产监督管理委员会。公司实收资本全部由国家资本组成。截至 2014 年底，公司注册资本 42178.40 万元（其中包括于 2007 年退出合并范围的河南棉花公司注册资本 1504.70 万元及 2014 年退出合并范围的中纺湖北棉花进出口公司注册资本 4102.80 万元，由于变动金额未达到中华人民共和国工商行政管理总局变更要求，注册资本尚未变更）。

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

公司主业经营范围包括纺织原料、纺织品、油料贸易及物流相关产品研发及生产。

截至 2014 年底，公司拥有 27 家二级控股子公司。目前公司下设战略发展部、财务部、人力资源部、办公室、审计部、信息部、风控部、资产管理部、党群工作部、法律部等 10 个职能部门，以及风险管理委员会、投资管理委

员会、薪酬绩效管理委员会等 3 个专业委员会。截至 2015 年 3 月底，公司拥有员工 7307 人（不含福田实业）。

截至 2014 年底，公司资产总额 252.75 亿元，所有者权益合计 84.41 亿元（含少数股东权益 18.27 亿元）；2014 年公司实现营业收入 504.06 亿元，利润总额 7.25 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 239.58 亿元，所有者权益合计 85.68 亿元（含少数股东权益 18.04 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 89.32 亿元，利润总额 0.31 亿元。

公司地址：北京东城区建国门内大街 19 号中纺大厦；法定代表人：赵博雅。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价

格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增长 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增长 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860 亿元,比上年增长 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元,比上年增长 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增长 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增长 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础建

设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业环境分析

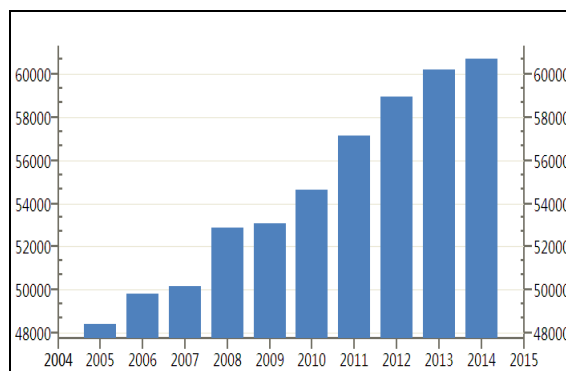
目前,公司主营业务主要包括油料油脂和纺织两大板块,其中油料油脂业务板块包括大豆进口、加工与销售、油脂贸易与精炼,以及其他油料产品贸易与生产;纺织业务板块包括棉花、羊毛与化纤贸易、纺织生产、成衣生产与出口贸易、面料与家纺出口贸易。2014 年,公司纺织和油料油脂板块实现营业收入占公司营业收入比重分别为 32.32%和 67.22%。

1. 粮食贸易

公司粮食贸易主要经营品种包括大豆、玉米等。

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

图 1 2005~2014 年中国粮食总产量
(单位:万吨)



数据来源:国家统计局

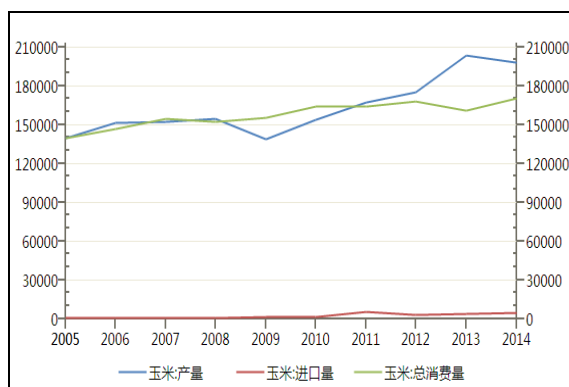
尽管国内粮食生产已经实现连续十年以上增产,但国内耕地、淡水等资源要素逐渐缩减,

而且粮食产量的增加赶不上需求的快速增长和结构的不断变化,随着人口增加、人民生活水平提高,特别是城镇化加快推进,粮食需求将继续刚性增长,紧平衡将是国内粮食安全的长期态势。

从粮食品种结构看,玉米供需基本平衡,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。

图2 2005~2014年国内玉米需求与进口量

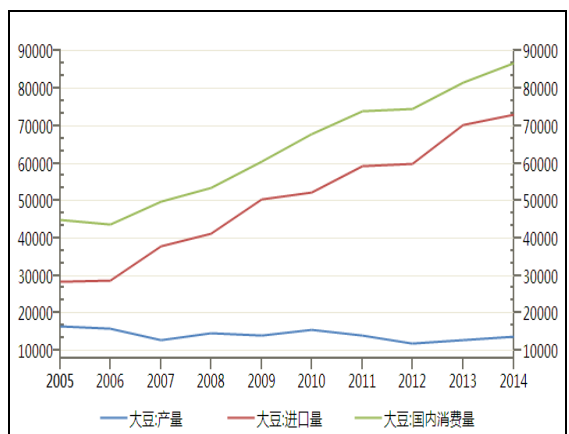
(单位:千吨)



数据来源: Wind 资讯

图3 2005~2014年国内大豆需求与进口量

(单位:千吨)



数据来源: Wind 资讯

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

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

2. 主要粮食作物情况

大豆

中国大豆供给进口依赖度高,大豆进口量持续增长

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

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

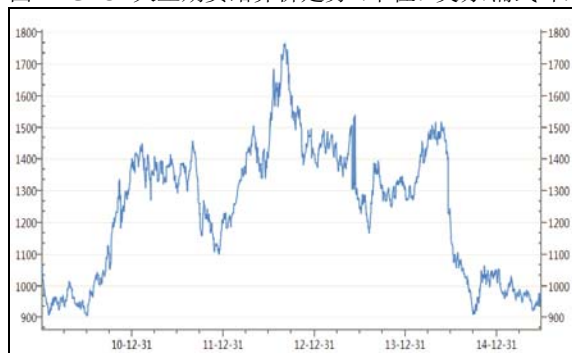
大豆价格受国际市场影响大,价格大幅波动

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

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

加之美国大豆出口量继续大增，国际大豆价格上扬。2014年下半年，国际大豆价格出现巨幅下跌。2014年，黄大豆一号和二号期货价格波动下降，2014年12月31日期货结算价格分别为4505元/吨和3260元/吨。2015年上半年，全球大豆处于供大于求的局面，大豆价格维持地位且呈下降趋势。

图4 CBOT大豆期货结算价走势（单位：美分/蒲式耳）

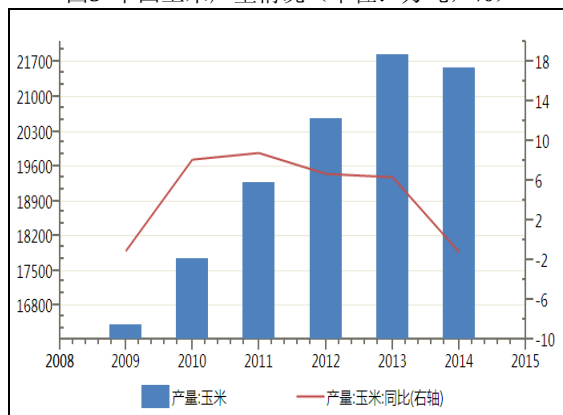


资料来源：wind 资讯

玉米

玉米产量增长趋缓

图5 中国玉米产量情况（单位：万吨，%）



资料来源：Wind资讯

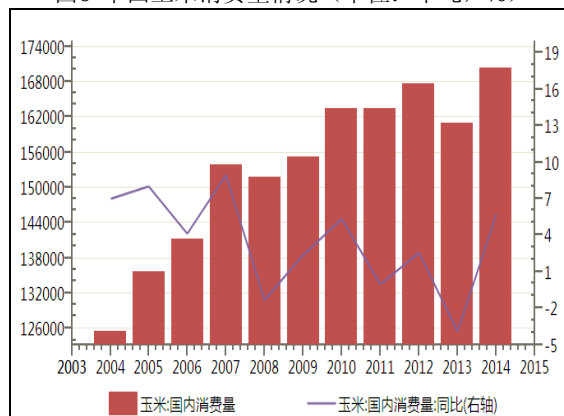
中国的玉米栽培种植面积和总产量均居世界第2位。中国玉米种植带主要集中在黑、吉、辽、内蒙、冀、鲁、豫、陕、甘、宁等地区。在国家一系列强农惠农政策、种植收益提高等支持下，2014年主产区农户种植玉米积极性仍然较高。2014年全国玉米播种面积37076.10千公顷，同比增长2.09%。进入三季度以来，华北、东北玉米主产区出现严重旱情，由于正值玉米生长需水关键期，使得局部玉米生产受损

较重。虽然8月中下旬出现持续降雨在一定程度上缓解了部分地区旱情，但2014年全国玉米总产量减产已成定局。2014年中国玉米产量为21567.30万吨，较2013年下降1.29%。目前玉米产量维持在历史较高水平，但增速有所下降。

国内玉米消费量整体增长，但增速不稳

从玉米的需求方面来看，根据中国饲料行业的咨询公司中国汇易的数据显示，2005年以来，中国国内的玉米消费量整体增长，但增速不稳健，波动大，其中2006年、2007年、2010年和2014年的增速较快，增速分别达到4.13%、8.96%、5.33%和5.71%，其他年份是小幅正增长或者小幅负增长。2014年国内玉米的消费量达到1.70亿吨，较2005年增长超过25%。总消费量是国内消费量和出口量的总和，不过由于中国是人口大国，国内的消费大，所以出口甚少，2013年，玉米出口量占国内消费量还不到0.1%，相对于国内消费量，出口量几乎可以忽略不计，总消费量与国内消费量的走势几乎同步。

图6 中国玉米消费量情况（单位：千吨，%）



数据来源：中国汇易

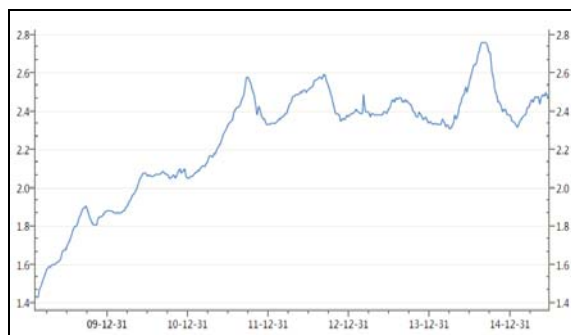
饲料是国内玉米最大的消费地，对国内玉米的饲料需求应重点关注存栏量。2014年对于生猪养殖户来说度过了极具考验的一年，猪价持续下跌，养殖利润连连亏损，历史罕见。正是由于2014年生猪市场全年亏损，养殖企业淘汰过剩母猪产能加快，尤其是在2014年第四季度。因此，市场预计2015年生猪存栏量会较

2014 年出现一定程度下降，而且下降势头有可能持续至 2015 年底。因为存栏若要增加必须先启动母猪补栏，推动母猪存栏量增加，母猪存栏开始增加后半年以上存栏才开始增加，12 个月生猪供应才会增加。母猪补栏有望在 2015 年二至三季度进行，而存栏的增加最早在 2015 年底，甚至 2016 年上半年才会出现，2015 年全年生猪存栏都将保持持续缓慢下降的势头。生猪存栏的下降，将对饲料市场以及处于饲料原料市场上游的玉米市场形成较大压力，玉米的饲料需求将表现疲软。

玉米价格波动变化

2005~2012 年，中国玉米价格波动上涨，主要是畜牧业和饲料加工行业快速增长带动对玉米的需求所致。2013 年，玉米现货价格波动趋势较为平缓，且随着产量的增长，价格较 2012 年有所下降，2013 年底为 2359 元/吨。2014 年全年玉米价格经历了大涨大跌，1~2 月，国内玉米交易整体清淡，玉米价格弱势下行；3~4 月需求整体偏弱，政策提振价格整体震荡上行；5~8 月市场刚需不减，玉米价格大幅上涨，涨幅达 10.26%；9~10 月玉米陆续上市，玉米价格回落至合理区间，整体跌幅达 8.27%；11~12 月，政策收购进度缓慢，市场供应宽松，玉米价格弱势盘整。进入 2015 年，玉米价格由 2014 年的低位逐渐上涨。

图 7 2009-2015 年上半年中国玉米现货价：平均价
(单位：元/吨)

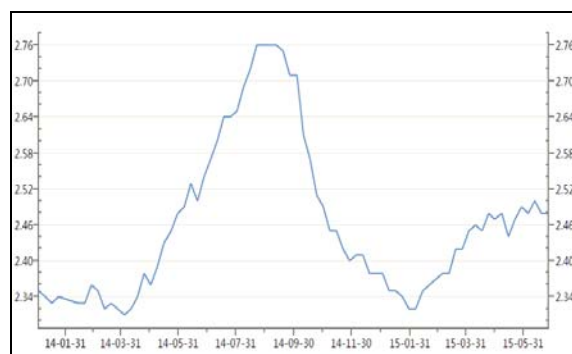


资料来源：wind资讯

目前国内玉米整体弱势前行，后市随着临储玉米不断入库以及优质粮源的消化，市场可

流通粮源将逐渐减少，玉米价格将整体上行，临储拍卖将稳定国内玉米市场价格。转基因进口玉米获批，运费补贴取消，下游需求整体弱势等诸多利空影响下，2015 年国内玉米价格整体仍将呈现季节性、政策性涨跌，平均价格将高于 2014 年，但涨幅受供需环境宽松影响将难以超越 2014 年最高。

图 8 2014 年以来中国 22 个省市玉米平均价
(单位：元/千克)



数据来源：中国畜牧业信息网

3. 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）、油棕榈（棕榈油）、花生（花生油）、向日葵籽（葵花油）等，公司的油料油脂业务涉及的主要是大豆、毛豆油以及部分棕榈油进口，经营模式为自营贸易进口和油脂加工。

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

(2) 行业竞争

近年来，国内大豆压榨行业快速发展，2013 年中国大豆压榨产能达到 1.36 亿吨，2014 年大豆压站产能较 2013 年变化不大。由于大豆压榨

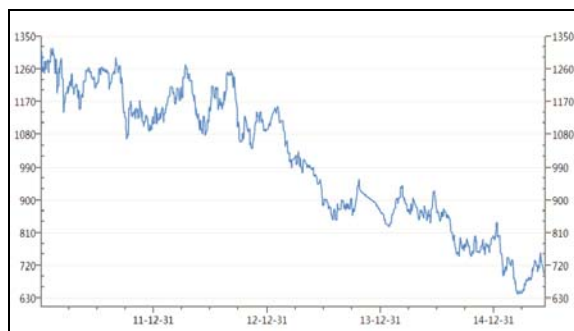
能力快速提高,到 2004 年中国大豆压榨行业已开始出现产能过剩的问题,尤其是 2004 年国际市场大豆价格大幅波动,导致国内部分大豆压榨油厂经营困难。2005 年以来,外商开始采用收购或控股等低成本方式大规模进入中国大豆压榨行业,部分长期停工停产或面临破产倒闭的油厂被外资兼并或重组。此外,国内大型粮油集团之间重组整合,国有粮油集团公司快速扩张,都使得国内大豆有效压榨能力大幅提高。由于参与重组的大豆压榨企业大多处于沿海地区,几乎全部加工进口大豆,这也是 2005 年以来中国大豆进口量连续攀升的重要原因。

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

(3) 豆油价格走势

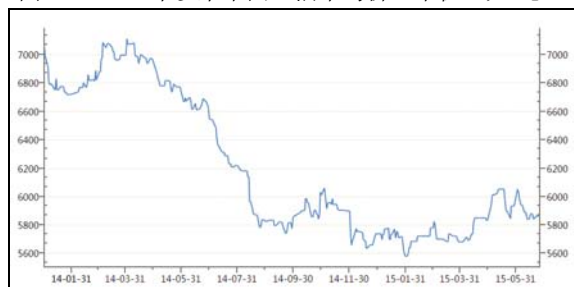
图 9 2011 年以来豆油国际现货价

(单位:美元/吨)



资料来源:wind 资讯

图 10 2014 年以来中国豆油平均价(单位:元/吨)



资料来源:wind 资讯

从国内及国际豆油价格来看,近年来随着

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

4. 纺织原料贸易

(1) 棉花

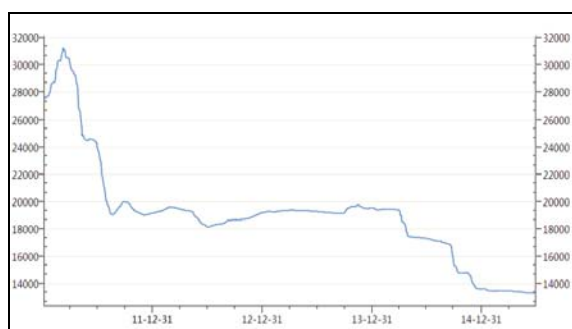
棉花是服装制造企业的三大原料之一,产量多、生产成本低,使棉制品价格比较低廉。棉纤维适于制作各类衣服、家具布和工业用布。中国是棉花产量和播种面积最大的国家,2010 年,面对突然跳水的棉花价格,国家为了保护棉农利益、保障供给及稳定市场,国家出台了临时收储政策,2011 年收储价在 1.98 万元/吨,2012/13 年收储价在 2.04 万元/吨。棉花收储是从 2011 年开始,在此之前,棉花价格长期在 1.2 万元~1.6 万元/吨之间波动。在国家收储和托市的背景下,国内棉花价格被托在一个远离供求平衡的高位,国内棉花期货的价格也一直围绕两万上下晃动,造成内外棉价格出现畸形的巨大差价,内盘棉花比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

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

幅限制了国内的棉花的需求，进一步推高了国内棉花的库存。

2013 年中后期，业内开始探讨棉花直补的可能策略，2013 年底和 2014 年初以来，棉花直补政策弥漫国内，2014 年 1 月 19 日“中央 1 号”文件指出，2014 年将在新疆启动棉花目标价格补贴试点，棉花直补正式实施，这意味着棉花的市场价格将由市场决定，国家不再保护棉价。在这种背景下，“中央 1 号”提出，将探索推进农产品价格形成机制与政府补贴脱钩的改革，逐步建立农产品目标价格制度，并明确要求启动东北和内蒙古大豆、新疆棉花目标价格补贴试点，棉花“直补”正式实施，此后棉花价格开始下跌，中国棉花指数从 18000 下跌到 2014 年 10 月份的 13600 附近，跌幅为 24%，目前仍然处于下跌通道之中，市场普遍看空，悲观声音较重。但棉价继续深度下跌的可能性不大，主要原因：一是农业部数据显示，2014 年全国棉花种植面积比去年有所下降，全年棉花产量比上年有所减少；二是企业挺价，国内一些大型棉商、轧花厂表示将坚持棉花报价不变，给市场带来些许支撑。

图 11 近年来中国棉花 328 价格指数
(单位：元/吨)



数据来源：全国棉花交易市场

(2) 羊毛

随着世界羊毛加工中心逐渐向国内转移，中国羊毛消费量急剧增长，国内羊毛产量越来越无法满足需求。目前中国已成为全球最大的羊毛加工国和消费国，年加工羊毛净毛 40 多万吨，但国产羊毛净毛每年只有约 12 万吨。为此，全国每年需进口约 30 万吨净毛。根据海关

总署的统计数据显示，2013 年国内进口羊毛 34.95 万吨，2014 年进口羊毛数量为 33.24 万吨。进口羊毛数量约占国内毛纺织原料用毛的 75% 到 80%，巨大的国产羊毛供应缺口使得我国毛纺工业已成为一个对国际市场依存度极高的产业。澳大利亚农业与资源经济局预测，中国羊毛进口将继续保持增长趋势，2025 年将在 2010 年的基础上增长 12.4 万吨，达 42.7 万吨。

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

五、基础素质分析

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

总体看，公司在经营规模及行业经验方面优势突出。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度及高层管理人员无重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营纺织和油料油脂业务，是三家中央直属粮食企业之一。2014 年国家发改委、国家粮食局等四部委联合发文，明确中国中纺集团作为政策性收储主体之一，成为服务三农和粮食保供稳供的一支主力军。按照国资委关于中央企业要集中精力做大做强主业的总体要求，中国中纺集团近几年加快了转型步伐，按照中长期战略规划积极推进纺织、油料油脂两大主业的平衡发展。公司从以贸易经营为主，向以贸易为基础，同时具有较强生产加工能力、上下游延伸衔接的生产供应商转型，并取得重要进展。2012 年 6 月，公司收购了香港上市公司福田实业（集团）有限公司（股票代码：HK.00420；股票简称“福田实业”；以下简称“福田实业”），带动公司纺织业务规模得以快速提升。

2012~2014 年，公司营业收入规模稳定扩张，年均复合增长 6.47%；2014 年公司实现营业收入 504.06 亿元，同比增长 7.75%。从业务构成来看，2014 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 67.22%、32.32%。

从毛利率来看，近年来公司整体毛利率有所降低。其中，纺织业务方面，公司优化产品结构，提高高附加值产品比重，带动纺织印染业务毛利率呈上升趋势，而棉纺及纺织原料贸易受市场竞争激烈、价格波动大影响，毛利率有所下滑；油脂油料业务盈利能力较低，主要是一方面大豆、油料等贸易业务受市场价格剧烈波动影响，毛利率走低，另一方面公司新增玉米收储业务毛利有所亏损（该业务主要利润来源于国家补贴运费，计入营业外收入科目，2014 年北粮南运玉米补贴收入为 4.64 亿元）。值得注意的是，公司向生产供应商转型的纺织印染、大豆压榨业务均取得较好进展；2014 年上述业务分别实现毛利率 10.83%、4.90%，成为公司新的利润增长点。

2015 年一季度，公司实现营业收入 89.32 亿元，占 2014 年全年的 17.72%，其中油脂油料业务、纺织业务分别占主营业务收入的 64.67%、34.57%，油脂油料业务占比有所下降。公司 2015 年 1~3 月毛利率为 4.56%，较 2014 年增长 1.30 个百分点，是主导公司营业收入的油脂油料板块毛利率增长带动引起（其中大豆压榨业务由于大豆原料成本下降，毛利率实现较大提升；大豆、油料贸易毛利受市场价格波动较大，仍体现为亏损；玉米业务实现扭亏；菜籽油业务受价格倒挂影响有所亏损）。

采购销售网络方面，公司的海外采购主要集中在北美的美国（棉花和大豆）和加拿大（菜籽），南美洲的巴西、阿根廷、乌拉圭（大豆和羊毛），印度（棉花），中亚地区的乌兹别克、土耳其（棉花和化纤原料），澳大利亚（羊毛）等地区。公司的国内粮食采购主要集中在东北三省一区，先后在该地区与 10 多个地市客户建立了合作关系（包括委托、购销、送货和合作经营等），设立了多个收储站点，通过大连（北良港、大窑湾港、甘井子港）、营口（鲅鱼圈港）、锦州港 3 地 5 港下海，发往深圳、厦门、汕头等南方港口销售，形成在东北原产区的粮食收购网络。公司的国内棉花采购主要集中在山东、河北地区，附近省份销售，就地消化。公司的纺织品服装类采购主要集中在河北、山东、浙江和江苏地区，服装成品销售地域覆盖美国、日本、俄罗斯、加拿大及欧洲等国。

仓储方面，公司目前拥有一个棉花交割库，一个油脂期货交割库，各加工厂均有自用仓库外，其它周转仓库均为租用。物流方面，公司的采购地主要集中在东北产区，收购的货物通过海运和铁路运输方式运往南方地区销售。虽然公司尚不具备较强的仓储和自有运输能力，但由于有规模优势和良好的信誉，在海陆运输方面有优先权。

公司两大主业分别由下属七家全资二级子公司负责经营，其中，油脂油料板块由中纺粮油进出口有限责任公司（以下简称“粮油公司”）和中纺油脂有限公司（以下简称“油脂公司”）

经营；纺织原料板块由中纺棉花进出口公司（以下简称“棉花公司”）和中纺原料国际贸易公司（以下简称“原料公司”）经营；棉纺板块由中纺工贸有限责任公司（以下简称“工贸公司”）经营；成衣板块由中纺国际服装有限公司（以

下简称“国际公司”）和中纺东方贸易进出口公司（以下简称“东方公司”）经营。

总体看，公司主业定位明确，业务划分清晰。

表 1 公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

业务构成		2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	纺织原料	61.90	13.92	6.21	68.3	14.6	6.84	83.03	16.47	7.68	18.84	21.09	8.43
	棉纺	13.94	3.13	10.19	15.26	3.26	9.17	13.03	2.59	3.34	2.87	3.21	7.08
	成衣（含面料纺）	12.25	2.75	8.65	10.65	2.28	8.45	11.96	2.37	6.95	2.77	3.1	7.99
	纺织印染	33.15	7.45	9.77	55.73	11.91	11.88	54.9	10.89	10.83	6.4	7.17	9.81
	合计	121.24	27.26	7.89	149.93	32.05	9.06	162.92	32.32	8.34	30.88	34.57	8.55
油脂油料	进口大豆	25.79	5.8	2.37	22.79	4.87	1.18	15.03	2.98	-4.79	0.41	0.46	-1.54
	大豆压榨	130.05	29.25	-1.91	94.96	20.3	-0.07	83.15	16.50	4.90	16.28	18.23	9.30
	油料贸易	51.00	11.47	1.60	47.15	10.08	1.30	63.92	12.68	-4.78	7.25	8.12	-5.70
	玉米	48.46	10.9	3.65	69.58	14.87	0.00	101.91	20.22	-2.64	18.31	20.5	2.63
	菜籽压榨	37.44	8.42	1.23	38.79	8.29	-0.54	40.87	8.11	6.09	7.63	8.54	-5.2
	其他	27.67	6.21	15.30	40.13	8.58	0.72	33.93	6.73	3.82	7.88	8.82	-1.22
合计		320.41	72.05	1.60	313.41	66.99	0.22	338.81	67.22	0.41	57.76	64.67	1.88
非主业		3.03	0.68	73.88	4.48	0.96	34.38	2.33	0.46	61.98	0.68	0.76	51.31
合计		444.68	100	3.80	467.82	100	3.38	504.06	100	3.26	89.32	100	4.56

*注：纺织印染业务于 2012 年 6 月起纳入公司合并报表范围；2014 年公司油脂油料板块业务划分较 2013 年有所变动，2012 年及 2013 年数据为根据 2014 年划分的追溯调整值。

资料来源：公司提供

（1）油脂油料板块

近三年，公司油脂油料板块营业收入持续增加，2014 年实现收入 338.81 亿元，但毛利率受到大豆压榨产能过剩、玉米收储毛利亏损、油脂油料贸易国外价格倒挂影响，处于较低位置（0.41%）。2014 年 12 月，国家发展和改革委员会、国家粮食局、财政部、中国农业发展银行联合下发《关于 2014 年东北地区国家临时存储玉米收购有关问题的通知》（国粮调【2014】254 号），将公司作为国家临时玉米收购补充力量，收储规模先按 100 万吨掌握。公司于 2014 年 12 月开始开展收储业务。收储地集中于吉林省四平市、白城市和榆树市，黑龙江省榆树市以及建三江。2015 年 1 季度，公司相关业务收

入计入营业收入中油脂油料玉米板块。

①粮油公司

业务概况

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

截至 2014 年底，粮油公司资产总额 93.15 亿元，所有者权益合计 8.15 亿元；2014 年实现营业收入 220.86 亿元，实现净利润 2.78 亿元。截至 2015 年 3 月底，粮油公司总资产 80.98 亿

元,所有者权益 7.95 亿元;2015 年 1~3 月,实现营业收入 36.47 亿元,实现净利润 0.01 亿元。

粮食进口

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。2012~2014 年,粮油公司累计进口大豆 900 万吨,主要进口地为美国、巴西等国家,同时还兼营进口菜籽、豆油、棕榈油等产品。2014 年粮油公司进口大豆 284 万吨、菜籽 97 万吨。

从进口市场分布来看,大豆产品主要从北美的美国、南美洲的巴西、阿根廷、乌拉圭等地区进口,豆油产品主要从南美地区进口,棕榈油主要从马来西亚、巴西等国进口。2008 年底之前,公司大豆进口采取以代理境内油脂加工企业境外采购为主、自营销售和生产加工为辅的经营策略。公司自 2009 年调整经营策略,减少代理贸易、提高自营业务¹比重。2014 年粮油公司进口大豆合计 284 万吨,同比变化不大,其中用于自营大豆压榨 247 万吨,用于自营直接销售的有 37 万吨;同期粮油公司年压榨能力为 750 万吨;2015 年 1~3 月,粮油公司进口大豆量为 93 万吨,其中 93 万吨用于自营压榨。

粮食内贸

粮油公司内贸业务以大豆和玉米为主,2012~2014 年,粮油公司粮食收购量分别为 100 万吨、150 万吨、333 万吨;2015 年 1~3 月,粮油公司粮食收购量 27 万吨。粮油公司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 2014 年底,油脂公司资产总额 49.87 亿元,所有者权益-4.85 亿元;2014 年实现营业收入 132.43 亿元,利润总额

-44820.58 万元。截至 2015 年 3 月底,油脂公司资产总额 46.51 亿元,所有者权益-5.64 亿元;实现营业收入 21.7 亿元,利润总额-8699.64 万元。

2012 年~2015 年 1-3 月,油脂公司玉米内贸经销量分别为 215.23 万吨、219.08 万吨、235.82 万吨和 62 万吨,实现收入 46.22 亿元、46.62 亿元、50.55 亿元和 12.77 亿元。从玉米收购环节来看,主要收购地区为东北和河北地区。公司玉米主要供给饲料企业、南方玉米深加工企业以及南方储备轮换用粮,分布在广州、深圳等南方城市。目前,公司已与多家大型饲料企业、食品加工企业形成稳定合作关系,如广东温氏集团公司、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(其下属子公司中纺国际贸易有限公司,以下简称“中纺棉国际”主营棉花内贸)和原料公司。

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 2014 年底,棉花公司资产总额 14.44 亿元,所有者权益合计 0.23 亿元;2014 年实现营业收入 18.06 亿元,利润总额-0.20 亿元。截至 2015 年 3 月底,棉花公司资产总额 10 亿元,所有者权益合计 0.17 亿元;实现营业收入 6.44 亿元,利润总额-0.11 亿元。

棉花进口

棉花进口业务全部是配额项下进口,每年需要根据国家政策确定配额数量,近几年配额变动较大。2012 年~2014 年,棉花公司进口棉花分别为 25.45 万吨、14.66 万吨、13.41 万吨,

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

分别实现进口收入 39.87 亿元、20.84 亿元、18.06 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。2012 年~2014 年，中纺棉国际内贸经销棉花分别为 0.76 万吨、14.97 万吨、22.43 万吨，分别实现收入 1.25 亿元、26.93 亿元、39 亿元。其波动主要是由于国家实施收储政策，储备棉经营量大幅增加。中纺棉国际在济南、南京、新疆等国内棉花主产、主销区均设立有办事处，棉花主要采购自山东、新疆等地，以大包棉为主，现有 5 万吨棉花仓库，主要客户包括浙江聚丰贸易有限公司、浙江航民科尔纺织有限公司、山东魏桥纺织股份有限公司等，客户集中度一般。

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 2014 年底，原料公司资产总额 1.88 亿元，所有者权益合计 1.24 亿元；2014 年实现营业收入 4.9 亿元，利润总额 0.03 亿元。截至 2015 年 3 月底，原料公司资产总额 2.08 亿元，所有者权益合计 1.26 亿元；实现营业收入 0.78 亿元，利润总额 0.02 亿元。

2014 年，羊毛和化纤进口业务占原料公司主营业务收入比重分别为 46.21%和 5.38%。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。2014 年，原料公司销售进口羊毛 1.90 万吨，同比减少 0.15 万吨，实现销售额为 19.43 亿元，同比增加 0.74 亿元；化纤业务方面，2014 年原料公司销售化纤 1.18 万吨，同比减少 0.49 万吨，主要由于化纤国内市场产能过剩，进口逐年减少。2015 年 1~3 月，原料公司销售进口羊毛 0.60 万吨，同比增加 0.26 万吨。化纤业务方面，2015 年 1~3 月原料公司销售化

纤 719 吨，同比减少 1620 吨。

(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，2014 年底棉纺加工生产能力为纱锭 50 万锭，生产纱线 4 万吨/年，生产坯布 4000 万米。2014 年，工贸公司实现营业收入 13.94 亿元，同比下降 8.53%；利润总额 690 万元，同比减少 89.05%。2013 年 1~6 月，工贸公司实现营业收入 7.62 亿元。

(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。2014 年，在人民币汇率不断变化，整体市场形势波动情况下，公司成衣业务实现营业收入 11.96 亿元，同比增长 12.31%；实现利润总额 2382 万元，同比增加 184 %；2015 年 1~3 月，公司成衣业务实现营业收入 2.77 亿元，利润总额 321 万元。

(5) 纺织印染

纺织印染业务主要由公司下属子公司福田实业负责运营。2012 年 6 月，通过配发新股(4.09 亿新股，每股 1.25 港元)，公司投资 5.11 亿港元，持股 34%，成为福田实业最大单一股东，并对其拥有实际控制权。福田实业是世界最大的圆筒针织面料生产商之一，提供针织、染色、印花及整理等高度垂直的综合服务，向超过 40 个国家的成衣制造商提供面料，产品包括运动服、休闲服、睡衣和内衣等众多国际知名零售商的品牌成衣。福田实业在中国、斯里兰卡和印尼设有生产设施，市场推广办事处/代表处分布 5 个国家。

2014 年公司纺织印染业务收入 54.9 亿元，

占公司营业收入总额的 10.89%，较 2013 年减少 1 个百分点；2015 年 1~3 月，公司纺织印染业务实现收入 6.4 亿元，占 2014 年全年的 7.17%。受面料销售价格、原材料采购成本波动等因素影响，公司纺织印染业务毛利率波动变化，2012 年、2013 年、2014 年及 2015 年 1~3 月分别为 9.77%、11.88%、10.83%、9.81%。

2. 经营效率

从经营效率指标看，公司近三年销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数平均值分别为 20.53 次、5.59 次、1.88 次，2014 年分别为 19.80 次、5.66 次及 1.94 次。公司整体经营效率高。

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。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。

八、募集资金使用情况

“12中纺MTN1”募集资金6亿元，所募集资金全部用于补充运营资金，目前资金已按规定用途使用完毕。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年审计报告经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见，公司 2015 年一季度财务报表未经审计。

截至 2014 年底，公司合并报表 129 家子公司，其中 2 级子公司 27 家；其中 2013 年减少子公司 5 家，主要是由于注销及出售导致，新增子公司 2 家，全部是新设形成；其中 2014 年减少子公司 21 家，主要是由于清理整顿、注销导致，新增子公司 7 家，全部为新设子公司。总体看，公司近两年合并范围变动对财务可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司资产总额 252.75 亿元，所有者权益合计 84.41 亿元（含少数股东权益 18.27 亿元）；2014 年公司实现营业收入 504.06 亿元，利润总额 7.25 亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额239.58亿元，所有者权益合计85.68亿元（含少数股东权益18.04亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入89.32亿元，利润总额0.31亿元。

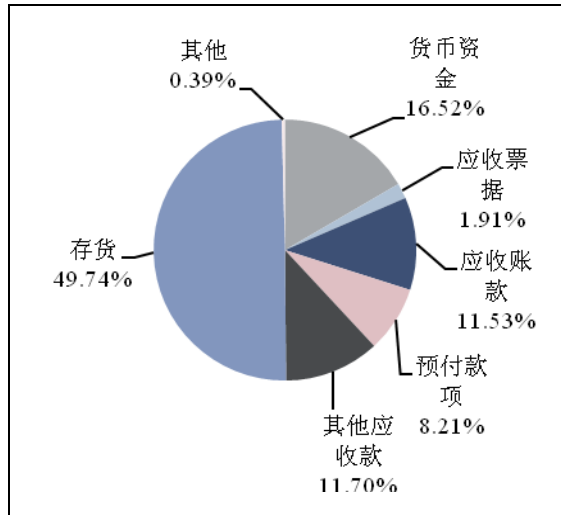
2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额逐年减少，年复合下降3.84%，主要为预付款项等减少所致。截至2014年底，公司资产总额为252.75亿元，其中流动资产占比69.76%，非流动资产占比30.24%，资产构成以流动资产为主，符合行业特征。

2012~2014年，公司流动资产逐年减少，年复合下降5.27%。截至2014年底，公司流动资

产176.31亿元，以货币资金（占16.52%）、应收账款（占11.53%）、预付账款（占8.21%）、其他应收款（占11.70%）和存货（占49.74%）为主。

图 12 2014 年公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金波动增长，年复合增长率为1.50%。截至2014年底，公司货币资金29.13亿元，以银行存款为主（91.57%），其余为现金（占0.12%）及其他货币资金（占8.31%）。其他货币资金主要包括信用证保证金、承兑汇票保证金、证券户资金余额、贸易融资保证金、信用卡存款及变现有限制的款项等。期末货币资金变现有限制的款项共计1.09亿元，主要为子公司浙江春江集团有限责任公司因承兑汇票保证金受限的资金。

公司应收账款主要是应收货款。2012~2014年，公司应收账款波动增长，年均波动增长7.83%，增速略高于营业收入同期增速（6.47%）。截至2014年底，公司应收账款账面余额20.84亿元，共计提坏账准备0.52亿元，账面价值20.32亿元，占公司流动资产总额的11.53%。应收账款金额前五名的客户合计应收金额2.97亿元，集中度不高，账龄全部在一年以内。采用账龄法计提坏账准备的应收账款账面余额为16.97亿元，账龄在1年以内的占99.33%，整体账龄较短；共计提坏账准备0.20亿元，计提比例为1.18%。

表2 2014年公司应收款主要债务人情况

债务人名称	账面余额 (万元)
黑龙江红兴农垦弘盛粮油加工有限公司	12040.00
黑龙江建三江农垦富阳米业有限公司	6727.00
哈尔滨中国酿酒有限公司	6219.00
江苏阳光集团	2661.00
北京安捷联科技发展有限公司	2072.00
合计	29719.00

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司棉花、油脂等部分农产品采取即采即发，预付账款逐年减少，年均复合下降35.89%。截至2014年底，公司预付账款14.47亿元，同比下降33.58%；从账龄上看，预付账款账龄在1年以内的占89.81%，整体账龄较短。

公司其他应收款主要由应收补贴款、应收出口退税款及往来款等构成。2012~2014年，公司其他应收款逐年减少，年均复合下降8.13%。截至2014年底，公司其他应收款账面余额25.21亿元，共计提坏账准备4.58亿元，账面价值20.63亿元。其中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额11.11亿元，共计提坏账准备4.00亿元。主要债务人如下：

表3 2014年公司其他应收款主要债务人情况

债务人名称	账面余额 (亿元)
大连华农物流有限公司	3.03
玉米补贴	4.64
购买存款产品	1.08
应收出口退税	0.85
澳洲岛（江苏）食品有限公司	0.45
合计	10.05

资料来源：公司审计报告

除因大连华农物流有限公司财务状况不良，应收款3.03亿元预计无法收回之外（已全额计提坏账准备），其余债务单位较为分散。从

账龄来看,按组合计提坏账准备的其他应收款账面余额13.01亿元,其中账龄在1年以内的占96.02%,共计提坏账准备0.23亿元,账面价值12.78亿元。

2012~2014年,公司存货波动增长,年均波动增长率为1.02%。截至2014年底,公司存货87.69亿元,同比增长3.63%,主要由原材料(占8.67%)、库存商品(占71.48%)与在途物资(占14.07%)构成;共计提存货跌价准备1.34亿元。

2012~2014年,公司非流动资产维持相对稳定,年复合波动下降0.26%。截至2014年底,公司非流动资产76.44亿元,以可供出售金融资产(占12.44%)、固定资产(占48.76%)和无形资产(占14.10%)为主。

2012~2014年,公司可供出售金融资产波动下降,年波动下降率为6.95%。截至2014年底,公司可供出售金融资产为9.51亿元,主要由可供出售权益工具(占32.93%)和其他(占66.54%,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。

2012~2014年,公司长期股权投资波动增长,年均波动增长率为3.63%。截至2014年底公司长期股权投资为6.84亿元,主要为对联营企业的投资(占98.07%)。

2012~2014年,公司固定资产不断减少,年均复合下降4.77%。截至2014年底,公司固定资产账面原值77.02亿元,主要由房屋建筑物(占34.91%)及机器设备(占54.45%)构成,累计折旧39.50亿元,计提减值准备0.25亿元,账面价值为37.27亿元。

2012~2014年,公司在建工程波动中有所减少,年均波动下降0.08%。截至2014年底,公司在建工程为1.61亿元,规模较大的在建工程主要有公司蚌埠产业园项目(年末在建工程规模为0.26亿元)、湖北新厂区项目房(年末在建工程规模为0.29亿元)和钢结构平房仓(年末在建工程规模为0.15亿元)等。

2012~2014年,公司无形资产不断增长,

年均复合增长率为16.22%。截至2014年底,公司无形资产10.78亿元,主要由土地使用权(占96.04%)构成。

截至2014年底,公司其他非流动资产2.20亿元,主要为散粮车租车费。

截至2015年3月底,公司资产总额239.58亿元,较2014年底下降5.21%;其中流动资产占比67.46%,非流动资产占比32.54%,非流动资产占比略有上升。流动资产方面,玉米水稻等应收款项有所减少(应收账款科目较上年底减少),由于非收购旺季,公司粮食存货有所降低;非流动资产方面,由于公司购入基金产品,可供出售金融资产有所增长。

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

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年,公司所有者权益逐年增长,年均复合增长率为2.65%,主要来自盈余公积的增长。

2014年,公司实收资本3.65亿元,同比下降10.09%,为湖北棉花公司(以下简称“湖北棉花公司”)从公司合并报表划出所致。根据国务院国有资产监督管理委员会批复,2014年末公司将湖北棉花公司无偿划转至湖北省国资委,由此公司实收资本减少0.41亿元。

2012~2014年,公司盈余公积逐年增加,年均复合增长10.29%。截至2014年底,公司盈余公积58.08亿元,其中法定盈余公积3.27亿元,其余为任意盈余公积。

2012~2014年,公司未分配利润逐年减少,年均复合下降19.58%。截至2014年底,公司未分配利润6.43亿元,同比下降11.30%,主要为提取盈余公积所致。

2012~2014年,公司少数股东权益维持相对稳定。截至2014年底,公司少数股东权益

18.27 亿元，同比增长 0.63%。

截至 2014 年底，公司归属于母公司所有者权益 66.15 亿元，其中实收资本占 5.53%、资本公积占 1.17%、盈余公积占 87.80%、未分配利润占 9.72%，所有者权益稳定性一般。

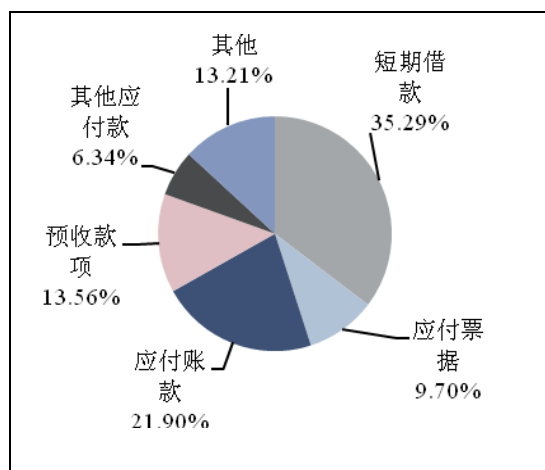
截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 85.68 亿元，较 2014 年底增长 1.50%。其中归属于母公司的所有者权益占 78.95%，少数股东权益占 21.05%。归属于母公司所有者权益中实收资本占 5.41%、资本公积占 1.15%、盈余公积占 85.86%、未分配利润占 9.88%，构成较 2014 年底变化不大。

负债

2012~2014 年，公司负债逐年减少，年均复合下降 6.66%。截至 2014 年底，公司负债合计 168.34 亿元，其中流动负债占 87.83%，非流动负债占 12.17%。

2012~2014 年，公司流动负债年均波动下降 1.42%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 147.85 亿元，主要以短期借款（占 35.29%）、应付账款（占 21.90%）、预收账款（占 13.56%）为主。

图13 2014年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款波动增长，年均波动增长率为 5.79%。截至 2014 年底，公司短期借款 52.18 亿元，主要为信用借款（占 95.67%）。

2012~2014 年，公司部分业务采取票据结算方式，应付票据快速增长，年均复合增长率为 79.78%。截至 2014 年底，公司应付票据 14.34 亿元，同比增长 52.00%。

公司应付账款主要是棉花、大豆、玉米等的采购应付款。2012~2014 年，公司应付账款维持相对稳定，年均复合波动下降 0.53%。截至 2014 年底，公司应付账款 32.38 亿元，账龄在 1 年以内的占 97.91%。

2012~2014 年，公司预收账款波动快速减少，年均复合下降 25.34%。截至 2014 年底，公司预收账款 20.05 亿元，同比下降 43.92%，主要为棉花等产品采取即采即发，预收款项减少所致。

公司其他应付款主要为与其他公司、自然人的往来款，应付风险保证金等。截至 2014 年底，公司其他应付款 9.37 亿元。其中账龄在 1 年以内的占 81.51%。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 13.14 亿元、5.31 亿元和 8.50 亿元。2012 年主要由 1 年内到期的长期借款（占 23.90%）和 2010 年发行的 10 亿元中期票据“10 中纺 MTN1”构成；2013 年主要由 1 年内到期的长期借款 0.31 亿元和公司于 2011 年发行的 5 亿元 3 年期中期票据“11 中纺 MTN1”构成。2014 年由 1 年内到期的长期借款（2.50 亿元）和 1 年内到期的应付债券（为公司于 2013 年发行的 3 年期中期票据“12 中纺 MTN1”）构成。

2012~2014 年，公司其他流动负债分别为 11.69 亿元、11.47 亿元和 14.62 亿元。2012 年主要为公司 2012 年 1 月发行的 10 亿元短期融资券（“12 中纺 CP001”）；2013 年主要为公司 2013 年发行的 10 亿元短期融资券“13 中纺 CP001”；2014 年主要为公司 2014 年发行的短期融资券“14 中纺 CP001”。

2012~2014 年，公司非流动负债快速减少，年均复合下降 29.37%。截至 2014 年底，公司非流动负债 20.49 亿元，同比下降 50.52%，主要为长期借款大幅减少所致。

2012~2014年,公司长期借款波动减少,年均复合下降18.38%。截至2014年,公司长期借款18.28亿元,主要为信用借款。

截至2015年3月底,公司负债合计153.90亿元,较2014年底下降8.58%;其中流动负债占比87.40%,非流动负债占比12.60%,较2014年底变化不大。2015年3月底,公司应付账款15.26亿元,同比下降52.86%,主要为大豆采购款有所减少所致。

从债务指标来看,近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率与长期债务资本化比率均呈下降趋势,三年均值分别为68.27%、56.13%、25.03%,2014年以上指标分别为66.60%、55.03%、17.80%,公司债务负担不断减轻。2015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64.24%、52.50%、16.45%,较2014年底进一步降低。

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

4. 盈利能力

2012~2014年,公司营业收入平稳增长,年均复合增长率为6.47%,2014年为504.06亿元,同比增长7.75%;同期公司营业成本年均复合增长率为6.77%,略高于营业收入的增长速度,2014年公司营业成本为487.64亿元。

近三年公司期间费用波动增长,年均波动增长率为8.07%,主要为销售费用和财务费用的增长。近三年公司期间费用营业收入比波动变化,分别为3.72%、3.24%和3.83%。2014年,受汇兑损失增加影响,公司财务费用同比大幅增长173.50%,为4.95亿元。

2012~2014年,公司资产减值损失逐年减少,年均复合下降12.41%。2014年,公司资产减值损失0.81亿元,以存货跌价损失和坏账损失为主。

2012~2014年,受公司期货期权公允价值波动影响,公司公允价值变动收益变化较大,

2014年为0.25亿元。

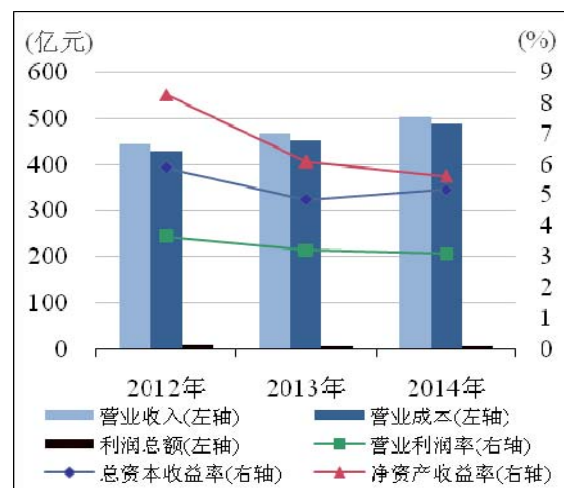
2012~2014年,公司投资收益波动变化,年均波动增长64.03%。2013年,公司投资收益为4.13亿元,同比增长224.13%,主要为公司权益法核算的长期股权投资收益及处置长期股权投资(深圳工纺物业管理有限公司,持股30%)产生的投资收益。2014年,公司投资收益为3.43亿元,以权益法核算的长期股权投资收益和处置可供出售金融资产取得的投资收益为主。

2012~2014年,公司营业外收入波动变化,分别为6.70亿元、3.75亿元和8.21亿元。2014年,公司营业外收入主要为包括玉米补贴收入在内的收到的各项政府补助(6.13亿元)。

2012~2014年,公司利润总额波动减少,年均波动下降5.74%。2014年,公司利润总额为7.25亿元,同比增长3.35%,主要得益于营业外收入的大幅增长。其中投资收益占利润总额的47.33%,营业外收入占利润总额的113.28%,公司利润总额对非经营性损益依赖程度很高。扣除非经营性损益,公司主营业务利润亏损。

2012~2014年,农产品价格波动加剧,油脂油料产能过剩,国外产品价格倒挂,纺织业务成本上涨、实体经济恢复具有不确定性,公司营业利润率持续下滑,三年分别为3.66%、3.22%、3.10%;总资本收益率波动变化,三年分别为5.90%、4.86%和5.18%;净资产收益率持续下降,三年均值为6.30%,2014年为5.62%。

图14 近三年来公司盈利情况



资料来源:公司审计报告

2015年1~3月,公司实现营业收入89.32亿元,同比下降32.10%;营业成本88.26亿元,同比下降34.02%;公司当期营业利润率提升至4.42%。公司期间费用营业收入比进一步上升,为5.19%。公司当期实现利润总额0.31亿元,其中投资收益占利润总额的202.76%、营业外收入占利润总额的148.72%,利润总额对非经营性损益依赖程度很高。

总体看,公司盈利能力受贸易品种价格波动和市场环境影响较大,风险转嫁能力较弱。投资收益及营业外收入对公司利润影响大,利润总额对非经营性损益依赖程度很高。

5. 现金流

经营活动方面,2012~2014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不断增长,年均复合增长率分别为4.99和5.35%。2014年,公司销售商品、提供劳务收到的现金为561.74亿元,同比增长6.07%;经营活动现金流入量为656.56亿元,同比增长8.23%。2012~2014年,公司购买商品、接受劳务支付的现金年均增长5.56%,经营活动现金流出年均增长5.33%,2014年上述两项金额分别为532.25亿元、638.57亿元,分别同比增长9.52%、9.31%。公司收到和支付其他与经营活动有关现金主要是为规避价格风险收到和支付的期货保证金,2014年分别为91.43亿元、80.92亿元。2014年公司经营活动产生的现金流量净额为17.99亿元。

从收入实现质量来看,2012~2014年,公司现金收入比分别为114.61%、113.20%和111.44%,公司收入实现质量较好。

投资活动方面,2012~2014年,公司投资活动现金流入量波动变化,分别为24.34亿元、18.21亿元和73.90亿元,以收回投资收到的现金、收到其他与投资活动有关的现金为主;公司投资活动现金流出分别为22.92亿元、20.75亿元和71.60亿元,以投资支付的现金和支付

其他与投资活动有关的现金为主。2014年公司购买和赎回基金规模较大(收回投资收到的现金及投资支付的现金),同时申购可转换公司债券以及收回申购引起公司收到其他与投资活动有关的现金及支付其他与投资活动有关的现金金额较大。2012~2014年,公司投资活动产生的现金流量净额分别为1.42亿元、-2.53亿元和2.29亿元。

2012~2014年,公司筹资活动前现金流量净额分别为17.34亿元、19.96亿元和20.28亿元,公司经营活动现金流能覆盖公司投资活动,公司对外筹资压力较小。

筹资活动方面,2012~2014年,公司筹资活动主要为取得借款和偿还债务。近三年受取得借款收到的现金增加影响,公司筹资活动现金流入大幅增加,年均复合增长率为66.09%,2014年为577.44亿元。受偿还债务支付的现金增加影响,公司筹资活动现金流出逐年增加,年均复合增长64.80%。近三年公司筹资活动现金流量净额分别为-11.61亿元、-16.50亿元和-22.59亿元。

2015年1~3月,公司经营活动现金流入量129.39亿元;同期公司支付部分粮食采购款,经营活动现金流量净额为-7.98亿元。公司投资活动现金流主要是基金申购、赎回基金(收回投资收到的现金及投资支付的现金),及收到和支付其他与投资活动有关的现金,投资活动流量净额为-0.23亿元。公司筹资活动以取得借款和偿还债务为主,产生的现金流量净额为8.56亿元。当期,公司实现现金收入比为113.87%,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逐年增长,经营活动净现金流受农产品市场价格影响而有所波动,收入实现质量较好;投资活动以债券基金等投资活动为主,筹资活动维持较大规模且以银行贷款为主。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看,2012~2014年,公司

流动比率与速动比率呈现波动趋势，三年均值分别为125.53%、66.97%，2014年底分别为119.25%、59.94%。截至2015年3月底，公司流动比率和速动比率分别为120.16%、59.35%，维持相对稳定。近三年公司经营现金流动负债比波动变化，三年分别为10.46%、15.63%和12.17%。总体看，公司偿债能力一般，且公司流动资产中存货、应收账款及预付款项占比较大，一定程度上影响了流动资产变现能力。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA利息倍数波动下降，三年均值为3.53倍，2014年为3.36倍；全部债务EBITDA不断下降，三年均值为6.37倍，2014年为6.09倍，公司长期偿债能力尚可。

截至2015年3月底，公司无对外担保。

截至2015年3月底，公司共获银行授信额度440.44亿元，其中未使用授信额度369.43亿元，公司间接融资渠道畅通。公司2012年收购香港上市公司福田实业，具备直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1011010101158500J），截至2015年6月18日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

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

十、存续期债券偿债能力

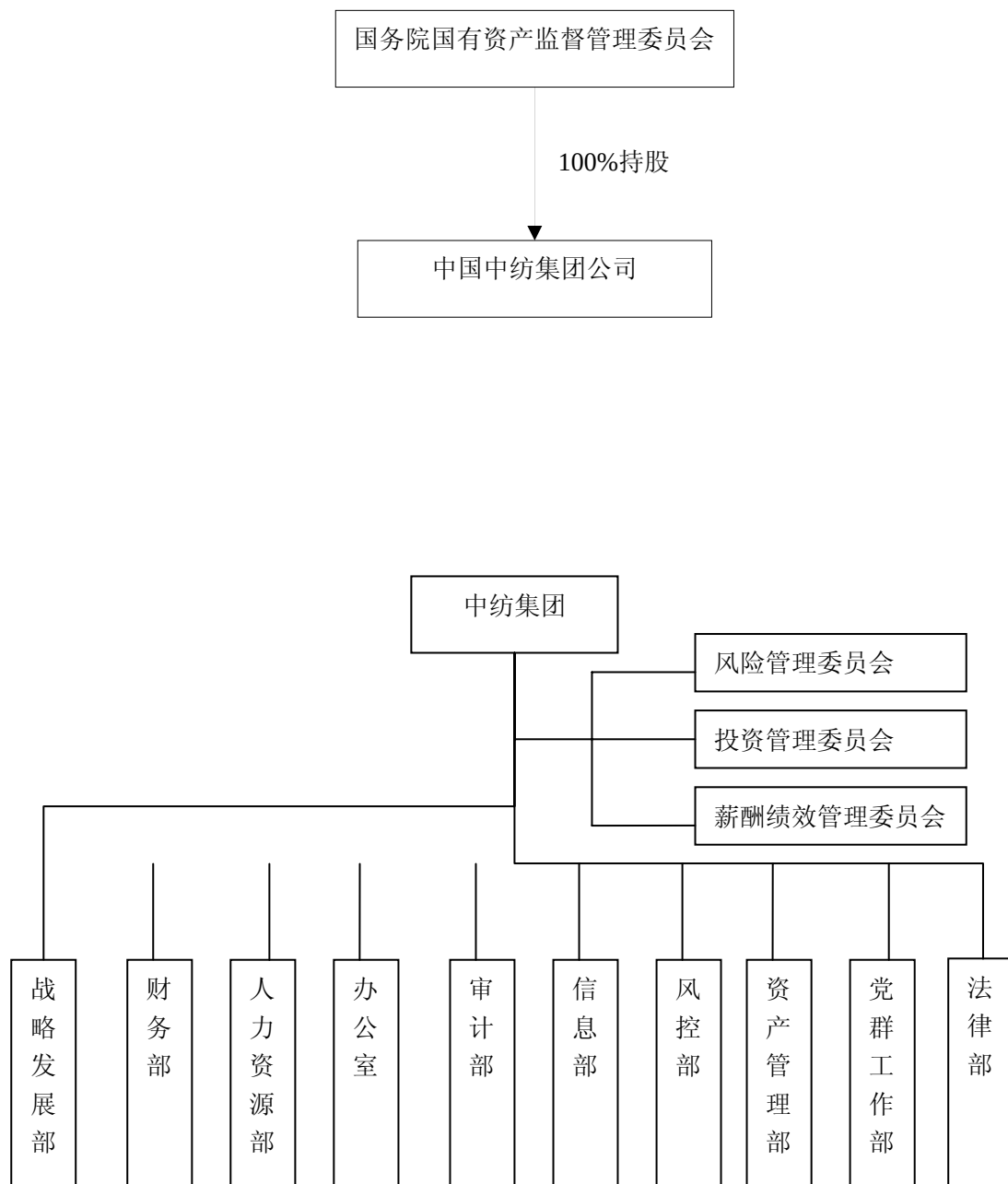
公司于2012年7月发行了6亿元的中期票据“12中纺MTN1”。2014年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及EBITDA分别为656.56亿元、17.99亿元和16.97亿元，

对“12中纺MTN1”覆盖倍数分别为109.43倍、3.00倍和2.83倍，覆盖程度好，对“12中纺MTN1”保障程度高。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12中纺MTN1”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.22	33.77	31.40	31.65
资产总额(亿元)	273.32	267.26	252.75	239.58
所有者权益(亿元)	80.11	81.69	84.41	85.68
短期债务(亿元)	74.33	66.94	85.03	77.84
长期债务(亿元)	38.43	38.69	18.28	16.87
全部债务(亿元)	112.76	105.64	103.31	94.71
营业收入(亿元)	444.68	467.82	504.06	89.32
利润总额(亿元)	8.16	7.01	7.25	0.31
EBITDA(亿元)	16.89	15.93	16.97	--
经营性净现金流(亿元)	15.92	22.49	17.99	-7.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	24.65	18.99	19.80	--
存货周转次数(次)	5.85	5.30	5.66	--
总资产周转次数(次)	1.94	1.73	1.94	--
现金收入比(%)	114.61	113.20	111.44	113.87
营业利润率(%)	3.66	3.22	3.10	4.42
总资本收益率(%)	5.90	4.86	5.18	--
净资产收益率(%)	8.28	6.09	5.62	--
长期债务资本化比率(%)	32.42	32.14	17.80	16.45
全部债务资本化比率(%)	58.46	56.39	55.03	52.50
资产负债率(%)	70.69	69.43	66.60	64.24
流动比率(%)	129.15	133.59	119.25	120.16
速动比率(%)	72.67	74.89	59.94	59.35
经营现金流动负债比(%)	10.46	15.60	12.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.53	3.83	3.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.67	6.63	6.09	--

注：2015 年 1 季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限使用资金；2012-2014 年公司发行的短期融资券均计入全部债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。