跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1715 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”、“16 中纺 MTN001”和“16 中纺 MTN002”的信用等级为 AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月二十七日

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

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

评级时间：2017 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	32.49	45.41	34.69	29.82
资产总额(亿元)	252.75	312.62	364.82	345.20
所有者权益(亿元)	84.41	85.76	69.28	73.30
短期债务(亿元)	85.02	158.75	187.51	180.24
长期债务(亿元)	18.28	18.62	33.48	39.61
全部债务(亿元)	103.30	177.37	220.99	219.84
营业收入(亿元)	504.06	395.70	356.44	84.88
利润总额(亿元)	7.25	-0.42	4.06	1.76
EBITDA(亿元)	16.97	10.83	18.83	--
经营性净现金流(亿元)	17.99	-43.62	-32.99	-1.15
营业利润率(%)	3.10	5.17	6.12	6.36
净资产收益率(%)	5.62	-2.96	4.16	--
资产负债率(%)	66.60	72.57	81.01	78.77
全部债务资本化比率(%)	55.03	67.41	76.13	75.00
流动比率(%)	119.25	110.31	114.07	119.38
经营现金流动负债比(%)	12.17	-21.20	-12.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.09	16.37	11.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.36	2.14	2.05	--

注：1.2017 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部债务；3. 2014~2016 年现金类资产已剔除受限资金。

分析师

刘晓濛　李 明

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。跟踪期内，公司整体并入中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”），成为其全资子公司，油脂油料板块由中粮集团统一整合管理，有利于发挥协同效应，增强竞争力。公司大幅压缩亏损业务，主业实现扭亏为盈。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司治理结构及内控体制调整方案尚未明确、临储利息补贴对公司利润影响大、债务规模快速增长、短期偿债压力大等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

2016 年，公司完成清产核资，资产质量提升，但权益规模下降。未来，公司作为中粮集团下属的纺织板块的专业化公司，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^+，评级展望为稳定，维持“15中纺MTN001”、“16中纺MTN001”及“16中纺MTN002”信用等级为AA^+。

优势

1. 公司是中国最大的棉花贸易企业之一，是棉花交易市场发起人之一，进口棉花经营规模位居全国第一，针织印染面料年产量位居亚洲前三，在经营规模、行业地位等方面优势明显。
2. 2016 年 7 月，公司整体并入中粮集团，成为中粮集团旗下经营棉花贸易、纺织印染加工等业务的专业化公司，其油脂油料板块由中粮集团统一整合管理，有利于发挥协同效应，增强竞争力。
3. 2016 年，公司大幅压缩中纺（澳大利亚）

有限公司亏损业务，并主动压缩毛利率较低的玉米贸易业务，公司毛利润有所增加，期间费用下降，主业实现扭亏为盈（营业外收入中的临储利息补贴作为经营性损益考虑）。

4. 公司 EBITDA 对“15 中纺 MTN001”、“16 中纺 MTN001”和“16 中纺 MTN002”保障能力强。

关注

1. 公司并入中粮集团后，截至 2017 年 3 月底，治理结构、内控体系及管理制度尚未调整完毕，公司面临对新的管理体系的逐步适应，因此对公司管理能力提出挑战。
2. 公司投资收益对利润贡献较大。
3. 跟踪期内，公司进行了清产核资，共清查出资产减值损失 14.30 亿元，同时其他项目调整 7.44 亿元，导致公司未分配利润大幅减少，公司所有者权益规模下降。
4. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，短期偿债压力大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国中纺集团公司（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。2016 年，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“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。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 20 亿元。

2012 年 6 月，公司通过参与配发新股（4.09 亿新股，每股 1.25 港元），投资 5.11 亿港元，成为香港上市公司福田实业（集团）有限公司（以下简称“福田实业”，股票代码：0420.HK）最大单一股东（截至 2017 年 3 月底公司及下属子公司合计持股 35.97%），并对其拥有实际控制权。福田实业是世界最大的圆筒针织面料生产商之一，提供针织、染色、印花及整理等高度垂直的综合服务，向超过 40 个国家的成衣制造商提供面料，以制成包括运动服、休闲服、睡衣和内衣等众多国际知名零售商和品牌的成衣。

公司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 2016 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 2017 年 3 月底，公司纺织板块拥有员工 3593 人（不含福田实业）。

截至 2016 年底，公司资产总额 364.82 亿元，所有者权益合计 69.28 亿元（含少数股东权益 24.94 亿元）；2016 年公司实现营业收入 356.44 亿元，利润总额 4.06 亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额345.20亿元，所有者权益合计73.30亿元（含少数股东权益24.81亿元）；2017年1～3月，公司实现营业收入84.88亿元，利润总额1.76亿元。

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、存续债券概况与募集资金使用情况

截至 2017 年 3 月底，公司存续债券发行额度、使用状况和存续期等情况如下表所示。所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，详细情况见下表。截至目前均正常付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了

缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济

增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业环境分析

1. 纺织原料贸易

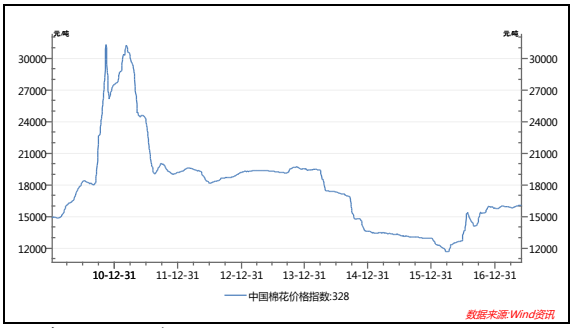
棉花是服装制造企业的三大原料之一，产量大、生产成本低，使棉制品价格比较低廉。棉纤维适于制作各类衣服、家具布和工业用布。中国是棉花产量和播种面积最大的国家，2010 年，面对突然跳水的棉花价格，国家为了保护棉农利益、保障供给及稳定市场，出台了临时收储政策，2011 年收储价在 1.98 万元/吨，2012/13 年收储价在 2.04 万元/吨。棉花收储是从 2011 年开始，在此之前，棉花价格长期在 1.2 万元～1.6 万元/吨之间波动。在国家收储和托市的背景下，国内棉花价格被托在一个远离供求平衡的高位，国内棉花期货的价格也一直围绕两万上下晃动，造成内外棉价格出现畸形的巨大差价，内盘棉花比外盘高 3000 元/吨。2014 年度，中国实施了 3 年的棉花临时收储政策出现重大调整，棉花收储政策取消，改为目标价格直补政策。2015 年，国内棉花收储政策退出后，棉花定价权回归市场，国际国内棉价接轨。

根据国家统计局公告，2016 年中国棉花总产量 534.3 万吨，比 2015 年减产 26.0 万吨，下降 4.6%。从中国棉花协会中国棉花供求平衡表（2017 年 6 月）来看，2016/2017 年度[1]中国棉花产量上升 11.7 万吨至 493.7 万吨，消费增加 25.0 万吨至 800.0 万吨，产销缺口达到 306.3 万吨，计算 90 万吨进口棉，中国实际缺口 216.3 万吨，主要依靠储备棉抛售解决，储备棉依然是影响棉价的关键因素。中国期末库存将在 2016/17 年度下降 216.3 万吨至 903.1 万吨。

根据《2016 年中国棉花价格指数（CC Index）年报》，受多重因素影响，2016 年中国棉花现货价格震荡上行，波动幅度加大，特别是 6～9 月间，国内棉花价格大起大落，形势之复杂多年未遇。2016 年，中国棉花价格指数标准级（CC Index3128B）年平均价格为 13677 元/吨，同比上涨 437 元/吨，年底中国棉花价格指数为 15798 元/吨，全年上涨 2876 元，涨幅为 22%。2016 年 10 月后，国内外现货棉价差大幅拉大。以中国棉花价格指数（CC Index3128B）和进口棉价格指数(FC Index M)1%关税下折人民币为例，二者差价国庆节后突破 2000 元/吨，截至年末围绕此价格上下波动。据调查，2000 元/吨是内外差价的临界点，如突破此价格，外棉进口数量将趋于增加。

图 1　2010 年以来中国棉花 328 价格指数

（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

2. 油脂加工

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。

[1] 2016/2017 年度是指 2016 年 9 月 1 日至 2017 年 8 月 31 日。

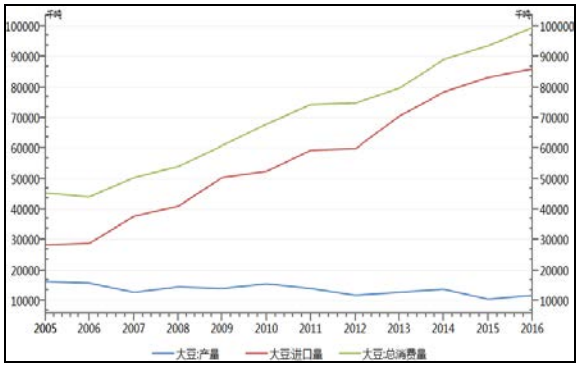
国际上普遍使用的油料有大豆（大豆油）、油棕果（棕榈油）、花生（花生油）、向日葵籽（葵花油）等，公司的油料油脂业务涉及的主要是大豆、毛豆油以及部分棕榈油进口，经营模式为自营贸易进口和油脂加工。

（1）大豆进口

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。

图 2　2005～2016 年国内大豆需求与进口量

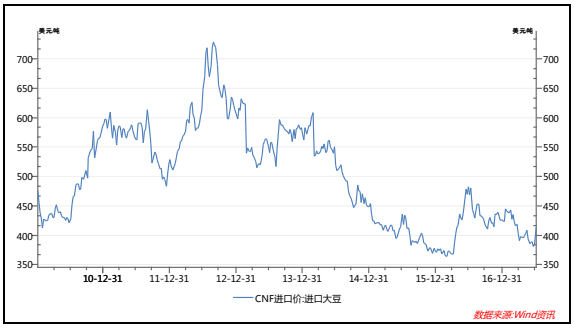
（单位：千吨）



数据来源：Wind 资讯

2016 年，中国大豆总消费量为 10194 万吨，同比增长 8.86%；中国大豆产量 1185 万吨，同比增产 12.75%。中国的大豆主要依赖进口，大豆进口主要来源于美国、巴西、阿根廷三国。近年来，中国大豆进口量上升趋势非常明显。根据海关公布的数据显示，2016 年中国大豆累计进口量为 8391 万吨，较 2015 年增加 222 万吨，同比增长 2.7%，连续第五年创下大豆进口量的历史最高纪录。截至 2016 年底，进口大豆占国内供给总量 76.51%。在国产大豆种植面积恢复、大豆产量增加的情况下，我国大豆进口量仍不减反增的主要原因是，全球大豆产量处于高位、供给宽松，且大豆价格处于低位，国内对大豆的需求继续提升。

图 3　2010 年以来大豆进口价格（单位：美元/吨）



数据来源：Wind 资讯

2016 年，大豆进口价格处于近年来低位水平，全年来看，大豆价格呈上扬态势，第一季度大豆价格稳中有降，5 月份南美天气恶劣影响大豆产量的消息及 USDA 发布的 5、6 月份的供需报告持续支持美豆价格上涨，进入 7 月美国产区天气不良引发进口大豆急剧上涨，8 月份，美国农业部公布的供需报告及美国职业农场主杂志发布产量报告双双利空，使得 CBOT 豆价下跌，进而带动进口大豆价格下跌，9 月以来大豆价格保持平稳。2017 年以来，大豆进口价格呈下探态势。

（2）油脂压榨

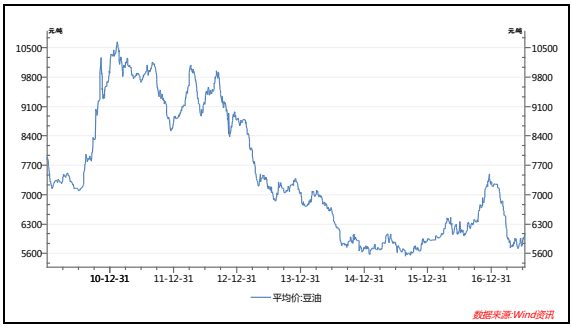
从油脂压榨量来看，2016 年油脂压榨利润比前几年有所好转，大豆压榨量有所提高。2016 年全国大豆压榨量 8300 万吨，比 2015 年增加了 331 万吨。

国家粮油信息中心数据显示，2016/2017 年度，国内豆油新增供给量预计为 1568 万吨，较上年度增加 60 万吨。其中豆油产量 1518 万吨，豆油进口量 50 万吨。该年度豆油食用消费量预计为 1350 万吨，工业及其他消费量 150 万吨，年度国内豆油供需结余 58 万吨。

从豆油价格来看，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。2016 年豆油价格呈猛涨态势。尤其是进入 9 月随着“中秋”、“国庆”两节临近备货需求，加上过节期间油厂停止压榨，豆油库存下降，在棕榈油价格上扬带动下价格震荡上扬。进入 12 月豆油价格涨幅增加，主要

原因是广州油厂停机限产。12 月下旬由于南美天气利于大豆生长，CBOT 期价下跌，国内节前备货也告一段落，价格下行。

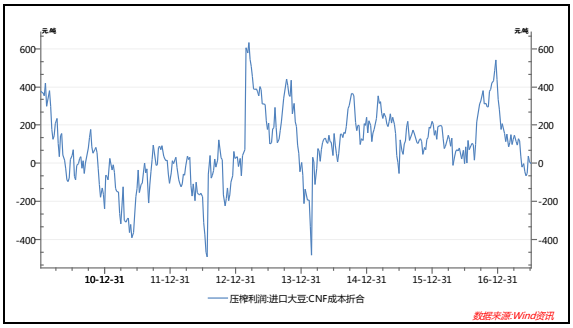
图 4　2010 年以来中国豆油平均价（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

2016 年，大豆油厂进口大豆压榨利润为正的时间超过了 2015 年，除了 4 月至 6 月份美豆大涨时压榨利润为负，大部分时间油脂加工企业都有比较好的利润，激发了大豆加工积极性。

图 5　2010 年以来进口大豆压榨利润（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

六、基础素质分析

1．　产权状况

2016 年 7 月，公司整体并入中粮集团，目前尚未完成工商变更。

2．　企业规模

目前，公司是中粮集团旗下经营棉花贸易、纺织印染加工等业务的专业化公司，是维护国家棉花产业安全的主力军和棉花纺织市场调控的参与者。公司拥有完善的棉花市场网络体系，是中国最大的棉花贸易企业之一，是中国棉花交易市场发起人之一，进口棉花经营规模位居全国第一，在棉花收购、加工、仓储、物流及进出口等产业链各环节都有布局。公司拥有从纺织品初加工到终端服装等制成品经营的完整产业链。拥有大型纺织企业 4 个，棉纺纱锭近 50 万枚，无梭织机 517 台；针织印染基地 4 个（国内 3 个，海外 1 个），年产针织印染面料超过 10 万吨，位居亚洲前三；成衣经营量 2000 万件/年，出口额超过 2 亿美元。2016 年，公司棉花经营量 31.81 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 2016 年底，公司油脂油料压榨能力为 720 万吨/年，居全国前 5 位。2014 年国家发改委、国家粮食局等四部委联合发文，明确公司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

跟踪期内，中粮集团与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，油脂油料板块由中粮集团统一整合管理，公司治理结构、内控体制、管理制度将整体进行调整，目前尚未明确调整方案。截至 2017 年 3 月底，公司拥有高级管理人员 6 人，其中，党委书记兼董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 2 人，总会计师 1 人，纪委书记 1 人。

栾日成先生，53 岁，毕业于山东大学中文系，曾任中国纺织品进出口总公司原料公司业务员；中国纺织品进出口总公司经理办公室副科长、科长、副主任、研究室副主任；中国纺织品进出口总公司原料公司总经理；中国纺织品进出口总公司总经理助理兼原料公司总经理、副总经理；公司董事、总经理。2017 年 3 月至今任中粮集团党组成员、副总裁兼公司党委书记、董事长。

袁飞女士，53 岁，毕业于哈尔滨师范大学英语系，曾任鹤岗矿务局十三厂教员；鹤岗市国家安全局侦查员；鹤岗市工农区检察院助理

检察员、副科级检察员、起诉科副科长、办公室副主任、主任；中国农业发展银行黑龙江省分行监察科、行政处处长助理；中国农业发展银行北京市分行人力资源处处长、党委组织部部长、营业部副总经理、党支部副书记；中国华粮物流集团公司人力资源部部长、总经理助理、人力资源部部长、党委副书记、纪委书记；中粮贸易有限公司党委副书记、纪委书记；公司纪委书记；2017 年 3 月至今任公司总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

2016 年，公司实现营业收入 356.44 亿元，同比下降 9.92%，主要是中纺（澳大利亚）有限公司（以下简称“中纺澳”）大幅压缩亏损业务，粮油板块主动减少了风险较大且毛利较低的玉米贸易等业务所致。从业务构成来看，2016 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 60.45%和 40.87%。

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，棉纺和成衣毛利率均有提升；油脂油料业务盈利能力较低，主要是大豆、油料等贸易业务受市场价格剧烈波动影响，毛利率较低。2016 年，由于玉米价格大幅下跌，公司主动收缩粮贸仓储业务规模，毛利率明显上升；油籽压榨毛利率的下降主要是销售价格下降所致；棕榈油和菜籽油经营的好转致使油料贸易及园区毛利率由负转正。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 84.88 亿元，同比增长 21.65%，主要是并入中粮集团后，公司调整业务重点，棉花经营量上升所致。当期，公司总体毛利率有所上升，为 6.55%，其中粮贸仓储毛利率进一步上升至 20.94%，棉纺和油籽压榨毛利率有所上升，纺织板块收入比重超过油脂油料板块。

表 2　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务构成		2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	83.03	16.47	7.68	91.83	23.21	5.74	68.49	19.21	5.12	29.08	34.26	3.72
	棉纺	13.03	2.59	3.34	12.56	3.17	5.57	11.37	3.19	6.56	2.89	3.41	8.33
	成衣（含面料纺）	11.96	2.37	6.95	14.12	3.57	7.91	11.49	3.22	9.64	3.03	3.57	9.19
	纺织印染	54.90	10.89	10.83	53.71	13.57	13.20	54.33	15.24	13.80	12.39	14.60	9.61
	合计	**162.92**	**32.32**	**8.34**	**172.22**	**43.52**	**8.23**	**145.68**	**40.87**	**8.82**	**47.39**	**55.83**	**5.89**
油脂油料	粮贸仓储	145.7	28.91	1.96	58.88	14.88	4.89	31.16	8.74	15.44	5.21	6.14	20.94
	油籽压榨	146.44	29.05	0.24	132.83	33.57	3.08	137.18	38.49	2.07	26.96	31.76	4.23
	油料贸易及园区	51.16	10.15	-5.20	33.67	8.51	-2.90	47.14	13.22	2.22	4.30	5.07	2.24
	合计	**343.3**	**68.11**	**0.16**	**225.38**	**56.96**	**2.66**	**215.48**	**60.45**	**4.04**	**36.47**	**42.97**	**6.38**
其他业务及抵消		-2.16	-0.43	--	-1.90	-0.48	--	-4.72	-1.32	--	1.02	1.20	--
合计		**504.06**	**100.00**	**3.26**	**395.70**	**100.00**	**5.31**	**356.44**	**100.00**	**6.40**	**84.88**	**100**	**6.55**

资料来源：公司提供

（1）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、成衣及印染为核心的纺织业务体系。2016 年，公司并入中粮集团后，作为中粮集团旗下经营棉花贸易、纺织印染加工

等业务的专业化公司，根据公司的十三五规划，到 2020 年底，公司的棉花经营量将达到 120 万吨/年。

纺织原料

公司纺织原料板块主要经营棉花贸易和羊毛、化纤贸易，其中，棉花板块经营主体为下属全资子公司中纺棉花进出口公司（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”）；其他原料板块经营主体为中纺原料国际贸易公司（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”）。

棉花板块主要从事棉花进口和内贸业务，2016 年棉花板块实现营业收入为 39.73 亿元，利润总额为 1.53 亿元。

2016 年，公司纺织原料板块收入大幅下降，毛利率小幅下降，主要系中纺原下属子公司中纺澳大幅压缩亏损业务（棉花代理业务）所致。2016 年其他原料板块实现营业收入为 28.76 亿元，利润总额为-2.63 亿元。中纺澳主要进行羊毛、棉花、食品类产品的采购与销售以及牧场的经营。2016 年主要经营羊毛、燕麦、小麦、大麦等业务，压缩了棉花代理等业务。2016 年，中纺澳实现收入 18.57 亿元（2015 年营业收入为 43.74 亿元），利润总额亏损 2.76 亿元，其中因对未决诉讼计提预计负债导致亏损 1.30 亿元（2015 年亏损 4.64 亿元）。

表 3　公司棉花经营情况（单位：万吨、亿元）

		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
进口棉花	数量	13.41	14.94	9.29	1.33
	收入	18.06	19.10	10.79	1.96
内贸棉花	数量	22.43	15.87	22.73	15.42
	收入	39.00	18.25	28.08	21.53

资料来源：公司提供

2002 年至今，公司棉花外贸业务全部为进口业务，其中 90%为自营贸易。棉花进口业务全部是配额项下进口，每年需要根据国家政策确定配额数量，近几年配额呈下降趋势。2016 年，棉花公司进口棉花 9.29 万吨，实现进口收入 10.79 亿元，同比均大幅下降。2017 年 1～3 月，棉花公司进口棉花 1.33 万吨，实现进口收入 1.96 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。公司棉花内贸业务中，自营贸易占 42%，联营贸易占 58%，采购结算以预付方式为主，账期一般为 30 天。2016 年，公司内贸经销棉花为 22.73 万吨，同比增长 43.23%，实现收入 28.08 亿元，同比增长 53.86%。2017 年 1～3 月，公司内贸经销棉花量同比大幅增加至 15.42 万吨，实现销售收入 21.53 亿元。公司销售结算主要以预收方式为主，账期一般为 30 天。

2016 年中国棉花现货价格震荡上行，波动幅度加大，特别是 6～9 月间，国内棉花价格大起大落，形势之复杂多年未遇。在规避价格波动风险方面，公司主要通过期货套期保值规避风险。

其他原料贸易方面，公司 2016 年羊毛业务收入为 16.95 亿元，化纤业务收入 2.16 亿元；另外，代理业务收入 3.14 亿元。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。2016 年，原料公司销售进口羊毛 8582 吨，实现销售额 3.08 亿元；化纤业务方面，2016 年，原料公司销售化纤 4.13 万吨。

棉纺、成衣、纺织印染

棉纺板块分别由浙江春江轻纺集团有限责任公司（以下简称“春江公司”）、诸城市中纺金旭纺织有限公司（以下简称“金旭公司”）、诸城市中纺金维纺织有限公司（以下简称“金维公司”）、保定中纺依棉纺织有限公司（以下简称“依棉公司”）等子公司负责运营。

2016 年，公司棉纺加工生产能力为纱锭 47 万锭，纱线 3.48 万吨/年，坯布 4245 万米。2016 年，公司棉纺业务收入 11.37 亿元，仍呈现下降趋势；毛利率则有所回升，2016 年为 6.56%。

成衣板块分别由中纺国际服装有限公司（以下简称“国际公司”）、中纺利特华贸易有限公司（以下简称“利特华公司”）和中纺东方贸易进出口公司（以下简称“东方公司”）共计 3 家子公司负责运营。2016 年，公司成衣业务实现营业收入 11.49 亿元，同比下降 18.63%，毛利率同比有所上升；2017 年 1～3 月，公司成衣业务实现营业收入 3.03 亿元，毛利率为 9.19%。

纺织印染业务主要由公司下属子公司福田实业负责运营。2016 年公司纺织印染业务收入 54.33 亿元，同比增长 1.15%，毛利率呈现上升趋势；2017 年 1～3 月，公司纺织印染业务实现收入 12.39 亿元。2016 年，福田实业共经营 4 个面料厂房，分别设立在中国和斯里兰卡，总印染产能维持在每月约 2500 万磅。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。

（2）油脂油料板块

公司并入中粮集团后，油脂油料板块各经营主体管理权归中粮集团所有。

油脂油料板块 2016 年实现收入 215.48 亿元，同比下降 4.39%，主要是粮贸仓储规模收缩所致。盈利方面，2016 年公司油脂油料板块综合毛利率呈现上升趋势。

公司油脂油料板块的经营主体主要为中纺粮油进出口有限责任公司（以下简称“粮油公司”）和中纺油脂有限公司（以下简称“油脂公司”）。截至 2016 年底，粮油公司的资产总额 81.85 亿元，所有者权益为-3.79 亿元（清产核资后），2016 年营业收入为 142.36 亿元，利润总额为 1.74 亿元。截至 2016 年底，油脂公司的资产总额 146.28 亿元，所有者权益为 -8.94 亿元，2016 年营业收入为 73.11 亿元，利润总额为 0.86 亿元。

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。2016 年，公司进口大豆全部用于压榨。价格方面，2016 年公司进口大豆平均价格为 2766 元/吨，同期进口菜籽平均价格为 2772 元/吨，上述两种产品的进口价格在 2017 年一季度有所回升。

表 4　公司进口产品情况（单位：万吨）

产品		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
进口大豆	用于自营大豆压榨	247	280	325	69
	用于自营直接销售	37	19	0	0
	小计	**284**	**299**	**325**	**69**
进口棕榈油		--	5	18	0
进口菜籽		80	97	79	30

资料来源：公司提供

表 5　公司进口产品价格情况（单位：元/吨）

产品	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
进口大豆	3740	3025	2766	2996
进口菜籽	3858	3377	2772	3114

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

主等地区进口，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。

压榨业务

公司油料压榨业务以粮油公司为主要运营主体。

表 6　公司大豆、菜籽压榨产能产量（单位：万吨）

产品	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能
大豆	233	750	280	720	314	720	64	180
菜籽	93	120	89	120	81	120	19	30

资料来源：公司提供

内贸业务

2016 年，公司主动压缩了风险较大且毛利较低的玉米贸易等业务，粮油公司粮食收购量同比大幅下降至 0.03 万吨（2015 年为 57 万吨）。油脂公司纯贸易玉米收购量大幅下降至 17.4 万吨（2015 年为 131 万吨），小麦、水稻贸易量分别为 17 万吨和 15 万吨。从玉米收购环节来看，主要收购地区为东北和河北地区。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。

公司 2014 年起参与玉米临储（2016 年玉米临储政策取消），以粮油事业部下属三级子公司为运营主体。收储前，中国储备粮管理总公司（以下简称“中储粮”）对公司用于玉米临储的自有仓库及租用仓库进行资质核查，通过检验后方可用于临储玉米仓储。玉米临储补贴主要分为三种，一是收购环节和政策性借款一起拨付的收购费（50 元/吨），计入公司营业收入；二是仓储环节的保管费，根据库存计算，按月计提，中储粮按季度拨付，这部分补贴 2014 年计入营业外收入，2015 年起计入营业收入；三是对政策性借款的贴息，根据政策性借款余额计算，计入营业外收入（临储利息补贴）。截至 2016 年底，公司短期借款中有 120.84 亿元为政策性借款。

表 7　公司玉米临储收入情况（单位：万吨、亿元）

	2014 年	2015 年	2016 年
玉米收储量	110	430	231.24
对应政策性借款	25.6	89.7	48.85
营业收入中的粮食临储收入	0.14	1.86	7.08
粮食临储成本	0.03	0.51	3.08
保管费（营业外收入-玉米补贴收入）	4.64	--	--
贴息（营业外收入—临储利息补贴）	0.99	1.72	5.29

资料来源：公司提供

2. 经营效率

从经营效率指标看，公司 2016 年销售债权周转次数为 19.12 次，同比有所上升；存货周转次数及总资产周转次数分别为 2.13 次及 1.05 次，同比均略有下降，但仍保持较高水平。

九、重大事项

1. 并入中粮集团

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，中粮集团与公司实施战略重组，公司于 2017 年 1 月 1 日整体并入中粮集团合并范围，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。截至 2017 年 3 月底，此次重组的工商登记变更手续尚未完成。联合资信将保持对上述事项的关注。

2. 清产核资

根据国务院国有资产监督管理委员会《关于中国中纺集团公司清产核资结果的批复》（国资财管【2017】92 号），公司以 2015

年 12 月 31 日为基准日开展的清产核资，共清查出资产减值损失 14.30 亿元，其中事实损失 48.86 万元，预计损失 14.29 亿元，同时其他项目调整 7.44 亿元，合计调增资本公积 3.62 亿元，调减其他综合收益 0.28 亿元，调减未分配利润 23.79 亿元，调减少数股东权益 1.30 亿元，合计调减所有者权益金额 21.74 亿元。

十、财务分析

公司提供的 2016 年财务报表经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留的审计意见，公司 2017 年一季度财务报表未经审计。

2016 年，公司纳入合并范围的二级子公司 26 家，较 2015 年底无变化。截至 2017 年 3 月底，公司合并范围较 2016 年底无变化。

截至 2016 年底，公司资产总额 364.82 亿元，所有者权益合计 69.28 亿元（含少数股东权益 24.94 亿元）；2016 年公司实现营业收入 356.44 亿元，利润总额 4.06 亿元。

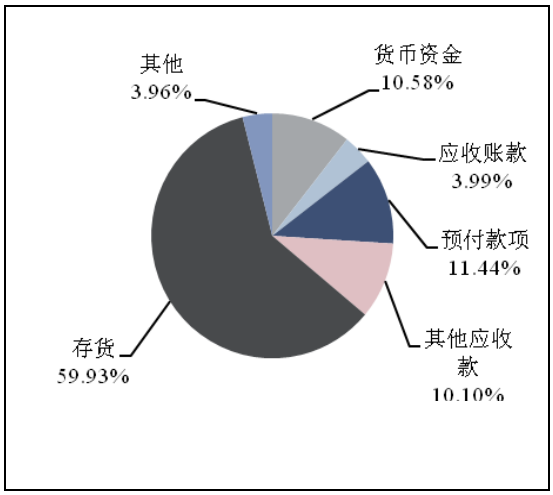
截至2017年3月底，公司资产总额345.20亿元，所有者权益合计73.30亿元（含少数股东权益24.81亿元）；2017年1～3月，公司实现营业收入84.88亿元，利润总额1.76亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，截至2016年底，公司资产总额为364.82亿元，同比增长16.70%，主要为预付款项、其他应收款及存货等增长所致。截至2016年底，公司流动资产占80.74%，非流动资产占19.26%，资产构成以流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产294.56亿元，同比增长29.78%，以货币资金、预付款项、其他应收款和存货为主。

图 6　2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司货币资金31.15亿元，同比下降25.89%，其中，银行存款占97.73%，是货币资金主要组成部分。截至2016年底，公司货币资金中包含受限资金3.42亿元，主要为公司本部以保证金担保方式为中纺澳担保，保证金金额为人民币1.86亿元，期限至2018年10月28日止。

公司应收账款主要是应收货款。截至2016年底，公司应收账款账面余额15.24亿元，共计提坏账准备3.49亿元，账面价值11.75亿元，同比下降37.11%，主要系公司加强应收账款管理，收回部分应收账款所致。采用账龄法计提坏账准备的应收账款账面余额为13.64亿元，账龄在1年以内的占84.12%，整体账龄较短；共计提坏账准备2.44亿元，计提比例为17.89%，比例大幅提升主要由于公司经过清产核资后，本着谨慎性原则，对应收账款严格按照账龄计提了坏账准备。

截至2016年底，公司预付款项33.70亿元，同比增长118.92%，主要系2016/2017年度棉花采购规模大幅增加所致；从账龄上看，预付款项账龄在1年以内的占95.05%，整体账龄较短。

截至2016年底，公司其他应收款为29.75亿元，较2015年底增长19.77亿元，主要系期货保证金大幅增加所致。截至2016年底，公

司其他应收款账面余额35.28亿元，共计提坏账准备5.53亿元。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15.67亿元（其中期货保证金占比65.22%），共计提坏账准备4.62亿元（主要为大连华农物流有限公司财务状况不良，应收款3.03亿元预计无法收回，已全额计提坏账准备）。主要债务人如下：

表8　2016年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）
国投中谷期货有限公司	37763.39
大连华农物流有限公司	30293.00
南华期货股份有限公司	27505.72
永安期货股份有限公司	8277.63
中国国际期货有限公司	7182.05
合计	**111021.79**

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17.41亿元，其中账龄在1年以内的占99.57%，共计提坏账准备0.07亿元。

截至2016年底，公司存货176.52亿元，同比增长29.04%，主要是临储存货大幅增加所致。截至2016年底，公司收储玉米120.84亿元，其中2016年收储48.85亿元，致使存货中库存大幅提升。从构成看，主要由原材料（占6.50%）及库存商品（占81.19%）构成；共计提存货跌价准备2.86亿元。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2016年底，公司其他流动资产为7.59亿元，同比增长6.93亿元，主要系留抵进项税增加3.26亿元，理财产品增加2.91亿元，套期工具增加0.52亿元。

截至2016年底，公司非流动资产为70.25亿元，以可供出售金融资产（占12.55%）、固定资产（占56.19%）和无形资产（占14.20%）为主。

截至2016年底，公司可供出售金融资产为8.82亿元，主要由可供出售权益工具（占14.65%）和其他（占85.12%，主要是基金投资，及公司持股比例小于20%按成本法核算的原长期股权投资转入本科目）构成。

截至2016年底，公司固定资产账面原值95.47亿元，主要由房屋建筑物（占41.96%）及机器设备（占48.16%）构成，累计折旧47.62亿元，计提减值准备8.38亿元，账面价值为39.47亿元。

截至2016年底，公司无形资产9.98亿元，主要由土地使用权（占97.15%）构成。

截至2017年3月底，公司资产总额345.20亿元，较2016年底下降5.38%；其中流动资产占79.05%，非流动资产占20.95%，流动资产占比小幅下降。截至2017年3月底，公司预付款项为16.84亿元，较上年底下降50.02%，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。

总体看，公司资产以流动资产为主，符合行业特征；流动资产中预付账款、存货及其他应收款占比高，资产流动性及整体资产质量一般。

2．负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益结构变化较大。截至2016年底，公司所有者权益为69.28亿元，同比下降19.22%，主要系公司清产核资调减所有者权益21.74亿元所致。

截至2016年底，公司实收资本由2015年底的3.66亿元增至20.00亿元；公司盈余公积为43.88亿元，较2015年底减少14.20亿元。根据国资委于2015年12月28日下发的国资产权〔2015〕1344号《关于中国中纺集团公司国家资本金变动有关问题的批复》同意公司依据《财政部关于下达2011年中央国有资本经营预算节能减排资金预算（拨款）通知》（财企〔2011〕340号）和《财政部关于下达2012年中央国有资本经营预算节能减排资金预算（拨款）的通知》（财企

2012〕390 号）确认的数额，核增公司国家资本金 847.00 万元；同意 16.26 亿元盈余公积转增国家资本金。本次变动后，公司实收资本为 20.00 亿元，全部为国家资本金；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。

截至 2016 年底，公司未分配利润为-21.94 亿元，同比减少 24.34 亿元，主要系根据国资委国资财管〔2017〕92 号关于公司清产核资结果的批复，公司以 2015 年 12 月 31 日为基准日开展的清产核资，共清查出资产减值损失 14.30 亿元，其中事实损失 48.86 万元，预计损失 14.29 亿元，同时其他项目调整 7.44 亿元，合计调减未分配利润 23.79 亿元。

截至 2016 年底，公司归属于母公司权益合计 44.34 亿元，其中实收资本占比大幅提高，所有者权益稳定性有所提高。

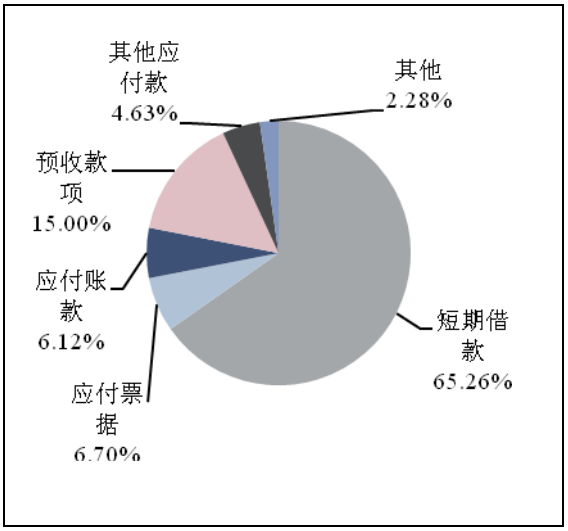
截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 73.30 亿元，较 2016 年底增长 5.80%。

负债

跟踪期内，公司负债规模有所增长。截至 2016 年底，公司负债合计 295.54 亿元，其中流动负债占 87.38%，非流动负债占 12.62%。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 258.23 亿元，主要以短期借款及预收款项为主。

图7　2016年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司短期借款 168.52 亿元，同比增长 34.38%，主要为信用借款（占 96.73%）。截至 2016 年底，公司短期借款中 120.84 亿元是国家临储玉米贷款，用于玉米收储，与临储贷款相关的利息支出计入财务费用，相应利息补贴计入营业外收入。

截至 2016 年底，公司应付票据为 17.31 亿元，同比增长 46.17%，主要由于粮油公司增加了票据结算规模。

公司应付账款主要是棉花和大豆的采购款。截至 2016 年底，公司应付账款为 15.81 亿元，同比小幅下降，账龄在 1 年以内的占 93.10%。

截至 2016 年底，公司预收账款为 38.74 亿元，同比增长 92.22%，主要系 2016/2017 年度棉花贸易大幅增加所致。

公司其他应付款主要为保证金、押金、非控股股东暂借公司作营运资金及预提费用等款项。截至 2016 年底，公司其他应付款为 11.96 亿元，同比小幅下降。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 37.31 亿元，同比增长 76.84%，主要系应付债券增长所致。从构成看，截至 2016 年底，长期借款和应付债券的合计金额为 33.48 亿元，占非流动负债的比重为 89.73%。

截至 2016 年，公司长期借款为 3.48 亿元，同比大幅下降，公司长期借款主要为信用借款和保证借款。

截至 2016 年底，公司应付债券为 30.00 亿元，由“15 中纺 MTN001”、“16 中纺 MTN001”及“16 中纺 MTN002”构成，期限均为 3 年，金额均为 10 亿元。

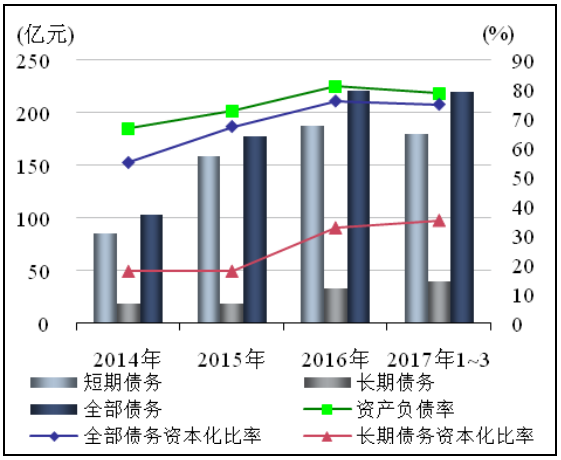
截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 271.90 亿元，较 2016 年底下降 8.00%；从结构来看，流动负债占 84.07%，非流动负债占 15.93%，非流动负债占比较 2016 年底继续增长。截至 2017 年 3 月底，公司应付票据为 9.29 亿元，较上年底下降 46.35%，主要由于部分票据已到期支付并减少票据结算规模所致；预收款

项 27.32 亿元，较上年底下降 29.47%，主要由于陆续确认了棉花预收款的收入；其他应付款为 5.50 亿元，较 2016 年底下降 54.03%，主要由于支付了部分其他应付款项；截至 2017 年 3 月底，公司长期借款为 9.00 亿元，较 2016 年底增长 159.03%，主要系中纺澳归还短期借款，增加长期借款所致。

债务负担方面，截至 2016 年底，公司全部债务总额为 220.99 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 84.85%和 15.15%。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务合计 219.84 亿元，较 2016 年底相对稳定，其中短期债务 180.24 亿元，占 81.98%，长期债务 39.61 亿元，占 18.02%，短期债务占比高。

从债务指标来看，2016 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 81.01%、76.13%及 32.58%。如果扣除短期借款中的国家临储玉米贷款 120.84 亿元，上述指标分别为 71.60%、59.11%及 32.58%。截至 2017 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 78.77%、75.00%和 35.08%。

图 7　2014～2017 年 3 月公司债务构成



资料来源：公司财务报表

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

3．盈利能力

2016年，公司营业收入为356.44亿元，同比下降9.92%；同期公司营业成本为333.61亿元，同比下降10.97%，略高于营业收入的下降程度。营业收入下降主要由于粮油板块主动减少了风险较大且毛利较低的玉米贸易等业务，中纺澳大幅压缩亏损业务。

2016年，公司期间费用总额为23.31亿元，同比略有下降，主要系销售费用和财务费用有所下降，其中销售费用同比下降15.04%，主要原因为：①棉花公司2016年联营棉经营比例上升，这部分棉花的运费不由棉花公司承担，其运输费同比减少0.73亿元；②中纺澳业务量同比减少，其运输费同比减少0.41亿元；财务费用同比下降11.37%，主要系2016年实现汇兑收益1.59亿元（2015年为汇兑损失3.57亿元）。2016年公司期间费用营业收入比为6.54%。

2016年，公司资产减值损失为2.53亿元，以存货跌价损失和坏账损失为主。损失主要来自中纺澳、中纺利特华贸易有限公司与福田实业的坏账损失及福田实业的存货跌价准备。

2016年，公司投资收益为1.68亿元，同比大幅下降58.20%，主要系2015年处置可供出售金融资产取得的投资收益为2.74亿元，2016年为-0.03亿元。2016年，投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益0.77亿元和可供出售金融资产等取得的投资收益0.99亿元。

2016年，公司营业外收入为6.57亿元，同比增长112.49%，主要为包括临储利息补贴收入（5.29亿元）在内收到的各项政府补助。

2016年，公司利润总额为4.06亿元，较2015年大幅增加，主要是营业成本及各项期间费用下降幅度大于营业收入下降幅度所致，因与临储贷款相关的利息支出计入财务费用，相应利息补贴计入营业外收入，故公司利润不受临储利息补贴影响，公司主业实现扭亏为盈。

2016年，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率分别为6.12%、4.15%及4.16%，同比均有所增长。

2017年1～3月，公司实现营业收入84.88亿元，同比增长21.65%；营业利润率为6.36%，同比提高0.16个百分点。2017年1～3月，公司期间费用占营业收入的比重为5.90%，较2016年下降0.64个百分点。同期，公司实现投资收益0.10亿元，营业外收入1.43亿元。2017年1～3月，公司实现利润总额1.76亿元。

总体看，投资收益对公司利润影响较大。

4．现金流及保障

经营活动方面，2016 年，随着公司营业收入的下降，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均有所下降，分别为 401.66 亿元和 461.35 亿元。2016 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比下降 15.08%，经营活动现金流出同比下降 10.18%，2016 年上述两项金额分别为 387.71 亿元和 494.35 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，2016 年分别为 55.70 亿元、80.66 亿元（由于期货套保需要，2016 年期货保证金支出大幅增长）。2016 年公司经营活动产生的现金流量净额为-32.99 亿元。2016 年，临储存货净增加 44.43 亿元，购买该存货的资金由政策性贷款全额支持，不影响公司经营现金流量状况，若剔除该因素，2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 11.44 亿元。

从收入实现质量来看，2016 年，公司现金收入比为 112.69%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入量为 34.64 亿元，同比下降 27.96%，以收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金为主；公司投资活动现金流出为 38.11 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。2016 年公司购买和赎回可转债规模较大（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支付的定金以及收回申购定金引起公司收到及支付其他与投资活动有关的现金金额较大。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.47 亿元。

筹资活动方面，2016 年，公司根据经营性现金流的情况变动，资金的筹措和归还根据资金实际使用加以控制，公司筹资活动现金流入大幅下降，同比下降 59.07%，2016 年为 242.46 亿元（其中，取得借款收到的现金为 237.81 亿元）。公司筹资活动现金流出同比下降 58.47%，2016 年为 220.13 亿元（其中偿还债务支付的现金为 205.08 亿元）。2016 年公司筹资活动现金流量净额为 22.32 亿元。

2017 年 1～3 月，公司经营活动现金流入量 89.92 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 78.07 亿元，经营活动现金流量净额为-1.15 亿元；公司投资活动现金流量净额为-0.50 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-4.48 亿元。当期，公司现金收入比为 91.98%，收入实现质量一般。

总体看，公司销售商品、提供劳务收到的现金有所下降，经营活动净现金流为负，收入实现质量较好；投资活动以债券基金等投资活动为主，筹资活动规模有所下降。

5．偿债能力

从短期偿债指标看，2016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114.07%、45.71%。公司经营现金流动负债比为-12.78%。截至2017年3月底，公司流动比率和速动比率分别为119.38%和40.59%。总体看，现金类资产对剔除政策性借款后的短期债务保障能力弱，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司EBITDA大幅增长至18.83亿元；公司EBITDA

利息倍数及全部债务/EBITDA分别为2.05倍和11.73倍，公司长期偿债能力较弱。

截至2017年3月底，公司无对外担保。

截至2017年3月底，公司共获银行授信额度439.00亿元，其中未使用授信额度355.00亿元（短期借款中的120.84亿元政策性临储贷款由农发行提供，不计入公司授信额度），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 2017 年 6 月 26 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司贸易主业易受贸易品种价格波动影响，但是考虑到公司作为中国最大的棉花贸易商、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、存续债券偿债能力分析

公司于 2015 年 9 月发行了 10 亿元的中期票据“15 中纺 MTN001”；分别于 2016 年 8 月和 10 月发行了“16 中纺 MTN001”及“16 中纺 MTN002”各 10 亿元，期限均为 3 年。从集中兑付情况来看，上述三笔中期票据将于 2019 年到期 20 亿元，2016 年，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对这两笔中期票据的覆盖倍数分别为 23.07 倍、0.94 倍，公司经营活动现金流入量对这两笔中期票据的保障程度高。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

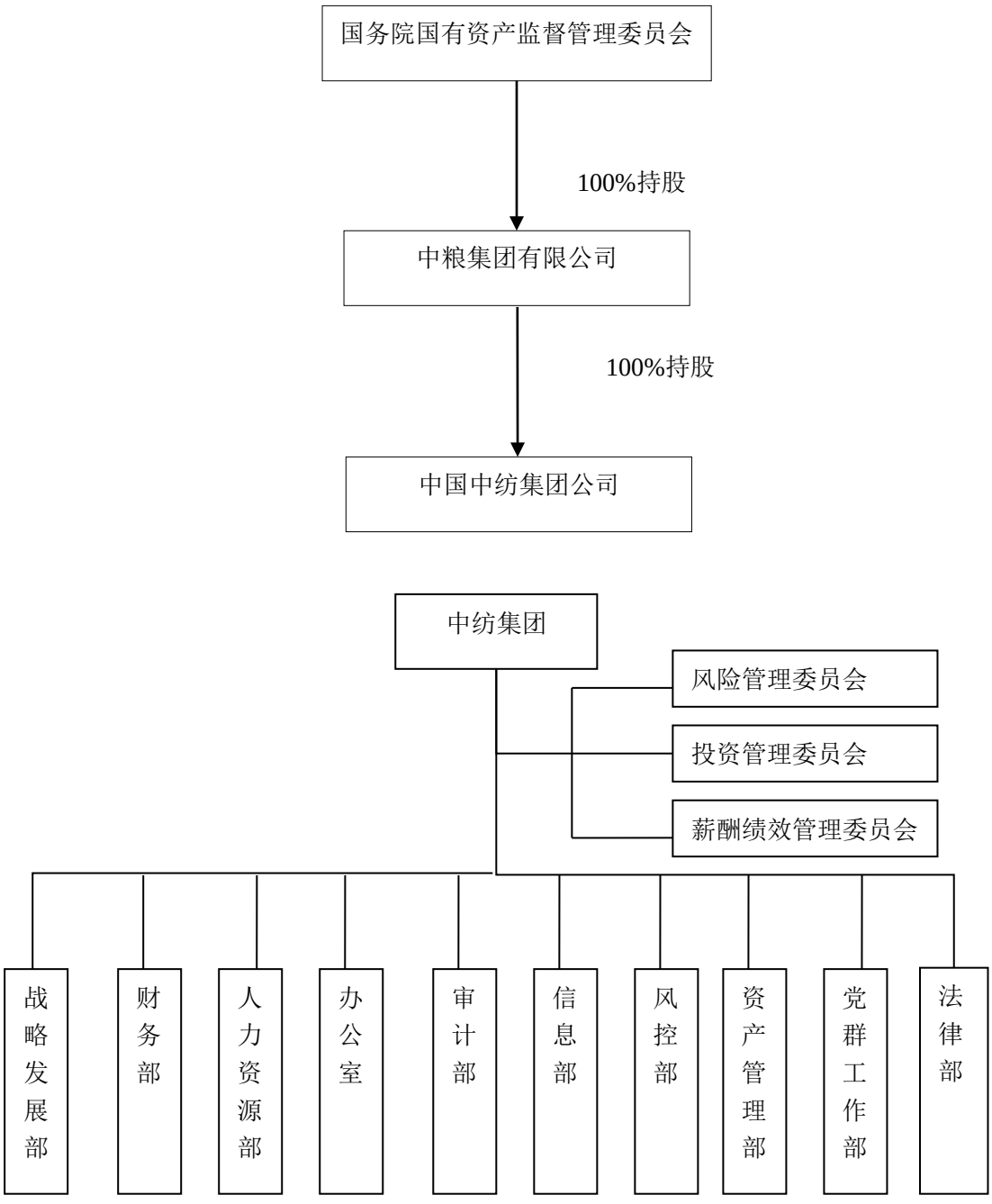
项 目	2016 年
经营活动现金流入量/应付债券余额	15.38
经营活动现金流净额/应付债券余额	-1.10
EBITDA/应付债券余额	0.63

资料来源：根据公司审计报告整理

十二、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^{+}，评级展望为稳定，维持“15 中纺 MTN001”、“16 中纺 MTN001”及“16 中纺 MTN002”的信用等级为 AA^{+}。

附件 1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2　主要子公司财务数据

板块	公司名称	2016 年			
		资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额
油脂油料板块	粮油公司	81.85	-3.79	142.36	1.74
	油脂公司	146.28	-8.94	73.11	0.86
棉纺板块	春江公司	3.77	-2.17	3.39	-0.37
	金旭公司	2.00	1.57	2.52	0.12
	金维公司	2.98	2.07	3.81	0.11
	依棉公司	2.70	-1.94	1.62	-0.28
	新元公司	0.28	-1.07	0.03	-0.14
成衣板块	国际公司	3.08	1.47	6.98	0.13
	东方公司	0.50	0.37	0.41	0.00
	利特华公司	0.95	-0.41	4.10	-0.32

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.49	45.41	34.69	29.82
资产总额(亿元)	252.75	312.62	364.82	345.20
所有者权益(亿元)	84.41	85.76	69.28	73.30
短期债务(亿元)	85.02	158.75	187.51	180.24
长期债务(亿元)	18.28	18.62	33.48	39.61
全部债务(亿元)	103.30	177.37	220.99	219.84
营业收入(亿元)	504.06	395.70	356.44	84.88
利润总额(亿元)	7.25	-0.42	4.06	1.76
EBITDA(亿元)	16.97	10.83	18.83	--
经营性净现金流(亿元)	17.99	-43.62	-32.99	-1.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.80	17.30	19.12	--
存货周转次数(次)	5.62	3.34	2.13	--
总资产周转次数(次)	1.93	1.40	1.05	--
现金收入比(%)	111.44	107.58	112.69	91.98
营业利润率(%)	3.10	5.17	6.12	6.36
总资本收益率(%)	5.18	0.95	4.15	--
净资产收益率(%)	5.62	-2.96	4.16	--
长期债务资本化比率(%)	17.80	17.84	32.58	35.08
全部债务资本化比率(%)	55.03	67.41	76.13	75.00
资产负债率(%)	66.60	72.57	81.01	78.77
流动比率(%)	119.25	110.31	114.07	119.38
速动比率(%)	59.94	43.82	45.71	40.59
经营现金流动负债比(%)	12.17	-21.20	-12.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.36	2.14	2.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.09	16.37	11.73	--

注：1. 2017 年一季度财务数据未经审计；
2. 其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部债务；
3. 2014~2016 年现金类资产已剔除受限资金。

附件 4　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。