

信用等级公告

联合〔2019〕1568号

联合资信评估有限公司通过对中国中纺集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国中纺集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“16 中纺 MTN001”和“16 中纺 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月二十日



中国中纺集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁺

上次主体长期信用等级：AA⁺

担保方本次主体长期信用等级：AAA

担保方上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16中纺MTN001	10亿元	2019/08/25	AAA	AAA
16中纺MTN002	10亿元	2019/10/26	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019年6月20日

财务数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
现金类资产(亿元)	34.69	33.97	32.07	53.04
资产总额(亿元)	364.82	385.56	366.44	327.02
所有者权益(亿元)	69.28	72.18	82.35	84.07
短期债务(亿元)	187.51	196.32	165.05	134.15
长期债务(亿元)	33.48	23.51	2.69	3.31
全部债务(亿元)	220.99	219.82	167.74	137.47
营业收入(亿元)	356.44	389.66	460.75	114.63
利润总额(亿元)	4.06	6.60	1.68	0.69
EBITDA(亿元)	18.83	15.31	11.78	--
经营性净现金流(亿元)	-32.99	-11.88	64.90	-17.61
营业利润率(%)	6.12	6.24	6.21	5.90
净资产收益率(%)	4.16	7.59	0.15	--
资产负债率(%)	81.01	81.28	77.53	74.29
全部债务资本化比率(%)	76.13	75.28	67.07	62.05
流动比率(%)	114.07	109.81	108.71	117.58
经营现金流动负债比(%)	-12.78	-4.15	23.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.73	14.36	14.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.05	3.32	2.40	--

注：1.2019年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中的融资租赁款已调整至长期债务

分析师

李明 杨晓丽

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

中国中纺集团有限公司（以下简称“中纺集团”或“公司”）是中国最大的棉花贸易企业之一。2016年7月，公司整体并入中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”），成为其全资子公司，粮油油脂板块由中粮集团统一整合管理。2018年，公司棉花贸易业务收入大幅提高，公司权益及收入规模均有所增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主营业务受市场竞争激烈影响盈利能力较弱、债务结构有待调整等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

2018年6月，公司发布公告，拟将其持有的中纺粮油进出口有限责任公司（以下简称“粮油公司”）100%的股权和中纺油脂有限公司（以下简称“油脂公司”）100%的股权通过无偿划转或协议转让的形式划转给中粮集团或其下属公司（2019年4月，公司已完成油脂公司的划出）。本次重大事项完成后，公司主营业务将由“粮、棉、油”三大主业转变为棉花和面料印染两大主业。公司资产总额和收入规模将下降，权益和利润均有所上升，整体债务水平显著回落；营业收入构成由纺织和粮油油脂业务转为纺织业务，主业盈利能力有所改善，经营效率提升。同时，为保证投资人利益，中粮集团于2018年7月3日出具《担保函》，对“16中纺MTN001”和“16中纺MTN002”提供不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估，中粮集团主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，更好地保障了上述两期中期票据本息偿还的安全性。

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

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

优势

1. 公司是中国最大的棉花贸易企业之一，是棉花交易市场发起人之一，进口棉花经营规模位居全国第一，针织印染面料年产量位居亚洲前三，在经营规模、行业地位等方面优势明显。
2. 公司于2016年7月整体并入中粮集团，成为中粮集团旗下经营棉花贸易、纺织印染加工等业务的专业化公司，并于2018年7月获得中粮集团7.70亿元增资。
3. 公司EBITDA对“16中纺MTN001”和“16中纺MTN002”保障能力强。
4. “16中纺MTN001”和“16中纺MTN002”由中粮集团提供不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估，中粮集团主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，更好地保障了上述两期中期票据本息偿还的安全性。

关注

1. 2019年公司已完成油脂板块股权的划出，粮油板块股权后续也将划出，公司资产和收入规模将面临较大下滑。
2. 跟踪期内，公司棉花和面料业务行业竞争激烈，主业盈利能力较弱，期间费用侵蚀利润。
3. 跟踪期内，公司债务规模较大，债务结构有待调整。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

中国中纺集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

中国中纺集团有限公司（原中国纺织品进出口总公司，2005年更名为中国中纺集团公司，2017年更为现名）（以下简称“中纺集团”或“公司”）成立于1951年11月，经中华人民共和国工商行政管理总局批准并于1983年12月取得营业执照。2016年，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）的批复（国资产权〔2015〕1344号），公司核增国家资本金847.00万元；16.26亿元盈余公积转增国家资本金。本次变动后，公司注册资本为20.00亿元，公司已于2016年3月28日完成工商变更登记。2016年7月，中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）和中纺集团实施战略重组，中纺集团整体并入中粮集团，成为其全资子公司。2017年12月，公司改制为有限责任公司（法人独资），注册资本变更为52.89亿元。2018年7月4日，公司发布《中国中纺集团有限公司关于划转下属公司股权的公告》，拟将公司持有的下属子公司中纺粮油进出口有限责任公司（以下简称“粮油公司”）100%的股权及中纺油脂有限公司（以下简称“油脂公司”）100%的股权通过无偿划转或协议转让的形式划转给中粮集团或其下属公司。2019年4月1日，公司发布《中国中纺集团有限公司关于无偿划转中纺油脂公司股权的公告》，已将油脂公司100.00%股权无偿划转至中粮贸易有限公司（中粮集团持股100%），划转基准日为2018年12月31日。2018年中粮集团对公司增资7.70亿元。截至2019年3月底，公司注册资本为60.59亿元（最后一笔增资尚未完成工商变更登记），系由中粮集团全额出资，实际

控制人为国务院国资委。

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

截至2019年3月底，公司下设总经理办公室、战略投资部、财务部、人力资源部、审计与法律风控部、纪检监察部、党群工作部、离退休干部管理部8个职能部门，以及棉花事业部、福田公司、纺织服装事业部、资产管理公司及农业产业化部等业务管理架构，纳入合并范围内二级子公司22家。

截至2018年底，公司资产总额366.44亿元，所有者权益合计82.35亿元（含少数股东权益26.40亿元）；2018年，公司实现营业收入460.75亿元，利润总额1.68亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额327.02亿元，所有者权益合计84.07亿元（含少数股东权益19.67亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入114.63亿元，利润总额0.69亿元。

公司地址：北京东城区建国门内大街19号中纺大厦；法定代表人：栾日成。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2019年3月底，公司存续债券发行额度、使用状况和存续期等情况如下表所示。所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕。截至目前均正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2018年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018年,中国国内生产总值(GDP)90.0万亿元,同比实际增长6.6%,较2017年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行,为经济稳定增长创造了良好条件。2018年,中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元,收入同比增幅(6.2%)低于支出同比增幅(8.7%),财政赤字3.8万亿元,较2017年同期(3.1万亿元)继续增加。财政收入保持平稳较快增长,财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强;继续通过大规模减税降费减轻企业负担,支持实体经济发展;推动地方政府债券发行,加强债务风险防范;进一步规范PPP模式发展,PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度,保持市场流动性合理充裕。2018年,央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏,加强前瞻性预调微调,市场利率呈小幅波动下行走势;M1、M2增速有所回落;社会融资规模增速继

续下降,其中,人民币贷款仍是主要融资方式,且占全部社会融资规模增量的比重(81.4%)较2017年明显增加;人民币汇率有所回落,外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落,但整体保持平稳增长,产业结构继续改善。2018年,中国农业生产形势较为稳定;工业生产运行总体平稳,在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下,工业新动能发展显著加快,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,新动能发展壮大,第三产业对GDP增长的贡献率(59.7%)较2017年(59.6%)略有上升,仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年,全国固定资产投资(不含农户)63.6万亿元,同比增长5.9%,增速较2017年下降1.3个百分点,主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中,民间投资(39.4万亿元)同比增长8.7%,增速较2017年(6.0%)有所增加,主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式,使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看,全国房地产开发投资12.0万亿元,同比增长9.5%,增速较2017年(7.0%)加快2.5个百分点,全年呈现平稳走势;受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响,全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)14.5万亿元,同比增长3.8%,增速较2017年大幅下降15.2个百分点;制造业投资增速(9.5%)持续提高,主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大,消费结构不断优化升级。2018年,全国社会消费品零售总额38.10万亿元,同比增长9.0%,增速较2017

年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生

产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，

考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

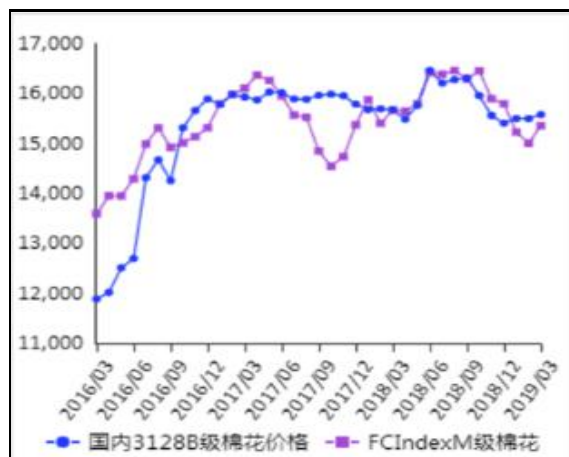
五、行业环境分析

2018年，中国棉花市场基本保持稳定，但不确定性因素增多，如中美贸易摩擦，纺织行业运行趋弱，原料需求有所下降；储备棉轮出有效满足纺织企业需求，库存已降至合理水平；新疆棉花目标价格改革继续实施，产量稳步增长。棉花配额增发，进口量大幅增加。

1. 棉花价格波动加大

中国棉花现货价格在2018年5月中旬至6月中旬出现大幅波动，之后稳步回落。年初，中国棉花价格指数CCIndex(3128B)，延续上一年年底的平稳走势，价格为15698元/吨；5月中旬受不利天气等因素影响快速上涨，6月4日达到全年最高点16900元/吨，之后回落；10月中旬后，随着新棉上市量的增加，降速有所加快，12月29日以15375元/吨报收，全年最低点。全年平均值为15879元/吨，同比下降47元。

图1 近年来中国棉花价格走势（单位：元/吨、%）



资料来源：中商情报网

注：国内价格为中国棉花价格指数（CC Index）3128B级棉花销售价格，国际价格为进口棉价格指数（FC Index）M级棉花到岸税后价（滑准税后）

2. 储备投放有序进行

2018年储备棉轮出自3月12日开始，至9

月30日结束，其间6月4日起交易仅限纺织用棉企业参与竞买。全年累计计划出库431.2万吨，实际成交250.6万吨，成交率58.1%。其中，新疆棉成交155.9万吨，占总成交量62.2%，地产棉成交94.7万吨，占比37.8%；从成交价格看，成交平均价格14770元/吨，折标准级（3128）价格16385元/吨。从企业类型看，本年度累计成交企业836家。其中纺织企业668家，成交190万吨；贸易商168家，成交61万吨。

3. 棉花生产进一步向新疆集中

据国家统计局最新公布的数据显示，2018年全国棉花产量609.6万吨，同比增加44.4万吨，增长7.8%。其中，新疆棉花产量511.1万吨，比上年增加54.5万吨，增长11.9%。新疆棉花产量占全国的83.8%，同比提高3个百分点。全国棉花种植面积增加为3352.3千公顷（5028.5万亩），比2017年增加157.6千公顷（236.4万亩），增长4.9%。分地区看，中国最大产棉区新疆的棉花种植面积比2017年增加273.9千公顷（410.8万亩），增长12.4%。其他地区受种植效益和种植结构调整等因素的影响，延续多年来生产萎缩的态势，棉花种植面积比2017年减少116.2千公顷（174.3万亩），下降11.9%。其中，长江流域棉区种植面积比2017年减少107.0千公顷（160.5万亩），下降22.4%。全国棉花单产有所提高，为1818.3公斤/公顷（121.2公斤/亩），比上年增加49.2公斤/公顷（3.3公斤/亩），增长2.8%。其中，长江流域单产增加45.7公斤/公顷（3.0公斤/亩），增长4.3%；黄河流域棉单产增加10.5公斤/公顷（0.7公斤/亩），增长0.9%。尽管新疆棉花单产比上年略减，减少7.6公斤/公顷（0.5公斤/亩），下降0.4%，但依然高达2051.5公斤/公顷（136.8公斤/亩），是其它棉区的1.8倍。

4. 棉花进口量大幅增加

为保障纺织企业用棉需要，2018年6月12日，增发棉花进口滑准税配额80万吨。据海关

统计，截至 11 月，2018 年累计进口棉花 136 万吨，同比增长 28.4%。其中，美国仍是中国最大的棉花进口来源国，占总进口量的 37.3%，其次是澳大利亚、印度、巴西、乌兹别克。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司为中粮集团全资控股子公司，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模

目前，公司是中粮集团旗下经营棉花贸易、纺织印染加工等业务的专业化公司，是维护国家棉花产业安全的主力军和棉花纺织市场调控的参与者。公司拥有完善的棉花市场网络体系，是中国最大的棉花贸易企业之一，是中国棉花交易市场发起人之一，进口棉花经营规模位居全国第一，在棉花收购、加工、仓储、物流及进出口等产业链各环节都有布局。公司拥有从纺织品初加工到终端服装等制成品经营的完整产业链。拥有大型纺织企业 4 个，棉纺锭近 50 万枚，无梭织机 517 台；针织印染基地 4 个（国内 3 个，海外 1 个），年产针织印染面料超过 10 万吨，位居亚洲前三；成衣经营量 2000 万件/年，出口额超过 2 亿美元。2018 年，公司棉花经营量 93.00 万吨，在全国棉花贸易企业中名列前茅。

总体看，公司在跟踪期内保持了棉花贸易行业的领先地位。

七、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等方面均无重大变化。

八、重大事项

资产划转暨股东增资

2018 年 7 月 4 日，公司公告称，为推动中粮集团内部资源整合，经中粮集团批准，公司

拟将其持有的下属粮油公司 100% 股权及油脂公司 100% 股权通过无偿划转或协议转让的形式划转给中粮集团或其下属公司。

表2 划转前后公司重要财务指标比较（单位：亿元）

项目	2018 年（划转前）	*2018 年（划转后）
资产总额	366.44	249.96
所有者权益	82.35	93.96
营业收入	460.75	257.15
利润总额	1.68	4.63

资料来源：公司审计报告及公司提供

注：*2018 年合并财务数据未经审计

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

2018 年 7 月，中粮集团对公司注入资本金 7.70 亿元。同时，为保证投资人利益，中粮集团出具《担保函》，对“15 中纺 MTN001”、“16 中纺 MTN001”和“16 中纺 MTN002”的本息偿付提供不可撤销的连带责任保证担保。截至目前，“15 中纺 MTN001”已到期兑付。

2019 年 4 月 1 日，公司发布《中国中纺集团有限公司关于无偿划转中纺油脂公司股权的公告》，已将公司持有的油脂公司 100.00% 股权无偿划转至中粮贸易有限公司，划转基准日为 2018 年 12 月 31 日，于 2019 年 4 月 28 日办理工商变更登记手续。

表3 粮油公司、油脂公司2018年度主要财务指标（单位：亿元）

项目	粮油公司	油脂公司
资产总额	64.05	93.86
所有者权益	-4.44	-3.17
营业收入	113.10	91.09
净利润	-2.04	-0.78

资料来源：公司提供

截至报告出具日，粮油公司 100% 股权划转事项尚未正式启动，产权变更登记及工商变更工作尚未进行。若上述划转全部完成，公司主营业务将由“粮、棉、油”三大主业转变为棉花和面料印染两大主业。届时，公司资产总额和收入规模将下降，权益和利润均有所上升，整体债务水平显著回落。未来，凭借公司在棉

花贸易行业长期积累的经验、控股股东中粮集团在粮、油、糖、棉四大主业产业链的全面布局，公司具备进一步整合和发展棉花贸易业务的潜力，综合竞争力有望得到提升。联合资信将持续关注上述事项进展。

九、经营分析

1. 经营概况

2018年，公司实现营业收入460.75亿元，同比增长18.24%，主要系纺织板块收入增长所致，实现营业毛利率6.46%，较上年基本持平。从业务构成来看，2018年公司粮油油脂业务、纺织业务（包含纺织原料板块、棉纺成衣板块和纺织印染板块）分别占营业收入的44.32%和55.25%，纺织业务占比略有提高。

2018年，公司纺织板块实现营业收入254.55亿元，同比增长27.77%，主要系棉花经

营量大幅提升所致，毛利率为6.33%，同比下降0.64个百分点。纺织业务中各业务毛利率基本保持稳定。

公司粮油油脂板块的经营主体主要为粮油公司和油脂公司。2016年7月，公司并入中粮集团后，粮油油脂板块由中粮集团统一整合管理。2018年6月，公司发布公告，拟将粮油公司和油脂公司全部股权通过无偿划转或协议转让的形式划转给中粮集团及其下属公司。故以下经营分析以纺织板块为主。

2019年1—3月，公司纺织板块实现收入81.08亿元，同比增长29.15%，主要是棉花经营量上升所致。当期，公司纺织板块总体毛利率为6.43%，同比增加1.84个百分点。

跟踪期内，公司纺织业务收入稳定增长，盈利能力保持稳定。

表4 公司营业收入构成表（单位：亿元、%）

业务构成	2017年			2018年			2019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
纺织业务	199.22	51.13	6.97	254.55	55.25	6.33	81.08	70.73	6.43
其中：纺织原料	115.33	29.60	4.45	169.52	36.79	4.14	61.60	53.74	4.87
棉纺成衣	23.36	5.99	8.35	20.20	4.38	8.94	5.80	5.06	10.07
纺织印染	60.53	15.53	11.25	64.82	14.07	11.25	13.68	11.93	11.95
粮油油脂	192.03	49.28	4.85	204.19	44.32	6.07	39.39	34.36	3.35
差额	-1.59	--	--	2.01	--	--	-5.84	--	--
合计	389.66	100.00	6.52	460.75	100.00	6.46	114.63	100.00	6.46

资料来源：公司提供

注：1. 占比合计即纺织业务和粮油油脂业务分别占公司营业收入的比例；2. 差额为少量其他业务或业务收入抵消

2. 纺织业务

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

（1）纺织原料

公司纺织原料板块以经营棉花贸易为主，还有少量羊毛和化纤贸易。2018年，公司纺织原料板块收入为169.52亿元，同比增长46.99%，主要由于棉花贸易收入增长的拉动，毛利率为4.14%，同比下降0.31个百分点。2018年，公司棉花经营量为93.00万吨，同比增加28.86万吨；棉花贸易收入144.06亿元，同比增长56.95%，占纺织原料板块收入的84.98%。

表5 纺织原料营业收入构成(单位:亿元、%)

业务板块	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
棉花	91.79	79.59	4.99	144.06	84.98	4.38
羊毛	9.61	8.34	2.87	6.82	4.02	4.36
化纤	4.98	4.31	0.73	6.33	3.73	2.88
其他	8.95	7.76	2.64	12.31	7.26	1.85
合计	115.33	100.00	4.45	169.52	100.00	4.14

资料来源:公司提供

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

表6 公司棉花经营情况(单位:万吨、亿元)

项目		2016年	2017年	2018年	2019年 1-3月
进口棉花	数量	9.29	8.19	8.00	8.30
	收入	10.79	11.86	10.70	11.50
内贸棉花	数量	22.73	55.95	85.00	29.50
	收入	28.08	79.13	133.36	42.20

资料来源:公司提供

近年来,棉花贸易中的内贸收入比重快速上升,外贸收入规模波动中略有回落。公司棉花外贸业务全部为进口业务,其中90%为自营,进口棉业务模式分为进口后人民币销售和转口及保税区美元销售,棉花进口业务全部是配额项下进口,每年需要根据国家政策确定配额数量;2018年,棉花公司进口棉花8.00万吨,实现进口收入10.70亿元,同比下降9.78%。棉花主要进口地区为美国、乌兹别克斯坦、西非、澳大利亚等。棉花进口业务中,公司的主要供应商为LOUIS DREYFUS COMPANY SUISSE SA、OLAM INTERNATIONAL LIMITED、COFCO AMERICAS RESOURCES CORP、ENGELHART CPT (SG) PTE. LTD. PAUL REINHART AG,合计占进口棉花金额的74.98%,集中度较高。进口采购结算方式为信用证和电汇,主要以信用证为主。在控制汇率风险方面,公司主要使用场外产品锁定部分外汇敞口。

棉花内贸业务属于充分竞争行业,且国内棉花初级加工略有过剩。中纺棉在新疆、济南、南京等国内棉花主产、销区均设立有办事处。国内棉花80%产自新疆,故公司棉花主要采购自新疆,以大包棉为主。从棉花内贸业务经营模式来看,代理业务较少,主要为自营。自营模式中,按采购模式又可以分为纯自营和合作经营,公司业务以合作经营为主。另外,按交易价格确定方式分类,公司的经营模式又可以分为期现货交易、合作套保和基差交易等。国内采购方面,2018年,公司前五名供应商合计占公司国内棉花采购总额的27.84%,集中度一般。采购结算以预付方式为主,账期一般为90天以内。另外,公司与新疆生产建设兵团棉麻公司签订了长期供货协议,形成长期稳定优质资源供应系统。

表7 2018年公司国内棉花贸易前五名供应商情况
(单位:万元、%)

供应商名称	采购金额	占比	关联方
中国储备棉管理有限公司	179515.99	10.68	否
新疆生产建设兵团棉麻公司	93906.37	5.59	否
新疆西部银力棉业(集团)有限责任公司	80050.13	4.76	否
和布克赛尔蒙古自治县新久棉业有限公司	67966.21	4.04	否
奎屯锦垦棉业有限公司	46604.91	2.77	否
合计	468043.61	27.84	--

资料来源:公司提供

在仓储方面,公司除1间自有仓库外,均使用全国棉花交易市场的监管库,由纤维检验局和全国棉花交易市场(新疆共有43个监管库)负责检验、入库、盘库、巡库及出库,货

权风险较低。配送模式为由公司负责将棉花运出新疆。运输方式以铁路为主，公路为辅。由于新疆铁路资源较为紧张，所以运输成为公司棉花经营量的决定性因素，2017年，中粮集团与新疆乌鲁木齐铁路局签订战略合作协议，获得每年50万吨的棉花货运量，物流能力大幅提升。

受益于公司棉花贸易量的规模化、与客户的长期协议对业务带来稳定供应以及物流能力的提升，2018年以来，公司内贸棉花经营量持续快速增长。2018年，公司内贸经销棉花85.00万吨，同比增长51.92%，实现收入133.30亿元，同比增长68.46%。2019年1—3月，公司内贸经销棉花量同比增长7.19%至29.50万吨，实现销售收入42.20亿元，同比增长8.21%。销售集中度方面，公司前五大客户销售占比为24.42%，集中度一般。公司销售结算主要以预收方式为主，无账期。

表8 2018年公司棉花业务前5名客户情况(单位:万元、%)

客户名称	销售额	占比
魏桥纺织股份有限公司	140265.53	9.74
新疆锦棉业股份有限公司	97085.98	6.74
路易达孚(中国)贸易有限责任公司	41593.03	2.89
新疆昌恒纺织有限责任公司	36353.92	2.52
新疆银力棉业股份有限公司	36324.29	2.52
合计	351622.74	24.42

资料来源:公司提供

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

其他原料贸易方面，公司2018年羊毛业务收入为6.82亿元，化纤业务收入6.33亿元。其他原料板块经营主体为中纺原料进出口有限公司(以下简称“原料公司”)和中纺原国际贸易有限公司(以下简称“中纺原”)。原料公司主要从事羊毛、化纤、粘胶等进口、加工和销售业务，以代理贸易为主。原料公司经营的澳毛

和乌拉圭毛业务规模连续多年居行业领先地位。

羊毛进口业务方面，原料公司主要从澳大利亚、乌拉圭、新西兰等国进口羊毛，销往江浙、河北等地区。2018年，原料公司销售进口羊毛1.38万吨，实现销售额6.82亿元；化纤业务方面，2018年，原料公司销售化纤11.12万吨。

(2) 棉纺成衣、纺织印染

公司棉纺业务分别由浙江春江轻纺集团有限责任公司(以下简称“春江公司”)、诸城市中纺金旭纺织有限公司(以下简称“金旭公司”)、诸城市中纺金维纺织有限公司(以下简称“金维公司”)等子公司负责运营；成衣业务分别由中纺国际服装有限公司(以下简称“国际公司”)、中纺利特华贸易有限公司(以下简称“利特华公司”)和中纺东方贸易有限公司(以下简称“东方公司”)共计3家子公司负责运营。

2018年，公司棉纺加工生产能力为纱锭34万锭，纱线2.70万吨/年，坯布2797万米。2018年，公司棉纺成衣业务收入20.20亿元，较上年下滑13.53%，主要系受中美贸易摩擦影响，公司出口业务受阻所致；2018年，在原材料价格上升的情况下，各子公司通过改善产品结构，增加产品附加值，技术改造、管理创新、减员增效、节能降耗等措施使得棉纺成衣板块毛利率小幅增长至8.94%。2019年一季度，棉纺成衣业务收入为5.80亿元，同比小幅增长；毛利率为10.07%。

纺织印染业务主要由公司下属子公司福田实业(集团)有限公司(以下简称“福田实业”)负责运营。福田实业为一家世界最大及历史悠久的针织面料生产商之一，通过针织、染色、印花、整理及成衣制造等高度垂直综合服务为许多知名服装零售商和品牌制造针织面料及成衣。2018年公司纺织印染业务收入64.82亿元，同比增长7.09%，主要系福田实业调整策略吸纳更多现有客户面料订单及开拓美国、日本及欧洲的新客户所致；毛利率与上年持平。2019

年1—3月，公司纺织印染业务实现收入13.68亿元。经过近几年的改革，2018年，福田实业初步形成了以“精、优、特”为标志的三大主力面料生产基地，分别位于江阴、沙田和盐城，生产能力分别为月产1250万磅、750万磅和450万磅成品面料。作为针织面料生产商，福田实业的面料产品主要在美国、欧洲及中国等市场销售，客户大多为国际知名的成衣品牌及零售商。

3. 粮油油脂

2016年7月，公司整体并入中粮集团，成为中粮集团旗下经营棉花贸易、纺织印染加工等业务的专业化公司，其粮油油脂板块由中粮集团统一整合管理，有利于发挥协同效应，增强竞争力。

公司粮油板块进口大豆和菜籽加工模式主要为：本部进口——转售至下属压榨公司——下属压榨公司加工压榨——两大主要产成品油类和粕类对外销售，少量进口大豆直接销售至体系外进行贸易。

粮油板块采购进口大豆和菜籽主要分为两种渠道：一是通过粮油（香港）子公司向邦基、嘉吉等国际四大粮商进口；二是本部直接在港口从大宗商品贸易企业和物流公司采购。由于大豆等大宗商品价格波动幅度较大，公司采购前通常会比较进口与国内港口直采的成本价格及运输时间等，一般进口与港口直采的比例为2:1。

2019年4月底，公司完成油脂板块划出工商变更登记手续，未来随着粮油板块划转完成，公司将聚焦棉花主业。

(1) 进口业务

公司粮油油脂板块的进口业务指公司从境外购进大豆、毛豆油和棕榈油等产品并在国内进行销售，主要由下属粮油公司和油脂公司负责开展。公司进口大豆全部用于自营大豆、菜籽压榨。

表9 近年公司进口产品情况表（单位：万吨、元/吨）

项目	2017年		2018年		2019年1-3月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
大豆	317	2884	246	2967	204	2832
菜籽	95	3455	63	3483	13	3567

资料来源：公司提供

进口油料方面，除大豆外，公司还从国外采购棕榈油、菜籽，采取部分直接销售，部分经过加工后进行销售的销售模式。

(2) 压榨业务

压榨业务是指将进口或收购大豆、菜籽等油籽压榨成大豆油、菜籽油并对外销售的业务流程。同时，大豆经压榨提取豆油后还会得到豆粕等副产品，公司也通过销售豆粕等副产品增加收入。目前，压榨业务已经成为公司粮油油脂业务的核心。

表10 近年公司大豆、菜籽压榨量（单位：万吨）

项目	2017年	2018年	2019年1-3月
大豆	307	242	106
菜籽	92	54	11

资料来源：公司提供

表11 近年公司大豆、菜籽压榨产能（单位：万吨）

项目	2017年	2018年	2019年1-3月
大豆	450	380	380
菜籽	120	120	120

资料来源：公司提供

4. 经营效率

从经营效率指标看，公司2018年销售债权周转次数为30.21次，同比上升3.35次；存货周转次数及总资产周转次数分别为2.70次及1.23次，同比均有所上升。

十、财务分析

公司提供的2018年财务报表经信永中和会计师事务所会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留的审计意见，公司2019年一季度财务报表未经审计。

截至 2018 年底，公司纳入合并范围的二级子公司 23 家，较 2017 年底减少 2 家（中纺资本有限公司和保定中纺依棉纺织有限公司）。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围较 2018 年底减少 1 家，即油脂公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 366.44 亿元，所有者权益合计 82.35 亿元（含少数股东权益 26.40 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 460.75 亿元，利润总额 1.68 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 327.02 亿元，所有者权益合计 84.07 亿元（含少数股东权益 19.67 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 114.63 亿元，利润总额 0.69 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降。截至 2018 年底，公司资产总额为 366.44 亿元，同比下降 4.96%，主要为流动资产的下降。截至 2018 年底，公司流动资产占 82.22%，非流动资产占 17.78%，资产构成以流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产 301.30 亿元，同比下降 4.15%；构成以货币资金（占 9.31%）、预付款项（占 29.04%）及存货（占 46.17%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 28.05 亿元，同比下降 5.35%，其中，银行存款占 94.29%，是货币资金主要组成部分。截至 2018 年底，公司货币资金中受限部分 1.31 亿元，主要为各类保证金。

公司应收账款主要是应收货款。截至 2018 年底，公司应收账款账面余额为 15.18 亿元，共计提坏账准备 2.48 亿元，账面价值 12.70 亿元，同比增长 34.36%，主要系业务规模扩大所致。其中，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额为 11.44 亿元，占应收账款账面总额的 75.40%；从账龄结构来看，账龄在 1 年以内的占 90.37%，账龄 3 年以上的占 9.41%，整体账龄较短；共计提坏账准备 1.10 亿元，计提比例为 9.62%，较为充分。2018 年转回或收回的坏账准

备为 0.28 亿元，实际核销的应收账款为 0.14 亿元。整体看，公司的应收账款回收较为及时，且与公司进出口贸易的行业性质相符。

表 12 截至 2018 年底公司应收账款前五名情况

(单位: 亿元、%)

客户名称	欠款金额	占比
中粮油脂（钦州）有限公司	2.00	13.18
益力坚实业有限公司	0.82	5.42
益力坚（澳门离岸商业服务）有限公司	0.71	4.65
天津宏博商贸有限公司	0.61	3.99
李宁（中国）体育用品有限公司	0.50	3.34
合计	4.64	30.58

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司预付款项为 87.49 亿元，同比大幅增长 60.65%，主要系棉花采购规模大幅增加所致；从账龄上看，1 年以内的占 97.87%，整体账龄短。按欠款方归集的期末余额前五名的预付款项金额合计 7.80 亿元，占预付账款合计的比例为 8.79%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司其他应收款（主要为期货保证金）为 18.97 亿元，较 2017 年底减少 10.79 亿元，主要系临储粮差价补贴及利息减少所致。从构成来看，账面余额中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款 4.47 亿元，中粮集团内部往来 2.44 亿元，政策性其他应收款（包含临储粮销售价差及利息补贴及仓储费、保管费补贴等）3.38 亿元及期货保证金为 12.16 亿元。截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额 24.40 亿元，共计提坏账准备 5.43 亿元，其中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额 4.47 亿元，主要债务人为大连华农物流有限公司，因财务状况不良，无法收回，已全额计提坏账准备。

表 13 截至 2018 年底公司其他应收款前五名情况

(单位: 亿元、%)

客户名称	欠款金额	比例
南华期货股份有限公司	3.60	14.74
大连华农物流有限公司	3.03	12.41
国投安信期货有限公司	2.51	10.28
中粮贸易有限公司	2.03	8.3
银河期货有限公司	1.27	5.20
合计	12.43	50.93

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司存货账面价值为139.11亿元，同比下降22.99%，主要系临储玉米出库所致；主要构成为库存商品（产成品，占88.33%）；共计提存货跌价准备5.00亿元。总体看，公司库存商品较多，存在减值风险，但考虑到大部分仓储受国家控制，故风险责任较轻。

截至2018年底，公司其他流动资产为8.81亿元，同比增加3.25亿元，主要系套期工具增加所致。公司其他流动资产主要由待抵扣进项税及套期工具构成。

截至2018年底，公司非流动资产为65.15亿元，以可供出售金融资产（占10.01%）、长期股权投资（占11.11%）、固定资产（占57.16%）和无形资产（占14.03%）为主，结构基本与上年底相同。

公司可供出售金融资产主要是可供出售权益工具及其他（基金、信托以及理财产品），以公允价值计量。截至2018年底，公司可供出售金融资产6.52亿元，同比下降45.99%，主要系投资规模减少所致。

表 14 截至 2018 年底公司可供出售金融资产情况(单位: 亿元)

项目	公允价值
可供出售权益工具	2.62
其他	3.90
合计	6.52

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司固定资产账面原值94.83亿元，主要由房屋建筑物（占42.22%）及机器设备（占46.64%）构成，累计折旧51.06亿元，计提减值准备6.54亿元，账面价值为37.23亿元，较上年变动不大。

截至2018年底，公司无形资产9.14亿元，主要由土地使用权（占92.37%）构成。

截至2019年3月底，公司资产总额327.02亿元，较2018年底下降10.76%，主要系油脂公司划出所致；其中流动资产占85.01%，非流动资产占14.99%，流动资产占比小幅上升。截至2019年3月底，公司预付款项为64.62亿元，较上年

底下降26.14%，主要由于棉花公司预付的棉花货款转为存货并已实现销售；存货为110.02亿元，较2018年底下降20.91%，其他应收款为45.57亿元，较2018年底增加26.60亿元，主要系期货保证金增加及与油脂公司的往来款（25.99亿元）增加所致。

总体看，由于临储玉米的出库以及油脂公司的划出，公司资产总额持续回落，资产以流动资产为主；流动资产中存货和预付款项规模较大，占用营运资金。整体看，公司整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益为82.35亿元，同比增长14.09%，主要系实收资本及其他综合收益增加所致。

截至2018年底，公司实收资本为60.59亿元，同比增加7.70亿元，主要系中粮集团增资所致。截至2018年底，公司其他综合收益为2.29亿元，同比增加2.84亿元，主要系现金流量套期损益的有效部分增加所致。

截至2019年3月底，公司所有者权益84.07亿元，较2018年底增长2.08%，其中，其他综合收益较2018年底减少1.67亿元至0.62亿元，未分配利润为-7.70亿元，较2018年底增加10.16亿元，主要系油脂公司划出所致。

跟踪期内，公司实收资本有所增长，权益稳定性有所提高，未分配利润仍然为负。

(2) 负债

跟踪期内，公司负债规模有所下降。截至2018年底，公司负债合计284.09亿元；其中流动负债占97.56%，非流动负债占2.44%。

截至2018年底，公司流动负债合计277.16亿元，主要以短期借款（占49.32%）、应付账款（占15.56%）及预收款项（占18.12%）为主。

截至2018年底，公司短期借款136.70亿元，同比减少43.14亿元，主要系粮油公司贸

易形式变更，到期偿还短期借款 22.07 亿元，公司棉花规模扩大，增加短期借款 25.10 亿元，油脂公司临储出库，减少短期借款 43.13 亿元综合作用所致；主要构成为信用借款（占 82.12%）和保证借款（占 16.65%）。

截至 2018 年底，公司应付账款为 43.13 亿元，同比大幅增长 91.84%，主要系粮油公司采购增加所致，账龄在 1 年以内的占 96.13%。

表 15 截至 2018 年底公司应付账款前五名情况

(单位: 亿元、%)

客户名称	欠款金额	比例
China Agri Oils Trading Limited	33.72	78.18
中粮四海丰(张家港)贸易有限公司	1.38	3.19
新疆生产建设兵团棉麻公司	1.28	2.96
和布克赛尔蒙古自治县新久棉业有限公司	0.97	2.26
榆树市天赋源粮食收储有限公司	0.86	2.00
合计	38.21	88.59

资料来源: 公司提供

截至 2018 年底，公司预收账款为 50.23 亿元，同比增长 18.57%，主要系 2018/2019 年度棉花贸易增加所致。

公司其他应付款主要为往来款、预提费用及保证金、押金等款项。截至 2018 年底，公司其他应付款为 13.35 亿元，同比下降 34.89%，主要系 2018 年第四季度开始油脂公司向中粮贸易有限公司筹集借款资金做收购业务所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 6.93 亿元，同比下降 74.41%，主要系应付债券下降（“16 中纺 MTN001”及“16 中纺 MTN002”将于 2019 年到期，故转至一年内到期的非流动负债核算）所致；主要构成为长期借款（占 38.41%）、预计负债（占 19.04%）及递延所得税负债（占 34.07%）。

截至 2018 年底，公司长期借款金额为 2.66 亿元，同比下降 0.81 亿元，构成以保证借款为主（占 99.65%）。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 242.95 亿元，由于油脂公司的划出，负债较 2018 年底下降 14.48%；从结构来看，流动负债占 97.32%，非流动负债占 2.68%。

截至 2019 年 3 月底，公司应付账款为 63.80 亿元，较上年底增加 20.67 亿元，主要系进口集中到货，远期信用证未付款形成的应付账款；预收款项 22.37 亿元，较上年底下降 55.45%，主要是陆续确认了棉花预收款收入。

债务负担方面，截至 2018 年底，公司全部债务总额为 167.74 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 98.40%和 1.60%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 137.47 亿元，较 2018 年底有所下降；其中短期债务 134.15 亿元，占 97.59%；长期债务 3.31 亿元，占 2.41%，短期债务占比高。

从债务指标来看，2018 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 77.53%、67.07%及 3.16%。截至 2019 年 3 月底，公司上述三项指标分别为 74.29%、62.05%和 3.79%。

总体看，公司债务负担偏重，以短期债务为主，存在一定短期偿付压力；考虑到短期债务中大部分为政策性临储贷款，整体偿债压力尚可。

3. 盈利能力

2018 年，公司营业收入为 460.75 亿元，同比增长 18.24%；同期公司营业成本为 430.99 亿元，同比增长 18.33%，与营业收入的增长程度基本一致。

2018 年，公司期间费用总额为 25.53 亿元，同比增长 28.14%，主要系销售费用和财务费用增长所致。2018 年公司销售费用 9.83 亿元，同比增加 2.75 亿元，主要系油脂公司业务规模增长所致；财务费用 6.01 亿元，同比增加 1.91 亿元，主要系汇兑损失增加 1.45 亿元所致。2018 年，公司期间费用占营业收入的比重为 5.54%。

2018 年，公司资产减值损失为 4.23 亿元，同比增加 3.95 亿元，主要系粮油、油脂板块本期确认存货跌价损 3.74 亿元所致。

2018 年，公司其他收益（出疆棉花运费补贴等各类补贴款）为 0.45 亿元；投资净收益 0.40

亿元，同比下降71.16%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益同比下降所致；公允价值变动净收益0.65亿元；资产处置收益0.87亿元（其中，固定资产处置收益0.39亿元，无形资产处置收益0.48亿元）；营业外收入（固定资产报废收益、罚没收入等）为0.69亿元。

2018年，公司利润总额为1.68亿元，较2017年降幅较大，主要是期间费用增长较快及资产减值损失规模较大所致。

2018年，公司营业利润率为6.21%，与上年基本持平；受期间费用和减值损失增加的影响，公司净利润降幅明显，净资产收益率和总资产收益率均呈下滑态势，分别为0.15%和2.01%，同比分别下降7.44个百分点和1.45个百分点。

2019年1—3月，公司实现营业收入114.63亿元，同比增长13.62%；营业利润率为5.90%，同比增加0.69个百分点。2019年1—3月，公司期间费用占营业收入的比重为3.40%，较上年同期小幅下降0.51个百分点，其中管理费用1.63亿元（含研发费用0.05亿元），同比下降21.26%，主要系油脂板块划出所致。资产减值损失为2.11亿元，主要是粮油公司计提的存货跌价损失。

总体看，跟踪期内，公司收入规模不断增长，营业利润率保持稳定，期间费用及资产减值损失侵蚀利润。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2018年，随着公司营业收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金与经营活动现金流入量均快速增长，分别为533.15亿元和651.76亿元。2018年，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增长7.58%，经营活动现金流出同比增长22.13%，2018年上述两项金额分别为462.95亿元和586.86亿元。公司收到和支付其他与经营活动有关现金主要是期货保证金，2018年分别为115.42亿元和102.90亿元。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为64.90亿元，相比上年同期的

-11.88亿元显著回升，主要系当年临储玉米出库完成销售所致。

从收入实现质量来看，2018年，公司现金收入比为115.71%，较上年增加8.60个百分点，收入实现质量提升较好。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入量为14.72亿元，同比下降32.08%，以收回投资收到的现金为主；公司投资活动现金流出为10.79亿元，以投资支付的现金为主。公司投资支付的现金和收回投资收到的现金主要由下属公司购买和出售基金构成。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为3.93亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入为198.23亿元，同比下降21.88%（其中，取得借款收到的现金为175.00亿元）。公司筹资活动现金流出为265.96亿元，同比增长10.04%，其中偿还债务支付的现金为226.46亿元。2018年公司筹资活动现金流量净额为-67.73亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流入量132.55亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金123.21亿元，经营活动现金流量净额为-17.61亿元，同比大幅减少37.16亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长所致；公司投资活动现金流量净额为-0.21亿元；同期，公司筹资活动以取得借款、收到其他与筹资活动有关的现金和偿还债务为主，产生的现金流量净额为30.19亿元。当期，公司现金收入比为107.48%。

跟踪期内，由于棉花经营量大幅提升及临储玉米出库完成销售，公司2018年经营活动现金净流入显著好转，收入实现质量较好；投资活动以基金投资活为主，资金缺口较小。

5. 公司本部财务分析

截至2018年底，公司本部（母公司）资产总额为90.14亿元（包括货币资金0.56亿元、其他应收款60.36亿元和长期股权投资24.64

亿元)，负债总额为 32.95 亿元（包括短期借款 8.50 亿元和一年内到期的非流动负债 20.00 亿元），所有者权益 57.19 亿元。2018 年，实现收入 0.89 亿元，利润总额-3.18 亿元。综合分析，公司本部资产构成以往来款和对下属企业的长期股权投资为主，债务总量相对较高，考虑到公司股东中粮集团可以通过下属财务公司以授信方式对公司提供流动性支持，公司本部短期偿债压力可控。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2018年底，受公司存货占比大影响，公司流动比率与速动比率相差较大，分别为108.71%和58.52%。公司经营现金流动负债比为23.42%。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率分别为117.58%和71.05%。考虑到短期债务中大部分为政策性临储贷款，公司实际债务负担可控。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为11.78亿元；公司EBITDA利息倍数及全部债务/EBITDA分别为2.40倍和14.24倍，公司长期偿债能力较弱。

截至2019年3月底，公司不存在对合并范围之外企业的担保。

截至2019年3月底，公司共获银行授信额度292.08亿元，其中未使用授信额度253.16亿元，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2019年6月6日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司贸易主业易受贸易品种价格波动影响，但是考虑到公司作为中国最大的棉花贸易商之一，在政策支持、经营规模、销售渠道、从业经验等方面具有显著优势，且公司并入中

粮集团后，在资金等方面受到股东的有力支持，有利于公司抵御市场价格波动风险能力的增强。总体看，公司抗风险能力很强。

十一、存续债券偿债能力分析

截至目前，公司存续债券余额合计 35.00 亿元，全部为一年内到期的债券。

截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产为 53.04 亿元，为一年内到期债券余额的 1.52 倍，保障能力较强。

表16 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	余额	存续期
19中纺集SCP002	10.00	2019/3/4-2019/6/4
19中纺集SCP003	5.00	2019/5/23-2019/8/23
16中纺MTN001	10.00	2016/8/23-2019/8/25
16中纺MTN002	10.00	2016/10/24-2019/10/26
合计	35.00	--

资料来源：联合资信整理

表17 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2018年
一年内到期债券余额	35.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.76
经营活动现金流入量/应付债券余额	--
经营活动现金流净额/应付债券余额	--
EBITDA/应付债券余额	--

资料来源：联合资信整理

十二、担保方分析

中粮集团前身是华北对外贸易公司，于 1949 年在天津成立。后经多次分设、合并，于 2007 年 3 月 2 日更为现名。截至 2019 年 3 月底，注册资本 119.20 亿元，国务院国有资产监督管理委员会为公司唯一股东及实际控制人。

中粮集团自成立之日起，一直是调剂国内粮、油、糖等大宗贸易余缺的主渠道，是参与国家宏观经济调控的骨干企业。多年以来，中粮集团依托自身市场化经营能力，积极参与和服务国家粮食宏观调控，聚集粮、油、糖、棉核心主业，通过全球布局建设，已经在南北美洲、澳大利亚、黑海等世界粮食核心产区建设了仓储、码头、物流设施等一批战略资源，经

营网络覆盖全球主要产区和销区，有利于充分利用“两个市场，两种资源”、服务国家粮食安全和食品安全战略，在行业地位、经营规模及品牌知名度等方面形成很强的竞争优势。

中粮集团在做强做优做大粮、油、糖、棉核心业务的同时，建立了食品、金融和地产三大主营业务。具体来看，中粮集团主要涉及粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流等相关服务，食品加工、制造及销售，酒店、房地产开发经营业务以及金融及其他四大业务分部。2018年以来，中粮集团持续推进资产专业化重组与结构调整，梳理业务逻辑，将以往相对分散的资产与管理职能按照专业化公司（平台）设计整合，形成中粮国际、中粮贸易、中粮粮谷、中粮油脂、中粮糖业、中国纺织、中粮置地、中粮资本等18个专业化公司。

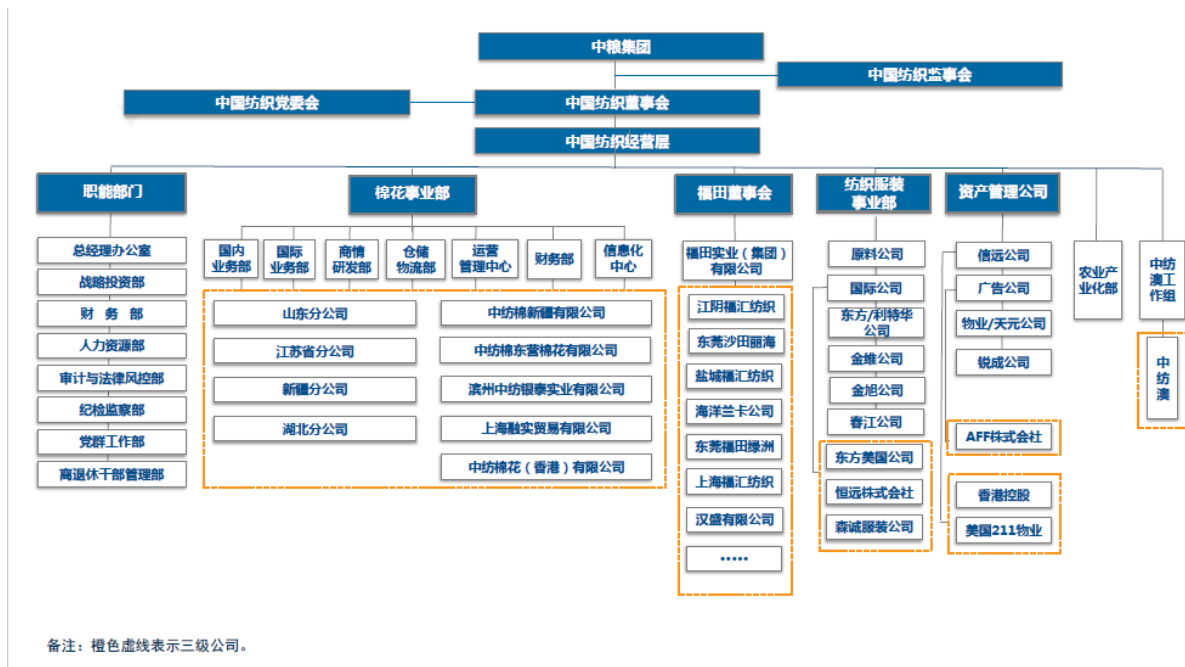
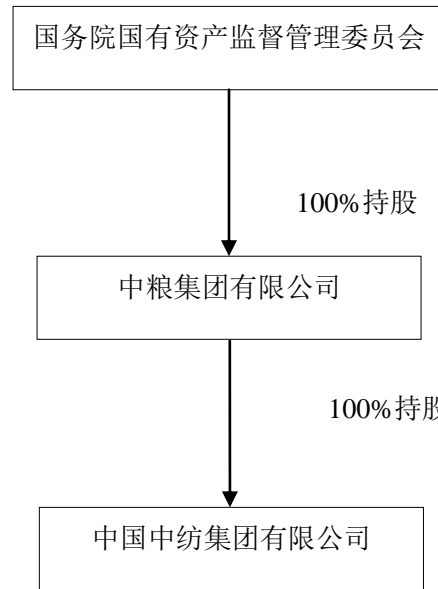
截至2018年底，中粮集团（合并）资产总额5606.35亿元，所有者权益1660.44亿元（其中少数股东权益844.86亿元）；2018年实现营业总收入4711.20亿元，利润总额128.83亿元。截至2019年3月底，中粮集团（合并）资产总额5738.64亿元，所有者权益1673.41亿元（含少数股东权益849.48亿元）；2019年1—3月，实现营业总收入1200.78亿元，利润总额41.69亿元。

“16中纺MTN001”和“16中纺MTN002”由中粮集团提供不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评估，中粮集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，担保实力极强。总体看，中粮集团对“16中纺MTN001”和“16中纺MTN002”提供的担保增强了“16中纺MTN001”和“16中纺MTN002”本息偿还的安全性。

十三、结论

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

附件 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 截至 2019 年 3 月底纳入合并范围二级子公司

(单位: 万元、%)

序列	公司名称	业务性质	实收资本	持股比例
1	中纺棉花进出口有限公司	贸易	8595.09	100.00
2	中纺棉国际贸易有限公司	贸易	5000.00	100.00
3	中纺粮油进出口有限责任公司	贸易	39847.00	100.00
4	中纺原料进出口有限公司	贸易	10643.29	100.00
5	中纺原国际贸易有限公司	贸易	5000.00	100.00
6	浙江春江轻纺集团有限责任公司	纺纱加工	4346.14	51.80
7	中纺国际服装有限公司	贸易	5000.00	100.00
8	中纺东方贸易有限公司	贸易	2159.00	100.00
9	中纺利特华贸易有限公司	贸易	800.00	100.00
10	中纺信远资产管理有限公司	服务	1000.00	100.00
11	廊坊中纺天元投资有限公司	服务	1000.00	100.00
12	保定新宇服务大厦有限公司	酒店服务	3024.00	100.00
13	《时尚芭莎》杂志社有限公司	期刊	50.00	100.00
14	《男人装》杂志社有限公司	期刊	50.00	100.00
15	中纺物业管理有限公司	物业管理	1000.00	100.00
16	锐成投资管理有限公司	服务	6000.00	100.00
17	中纺(香港)控股有限公司	贸易经纪与代	UK1000.00	100.00
18	美国211 物业有限公司	物业管理	USD140.00	100.00
19	中纺锦辉投资管理有限公司	项目投资	200.00	100.00
20	中纺广告展览有限公司	服务	500.00	100.00
21	诸城市中纺金旭纺织有限公司	棉纺纱加工	2600.00	100.00
22	诸城市中纺金维纺织有限公司	棉纺纱加工	6000.00	80.00

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.69	33.97	32.07	53.04
资产总额(亿元)	364.82	385.56	366.44	327.02
所有者权益(亿元)	69.28	72.18	82.35	84.07
短期债务(亿元)	187.51	196.32	165.05	134.15
长期债务(亿元)	33.48	23.51	2.69	3.31
全部债务(亿元)	220.99	219.82	167.74	137.47
营业收入(亿元)	356.44	389.66	460.75	114.63
利润总额(亿元)	4.06	6.60	1.68	0.69
EBITDA(亿元)	18.83	15.31	11.78	--
经营性净现金流(亿元)	-32.99	-11.88	64.90	-17.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.12	26.86	30.21	--
存货周转次数(次)	2.13	2.04	2.70	--
总资产周转次数(次)	1.05	1.04	1.23	--
现金收入比(%)	112.69	107.11	115.71	107.48
营业利润率(%)	6.12	6.24	6.21	5.90
总资本收益率(%)	4.16	3.46	2.01	--
净资产收益率(%)	4.16	7.59	0.15	--
长期债务资本化比率(%)	32.58	24.57	3.16	3.79
全部债务资本化比率(%)	76.13	75.28	67.07	62.05
资产负债率(%)	81.01	81.28	77.53	74.29
流动比率(%)	114.07	109.81	108.71	117.58
速动比率(%)	45.71	46.71	58.52	71.05
经营现金流动负债比(%)	-12.78	-4.15	23.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.05	3.32	2.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.73	14.36	14.24	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中的融资租赁款已调整至长期债务

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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