

跟踪评级公告

联合[2015] 848 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持河北省新合作控股集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14冀新合作CP002” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十六日



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>

河北省新合作控股集团有限公司跟踪评级报告

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
14 冀新合作 CP002	3 亿元	2014/09/11-2015/09/11	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.47	16.09	12.35	16.79
资产总额(亿元)	45.61	76.62	93.34	97.44
所有者权益合计(亿元)	18.37	25.98	29.00	29.01
短期债务(亿元)	9.88	20.11	24.58	30.70
全部债务(亿元)	14.80	34.68	37.63	43.72
营业收入(亿元)	51.81	58.43	62.93	8.29
利润总额(亿元)	1.26	1.18	1.20	0.03
EBITDA(亿元)	2.37	2.30	2.68	--
经营性净现金流(亿元)	-4.39	-1.99	-0.87	-2.99
营业利润率(%)	4.17	6.23	6.81	7.10
净资产收益率(%)	5.94	4.00	3.14	--
资产负债率(%)	59.73	66.09	68.93	70.23
全部债务资本化比率(%)	44.63	57.17	56.48	60.12
流动比率(%)	162.83	154.85	142.73	138.91
全部债务/EBITDA(倍)	6.25	15.07	14.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.47	3.84	2.51	--
经营现金流动负债比(%)	-21.51	-5.29	-1.77	--

注: 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

胡鑫 方晓

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, 河北省新合作控股集团有限公司(以下简称“新合作集团”或“公司”)化肥销售规模实现较快增长, 化肥业务盈利水平有所提升; 房地产板块由于未达到结算时点, 收入规模大幅下降。公司作为河北省农资流通行业的龙头, 跟踪期内收入上升, 毛利率和利润水平稳定, 持续获得稳定的财政补贴, 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能力弱、盐业市场化改革、债务规模增长等因素对公司经营及发展可能造成的不利影响。

公司承担着河北省化肥、农药和食盐储备等政策性项目, 国家对农业的政策支持持续, 公司获得的财政补贴收入有望保持稳定, 冀兴商城二期项目进入销售期后有望带来地产板块收入的回升。新合作广场项目位于石家庄市核心地段, 项目开发预期实现较好收益。

公司经营活动现金流入量及现金类资产(剔除受限资金)对“14 冀新合作 CP002”覆盖能力强。

综合考虑, 联合资信维持河北省新合作控股集团有限公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14 冀新合作 CP002” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司是河北省农资流通行业的龙头企业, 跟踪期内化肥销售规模实现较快增长。
2. 公司承担着河北省化肥、农药和食盐储备等政策性项目, 跟踪期内获得了稳定的政府补贴收入。
3. 公司现金类资产(剔除受限资金)和经营活动现金流入量对“14 冀新合作 CP002”保障程度较强。

关注

1. 农资流通行业毛利率水平低, 且具有一定波

- 动性，市场竞争激烈。
2. 公司利润对投资收益及政府补贴等非经营性收益依赖程度高。
 3. 盐业市场化改革推进，未来可能对公司盐业板块收入和利润水平产生重大影响。
 4. 公司有息债务增长较快，债务负担有所上升；经营活动现金流成净流出，公司在建项目投资规模较大，存在一定资金压力。

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）与河北省新合作控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与河北省新合作控股集团有限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，未因河北省新合作控股集团有限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河北省新合作控股集团有限公司提供，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“14冀新合作 CP002”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河北省新合作控股集团有限公司主体长期信用及“14冀新合作 CP002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

河北省新合作控股集团有限公司(以下简称“新合作集团”或“公司”)前身是2004年成立的河北省新合作资产运营管理中心,由河北省供销合作总社(以下简称“河北省供销社”或“省社”)出资成立。2008年4月,河北省新合作资产运营管理中心改制为有限责任公司,更名为“河北省新合作资产运营管理有限公司”,省社以其拥有的截至2007年11月30日资产管理中心的净资产出资,注册资本7828万元;2008年10月,增资至10028万元。2008年10月,河北省新合作资产运营管理有限公司更名为“河北省新合作资产运营集团有限公司”,2012年2月,河北省新合作资产运营集团有限公司更名为“河北省新合作控股集团有限公司”;经多次增资,截至2015年3月底,公司注册资本为25878万元,由河北省供销合作总社100%持股。河北省供销合作总社为公司实际控制人。

公司经营范围:资产的经营、管理及投资;化肥、棉花、纸塑包装物、日用杂品、粮食(原粮)、建材、钢材、木材、水泥的销售;自有房屋租赁、经济信息咨询服务;仓储服务(法律、法规及国务院决定禁止或经审批的除外)。

截至2014年底,公司纳入合并报表范围的子公司26家;公司内部设立了“六部一室”,即综合办公室、人力资源部、财务审计部、企业管理部、项目管理部、资金运营部、资产运营部。

截至2014年底,公司(合并)资产总额93.34亿元,所有者权益29.00亿元(其中少数股东权益12.51亿元);2014年公司实现营业

收入62.93亿元,利润总额1.20亿元。

截至2015年3月底,公司(合并)资产总额97.44亿元,所有者权益29.01亿元(其中少数股东权益12.48亿元);2015年1~3月,公司实现营业收入8.29亿元,利润总额0.03亿元。

公司注册地址:河北省石家庄市建设南大街21号付一号;法定代表人:邓沛然。

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,比上年增加11140亿元,增长8.6%。其中,中央一

般公共财政收入 64490 亿元, 比上年增长 4292 亿元, 增长 7.1%; 地方一般公共财政收入(本级) 75860 亿元, 比上年增长 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 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、行业及区域经济环境

公司是河北省供销社领导下的经营实体, 经营范围主要涉及农业生产资料、棉花、盐业专营等业务板块。

1. 供销社系统

供销合作社在中国已有 80 多年的历史。1995 年 2 月, 党中央、国务院根据建立社会主义市场经济体制和深化农村改革的要求, 从农业、农村经济发展需要出发, 在总结供销合作社过去改革和发展经验的基础上, 做出了《关于深化供销合作社改革的决定》(中发(1995)5 号), 明确了供销合作社的性质、宗旨、地位和作用, 并决定恢复成立中华全国供销合作总社, 提出了支持供销合作社改革发展的若干政策措施。

自 1995 年中华全国供销合作总社恢复成立以来, 全国供销合作社系统认真贯彻 1995 年中央 5 号文件和 1999 年国务院 5 号文件(《国务院关于解决当前供销合作社几个突出问题的通知》)精神, 坚持改革的市场取向, 坚持为农服务的发展方向, 提出并认真实施“四项改造”(即以参与农业产业化经营改造基层社, 以实行产权多元化改造社有企业, 以实现社企分开、开放办社改造联合社, 以发展现代流通方式改造传统经营网络), 使供销合作社克服了计划经济时期形成的种种弊端, 扭转了连年亏损的不利局面。目前, 供销合作社已进入联合发展的新阶段, 基本形成了符合合作制理念和市场经济取向的供销合作社新体制和新机制, 经济运行质量持续提高, 基层组织建设取得新进展, 网络建设稳步推进, 城市供销合作社辐射带动功能日益增强, 为农服务成效突出, 联合社自身建设明显加强。

2009 年 11 月出台的《国务院关于加快供销合作社改革发展的若干意见》(国发【2009】40 号文)使供销合作社的发展迎来了新的战略机遇。其中, 国务院针对新形势下加快供销合

作社改革发展问题提出若干意见,要求供销合作社发挥流通网络覆盖城乡的优势,加快推进新农村现代流通服务网络工程(以下简称“新网工程”)建设,具体包括农业生产资料、农村日用消费品现代经营服务网络、农副产品现代购销网络、再生资源回收利用网络的“四大网络”建设,以发展成为农业社会化服务的骨干力量和农村现代流通的主导力量;做大做强社有企业,在农资、棉花、农副产品、日用消费品、再生资源等领域培育一批主业突出、市场竞争力强、行业影响力大的企业集团,支持社有企业参与“万村千乡”和“双百”市场工程以及农超对接、家电下乡、以旧换新等工作,鼓励社有企业积极利用农村物流服务体系发展专项资金、服务业发展专项资金、中小商贸企业发展专项资金开拓农村市场;供销合作社使用的原因国有划拨建设用地,经批准可采取出让、租赁方式处置,收益实行“收支两条线”,优先用于支付供销合作社破产和改制企业职工安置费用、改善农村流通基础设施。

在政策支持方面,全国供销合作社系统受到一系列政策和资金支持,如化肥淡季储备补贴等补贴政策以及重点用于支持供销合作社农资、农副产品、日用消费品和再生资源回收利用等服务体系改造的新网工程专项资金,重点支持商贸流通行业和再生资源回收利用等的服务业发展专项资金,以及支持农业生产资料连锁经营的农村物流服务体系发展专项资金等。

根据中国供销合作网最新统计数据显示,截至 2014 年底,全系统有基层社 24950 个,其中:集体企业 18504 个,有限责任公司 1394 个,股份有限公司 756 个,股份合作公司 1845 个,农民专业合作社 1320 个,其他 1131 个。由县社垂直管理的 20183 个,实行属地管理的 679 个,保留牌子实行民营的 2086 个,其他 2002 个。

2. 农资行业

农资主要包括化肥、农药、农膜、种子、饲料、农机具等几大类商品,是重要的农业生产要素,与“三农”(农业、农村、农民)工作紧密相关,对保障农业生产,增加农民收入,减轻农民负担,维护国家粮食安全都有着特殊重要的意义,因此,国家历来十分重视农资生产、供应工作,并在政策上给予了较大的倾斜。

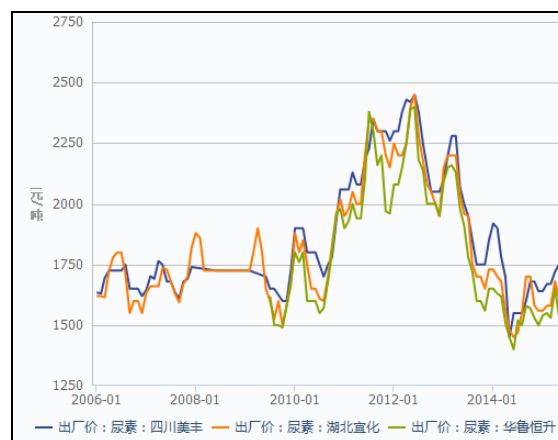
近年来,中国农资行业取得了长足的发展,农资市场处于供求总量基本平衡、品种结构不平衡的状态。主要表现为农药、氮肥等农资产品供过于求,种子等保持供求基本平衡,而钾肥、复合肥等因技术及资源因素需要从国外进口才能满足国内需求。加上国家对三农问题的重视程度不断提高,粮食种植面积有所增加,农民对农业投入的越来越多,农资市场需求稳中有增。

化肥市场现状

公司所经营的农资产品以化肥为主。

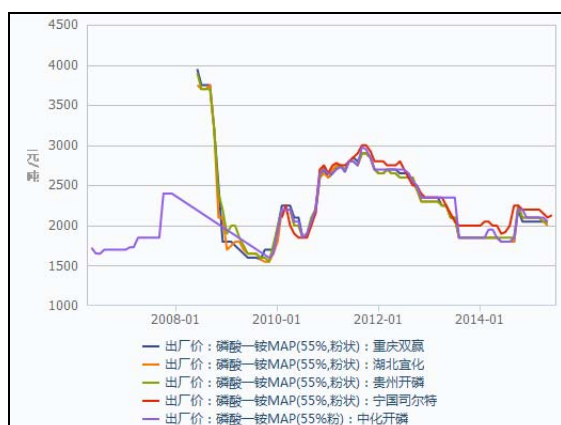
化肥主要可分为氮肥、磷肥、钾肥、复合肥。中国是世界上最大的化肥生产国,2014 年 1~12 月中国累计生产化肥 6933.69 万吨,比上年下降 0.7%。这也是近几年来中国化肥产量首次出现年度同比下降,主要原因是化肥价格大幅下跌,企业经济效益差,企业开工率降低,氮肥整体开工率降至七成以下。

图 1 近年尿素主要厂商批发价情况



资料来源: wind 资讯

图2 近年磷酸一铵市场价情况



资料来源：wind 资讯

农资流通市场现状、相关政策及发展趋势

在农资流通体系上，1998 年化肥流通体制开始市场化改革后，中国农资流通行业发生了深刻变化并取得了长足的发展，原有的市场格局被打破，经营主体逐步多元化。但目前，国内农资产量总体过剩，产品同质化严重，买方市场特征明显。随着市场竞争的日趋激烈，加之本行业直接为“三农”服务，相对其他行业，利润空间较为有限，除少数企业外，绝大部分企业规模偏小，经营模式落后，经营成本高，为了在激烈的市场竞争中勉强生存，部分中小农资流通企业不法经营，销售假冒伪劣农资坑农害农，严重扰乱了农资流通市场秩序。2009 年 3 月，国家财政部、商务部等八部委 17 日联合公布了《关于完善农业生产资料流通体系的意见》，为构建多元化、连锁化的现代农资流通体系提出了具体目标。并提出了完善农资流通体系的总体目标：培育若干家销售额超 100 亿元的大型农资流通企业，建设改造一批农资连锁门店和区域性配送中心，通过三到五年的努力，初步形成以乡、村两级经营网络为基础，以农资交易市场为平台，以大型农资龙头企业为重点，区域性连锁配送中心为骨干，布局合理、经营规范、运作高效、协调发展的多元化、连锁化农资流通体系。

目前，部分具备较强实力的企业经过多年激烈市场竞争以及抓住有利的政策机遇，借助

各种现代流通方式在全国范围内实现了规模快速扩张。

化肥经营方面，为进一步深化化肥流通体制改革，调动各方面参与化肥经营的积极性，不断提高为农服务水平，满足农业生产发展需要，国务院于 2009 年 8 月出台《关于进一步深化化肥流通体制改革的决定》。要求放开化肥经营限制。取消对化肥经营企业所有制性质的限制，允许具备条件的各种所有制及组织类型的企业、农民专业合作社和个体工商户等市场主体进入化肥流通领域，参与经营，公平竞争。同时国家鼓励大型化肥生产、流通企业以及具备一定实力和规模的社会资本通过兼并重组等方式，整合资源，发展连锁和集约化经营。对建设和完善区域性化肥交易市场以及化肥储备、经营与现代物流设施的，各级政府要积极予以扶持。

2012 年 2 月，工信部发布了《化肥工业“十二五”发展规划》，将行业内企业兼并重组定为“十二五”的重点任务，提出到 2015 年时要逐步形成以大型化肥企业为主导的生产经营格局，鼓励大型企业兼并重组、淘汰落后及建设化肥基地。

出口方面，中国自 2013 年放宽化肥关税限制，其中尿素等氮肥淡季出口下调为 2%；磷酸一铵等磷肥关税下调至 5%。从中长期来看，该项政策有利于增强中国化肥产品竞争力，缓解国内产能过剩局面；从 2013 年化肥出口市场实际表现看，短期内其对化肥企业正面推动作用的显现仍有赖于世界经济的恢复。

3. 盐业专营

盐业是关系国计民生的重要产业，盐既是人民生活的必需品，又是不可缺少的化工原料。制盐工业兼有消费品工业和基础原材料工业的两重性，在国民经济中占有特殊重要的地位。由于食盐加碘是消除碘缺乏病的重要措施，在提高民族素质方面发挥着至关重要的作用，因此国家食盐实行生产和销售的专营制

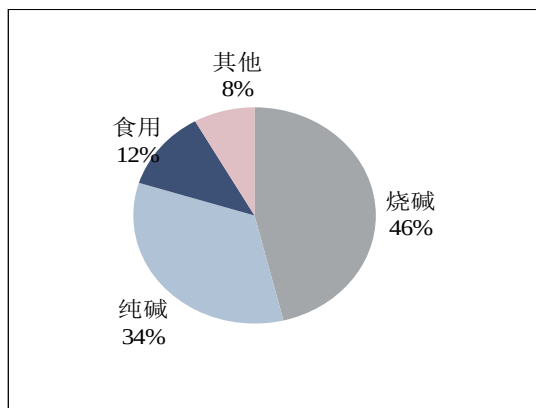
度。根据中国盐业协会预测，盐的总消费量预计平均每年增加 200 万吨，增幅速度约为平均每年 5%~8%。

盐业资源

中国原盐资源丰富，在可预见的年限内不存在资源缺乏的可能。在中国，根据来源和生产方法可将原盐分为三类：以海水为原料晒制而得的盐为海盐；开采现代盐湖矿加工制得的盐为湖盐；开采地下天然卤水或古代岩盐矿床加工制得的盐为井矿盐。“十五”期间，中国制盐业产品结构中，海盐的比例超过 70%，井矿盐占比不足 20%，湖盐为 10%。随着沿海地区经济的日益发展，海盐滩涂面积有所下降，而受季节、用地等因素影响较小的井矿盐发展势头强劲；同时，受两碱行业发展重心西移的影响，中西部地区井矿盐产业发展尤其迅速。

“十一五”期间，国内海盐的比例已降到 50% 以下，井矿盐比例显著上升。未来，随着井矿盐新增产能的逐步释放，井矿盐产量将超过海盐产量，原盐产品结构将得到较大改善。

图 3 目前中国的原盐大致消费结构



资料来源：联合资信整理

根据用途，中国原盐可分为食用盐、两碱（烧碱、纯碱）用盐和其他工业用盐三大类别；中国原盐消费结构与世界原盐消费结构有较大差异。其中工业用盐（两碱用盐和小工业盐）占比较高，其次为食用盐。“十一五”期间，两碱的需求量均有成倍的增长，2007 年两碱产量均在 1750 万吨附近，较“十五”期末分别

约有 25%和 40%的增幅；下游需求的快速发展直接带动了中国原盐产品消费总量的上升。2013 年中国累计生产原盐 6460.16 万吨，同比增长 3.94%。

盐业专营体制及改革

食盐是维持人民正常生活和身体健康不可缺少的调味品。中国实行食盐专营制度，以保证人们碘元素的摄入量。1994 年 8 月，国务院发布实施《食盐加碘消除碘缺乏危害管理条例》。1996 年 5 月，国务院发布实施《食盐专营办法》，国家对食盐实行专营管理。国家对食盐实行定点生产制度并实行指令性计划管理；对食盐批发实行批发许可证制度，食盐批发企业应按国家计划购进食盐并在规定范围内销售。食盐定点生产企业、食盐批发企业、食盐零售单位和受委托代销食盐的个体工商户、代购代销店，应当执行国家规定的食盐价格。1996 年 9 月，中国轻工总会盐业管理办公室、铁道部运输局、交通水运管理局和公路管理司联合下发《关于食盐运输实行准运证的通知》，对食盐运输企业实行准运证制度。2003 年 3 月国家机构改革后，国家发改委为国务院授权的国家盐业行政主管部门，盐业管理办公室是具体办事机构，负责管理全国食盐专营工作，确保合格碘盐供应；负责审核、确定食盐定点生产企业，发放食盐定点生产许可证；负责编制、下达并组织实施食盐年度生产计划；参与研究食盐分配调拨计划；指导各省、自治区、直辖市人民政府盐业主管机构发放食盐批发许可证并监督检查实施情况；根据食盐分配调拨计划发放食盐运输准运证并监督检查实施情况。

在食盐专营政策下，中国食盐专营的生产经营体系由中国盐业总公司和各省、地（市）、县盐业公司构成，省级盐业公司是各省食盐经营的主体。食盐生产成本很低，与一般的工业盐成本无明显区别，但食盐计划批发价格相对处于很高的水平；因此，受益于专营政策，盐业公司的食盐批发专营业务均具有很强的盈

利能力和良好的现金流量。

食盐专营政策在保护企业正常生产、维持一定的市场份额和利润的同时，也制约了企业向其他省、市和地区的市场拓展工作。从长期看，中国盐业流通领域的市场格局将面临国际竞争和专营制度改革挑战。

政策面方面，食盐体制改革继续稳步推进。目前食盐专营体制包括两个核心，计划管理和食盐定价，还有三个措施，即“食盐定点生产许可证”、“食盐批发许可证”、“食盐运输准运证”。2012年10月，《国务院关于第六批取消和调整行政审批项目的决定》明确，将食盐准运许可审批项目从国务院盐业主管部门下放到省级人民政府盐业主管机关、《国务院关于取消和下放一批行政审批项目的决定》(国发[2013]44号)明确，将食盐定点生产企业项目审批从工业和信息化部下放至省级人民政府盐业行政主管部门；2014年4月21日，国家发展改革委官网刊发第10号令，决定废止《食盐专营许可证管理办法》。食盐计划管理和食盐定价方面，《2014年食盐计划安排意见》中载明：2014年食盐计划编制工作本着形式从简、务实高效的原则，只编制和下达食盐销售计划及省际间调拨计划（包括直接食用、食品加工用盐；加碘和非碘食盐），畜牧盐、渔盐、肠衣盐和出口盐由食盐专营主体根据市场需求采取产销企业自主衔接方式保证供应，不再列入国家指令性计划；发改委价格司原先管理的食盐价格也正在考虑下放至各省。2014年5月，全国经济体制改革会议提出了2014年改革的九大任务，其中包括加快推进电力、油气、盐业等重点行业改革。10月29日，在中国盐业协会第七届会员代表大会上，中国盐业协会披露，盐业体制改革方案已在国家发改委主任办公会议通过，并在各部委完成意见征求。本次盐业改革草案分六个部分共20项内容，草案核心为废止盐业专营，具体内容为从2016年起，废止盐业专营有关规定，允许现有食盐生产定点经营企业退出市场，允许食盐流通企

业跨区经营，放开所有盐产品价格，放开食盐批发、流通经营。2017年起盐业全面按照新的方案实行。中国盐业协会称，按照已过会的草案规定，盐业在2015年继续专营，2016年取消特许经营，2016年企业同时申请新许可证，2017年获得新许可证的企业开始新的经营活动。

目前盐产品的流通过程是省、地(州、市)、县三级批发、零售四个环节，经多级批发才到零售，流通环节多、层次多、流通成本高，效率低。因此，盐业改革后，无论是既存者还是新进入者，都面临建立全面覆盖市场且经济、快捷、高效的食盐连锁经营网络的难题。盐业改革实施后，大型盐矿以及具有一定资金实力的其他经营单位将进入上游批发环节；对于批发业务，销售层级可能大幅缩减，生产厂家与零售终端的直接对接意愿会增强（如根据用户的用盐计划直接将盐送到用户手中的所谓“送销制”），进而挤压批发环节的利润空间。对于零售业务，盐业经营单位未来需结合区域分销、城市零售或农村代销的不同特点选择直营连锁、特许加盟连锁以及许可证下的代售制等不同的连锁模式，积极推进食盐连锁经营的试点，并实现商品形象宣传、商品包装、商品品牌、柜台设计、商品陈列和运输车辆的车体广告等的统一。

总体看，盐业改革将加大盐业经营市场化进度，大型制盐企业可能率先进入销售领域，打造产供销一体化的业务模式。竞争的加剧可能影响盐业公司的业务量和盈利水平。

2. 区域经济环境分析

公司经营范围主要位于河北省境内。

河北省是中国重要的经济大省，对于国民经济的贡献始终排在前列。经河北省统计局初步测算，全省生产总值实现29421.2亿元，比上年增长6.5%。其中，第一产业增加值3447.5亿元，增长3.7%；第二产业增加值15020.2亿元，增长5.0%；第三产业增加值10953.5亿元，增长

9.7%。第一产业增加值占全省生产总值的比重为11.7%，第二产业增加值比重为51.1%，第三产业增加值比重为37.2%。

2014年河北省居民消费价格比上年上涨1.7%，其中食品价格上涨2.3%；工业生产者出厂价格下降4.8%，工业生产者购进价格下降4.4%；农产品生产价格上涨0.2%，农业生产资料价格下降0.9%。

2014年河北省粮食播种面积633.2万公顷，比上年增加1.6万公顷，增长0.3%；粮食总产量3360.2万吨，下降0.1%。其中，夏粮产量1444.0万吨，增长3.0%；秋粮产量1916.2万吨，下降2.4%。棉花播种面积41.1万公顷，比上年下降14.9%；棉花总产量43.1万吨，下降5.6%。油料播种面积46.6万公顷，下降0.9%；油料总产量150.2万吨，下降0.6%。蔬菜播种面积123.7万公顷，比上年增长4.3%；蔬菜总产量8125.7万吨，增长2.8%。其中设施蔬菜播种面积40.0万公顷，增长4.2%；产量2677.4万吨，增长3.6%。

2014年河北省房地产开发投资4059.7亿元，比上年增长17.8%。其中，商品住宅投资3010.4亿元，增长18.6%；办公楼投资153.8亿元，增长9.6%；商业营业用房投资502.0亿元，增长9.9%。

总体看，河北省有着悠久的历史，自然资源丰富，是中国重要的粮棉产区。目前，河北省全省已基本形成新能源、汽车、电气、煤炭、纺织、冶金、建材、化工、机械、电子、石油、轻工、医药等优势产业，经济发展潜力大，增长速度快，居民消费能力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为河北省供销合作总社全资拥有的有限责任公司，河北省供销合作总社拥有公司全部股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司在农业生产资料、盐业、棉花流通领域具有成熟的管理经验，建立起相对完善的经营网络体系及稳定的供销渠道，在河北区域市场上均处于主导地位。

河北省农业生产资料有限公司（以下简称“农资公司”）是公司在农资行业的专业经营平台，是主营化肥、农药等农业生产资料的大型企业，是河北省境内最大的农资批发企业，始终保持着在河北省农资流通领域中的主导地位。曾多次被河北省政府授予“文明单位”、“河北省百强企业”、“河北省批发服务业十大龙头企业”等荣誉称号。截至2014年底，公司已在省内外建立了19个全资分公司，19家区域配送中心，156家县级分销管理中心，5000多家乡、村加盟店，营销网络覆盖河北省及周边省份，形成了以“河北农资”为统一品牌的上下贯通、流通有序的农资经营服务体系。

河北省新合作棉花有限责任公司（以下简称“棉花公司”）是公司在棉花收购、加工、仓储、贸易、电子交易等方面的专业公司，基本覆盖了棉花相关的产业链。经营网络遍布河北、新疆及东部各用棉大省，年经营量在3万吨以上，是全国大型棉花交易商之一。

盐产品方面，目前河北省实行产销分离的盐业管理体制。河北省盐务管理局负责生产领域，归口省工业和信息化厅领导；河北省供销合作总社负责流通领域，设立河北省供销社盐业管理办公室，作为河北省流通领域盐业行政主管部门，承担盐政执法任务，直接向省政府负责。河北省盐业专营集团公司（以下简称“盐业公司”）拥有省社颁发的食盐批发许可证，负责河北省境内食盐专营。盐业公司是河北省政府确定的食盐专营单位，在河北省具有垄断优势。曾多次荣获“河北省省级文明单位”、“河北省先进企（事）业单位”、“河北省诚信企业”等多项荣誉称号。2009年1月被中央文明委授予“全国精神文明建设工作先进单位”光荣称号。公司持有的“海晶”牌食盐商标为“河北

省著名商标”。

3. 政策支持

公司作为河北省农资流通领域的龙头企业，承担着河北省化肥、农药和食盐储备任务等政策性项目，国家为补偿公司因政策性项目产生的融资成本，每年均给予公司政府补贴。2012~2014 年，公司分别获得政府补贴收入稳定增长 2675.50 万元、4022.42 万元和 6671.7 万元，分别占公司利润总额的 21.18%、34.02% 和 55.62%，成为公司利润的重要组成部分。

表 1 公司近年获得补贴收入的情况（单位：万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
农药储备补贴收入	300.00	300.00	300.00
化肥储备补贴收入	1554.50	2620.00	2626.00
新网络工程补贴收入	--	--	1734.00
食盐储备贴息收入	708.00	635.00	600.00
棉花补贴收入	--	--	--
土特交易中心商务建设交易平台补贴	113.00	--	--
农电商交易中心分中心项目补贴	--	--	300.00
国农控股增值税退税和软件开发补助和高科技发展补贴	--	451.45	1074.70
担保业补助资金	--	15.97	27.00
省社安全统筹补贴	--	--	10.00
合计	2675.50	4022.42	6671.7

资料来源：公司提供

由于国家对“三农”行业的持续政策支持，公司在未来发展中预计仍将获得稳定的财政补贴收入。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事长发生变动。新任董事长邓沛然先生，男，汉族，1963 年 7 月出生，河北献县人，中共党员，研究生学历，经济学博士。1980 年 11 月参加工作，历任解放军 27 军技侦处技侦室主任，河北物产企业集团纪委书记、党委常委、董事，河北省纪委、监察厅驻河北省教育厅纪检组长、监察专员，河北省监察厅副厅长，沧州市委委员、常委、副书记，现任河北省供销合作总社党组书记、理事会主

任，公司董事长。公司董事会成员增加至 9 人，董事长邓沛然、副董事长夏永利、董事李平现、赵增华、郭志江、张忠辉、赵有信、檀献国、李元新。

跟踪期内，公司增设监事会，监事会由三名监事组成：韩超、刘军、刘玉博。

除上述变动外，公司在管理体制和管理制度方面无其他重大变化。

七、经营分析

1. 经营分析

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍以农业生产资料（主要是化肥）及盐业专营为主，房地产板块收入确认收入较少，2014 年公司实现营业收入 62.93 亿元，同比增长 7.70%。

从收入构成来看，2014 年盐和房地产业务收入均有所下降，占比相应下滑，公司房地产业务收入稳定性一般；化肥销售收入保持增长，但由于当年公司增加了贸易业务收入，使得化肥业务占比小幅下降。

表 2 近年化肥产品销售情况（万吨）

产品	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-3 月	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
化肥	174	47.28	212	49.17	264	52.3	31	6.28

资料来源：公司提供

表 3 公司盐产品销售情况（单位：万吨、万元）

产品	2012 年		2013 年		2014 年		15 年 1-3 月	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
食盐	34	22143.00	36	30812.00	35	31225.00	7	5999.00
工业盐	28	9118.00	29	13480.00	28	12490.00	6	2571.00
合计	62	31261.00	65	44292.00	63	43715.00	13	8570.00

资料来源：公司提供

表 4 公司近年主营业务收入及毛利率情况（万元、%）

项目	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
农资（化肥）	472793.29	91.59	1.76	491743.58	84.51	2.09	523001.54	84.18	2.31	62828.00	75.83	0.62
盐	31260.58	6.06	20.56	44291.80	7.61	18.31	43715.17	7.04	18.32	8570.26	10.34	18.28
棉花	878.31	0.17	-45.04	--	--	--	--	-	-	-	-	-
房地产	6298.89	1.22	36.00	33497.13	5.76	30.33	9155.27	1.47	19.49	5068.45	6.12	39.51
煤炭及钢材贸易	--	--	--	--	--	--	22110.69	3.56	2.08	2410.04	2.91	-1.20
其他	4946.87	0.96	91.83	12341.14	2.12	70.47	23325.7	3.75	65.77	3978.99	4.80	61.19
合计	516177.94	100.00	4.10	581873.64	100.00	6.40	621308.37	100.00	6.06	82855.74	100.00	7.68

资料来源：公司提供

从毛利率来看，化肥销售毛利率上升主要是 2014 年公司加大高附加值肥料销售占比所致。盐产品毛利率基保持稳定。房地产业务毛利率由于收入与成本确认的不配比导致毛利率大幅下滑。公司新增煤炭及钢铁贸易业务毛利率较低。

2015 年 1~3 月，公司共实现收入 8.29 亿元，占 2014 年全年的 13.17%。2015 年一季度，

化肥市场总体低迷，销售毛利率为 0.62%，较上年明显下降，主要是由于农资市场继续沿袭了近两年的颓势，市场形势十分严峻。房地产方面，2015 年 1~3 月公司房地产销售与上年同期相比大幅上升，主要是 2014 年同期没有楼盘在售，所产生的收入是冀兴一期的尾盘收入。食盐板块经营状况良好，同上期相比变化不大。

表 5 截至 2015 年 3 月部分重点项目销售情况（单位：平方米）

项目名称	总投资（亿元）	已完工进度	施工面积	已销售面积	待售面积	已收总房款（万元）	确认为收入的房款（万元）	2014 年实现收入（万元）	15 年 1-3 月实现收入（万元）	开始时间
冀兴商城一期	3.35	100%	40207	36453	3754	39855.00	38778.00	3555.00	0	--
冀兴商城二期	3.00	90%	37637	9883	27754	10450.00	2000.00	0	2000.00	2014-12
石家庄新合作广场	20.00	住宅 1、2 号楼建至 10 层；3、8 号楼建至 14 层；商业 A 座建至负 2 层，B 座建至 6 层，c 座建至 7 层 D 座建至 5 层	33238	17052	16186	14000.00	0	0	0	2014-12
沽源新合作广场	6.60	一期已完工，二期主体已完工，三期未建	175200	55160	120040	10349.00	5580.00	5580.00	0	2013
承德新合作广场	10.00	一期 100%，二期完成基础施工，三期未建	310000	28239	281761	10062.00	0	0	0	2014
龙强印象	3.20	该项目目前工程进展情况为主体完成，装修进入细补阶段，小区外线完成 60%，小区景观完成 20%，销售状况良好，已售处于签订正式购房合同销售阶段	91607	27720	63887	13467.00	0	0	0	2014
赵县新合作房地产	7.50	一期四栋住宅楼已完工，正在进行外网施工	250000	0	0	0	0	0	0	
合计	46.15		937889	174507	513382	98183.00	46358.00	9135.00	2000.00	--

资料来源：公司提供

公司目前在建地产项目主要包括冀兴商城、石家庄新合作广场和承德新合作广场等项

目。冀兴商城项目位于石家庄市中心繁华商业区域——南三条核心商圈，是南三条市场整体

升级改造的重点建设项目，项目分为两期开发，一期项目占地面积 0.93 万平方米，建筑面积 4.24 万平方米，目前一期项目已进入尾盘销售阶段。二期项目总投资 3.00 亿元，占地面积 8.17 亩，建设面积 33303 平米，目前已进入预售期。新合作广场项目目前已进入开工建设阶段，该项目位于石家庄市核心地段，项目涵盖住宅楼 10 栋、公寓楼 3 栋、写字楼 2 栋、以及商业裙楼等，总建筑面积 50 万平方米，项目总投入为 20 亿元，资金来源全部为自筹。承德新合作广场位于承德县下板城镇，总占地约 103 亩，拟总建筑面积 34.2 万平方米。拟建一座集高档住宅、精品写字楼、公寓、商业为一体的大型商贸综合体，预计总投资为 10 亿元。一期工程为新建 3 栋商住楼和地下车位，总建筑面积约 58123.82 平方米。

2012~2014 年，公司房地产业务销售收入分别为 0.63 亿元、3.35 亿元和 0.92 亿元，毛利率分别为 36.00%、30.33%和 19.49%，远高于公司整体毛利率水平，成为公司重要的利润来源。2014 年该板块收入和毛利率明显下降，主要是之前开盘的楼盘已交房完全确认收入，新开楼盘由于尚未完全达到交房条件，收入无

法确认在 2014 年所致。

从公司房地产板块收入的稳定性来看，2014 年末冀兴商城二期进入销售期，2015 年石家庄新合作广场项目也将进入预售期，2015~2017 年在新合作广场和冀兴商城二期项目销售带动下，地产板块收入规模有望大幅提升，三年预计收入分别为 14.80 亿元、21.61 亿元和 29.79 亿元。若新合作广场项目二期于一期项目销售中期（2015 年左右）进入开发阶段，板块实际收入可能高于预测值。从中长期来看，公司房地产业务的稳定性取决于公司能够取得土地资源以及公司资金（包括前期已售项目资金积累及公司自有资金和可筹集资金）能否满足新项目需求等因素。公司地产开发未来主要目标用地为河北省供销合作总社内部所属土地，产权属于河北省供销社总社；由于各市县级供销社土地产权不属于河北省供销社总社，公司未来能获得的土地资源有限，房地产业务盈利持续性存在风险。房地产板块投资额大，存在对外融资压力，且房地产市场景气度仍较差，对现有在建房产资金回笼将产生一定影响。

表 6 2015~2017 年公司房地产板块收入预测（单位：亿元）

	冀兴商城一期	冀兴商城二期	石家庄新合作广场一期	沽源新合作广场	承德新合作广场	龙强印象	赵县新合作广场	合计
2015 年	0.4	1.27	6.00	1.40	3.00	1.73	1.00	14.80
2016 年		1.28	10.00	2.60	4.00	1.73	2.00	21.61
2017 年		-	14.44	3.68	6.67		5.00	29.79

资料来源：公司提供

其他业务板块

公司的其他类板块主要包括下属百豪香港公司、投资担保公司、新合作投资管理公司、农产品电子商务公司的业务等。与主营业务相比，几项其他类业务的收入占比虽然相对较小，但增速较快（主要是新合并百豪香港全年业务增长，担保业务收入增长带动），盈利水平有所提高。

公司下属新合作投资担保有限公司作为

省政府重点支持的 5 家省属担保公司之一，自 2009 年 12 月成立以来，已在全省成立办事处 96 家，贷款担保余额由 2010 年的 3000 万元增至 2014 年 12 月底的 7.58 亿元，企业规模、效益持续扩大，成为集团公司为三农、行业和企业提供金融服务的生力军。2014 年，公司向新合作担保公司增加注册资本金 5000 万元，由 1.5 亿元增至 2 亿元。增资后，新合作担保公司单笔贷款担保额达到 2000 万元。截至 2014

年 12 月底，新合作担保在保金额 7.58 亿元，全部是 6-12 个月到期，全部是对企业融资担保；新合作担保总共对 202 家企业提供担保，服务业 10 家；工业 37 家；建筑业 4 家；冶金矿产 3 家；农林牧渔 89 家；办公文教 2 家；商贸 55 家；园林 2 家。

2. 经营效率

2012~2014 年，公司存货周转次数、销售债权周转次数、总资产周转次数分别逐年下降，2014 年三项指标分别为 2.59 次、103.51 次和 0.74 次，公司整体经营效率一般。

3. 未来发展

未来发展战略和规划

公司计划强力推进组织体系、服务体系、经营体系、金融体系和管理体制创新，努力打造多元化的经营格局，利用五年时间，使公司逐步发展成为河北省流通领域、全国供销社系统的大型现代企业集团，出资企业发展成为在本行业具有较大影响力的大型骨干龙头企业。

（1）农资板块

以农资公司为依托，构建大型农资现代流通网络体系，使营销网络覆盖河北省及周边的山东、河南、内蒙、辽宁及京津等省市部分地域。借助国农控股上市平台，拓展农资业务发展新方向。在国家政策大力扶持和发展“三农”的大背景下，充分发挥国农控股海外上市平台优势，围绕“三农”相关产业，利用上市公司与广交所搭建的农资、农产品交易平台，土地产权交易平台，以及“农汇通”资金归集平台，不断壮大农资业务规模，创新农资经营模式，促进农资业务的转型升级。

（2）盐业板块

积极应对国家盐业体制改革。一是选择合适的盐产品供应商。从信誉、质量、区域等方面选择有实力的盐品供应商，结成紧密型合作伙伴，保证货源供应。二是大力发展食盐品牌建设。“海晶”商标是目前河北省唯一合法的食盐品牌，消费者认知度高，要继续大力宣传

“海晶”品牌，打造更高的知名度和美誉度，使其成为我省居民食盐消费的首选品牌。三是构建现代营销网络体系。依托全省供销社“新网工程”和公司“冀盐连锁”业务平台，上游与中盐国本沟通合作引进高端盐产品，下游加强与各市县公司的联络，重点建设纵向到底、横向到边、全省贯通、村户相连、控制终端的食盐分销连锁网络系统，选择有实力、有信誉、有客户的经销商加入公司营销网络体系。四是加强电子商务建设。结合省社云网商贸有限公司电子商务平台，积极探索盐产品电子商务营销，积累经验，复制推广，由点到面，全省铺开。同时引入非食用盐产品业务，实现网络增值和效益多元化。五是积极争取政府政策支持。在全民消除碘缺乏病、省级食盐储备、盐政市场管理、维护全省人民食盐安全等方面积极争取政府的政策、资金的大力支持。力争到“十三五”末，公司食盐销售仍在河北省内发挥主渠道作用。

（3）地产板块

坚持和遵循以地产开发为主，倾心打造“新合作广场品牌”。在此基础上，探索做强做大做优土地开发、物业管理、实业投资、不动产经营、现代物流和酒店管理等，努力培育新的支柱产业。要着眼涉及省会城市改造开发的重点项目和全省带有较大区域性、规模性的房地产开发项目，立足省会城市，辐射全省，精心打造具有核心竞争力的省级大型房地产企业，在“十三五”前期进入全省同行业企业 10 强。

在建投资项目分析

截至 2015 年 3 月底，公司在建项目（包含房地产项目）已投资 11.32 亿元，2015 年 4~12 月、2016 年和 2017 年分别将投资 5.30 亿元、4.63 亿元和 4.25 亿元，以新合作广场（商贸学校项目）等在建地产项目为主，公司未来投资规模较大，存在一定资金压力；虽然公司房地产项目均位于当地核心地段且购地成本较低，但仍需关注项目销售情况。

表 7 截至 2015 年 3 月底公司主要在建项目介绍（单位：万元）

项目	建设地点	规模	建设起止年限	最新建设情况
河北新合作（邯郸）农副产品物流园区	邯郸市黄粱梦镇芦英堡村北，位于中华大街以西，青兰高速以北。规划占地 52.11 亩。	项目规划总占地 52.11 亩（34743 平方米），总建筑面积 25370 平方米，	2015.6-2017.6	尚未开始建设
农资经营服务网络建设	--		2012.3-2015.3	
新合作广场（商贸学校项目）	项目位于石家庄市新华区，东至泰华街、西至新合街、南至省优抚医院、北至合作路。	项目规划总占地 150 亩（99900 平方米），总建筑面积 50 万平方米	2013.10-2016.10	住宅 1、2 号楼建至 10 层；3、8 号楼建至 14 层；商业 A 座建至负 2 层，B 座建至 6 层，c 座建至 7 层 D 座建至 5 层
冀兴商城二期	冀兴商城位于大经街与阜康路交叉口西南角。项目由处于南三条核心商圈位置	占地面积 8.17 亩，建设面积 33303 平米	2013.4-2014.12	主体已完工，正在装修

资料来源：公司提供

注：本表包括房地产项目

表 8 截至 2015 年 3 月底公司主要在建项目投资计划（单位：万元）

项目	总投资	资金筹措方案		截至 2015 年 3 月底	2015 年剩余投资	2016 年	2017 年
		贷款	自筹				
河北新合作（邯郸）农副产品物流园区	20000.00		20000.00	6233.00	10000.00	3767.00	
农资经营服务网络建设	5000.00		5000.00	1859.00	3141.00	0.00	0.00
新合作广场（商贸学校项目）	200000.00		200000.00	80000.00	34933.00	42533.00	42533.00
冀兴商城二期	30000.00		30000.00	25106.00	4894.00	0.00	0.00
合计	255000.00		255000.00	113198.00	52968.00	46300.00	42533.00

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2012~2014 年度财务数据均经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况看，2012 年公司新纳入合并范围的子公司有 5 家，分别为河北省新合作投资管理有限公司、河北著成文化传媒有限公司、河北社友农产品有限公司、河北省旺合实业股份有限公司及河北省农产品电子商务有限公司；2013 年公司新纳入合并范围的子公司有河北省供销商贸有限公司、万豪（香港）集团有限公司（以下简称“万豪香港”）等 5 家，因注销减少河北绿帆农产品贸易有限公司 1 家。2014 年公司新纳入合并范围子公司 2 家，分别是河北善成物业服务有限公司、河北

新合作云网商贸有限公司，因股权发生变动不再具备控制条件而减少的公司 2 家，分别是河北社友农产品有限公司、河北省供销商贸有限公司。合并报表范围变化对公司财务数据可比性影响很小。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 93.34 亿元，所有者权益 29.00 亿元（其中少数股东权益 12.51 亿元）；2014 年公司实现营业收入 62.93 亿元，利润总额 1.20 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 97.44 亿元，所有者权益 29.01 亿元（其中少数股东权益 12.48 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.29 亿元，利润总额 0.03 亿元。

1. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入年均增长

10.21%，2014年，公司实现营业收入62.93亿元，较上年增长7.69%。经营规模的扩大使公司各项成本和开支增加，2014年公司营业成本为58.48亿元，较上年增长7.35%，略低于营业收入的增长速度。

从期间费用看，近三年公司期间费用总体增长速度较快，2014年公司期间费用达到4.63亿元，主要是因为管理费用和财务费用的增长。2012~2014年公司期间费用分别占营业收入的4.53%、5.32%和7.35%，公司对期间费用整体控制有待进一步改善。

2014年公司营业外收入0.69亿元，同比增长64.29%，主要由于来自于政府补助利得0.67亿元。2014年，公司投资收益0.84亿元，主要是持有至到期投资在持有期间的投资收益。随着公司收入规模的增长，以及投资收益和营业外收入的补充，2014年公司实现利润总额1.20亿元，对投资收益及政府补贴依赖度较高。

2012~2014年，营业利润率分别为4.17%、6.23%和6.81%；2012~2014年，公司总资产收益率波动减少，别为5.35%、2.70%和2.97%，主要由于净利润降低和债务规模增加导致；2012~2014年，净资产收益率持续减少，2014年降至3.14%，整体盈利能力偏弱。

2015年1~3月，公司实现营业收入8.29亿元，占2014年全年13.17%；实现利润总额0.03亿元。公司营业利润率为7.10%，较2014年略有增长。

总体看，公司整体盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2012~2014年，随着营业收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生现金流入量均呈上升趋势，2014年分别为65.53亿元和70.14亿元；购买商品、提供劳务支付的现金和经营活动产生现金流出量均呈上升趋势，2014年分别为64.78亿元和71.01亿元；2012~2014年，经营活动产生的现金流量净额分别为-4.39亿元、-1.99亿元和

-0.87亿元。2012~2014年，公司对房地产建设投资较多使得存货增长，导致经营活动现金流量净额为负值，分别为-1.99亿元和-0.87亿元。

从收入实现质量指标看，2012年~2014年，公司现金收入比略有波动，分别为100.99%、96.69%和104.14%，收入实现质量一般。

从投资活动看，2012年~2014年，公司投资活动现金流入分别为1.14亿元、4.03亿元和24.46亿元（主要为子公司投资管理公司，累计买卖货币基金等现金理财产品增加所致）；2012年~2014年，公司投资活动现金流出分别为2.28亿元（2012年投资支付的现金1.02亿元，主要为购买的货币基金）、12.54亿元（投资支付的现金0.60亿元主要为投资沧州市中合小额贷款有限公司的投资款，取得子公司支付的现金2.20亿元为收购国农控股支付的现金，支付其他与投资活动有关的现金主要为累计购买的货币基金）和27.55亿元（对子公司卓诚企业管理公司增资和新合作投资管理公司购买货币基金、债券、理财产品所致）。

从筹资活动看，2012年~2014年，公司筹资活动现金流入分别为14.08亿元、29.91亿元和24.11亿元，主要是取得借款和发行债券收到的现金，2013年公司吸收投资收到现金6.06亿元，主要是由于新合作房地产公司收到新合作基金股权投资5.83亿元；筹资活动现金流出分别为6.76亿元、11.59亿元和2.92亿元，主要是偿还债务所支付的现金；2014年公司筹资活动产生的现金流量净额为19.77亿元。

2015年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额-2.99亿元，同期，公司投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.72亿元和4.66亿元。

总体看，近年公司经营活动现金流入规模较大，收入实现质量一般；公司购建长期资产的投资规模不大；未来随着房地产项目的推进，公司存在一定资金压力。

3. 资本及债务结构

截至 2014 年底,公司资产总额 93.34 亿元,较上年增长 21.81%,其中流动资产占比 75.05%,非流动负债占比 24.95%,资产构成仍以流动资产为主。

截至 2014 年底,公司流动资产 70.05 亿元,较上年增长 20.53%。其中交易性金融资产和存货均较上年有明显增长,构成以货币资金、预付款项、其他应收款和存货为主。

截至 2014 年底,公司货币资金为 14.81 亿元,较上年下降 7.28%,货币资金 4.94 亿元。主要是化肥采购增大和投资管理公司购买信托产品所致。

2012~2014 年,公司交易性金融资产快速增长,截至 2014 年底为 2.40 亿元。主要是子公司河北省新合作投资管理有限公司从债券市场购买的 09 虞水债 0.61 亿元、14 民生 01 债 0.51 亿元、开放式货币基金银华货币 B 基金 0.30 亿元和购买交银国信-现金管理 1 号组合投资集合资金信托计划份额 0.94 亿元。

截至 2014 年底,公司预付款项 12.78 亿元,主要是由于化肥购销业务规模大幅增长使得采购规模相应扩大所致。其中账龄在 1 年以内的占 58.46%,1~2 年的占比 31.95%,2~3 年的占比 7.88%,3 年以上的 1.71%,总体看公司预付款项账龄较短。

截至 2014 年底,公司其他应收款余额 8.91 亿元。从账龄上看,1 年以内的占 77.95%,1~2 年的占 8.92%,2~3 年的占 9.20%,3 年以上的占 3.93%,账龄以 1 年以内为主。公司 2014 年对其他应收款计提坏账准备 447.76 万元,计提比例为 5.00%。

截至 2014 年底,公司存货账面余额为 29.29 亿元,主要为库存商品 10.53 亿元和开发成本 18.69 亿元,其中库存商品主要是农资公司化肥储备大幅增加;房地产开发成本主要是石家庄新合作广场、冀兴商城二期、沽源及承德房地产等项目建设持续增加。

截至 2014 年底,公司其他流动资产 0.91

亿元,同比下降 73.51% (下降的主要原因是 2014 年度将货币基金理财产品等计入以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产科目),其中委托贷款 0.90 亿元,理财产品 0.01 亿元。

截至 2014 年底,公司非流动资产 23.29 亿元,较上年增长 25.84%;其中可供出售金融资产、持有至到期投资、在建工程增长较快,构成以可供出售金融资产、固定资产和无形资产为主。

截至 2014 年底,公司长期股权投资合计 1.96 亿元,同比下降 8.99%,主要由于子公司国农控股收购中合盟达融资租赁公司,期末余额为该公司应收融资租赁款。

截至 2014 年底,公司持有至到期投资 4.00 亿元,由民生加银资管新合作基金专项资产管理计划 B 份额 2.00 亿元(期限 3 年,2016 年到期)和浙金保定金翰林项目单一资金信托 2.00 亿元(期限 24 个月)构成。

截至 2014 年底,公司无形资产 2.26 亿元,绝大部分为土地使用权;公司商誉 1.74 亿元,主要以子公司国农控股有限公司商誉为主。

截至 2015 年 3 月底,公司资产总额 97.44 亿元,资产结构变动不大;货币资金 13.76 亿元,受限资金 1.81 亿元;交易性金融资产和存货均较上年底增长幅度较大,其中交易性金融资产主要是子公司投资管理公司购买短期现金理财产品所致;库存增长主要是化肥储备增加 3.5 亿元,地产开发成本增加 1.7 亿元左右。

所有者权益方面,截至 2014 年底,公司所有者权益合计 29.00 亿元,同比增长 11.62%,主要来自少数股东权益的增长。

负债方面,截至 2014 年底,公司负债合计 64.34 亿元,较上年增长 27.05%,主要体现为银行借款、经营性应付项目、其他流动负债和新发行债券的增加;其中流动负债占 76.28%,较上年略有增长。

截至 2014 年底,公司流动负债合计 49.08 亿元,主要为短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款为主。

公司非流动负债合计 13.11 亿元，较上年增长 91.67%，增长主要来自应付债券。截至 2013 年底，公司应付债券 10.94 亿元，包括 5 亿元“11 冀新合作债”、3 亿元“13 冀新合作 PPN001”和 3 亿元平安银行直融。截至 2014 年底，公司短期借款 11.93 亿元，主要包括质押借款 0.86 亿元、抵押借款 7.93 亿元及保证借款 1.63 亿元和信用借款 1.51 亿元。截至 2014 年底，公司应付账款 4.59 亿元。按账龄来看，1 年以内的 4.36 亿元，1 年以上 0.24 亿元。截至 2014 年底，公司预收账款 3.90 亿元较 2013 年增加约 2 亿元，主要是一方面农资公司预收化肥款和房地产项目预收房地产销售预售款增加所致。

截至 2014 年底，公司其他应付款 14.34 亿元，较上年增长 13.66%。主要系合并万豪香港后增加 3.25 亿元（另一控股股东公司借款）以及新合作房地产公司向建设方借款 1.30 亿元，以及未纳入合并范围出资企业之间的往来款。

截至 2014 年底公司其他流动负债为 6.64 亿元，同比增长 79.27%，主要为 2014 年第一期短期融资券（14 冀新合作 CP001）2.8 亿元和 2014 年第二期短期融资券（14 冀新合作 CP002）3 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 15.26 亿元，同比增长 16.38%，增长主要来自其他非流动负债。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 68.44 亿元，其中流动负债占 77.69%、非流动负债占 22.31%，负债结构变动不大；与 2014 年底相比，短期借款和其他流动负债均有所增长，主要是农资公司预收化肥款和购房款增加所致。

截至 2014 年底，公司全部债务合计 37.63 亿元，短期债务占比 65.32%、长期债务占比 34.68%；主要由于企业发债规模增加所致。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 43.72 亿元，规模较 2014 年底增长 16.19%。

从债务指标看，截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本

化比率分别为 68.93%、56.48%和 31.03%；截至 2015 年 3 月底，上述三项指标分别为 70.23%、60.12%和 30.99%。

总体看，公司所有者权益稳定性一般；负债构成以流动负债为主；公司有息债务构成以短期债务为主；债务规模近年增长较快，债务负担较重，短期偿债压力较大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 142.73%和 83.04%，截至 2014 年 3 月底分别为 138.91%和 73.80%。考虑到公司流动资产中现金类资产规模较大，且经营活动现金流入量较大，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2014 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 2.51 倍和 14.02 倍，公司长期债务保障能力适宜。

截至 2015 年 3 月底，公司除担保公司业务外无其他对外担保。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行综合授信额度为 25.01 亿元，其中尚未使用的额度为 8.25 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。公司目前已拥有香港上市平台“国农控股”，为公司提供了直接融资渠道。

5. 对存续期内债券覆盖程度

截至 2014 年底，公司现金类资产（剔除受限资金）12.35 亿元，为“14 冀新合作 CP002”的 4.12 倍；截至 2015 年 3 月底，公司现金类资产（剔除受限资金）16.79 亿元，为“14 冀新合作 CP002”的 5.60 倍；2014 年，公司经营活动现金流入量为“14 冀新合作 CP002”的 23.38 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量及现金类资产对存续期内债券覆盖能力强。

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，截至 2015 年 6 月 16 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

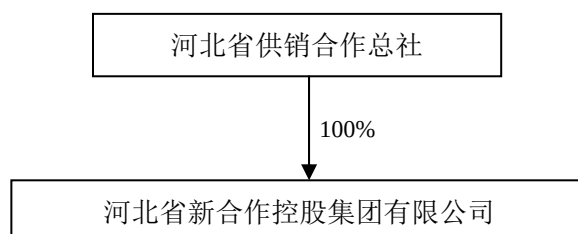
7. 抗风险能力

农业属于国家支持行业，公司是河北省农资流通的龙头企业，承担着河北省化肥、农药和食盐储备任务及新网工程建设等政策性项目，整体资产质量良好，政府补贴收入稳定，经营风险低，整体抗风险能力较强。

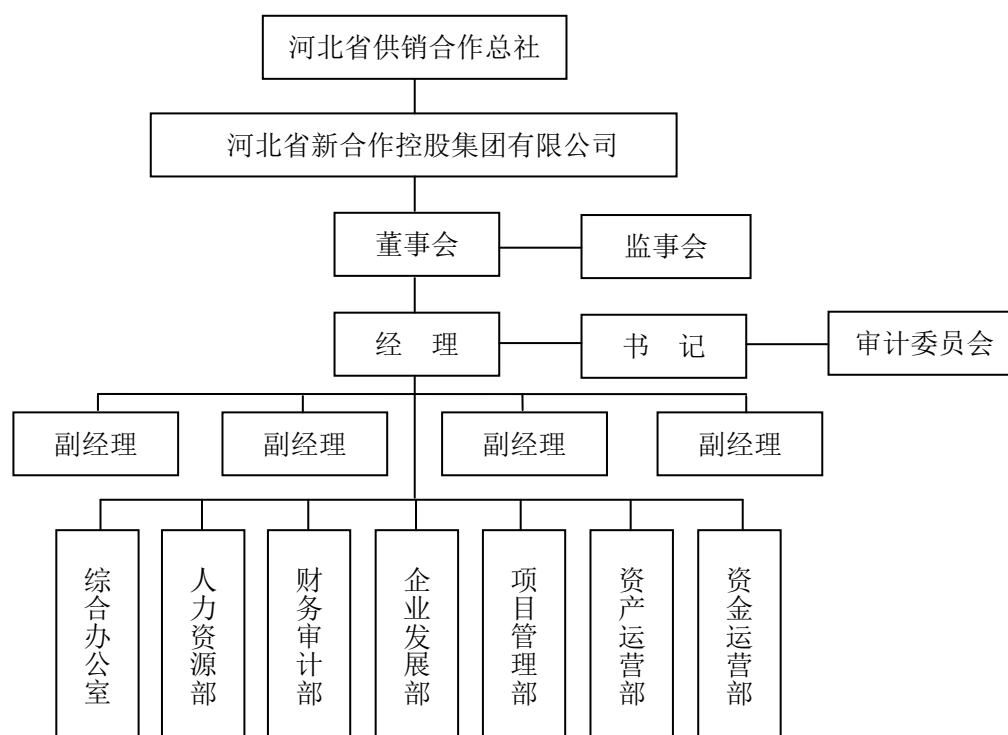
九、结论

综合考虑，联合资信维持河北省新合作控股集团有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 冀新合作 CP002” A-1 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.47	16.09	12.35	16.79
资产总额(亿元)	45.61	76.62	93.34	97.44
所有者权益(亿元)	18.37	25.98	29.00	29.01
短期债务(亿元)	9.88	20.11	24.58	30.70
长期债务(亿元)	4.92	14.57	13.05	13.02
全部债务(亿元)	14.80	34.68	37.63	43.72
营业收入(亿元)	51.81	58.43	62.93	8.29
利润总额(亿元)	1.26	1.18	1.20	0.03
EBITDA(亿元)	2.37	2.30	2.68	--
经营性净现金流(亿元)	-4.39	-1.99	-0.87	-2.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	160.98	108.01	103.51	--
存货周转次数(次)	4.36	3.65	2.59	--
总资产周转次数(次)	1.30	0.96	0.74	--
现金收入比(%)	100.99	96.69	104.14	128.42
营业利润率(%)	4.17	6.23	6.81	7.10
总资本收益率(%)	5.35	2.70	2.97	--
净资产收益率(%)	5.94	4.00	3.14	--
长期债务资本化比率(%)	21.15	35.93	31.03	30.99
全部债务资本化比率(%)	44.63	57.17	56.48	60.12
资产负债率(%)	59.73	66.09	68.93	70.23
流动比率(%)	162.83	154.85	142.73	138.91
速动比率(%)	94.15	112.75	83.04	73.80
经营现金流动负债比(%)	-21.51	-5.29	-1.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.47	3.84	2.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.25	15.07	14.02	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计。

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。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息