

跟踪评级公告

联合[2016] 1999 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“15 中纺 MTN001”的信用等级为 AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年八月十六日



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>

中国中纺集团公司中期票据跟踪评级报告

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
15中纺MTN001	10亿元	2015/09/09-2018/09/09	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2016年8月16日

财务数据

项目	2013年	2014年	2015年	16年6月
现金类资产(亿元)	33.77	31.40	44.32	33.31
资产总额(亿元)	267.26	252.75	312.62	347.44
所有者权益合计(亿元)	81.69	84.41	85.76	87.02
长期债务(亿元)	38.70	18.28	18.62	13.03
全部债务(亿元)	105.64	103.31	196.09	240.91
营业收入(亿元)	467.82	504.06	395.70	148.54
利润总额(亿元)	7.01	7.25	-0.42	1.92
EBITDA(亿元)	15.93	16.97	4.73	--
经营性净现金流(亿元)	22.49	17.99	-43.62	-48.87
营业利润率(%)	3.22	3.10	5.17	6.08
净资产收益率(%)	6.09	5.62	-2.96	--
资产负债率(%)	69.43	66.60	72.57	74.95
全部债务资本化比率(%)	56.39	55.03	69.57	73.46
流动比率(%)	133.59	119.25	110.31	107.13
全部债务/EBITDA(倍)	6.63	6.09	41.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	3.36	0.94	--
经营现金流流动负债比(%)	15.60	12.17	-21.20	--

注: 1.2016年上半年财务数据未经审计;
2.现金类资产中已剔除使用受限的货币资金;
3.其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部债务。

分析师

王晴 刘然
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,公司在经营规模、政策支持等方面优势明显。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到中国油脂油料加工行业产能过剩、大豆及部分贸易产品市场价格波动大,公司贸易业务价格风险转嫁能力较弱、非经营性收益对公司利润影响大等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

按照国资委对公司主业的定位以及公司中长期战略发展规划,公司向以贸易为基础,同时具有较强生产加工能力、上下游延伸衔接的生产供应商转型,有助于提升公司抗风险能力和行业竞争力。

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“15中纺MTN001”AA⁺的信用等级。

优势

1. 公司是中国最大的棉花贸易商、领先的大豆加工贸易商和羊毛贸易商,在经营规模、行业地位等方面优势明显。
2. 公司经营历史悠久,行业经验丰富,营业收入保持稳步增长。
3. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对“15中纺MTN001”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. 公司盈利能力受贸易品种价格波动影响加大,风险转嫁能力较弱;且公司非经营性收益对公司利润影响大。

3. 跟踪期内北粮南运政策的取消导致公司 2015 年以来收入规模下降。
4. 2015 年，公司资产减值损失 2.72 亿元，形成亏损，主要是中纺澳大利亚公司的集中计提减值所致。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、本跟踪评级结果自发布之日起一年内有效；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“15中纺 MTN001”的跟踪评级安排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。公司实收资本全部由国家资本组成。截至2016年6月底，公司注册资本20亿元（其中包括于2007年退出合并范围的河南棉花公司注册资本1504.70万元及2014年退出合并范围的中纺湖北棉花进出口公司注册资本4102.80万元，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2015年9月底公司持股35.94%），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。

公司主业经营范围包括纺织原料、纺织品、油料贸易及物流相关产品研发及生产。

截至2015年底，公司拥有26家二级控股子公司。目前公司下设战略发展部、财务部、人力资源部、办公室、审计部、信息部、风控部、资产管理部、党群工作部、法律部等10个职能部门，以及风险管理委员会、投资管理委员会、薪酬绩效管理委员会等3个专业委员会。

截至2016年6月底，公司拥有员工7531人（不含福田实业）。

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

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

公司地址：北京东城区建国门内大街19号中纺大厦；法定代表人：赵博雅。

三、宏观经济和政策环境

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

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年

名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年底，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

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。

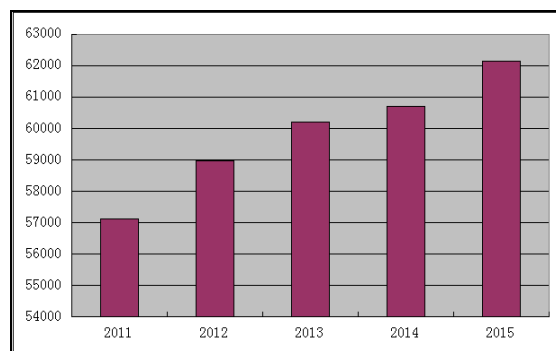
1. 粮食贸易

农业是中国国民经济的基础，也是社会稳定的基础。中国作为一个发展中国家和人口大国，粮食问题关系到国计民生和社会稳定。在中国，粮食是战略物资。

2004~2015 年以来，中国粮食产量实现连续十一年增产，其中 2008~2015 年连续 6 年稳定在 5 亿吨以上，主要是受粮食播种面积不断扩大和单产量持续提高等影响。2015 年中国粮食总产量 62143 万吨，比上年增加 1433 万吨，增产 2.4%。从三大粮食品种看，2015 年全国稻谷产量 20824 万吨，增产 0.88%；小麦产量 13018 万吨，增产 3.18%；玉米产量 22458 万吨，增产 4.13%，玉米成为中国第一大粮食作物品种。

尽管国内粮食生产已经实现连续十年以上增产，但国内耕地、淡水等资源要素逐渐缩减，而且粮食产量的增加赶不上需求的快速增长和结构的不断变化，随着人口增加、人民生活水平提高，特别是城镇化加快推进，粮食需求将继续刚性增长，紧平衡将是国内粮食安全的长期态势。

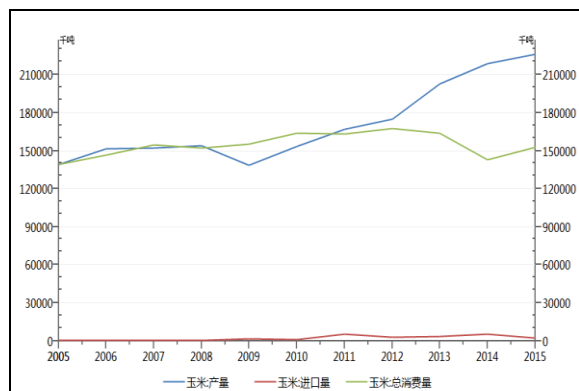
图 1 2011~2015 年中国粮食总产量
(单位：万吨)



数据来源：国家统计局

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。

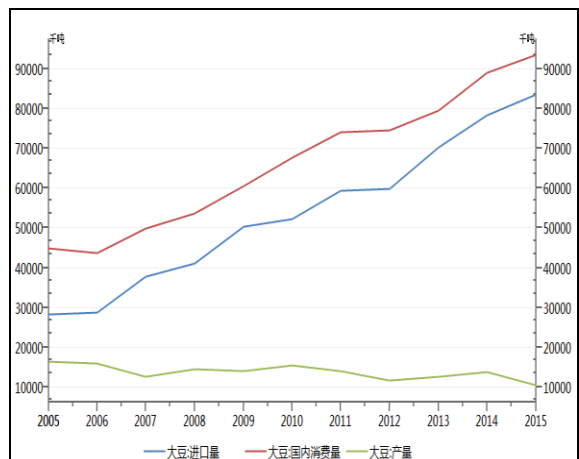
图2 2005~2015年国内玉米需求与进口量
(单位: 千吨)



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。

图3 2005~2015年国内大豆需求与进口量
(单位: 千吨)



数据来源: Wind 资讯

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。

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

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

近年来随着中国经济的高速发展，粮食需求大幅增加，不少国内农产品供求基本面发生重大变化，对外依存度提高，如每年大豆压榨需求7000万吨，其中5500万吨来自国外（主要进口自美国、巴西），大豆消费对外依存度达

80%，而玉米消费随着饲料消费的稳定增加及玉米深加工需求的大幅增加，出现供不应求的局面。

2. 油脂加工贸易

(1) 行业概况

油料是油脂制取工业的原料，油脂工业通常将含油率高于10%的植物性原料称为油料。国际上普遍使用的油料有大豆（大豆油）、油棕果（棕榈油）、花生（花生油）、向日葵籽（葵花油）等，公司的油料油脂业务涉及的主要是大豆、毛豆油以及部分棕榈油进口，经营模式为自营贸易进口和油脂加工。

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

(2) 行业竞争

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

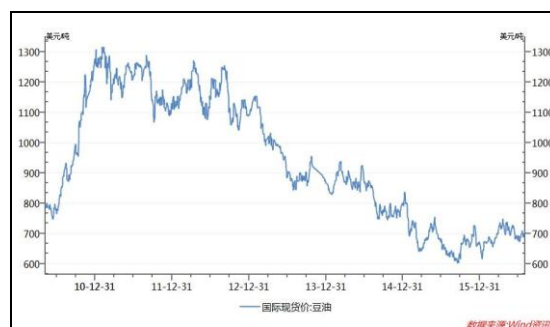
由于中国没有油棕的种植，故国际油料、油脂市场 30%左右份额的棕榈油几乎都自马来西亚、印度尼西亚等东南亚国家进口，所以油

料、油脂行业动向完全掌控在国外企业手中，国内油脂加工原料长期依赖于国外进口，油料、油脂的行情受国际市场影响大，价格存在的不确定因素多，国内企业的经营风险相对较大。

(3) 豆油价格走势

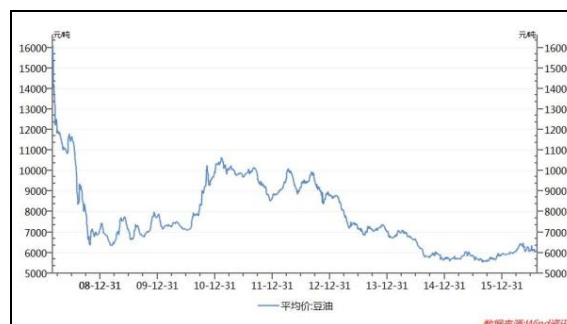
从国内及国际豆油价格来看，近年来随着大豆价格的不断下降，国内大豆压榨能力的逐步提升，国内豆油供应量得到了大幅提升，因而一定程度上抑制了豆油价格。整体看，近年来豆油价格呈现下降趋势。

图 4 2010 年以来豆油国际现货价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

图 5 2010 年以来中国豆油平均价（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

3. 纺织原料贸易

(1) 棉花

棉花是服装制造企业的三大原料之一，产量多、生产成本低，使棉制品价格比较低廉。棉纤维适于制作各类衣服、家具布和工业用布。中国是棉花产量和播种面积最大的国家，2010 年，面对突然跳水的棉花价格，国家为了保护棉农利益、保障供给及稳定市场，国家出台了临时收储政策，2011 年收储价在 1.98 万元/吨，2012/13 年收储价在 2.04 万元/吨。棉花收储是

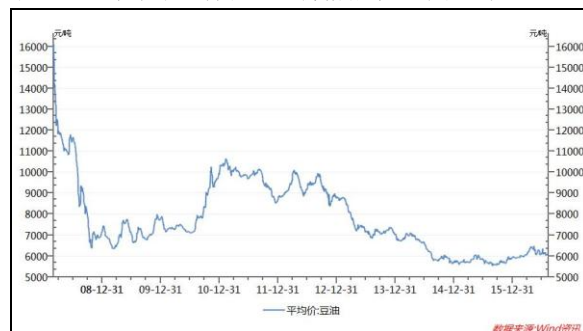
从 2011 年开始,在此之前,棉花价格长期在 1.2 万元~1.6 万元/吨之间波动。在国家收储和托市的背景下,国内棉花价格被托在一个远离供求平衡的高位,国内棉花期货的价格也一直围绕两万上下晃动,造成内外棉价格出现畸形的巨大差价,内盘棉花比外盘高 3000 元/吨。2014 年度,中国实施了 3 年的棉花临时收储政策出现重大调整,棉花收储政策取消,改为目标价格直补政策。2015 年,国内棉花收储政策退出后,棉花定价权回归市场,国际国内棉价接轨。

根据 Wind 资讯的数据,2015 年中国棉花的国内消费量为 733 万吨,国内棉花产量为 482 吨,国内供给满足不了需求,而且国外棉花便宜,导致棉花进口量大。2013 和 2014 年全年进口棉花分别为 300 万吨和 167 万吨,2015 年棉花进口量为 125 万吨,进口量有所降低,因此从总供给和国内需求来看,国内棉花产量不足。2010 年以来,棉花的库存不断攀升,2014 年达到了 1073 万吨,2015 年有所下降,为 1024 万吨。棉花的库存消费比高达 178%,棉花供需严重不平衡。国储库存甚大,库存难以消化也带来了沉重的财政压力:收储和抛储价差带来的亏损、棉花储存费用、耗损折旧费用、人工费用、运输费用等。不仅如此,还给国内纺织企业带来较高的成本压力,由于棉花的价格远高于市场应该具有的价格,导致下游棉纺织业的成本高企,而国外的棉花价格显著低,使国内的纺织企业没有外国的企业有竞争力,出口遭遇困难,大幅限制了国内的棉花的需求,进一步推高了国内棉花的库存。

2013 年中后期,业内开始探讨棉花直补的可能策略,2013 年底和 2014 年初以来,棉花直补政策弥漫国内,2014 年 1 月 19 日“中央 1 号”文件指出,2014 年将在新疆启动棉花目标价格补贴试点,棉花直补正式实施,这意味着棉花的市场价格将由市场决定,国家不再保护棉价。在这种背景下,“中央 1 号”提出,将探索推进农产品价格形成机制与政府补贴脱钩的改革,逐步建立农产品目标价格制度,并明确

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 2015 年 12 月份的 12922 附近,目前仍然处于下跌通道之中,市场普遍看空,悲观声音较重。但棉价继续深度下跌的可能性不大,主要原因:一是农业部数据显示,2015 年全国棉花种植面积比去年有所下降,全年棉花产量比上年有所减少;二是企业挺价,国内一些大型棉商、轧花厂表示将坚持棉花报价不变,给市场带来些许支撑。2016 年 1 月~6 月,328 级棉花价格由 12923 元/吨波动下降至 12816 元/吨。棉花原材料价格持续走低。

图 6 近年来中国棉花 328 价格指数(单位:元/吨)



数据来源: Wind 资讯

(2) 羊毛

随着世界羊毛加工中心逐渐向国内转移,中国羊毛消费量急剧增长,国内羊毛产量越来越无法满足需求。目前中国已成为全球最大的羊毛加工国和消费国,年加工羊毛净毛 40 多万吨,但国产羊毛净毛每年只有约 12 万吨。为此,全国每年需进口约 30 万吨净毛。根据海关总署的统计数据显示,2013 年国内进口羊毛 34.95 万吨,2014 年进口羊毛数量为 33.24 万吨,2015 年进口羊毛数量为 35.32 万吨。进口羊毛数量约占国内毛纺织原料用毛的 80%,巨大的国产羊毛供应缺口使得中国毛纺工业已成为一个对国际市场依存度极高的产业。澳大利亚农业与资源经济局预测,中国羊毛进口将继续保持增长趋势,2025 年将在 2010 年的基础上增长 12.4 万吨,达 42.7 万吨。

目前国内进口羊毛实行配额管理,每年进

口羊毛配额为 28.7 万吨，配额内关税为 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、重大事项

根据 2016 年 7 月《关于中粮集团有限公司与中国中纺集团公司重组的通知》（国资发改革【2016】111 号），经报国务院批准，中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）与中纺集团实施战略重组，中国中纺集团整体并入中粮集团，成为其全资子公司。中纺集团不再作为国资委直接监管企业。此次重组的具体交易方案、内部有权机构决议正在拟定，后续工商登记变更手续正在办理，尚未完成。联合资信将保持对上述事项的关注。

六、基础素质分析

1. 产权状况

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

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

2. 企业规模

公司是中国最大的棉花贸易商、位居前列的大豆贸易商和羊毛贸易商；是中国棉花交易市场发起人之一，澳大利亚羊毛拍卖市场的重要采购商，中国大型成衣出口商之一，在全国纺织企业中名列前茅。2015 年，公司棉花经营量 31 万吨，在全国棉花贸易企业中名列前茅；油脂油料进口量居全国前列。截至 2015 年，公司油脂油料压榨能力达到 720 万吨/年，居全国

前 5 位。公司在 2015 年对外贸易 500 强企业中排名 148 名。2009 年 11 月，经国家发改委、财政部、国家粮食局、中国农业发展银行联合发文，公司被列为 4 家中央直属粮食企业之一。2014 年国家发改委、国家粮食局等四部委联合发文，明确中国中纺集团作为政策性收储主体之一，成为服务三农和粮食保供稳供的一支主力军。

总体看，公司在经营规模及行业经验方面优势突出。

七、管理分析

截至 2016 年 6 月底，公司管理体制、管理制度及高层管理人员无其他重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

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

从毛利率来看，跟踪期内公司整体毛利率呈上升趋势。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，毛利率有所下降；油脂油料业务盈利能力较低，主要是一方面大豆、油料等贸易业务受市场价格剧烈波动影响，毛利率较低，另一方面公司玉米北粮南运业务毛利有所亏损。2015 年，粮贸仓储业务规模收缩、成本下降，致使毛利率有所上升，油籽压榨毛利率的上升主要是大豆原料成本下降所致，同时，棕榈油和菜籽油经营的好转以及对安徽地区部分粮食储备业务的承接致使油料贸易及园区亏损程度较上年有所降低。

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 153.03

亿元，同比下降 21.40%，主要受北粮南运及棉花收储政策取消影响。粮贸仓储业务收入 7.78 亿元，占 2015 年全年水平的 13.21%。当期，公司综合毛利率进一步上升，为 6.45%，主要是成衣、纺织印染、粮贸仓储、油料贸易及园

区毛利率上升所致，其中粮贸仓储毛利率大幅上升至 22.20%，油料贸易及园区扭亏为盈；此外，由于原料价格变动，油籽压榨毛利率再度跌至 1%以下。

表 1 公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

业务构成		2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-6 月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纺织	纺织原料	68.3	14.6	6.84	83.03	16.47	7.68	91.83	23.21	5.74	33.71	22.03	4.39
	棉纺	15.26	3.26	9.17	13.03	2.59	3.34	12.56	3.17	5.57	5.37	3.51	5.61
	成衣（含面料纺）	10.65	2.28	8.45	11.96	2.37	6.95	14.12	3.57	7.91	5.74	3.75	8.94
	纺织印染	55.73	11.91	11.88	54.90	10.89	10.83	53.71	13.57	13.2	25.93	16.94	15.26
	合计	149.93	32.05	9.06	162.92	32.32	8.34	172.22	43.52	8.23	70.75	46.23	8.84
油脂油料	粮贸仓储	117.78	25.18	0.56	145.7	28.91	1.96	58.88	14.88	4.89	7.78	5.08	22.20
	油籽压榨	157.73	33.72	0.29	146.44	29.05	0.24	132.83	33.57	3.08	55.13	36.03	0.33
	油料贸易及园区	37.90	8.10	-1.12	51.16	10.15	-5.20	33.67	8.51	-2.90	19.76	12.91	5.18
	合计	313.41	66.99	0.22	343.3	68.11	0.16	225.38	56.96	2.66	82.67	54.02	3.54
其他业务及抵消		4.48	0.96	34.60	2.33	0.46	-106.02	-1.90	-0.48	-	-0.40	-0.26	-
合计		467.82	100.00	3.38	504.06	100.00	3.26	395.70	100.00	5.31	153.03	100.00	6.45

资料来源：公司提供

（1）油脂油料板块

粮油业务方面，油脂油料板块 2015 年实现收入 225.38 亿元，主要是粮贸仓储规模收缩所致，同时，由于油籽压榨产能过剩，公司压缩了该板块业务规模，2015 年收入继续减少。盈利方面，2015 年公司油脂油料板块综合毛利率呈现上升，并在 2016 年上半年进一步上升。

进口业务

公司进口业务中，大豆、菜籽进口以粮油公司为主，棕榈油进口以油脂公司为主。

公司进口大豆经营量约占全国大豆进口市场 10%左右。粮油公司大豆主要进口地为美国、巴西等国家。2015 年，公司进口大豆用于压榨的比例为 93.65%，同比有所上升。价格方面，2015 年随着大豆及其他产品进口价格的下行，公司油籽压榨业务毛利率有所

上升，2015 年公司进口大豆价格为 3025 元/吨，同期进口菜籽价格为 3377 元/吨，上述两种产品的进口价格在 2016 年上半年进一步下降。

表 2 公司进口产品情况（单位：万吨）

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

资料来源：公司提供

表 3 公司进口产品价格情况（单位：元/吨）

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

资料来源：公司提供

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

压榨业务

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

表 4 公司大豆、菜籽压榨产能产量（单位：万吨）

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

资料来源：公司提供

内贸业务

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

2015 年，油脂公司玉米收购量为 330 万

吨，同比有所增长，主要用于内贸购销。从玉米收购环节来看，主要收购地区为东北和河北地区。公司玉米主要供给饲料企业、南方玉米深加工企业以及南方储备轮换用粮，分布在广州、深圳等南方城市。目前，公司已与多家大型饲料企业、食品加工企业形成稳定合作关系，如广东温氏集团公司、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）纺织板块

纺织板块一直是公司传统的业务板块，经过多年发展，目前公司已经形成了以纺织原料、棉纺及成衣为核心的纺织业务体系。2015 年，公司纺织板块毛利率有所下降，但在 2016 年上半年有所回升。

纺织原料

公司纺织原料板块主要经营棉花贸易和羊毛、化纤贸易，经营主体为下属全资子公司棉花公司（其下属子公司中纺国际贸易有限公司，以下简称“中纺棉国际”主营棉花内贸）和原料公司。2015 年，公司纺织原料板块收入继续增长；毛利率有所下降。

棉花进口

2002 年至今，公司棉花外贸业务全部为进口业务，其中 90%为自营贸易。棉花进口业务全部是配额项下进口，每年需要根据国家政策确定配额数量，近几年配额变动较大。2015 年，棉花公司进口棉花 14.94 万吨，实现进口收入 19.10 亿元。2016 年 1~6 月，棉花公司进口棉花 6.60 万吨，实现进口收入 7.50 亿元。棉花主要进口地区为美国、乌兹别克斯坦、西非、澳大利亚等。

棉花内贸

棉花内贸业务属于充分竞争行业，且国内棉花初级加工略有过剩。2015 年，公司内贸经销棉花为 15.87 万吨，实现收入 18.25 亿元，其下降主要是由于国家棉花收储政策的取消所致。2016 年 1~6 月，公司内贸经销棉花 10.42 万吨，实现销售收入 11.60 亿元。中

纺棉国际在济南、南京、新疆等国内棉花主产、主销区均设立有办事处，棉花主要采购自山东、新疆等地，以大包棉为主，现有 5 万吨棉花仓库，主要客户包括浙江聚丰贸易有限公司、浙江航民科尔纺织有限公司、山东魏桥纺织股份有限公司等，客户集中度一般。

原料公司主要从事羊毛、化纤、黏胶等进口、加工和销售业务。原料公司经营的澳毛和乌拉圭毛业务规模连续多年居行业领先地位。

羊毛进口业务方面，原料公司主要从澳大利亚、乌拉圭、新西兰等国进口羊毛，销往江浙、河北等地区。2015 年，原料公司销售进口羊毛 1.28 万吨，实现销售额 4.40 亿元；化纤业务方面，2015 年，原料公司销售化纤 1.91 万吨。

棉纺、成衣、纺织印染

2015 年，公司棉纺加工生产能力为纱锭 50 万锭，纱线 4.07 万吨/年，坯布 4379 万米。2015 年，公司棉纺业务收入 12.56 亿元，仍呈现下降趋势；毛利率则有所回升，2015 年为 3.17%。

2015 年，在人民币汇率不断变化，整体市场形势波动情况下，公司成衣业务实现营业收入 14.12 亿元，同比增长 18.06%，毛利率同比略有上升；2016 年 1~6 月，公司成衣业务实现营业收入 5.74 亿元，毛利率升至 8.94%。

纺织印染业务主要由公司下属子公司福田实业负责运营。2015 年公司纺织印染业务收入 53.71 亿元，同比下降 2.17%；2016 年 1~6 月，公司纺织印染业务实现收入 25.93 亿元。受面料销售价格、原材料采购成本波动等因素影响，近年来公司纺织印染业务毛利率呈现波动上升趋势。

2. 经营效率

从经营效率指标看，公司 2015 年销售债

权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 17.30 次、3.34 次及 1.40 次，同比均略有下降，但仍保持较高水平。

3. 未来发展

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

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

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

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

九、募集资金使用情况

“15中纺MTN001”募集资金10亿元，截至报告出具日，所募集资金已按规定用途使用完毕。

十、财务分析

公司提供的 2013~2015 年审计报告经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计审计（出具了标准无保留的审计意见），公司 2016 年二季度财务报表未经审计。

2015年，公司纳入合并范围的二级子公司26家，较2014年减少1家，系上海融实贸易有限公司（由二级子公司转为三级子公司）。截至2016年6月底，公司合并范围的二级子公司26家，较2015年无变化。总体看，公司近年合并范围变动对财务可比性影响不大。

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

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

1. 盈利能力

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

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

2013~2015年，公司资产减值损失波动中大幅增长，年均复合增长71.99%。2015年，公司资产减值损失2.72亿元，以存货跌价损失和坏账损失为主，存货及坏账损失均成倍增

长。损失主要来自中纺澳大利亚公司。近年来，中纺澳大利亚公司持续亏损，并未如实对公司本部上报实际情况，公司于2015年年初发现后，于当期进行集中计提减值。

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

2013~2015年，公司投资收益波动中有所下降，分别为4.13亿元、3.43亿元和4.02亿元。2013年公司投资收益增速明显，较2012年增长了224.13%，主要由于2013年公司获得了较多的长期股权收益，以及处置了部分长期股权投资产生的收益较多所致，两者合计金额共计3.30万元。2014年底，公司投资收益较去年同期下降了16.99%，2015年底公司投资收益较去年同期增加17.17%。

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

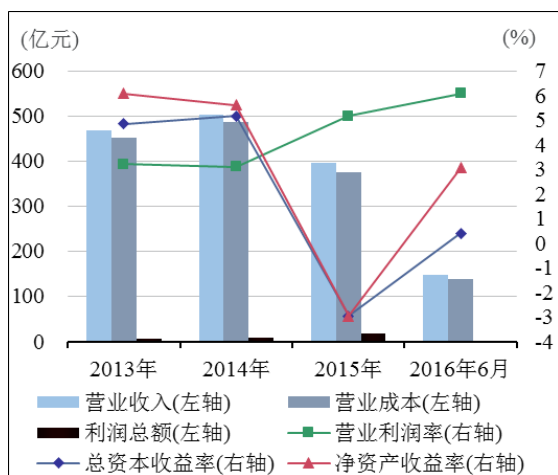
2013~2015年，公司利润总额波动下滑较大，分别为7.01亿元、7.25亿元和-0.42亿元。2015年大幅下降主要得由于营业外收入的减少以及营业收入的降低。营业收入是投资收益的9.85倍，非经营性损益对公司盈利影响大。公司整体业务利润为亏损。

2013~2015年，公司营业利润率波动中有所上升，三年分别为3.22%、3.10%和5.17%；总资产收益率不断下降由盈转亏，三年分别为4.86%、5.18%和2.93%；净资产收益率由盈转亏，三年均值为1.42，2015年为-2.96%。

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

公司实现投资收益0.76亿元，营业外收入2.79亿元。2016年1~6月，公司实现利润总额1.92亿元，利润总额对非经营性损益依赖程度很高（主要为营业外收入）。

图10 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

总体看，公司盈利能力受贸易品种价格波动和市场环境影响较大，风险转嫁能力较弱。投资收益及营业外收入对公司利润影响大，公司整体盈利能力弱。

2. 现金流

经营活动方面，2013~2015年，随着公司营业收入的波动下降，公司销售商品、提供劳务收到的现金与经营活动现金流入量波动下降，分别为529.60亿元、561.73亿元和425.69亿元。2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为425.69亿元，同比下降24.22%，与营业收入变动一致；经营活动现金流入量为506.74亿元，同比下降22.82%。2013~2015年，公司购买商品、接受劳务支付的现金年均下降3.08%，经营活动现金流出年均下降2.94%，2015年上述两项金额分别为456.57亿元、550.36亿元，分别同比减少14.22%和13.81%。公司收到和支付其他与经营活动有关现金主要是为规避价格风险收到和支付的期货保证金，2015年分别为78.08亿元、69.16亿元。2015年公司经营活动产生

的现金流量净额为-43.62亿元。

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

投资活动方面，2013~2015年，公司投资活动现金流入量波动中有所上升，分别为18.21亿元、73.90亿元和48.09亿元，以收回投资收到的现金、收到其他与投资活动有关的现金为主；公司投资活动现金流出分别为20.75亿元、71.60亿元和53.84亿元，以投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金为主。2014年公司购买和赎回基金规模较大（收回投资收到的现金及投资支付的现金），同时申购可转换公司债券以及收回申购引起公司收到其他与投资活动有关的现金及支付其他与投资活动有关的现金金额较大。2015年公司投资活动现金流大幅下降，主要由于收回投资收到的现金及收到的其他与投资活动有关的现金大幅减少所致。2013~2015年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.53亿元、2.29亿元和-5.76亿元。

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

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

2016年1~6月，公司经营活动现金流入量184.27亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金158.66亿元，经营活动现金流量净额为-48.87亿元；公司投资活动现金流入和流

出量分别为 22.92 亿元和 23.53 亿元，其中主要为收回投资收到的现金及投资支付的现金，投资活动现金流量净额为-0.61 亿元；同期，公司筹资活动以取得借款和偿还债务为主，产生的现金流量净额为 35.59 亿元。当期，公司现金收入比为 106.81%，收入实现质量较好。

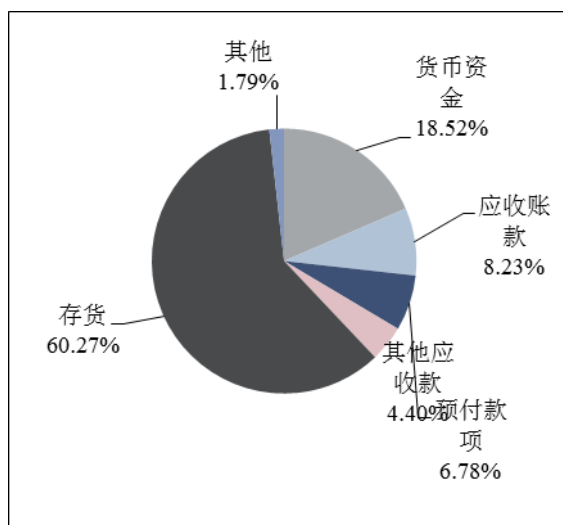
总体看，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长，经营活动净现金流受农产品市场价格影响而有所波动，收入实现质量较好；投资活动以债券基金等投资活动为主，筹资活动维持较大规模且以银行贷款为主。

3. 资产质量

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

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

图 7 2015 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金波动增长，年复合增长率为15.44%。截至2015年底，公司货币资金42.04亿元，同比增长44.32%，主要由于2015年度发行了20亿超短融，但当年为偿还2016年银团俱乐部的贷款，留存了一定资金，所以未使用当期募集资金，增长的主要原因为公司加大了应收账款的催收力度，同时在与上游客户结算的过程中增加了票据的支付，有效缓解了公司现金流，形成了货币资金的积累以银行存款为主（占97.67%），其余为现金（占0.001%）及其他货币资金（占2.33%）。其他货币资金主要包括信用证保证金、承兑汇票保证金、证券户资金余额、贸易融资保证金、信用卡存款及变现有限制的款项等。期末货币资金变现有限制的款项共计1.62亿元，主要为子公司浙江春江集团有限责任公司因承兑汇票保证金受限的资金以及中纺油脂长春有限公司的资金。

公司应收账款主要是应收货款。2013~2015年，公司应收账款不断下降，年均波动下降11.86%，降速略高于营业收入同期降速（8.03%）。截至2015年底，公司应收账款账面余额20.18亿元，共计提坏账准备1.50亿元，账面价值18.69亿元，占公司流动资产总额的8.23%。应收账款金额前五名的客户合计应收金额3.61亿元，集中度不高，账龄全部在一年以内。采用账龄法计提坏账准备的应收账款账面余额为19.20亿元，账龄在1年以内的占92.39%，整体账龄较短；共计提坏账准备1.19亿元，计提比例为6.20%，比例大幅提升主要来自三级子公司中纺澳大利亚公司的减值损失。近年来，中纺澳大利亚公司未如实对公司本部上报实际情况，公司于2015年末发现后，于当期进行集中计提减值。中纺澳大利亚公司主营羊毛、棉花贸易，近年由于羊毛及棉花市场价格持续下行，中纺澳大利亚公司出现亏损。截至2014年底，中纺澳大利亚公司总资产56109万元，净资产1792万元，

2014年实现收入127457万元，净利润995万元；截至2015年底，中纺澳大利亚公司总资产74044万元，净资产-43462万元，2015年实现收入437426万元，亏损46448万元。

表5 2015年底公司应收款主要债务人情况

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

资料来源：公司提供

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

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

表6 2016年6月底公司其他应收款主要债务人情况

债务人名称	账面余额 (万元)
期货保证金	24089.43
华泰期货有限公司	17020.96

格林期货有限公司	15291.17
BNP Paribas Commodity Futures Ltd	9901.64
Jefferies Bache LLC	7864.86
合计	74168.06

资料来源：公司审计报告

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

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

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

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

2013~2015年，由于公司不断增加对联营企业的投资，公司长期股权投资不断增长，年均增长率为11.76%。截至2015年底公司长期股权投资为7.47亿元，主要为对联营企业的投资。

2013~2015年，公司固定资产波动增长，

年均复合增长9.02%。截至2015年底，公司固定资产账面原值89.69亿元，主要由房屋建筑物（占41.36%）及机器设备（占48.94%）构成，累计折旧43.67亿元，计提减值准备0.21亿元，账面价值为45.81亿元，同比增长22.90%，主要是投资房屋建筑物所致，主要由于公司为发展收储粮食业务在东北收购8家仓储公司。

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

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

截至2015年底，公司其他非流动资产2.08亿元，主要为散粮车租车费。

截至2016年6月底，公司资产总额347.44亿元，较2015年底增长11.14%；其中流动资产占比75.57%，非流动资产占比24.43%，流动资产占比有所提升。截至2015年6月底，公司货币资金为30.39亿元，较2015年底下降27.70%，主要由于公司使用了上年度短融所募集的资金；由于水稻和粮贸款的收回，公司应收账款较上年底下降16.68%至15.57亿元；公司其他应收款18.32亿元，较上年底增长83.45%，主要是期货保证金增长较大；存货179.01亿元，较上年底增长30.86%，主要由于公司收储粮食业务上年度未完毕，一直持续到2016年4月；截至2016年6月底，公司可供出售金融资产9.68亿元，较上年底下降11.84%，主要系公司持有基金减少；公司在建工程1.18亿元，较上年底增长55.05%，主要是大连退城进园项目新增投入0.36亿元。

总体看，公司资产以流动资产为主，符

合行业特征；流动资产中应收账款、预付账款和存货占比较高，一定程度上影响了公司流动资产的变现能力，整体资产质量一般。

4. 负债及所有者权益

所有者权益

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

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

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

2013~2015年，公司未分配利润逐年大幅减少，年均复合下降42.43%。截至2015年底，公司未分配利润2.40亿元，同比下降62.63%，主要为提取盈余公积所致。

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

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

截至2016年6月底，公司所有者权益87.02亿元，较2015年变化较大，同比增长19倍，是因为根据国务院国有资产监督管理委员会批复，公司增资所致；其中归属于母公司的所有者权益61.72亿元，少数股东权益25.30亿元。归属于母公司的所有者权益中实收资本占22.98%、资本公积占0.03%、盈余公积占48.06%、未分配利润占3.67%，构成较2015年底变化较大，所有者权益稳定性有

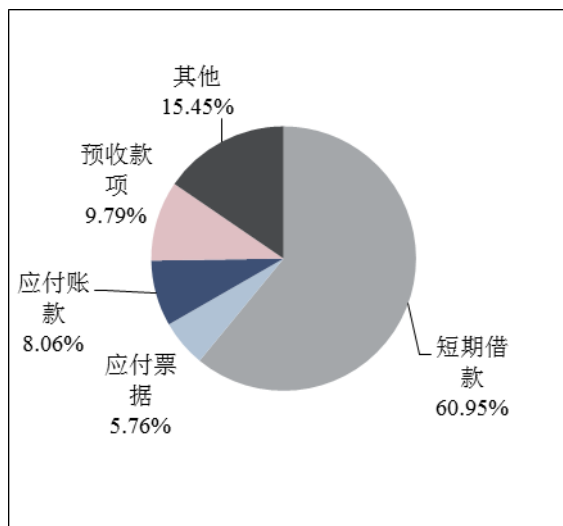
所提升。

负债

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

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

图8 2015年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

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

2013~2015 年，公司部分业务采取票据结算方式，应付票据波动中有所增长，年均复合增长率为 12.05%。截至 2015 年底，公司应付票据 11.84 亿元，同比降低 17.41%，主

要由于减少了商业银行承兑汇票。

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

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

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

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 5.31 亿元、8.50 亿元和 1.51 亿元。本期减少主要由于本期偿还了 6 亿元中期票据。2013 年主要由 1 年内到期的长期借款 0.31 亿元和公司于 2011 年发行的 5 亿元 3 年期中期票据“11 中纺 MTN1”构成。2014 年由 1 年内到期的长期借款（2.50 亿元）和 1 年内到期的应付债券（为公司于 2013 年发行的 3 年期中期票据“12 中纺 MTN1”）构成，2015 年由一年内到期的长期借款构成。

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

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

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

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

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

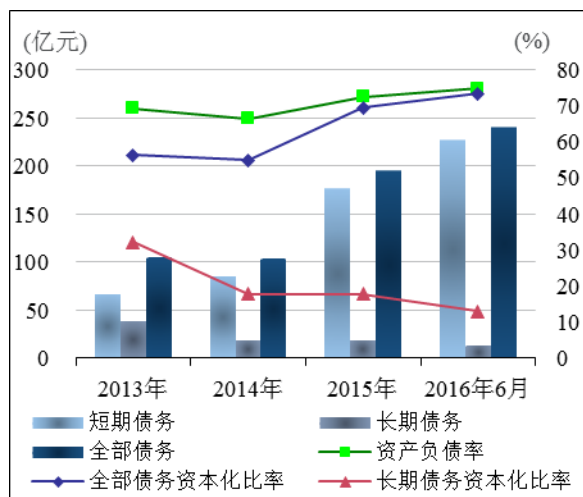
截至 2016 年 6 月底，公司负债合计 260.42 亿元，较 2015 年底增长 19.11%；从结构来看，流动负债占 94.11%，非流动负债占 5.89%，流动负债占比较 2015 年底继续增长。截至 2016 年 6 月底，公司短期借款 174.73 亿元，较上年底增长 39.33%，主要由于季节性采购增加了借款；截至 2016 年 6 月底，公司应付票据 12.37 亿元，较上年底增长 4.44%，主要由于公司季节性采购开始，利用承兑汇票降低公司融资成本；公司应付账款 11.16 亿元，较上年底下降 32.66%，主要由于采购款有所减少；预收款项 16.25 亿元，较上年底下降 19.38%，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

债务负担方面，2013~2015 年，公司债务规模持续扩大，年均增幅 36.24%。截至 2015

年底，公司全部债务总额为 196.09 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 90.31%、9.69%。截至 2016 年 6 月底，公司全部债务合计 240.91 亿元，较 2015 年底增长 22.86%，其中短期债务 227.88 亿元，占 94.91%，长期债务 13.03 亿元，占 5.09%，短期债务占比极高。

从债务指标来看，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率呈上升趋势，三年均值分别为 70.15%和 62.57%，2015 年以上指标分别为 72.57%和 69.57%；长期债务资本化比率有所下降，平均值为 20.69%。截至 2016 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率与长期债务资本化比率分别为 74.95%、73.46%和 13.02%。

图 9 2013~2016 年 6 月公司债务构成



资料来源：公司财务报表

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

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013~2015 年，公司流动比率与速动比率呈现波动趋势，三年均值分别为 117.65%、54.87%，2015 年底分别为 110.31%、43.82%。近三年公司经营现金流动负债比不断下降，三年分别为 15.60%、12.17%和 -21.20%。截至 2016 年 6 月底，公司

流动比率和速动比率分别为 107.13%、34.09%，较上年底分别降低 3.19 个百分点和 9.73 个百分点。总体看，公司短期偿债能力一般，且公司流动资产中存货、应收账款及预付款项占比较大，一定程度上影响了流动资产变现能力。

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

截至 2016 年 6 月底，公司无对外担保。

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

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1011010101158500J），截至 2016 年 7 月 28 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。

7. 抗风险能力

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

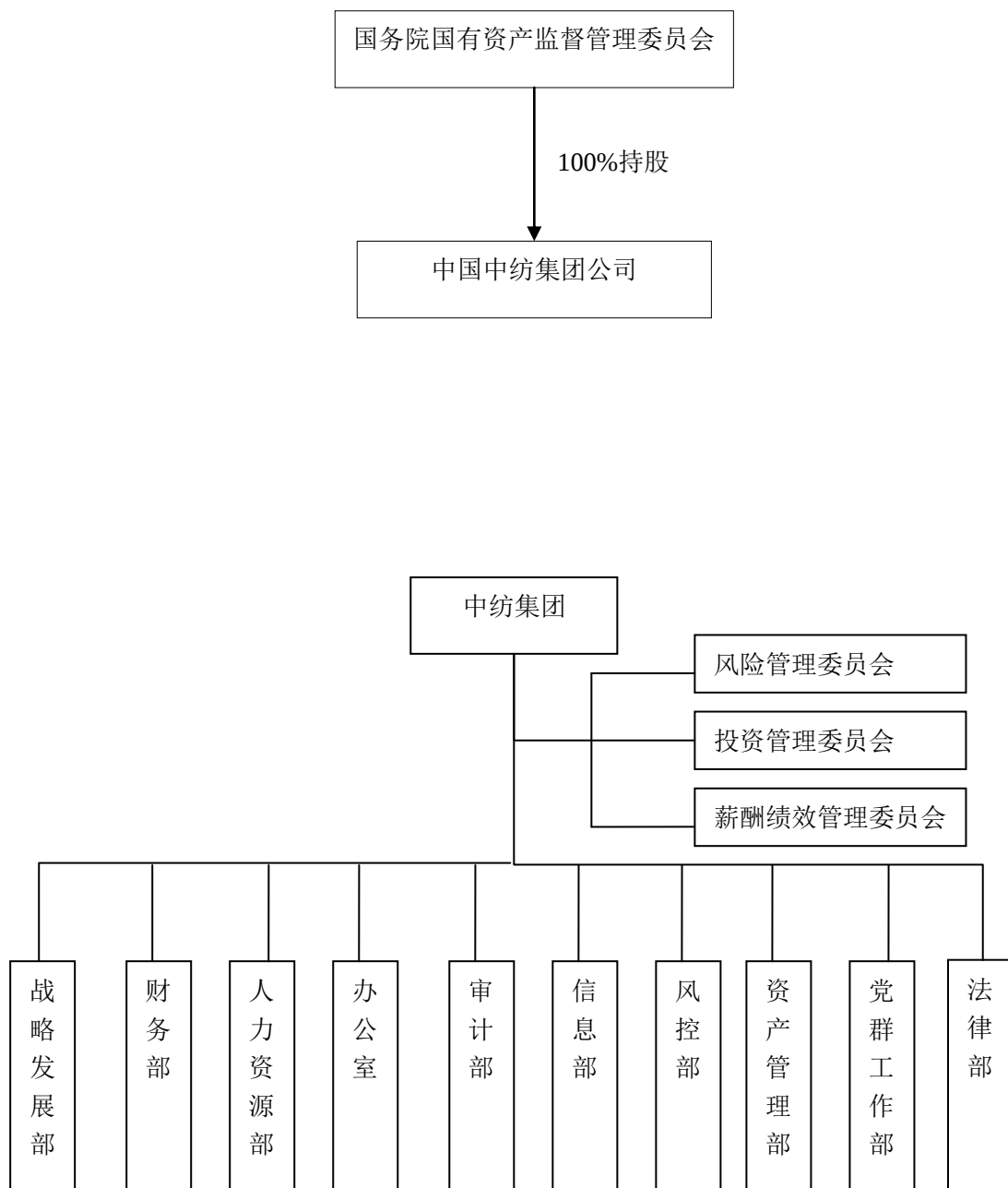
十一、存续期债券偿债能力

公司于 2015 年 9 月发行了 10 亿元的中期票据“15 中纺 MTN001”。2015 年，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 分别为 506.74 亿元、4.73 亿元，对“15 中纺 MTN001”覆盖倍数分别为 50.67 倍、0.47 倍，公司经营活动现金流入量对“15 中纺 MTN001”保障程度高。

十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定，并维持“15 中纺 MTN001”的信用等级为 AA+。

附件 1 截至 2016 年 6 月底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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.77	31.40	44.32	33.31
资产总额(亿元)	267.26	252.75	312.62	347.44
所有者权益(亿元)	81.69	84.41	85.76	87.02
短期债务(亿元)	66.94	85.03	177.47	227.88
长期债务(亿元)	38.70	18.28	18.62	13.03
全部债务(亿元)	105.64	103.31	196.09	240.91
营业收入(亿元)	467.82	504.06	395.70	148.54
利润总额(亿元)	7.01	7.25	-0.42	1.92
EBITDA(亿元)	15.93	16.97	4.73	--
经营性净现金流(亿元)	22.49	17.99	-43.62	-48.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.69	19.80	17.30	--
存货周转次数(次)	6.24	5.66	3.34	--
总资产周转次数(次)	2.06	1.94	1.40	--
现金收入比(%)	113.20	111.44	107.58	106.81
营业利润率(%)	3.22	3.10	5.17	6.08
总资本收益率(%)	4.86	5.18	2.93	--
净资产收益率(%)	6.09	5.62	-2.96	--
长期债务资本化比率(%)	32.14	17.80	17.84	13.02
全部债务资本化比率(%)	56.39	55.03	69.57	73.46
资产负债率(%)	69.43	66.60	72.57	74.95
流动比率(%)	133.59	119.25	110.31	107.13
速动比率(%)	74.89	59.94	43.82	34.09
经营现金流动负债比(%)	15.60	12.17	-21.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	3.36	0.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.63	6.09	41.48	--

注：1. 2016 年上半年财务数据未经审计；
 2. 现金类资产已剔除受限使用货币资金；
 3. 其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部债务。

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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 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。