

2014 年

新疆供销投资（控股）集团有限责任公司公司债券

信用评级报告

主体长期信用等级： AA 级

本期债券信用等级： AA⁺ 级

评级时间： 2014 年 5 月 23 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

业务声明

本评级机构对 2014 年新疆供销投资（控股）集团有限责任公司公司债券的信用评级作如下声明：

本期债券信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上，按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债务人信用评级分析员与债务人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系，并在信用评级过程中恪守诚信原则，保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据债务人所提供的资料，债务人对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对债务人进行跟踪评级。在信用等级有效期限内，债务人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本次债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有债务人发行的各类金融产品，以及债权人向债务人授信、放贷或赎销的建议，也不是对与债务人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

分析师

朱侃
Tel: (021) 63501349-929
E-mail: zk@shxsj.com

李丁来
Tel: (021) 63501349-857
E-mail: ldl@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2014 年 5 月 23 日



2014年新疆供销投资（控股）集团有限责任公司公司债券信用评级报告

概要

编号：【新世纪债评(2014)010261】

2014年新疆供销投资（控股）集团有限责任公司公司债券

主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AA

评级展望：稳定

主要财务数据及指标

| 项目 | 2011年 | 2012年 | 2013年 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| 金额单位：人民币亿元 | | | |
| 发行人母公司数据： | | | |
| 货币资金 | 0.19 | 0.19 | 0.09 |
| 刚性债务 | 0.20 | 0.15 | 1.60 |
| 所有者权益 | 3.11 | 12.80 | 12.85 |
| 经营性现金净流入量 | 0.09 | 0.13 | -0.12 |
| 发行人合并数据及指标： | | | |
| 总资产 | 65.08 | 80.85 | 109.95 |
| 总负债 | 40.61 | 48.82 | 74.02 |
| 刚性债务 | 32.11 | 36.67 | 46.13 |
| 所有者权益 | 24.47 | 32.03 | 35.92 |
| 营业收入 | 66.03 | 77.53 | 81.74 |
| 净利润 | 1.15 | 1.63 | 2.04 |
| 经营性现金净流入量 | -1.10 | 5.49 | -1.17 |
| EBITDA | 3.09 | 4.12 | 5.31 |
| 资产负债率[%] | 62.39 | 60.39 | 67.33 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 76.21 | 87.35 | 77.88 |
| 流动比率[%] | 111.11 | 117.22 | 110.59 |
| 现金比率[%] | 20.04 | 16.57 | 13.09 |
| 利息保障倍数[倍] | 2.42 | 2.44 | 2.71 |
| 净资产收益率[%] | 4.70 | 5.76 | 6.01 |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率[%] | -2.70 | 12.27 | -1.91 |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -7.02 | 5.98 | -12.55 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 2.95 | 2.90 | 3.30 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.10 | 0.12 | 0.13 |

注：根据供销集团经审计的2011~2013年财务数据整理、计算。

评级观点

优势：

- 供销集团作为新疆供销社直属企业，在自治区供销社体系内居于核心地位，经营与“三农”紧密相关，受政策扶持力度大，能够持续获得政府各类补贴支持及税收优惠。
- 供销集团主要子公司均为细分行业区域内龙头企业，市场占有率高，竞争力强。
- 供销集团大力发展战略物流业，不断扩大外销平台建设规模，具有较为显著的规模优势。
- 供销集团依托供销合作社系统的销售网点建立起覆盖全疆的销售网络，旗下连锁品牌在农村市场中享有较高的声誉。
- 供销集团近年来各项业务不断发展，经营业绩稳步增长，盈利能力保持稳定，可为本期债券偿付提供一定保障。
- 由供销集团子公司农资集团和新疆供销社全资子公司日杂公司采用不动产抵押担保方式为本期债券本息提供不可撤销连带责任担保，可有效增强本期债券的偿付保障。

风险：

- 供销集团主业受天气异常、自然灾害、季节性因素、产品价格波动等不确定因素影响，面临一定的市场风险。
- 供销集团债务主要集中于流动负债，同时刚性债务占比大，使得公司面临较大的偿债压力。
- 供销集团在发展现代物流业、搭建外销平台等方面前期投入大，未来仍将面临一定的投融资压力。

- 供销集团目前仍处于内部资源整合阶段，面临一定的内部管理风险。
- 供销集团应收股东资产收购款及往来款项金额较大，债权资金的回收情况对公司资产质量影响较大。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2014 年新疆供销投资（控股）集团有限责任公司 公司债券 信用评级报告

释义

供销集团，该公司，或公司：新疆供销投资（控股）集团有限责任公司
新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司
本期债券：2014 年新疆供销投资（控股）集团有限责任公司公司债券

一、概况

（一）发行人概况

该公司的前身为成立于 1999 年 5 月 31 日的新疆兴合资产经营有限公司，初始注册资本 3000 万元，系由新疆维吾尔自治区供销合作社联合社（以下简称“新疆供销社”）和自治区供销社机关工会发起组建，出资额分别为 2400 万元和 600 万元。后经过多次增资、股权变更¹，公司注册资本增至 1.82 亿元。2005 年 9 月，根据新疆供销社 [2005]126 号文件，公司进行改制并更名为“新疆新合作控股（集团）有限责任公司”。2013 年 3 月，为深入贯彻落实国务院《关于加快供销合作社改革发展的若干意见》(国发[2009]40 号)和自治区人民政府《关于加快供销合作社改革发展的意见》(新政发[2010]93 号)精神，新疆供销社整合本级社直属企业，在原有新疆新合作控股（集团）有限公司的基础上重新组建新疆供销投

¹ 1999 年 10 月，该公司用盈余公积转增资本金 3595.74 万元，实收资本增至 6595.74 万元，新疆供销社和自治区供销社集团工会分别持股 5995.74 万元、600 万元，持股比例变更为 90.9%、9.1%；2000 年 11 月，公司用盈余公积转增资本金 10600 万元，实收资本增至 17195.74 万元，新疆供销社和自治区供销社集团工会分别持股 16595.74 万元、600 万元，持股比例变更为 96.5%、3.5%；2006 年 11 月，北京全国棉花交易市场有限责任公司以货币方式出资 1000 万元，公司注册资本增至 18195.74 万元，其中新疆供销社、北京全国棉花交易市场有限责任公司和自治区供销社机关工会分别出资 16595.74 万元、1000 万元和 600 万元，持股比例为 91.2%、5.5%、3.3%；2011 年 8 月，北京全国棉花交易市场有限责任公司和自治区供销社机关工会将所持有的公司股权转让 1000 万元和 600 万元转让给新疆供销社，股权变更后，新疆供销社持有公司 100% 股权。

资（控股）集团有限责任公司（新政函[2013]97号）。同时公司由资本公积转增资本5.08亿元，变更后公司注册资本增至6.90亿元。新疆供销社持有公司100%股权，为公司唯一股东。

供销集团的经营范围为：在新疆供销社授权的范围内，对供销社系统内的集体资产进行管理和经营。其中包括农业生产资料销售、干鲜果品加工销售、茶叶销售、日用百货及废旧物资销售、商品房销售、房屋租赁等。

截至2013年末，该公司经审计的合并口径资产总额为109.95亿元，所有者权益为35.92亿元（其中归属于母公司所有者权益为22.17亿元）；全年实现营业收入81.74亿元，净利润2.04亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为1.02亿元）。

（二）本期债券概况

图表1. 拟发行的本期债券概况

| | |
|-------|--|
| 债券名称： | 2014年新疆供销投资（控股）集团有限责任公司公司债券 |
| 发行规模： | 人民币8亿元 |
| 债券期限： | 本期债券期限为7年期，在存续期限的第4年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。 |
| 债券利率： | 本期债券为固定利率债券，在债券存续期前4年固定不变；在本期债券存续期限的第4年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，调整后利率在债券存续期后3年固定不变。 |
| 付息方式： | 本期债券每年付息一次，到期一次还本，债券付息日为2015年至2021年。若投资者行使回售选择权，则其回售部分债券付息日为2015年至2018年。 |
| 增级安排： | 本期债券采用资产抵押的担保方式，以位于乌鲁木齐市天山区新华北路的美丽华酒店为本期债券提供担保。 |

资料来源：供销集团

二、公司管理

该公司作为新疆供销社的全资子公司，按照《公司法》和公司章程规定，初步建立起符合日常经营管理需要的公司治理结构和内控制度，人员组织分工明确。公司通过向独资及控（参）股企业委派社有资产出资人代表对子公司进行监管，但由于改组时间较短，现阶段公司仍面临持续的业务整合和经营管控压力。

(一) 股权状况

该公司自成立以来虽然经过多次股权变更，但新疆供销社始终保持实际控制人地位。

新疆供销社成立于 1956 年，是为农服务的合作经济组织，在新疆维吾尔族自治区人民政府领导下，承担对全区供销社的指导、协调、监督和服务职能。1956 年 6 月，自治区供销合作社首届社员代表大会在乌鲁木齐召开，大会通过自治区供销合作社章程；同年 7 月，自治区供销合作社正式成立。1958 年以后，新疆供销社的发展经历了一个曲折的发展时期，与国营商业两次合并、两次分开。1983 年初，在机构改革中，供销社再度合并到自治区商业厅，成为商业厅二级机构，并退出行政部门序列，改为经济实体，变“官办”为“民办”。1982~1988 年，根据自治区党委、自治区人民政府的要求，新疆供销社先后进行了恢复“三性”、“五个突破”、“六个发展”的三阶段改革。这一时期，新疆供销社在改革中不断发展壮大，成为农村商品流通的主渠道，在新疆国民经济中占有一定地位。1995 年 2 月，中共中央、国务院下发《中共中央、国务院关于深化供销合作社改革的决定》(中发[1995]5 号)，提出深化供销合作社改革总体思路，以将供销合作社真正办成农民的合作经济组织为目标，我国供销合作社事业由此进入新的发展阶段。2000~2005 年，在国家对供销合作社工作的高度重视下，自治区政府先后转发七个政策文件，促进新疆供销社的改革与发展。2006 年，根据自治区新政办[2006]187 号文件精神，新疆供销社转为参照公务员管理的事业单位。

新疆供销社是自治区人民政府领导下的全区供销合作社的联合组织，内设党委会、理事会，并实行党委会领导下的理事会负责制。截至 2013 年末，新疆供销社直属企业资产总额为 173.16 亿元，较 2012 年末增长 22.49%；实现销售总额 158.3 亿元，占新疆供销社全系统销售总额的 35.68%，同比增长 17.58%；实现利润总额 2.19 亿元，同比增长 107.45%；上缴国家各类税费 12.13 亿元，同比增长 8.26%。

图表 2. 供销集团与实际控制人关系图



注：根据供销集团提供的资料绘制（截至 2013 年末）

(二) 与控股股东之间关系

该公司为自治区供销社的独资企业。根据新疆维吾尔族自治区人民政府 2013 年 5 月下发的《关于同意组建新疆供销投资（控股）集团有限责任公司的批复》(新政函[2013]97 号)，明确公司参照自治区一类企业管理。控股股东新疆供销社对公司进行业务指导和行业管理，并依法享有公司的资产受益权。公司受新疆供销社委托履行出资人职责，为供销社系统的投资管理中心和资本经营中心。

(三) 关联交易

该公司采用控股型集团组织架构，母公司与纳入并表范围内的部分子公司及下属公司之间存在一定的资金往来和担保情况，此类关联交易与往来均已在合并报表编制过程中抵消。公司与未纳入合并报表范围的被投资企业之间不存在重大关联交易事项。

图表 3. 公司与关联企业之间的关联业务 (单位: 万元)

| 项目 | 关联方名称 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 |
|-----------|------------------|-----------------|-----------------|---------------|
| 将房产租给关联方 | 新疆宝龙实业开发有限公司 | 400.00 | 400.00 | 400.00 |
| 从关联方借入资金 | 新疆宝龙实业开发有限公司 | 500.00 | 1,800.00 | — |
| 向关联方借出资金 | 新疆供销技工学校 | 350.00 | — | — |
| 向关联方借出资金 | 新疆维吾尔自治区茶叶畜产公司 | 726.98 | — | — |
| 向关联方借出资金 | 新疆维吾尔自治区供销合作社联合社 | 1,698.49 | 1,243.84 | — |
| 从关联方采购茶叶 | 新疆维吾尔自治区茶叶畜产公司 | — | 10.94 | — |
| 合计 | — | 3,675.47 | 3,454.79 | 400.00 |

资料来源：供销集团（截至 2013 年末）

针对关联交易，该公司制定了《关联交易管理制度》，并在《公司章程》、《董事会议事规则》中对于关联交易的权限、程序等进行了规范。

(四) 高级经营管理者

该公司高级经营管理团队人员均由出资人任命，管理经验丰富，具有多年相关行业从业经验，综合协调能力较强。

该公司建立了高级管理人员激励约束机制和绩效考核体系。公司设立考核小组，由考核小组召开公司年度工作例会汇总高级管理人员半年度和年度考核结果并进行考核评分。考核根据高层管理人员考核评分表，从能力和态度两个方面对管理人员进行综合评价，并将高级管理人员的薪酬、岗位调动、股权激励等同考核结果挂钩，为高级管理人员履行相

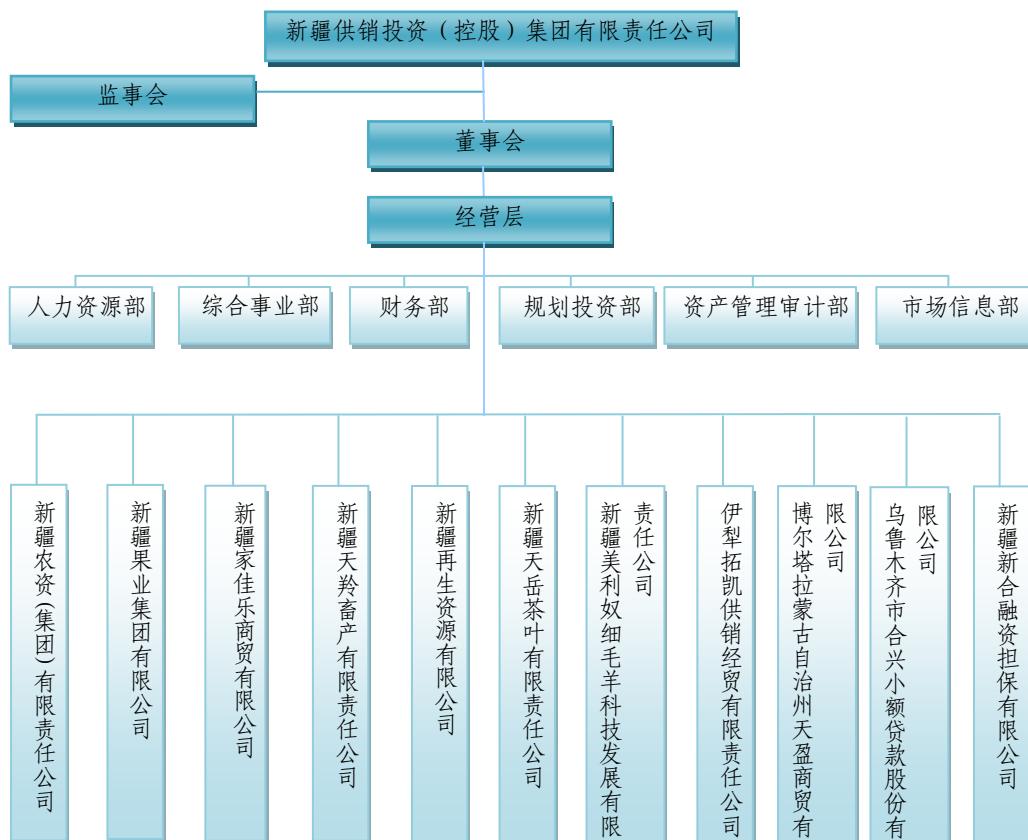
关职责提供了必要的保障。

(五) 组织架构

该公司按照《公司法》和公司章程规定，建立了现代企业制度，逐步实现“产权清晰，权责明确，社企分开，管理科学”目标。

该公司设有董事会、监事会，不设股东会。董事会作为公司经营决策的常设机构，由董事长、总经理、副总经理和四名董事共七名成员组成，对出资人负责。公司设董事长、总经理、副总经理各一名，监事三名，初步形成了决策、监督和执行独立运行的管理体系。公司根据经营管理的需要设置了人力资源部、综合事业部、财务部、规划投资部、资产管理审计部和市场信息部六个职能部门，各部门之间分工较为明确。

图表 4. 公司组织结构图



资料来源：根据供销集团提供的资料绘制（截至 2013 年末）

截至 2013 年末，该公司纳入合并报表范围的子公司有 11 家。公司由党委和董事会按法定程序和出资比例，向独资及控（参）股企业委派社有资产出资人代表，推荐董事会、监事会成员，并依照规定对独资及控股企业的出资人代表和企业主要负责人(董事长、党委书记、总经理)进行任免、考核、奖惩。

图表 5. 公司主要子公司情况²

| 名称 | | 注册资本 (万元) | 持股比例 (%) | 主营业务 |
|--------------------|--------|--------------|-------------|---------------------------------------|
| 全称 | 简称 | | | |
| 新疆农资(集团)有限责任公司 | 农资集团 | 14,000.00 | 81.28 | 农药、化肥、农膜等的销售 |
| 新疆果业集团有限公司 | 果业集团 | 3,700.00 | 41.08 | 干鲜果品、食品、农副、土特产品的销售等 |
| 新疆天羚畜产有限责任公司 | 天羚畜产 | 1,000.00 | 60.00 | 羊毛、羊绒、驼毛、牛皮、羊皮等畜产品 |
| 新疆家佳乐商贸有限公司 | 家佳乐商贸 | 6,400.00 | 93.75 | 日用百货、干鲜瓜果、服装、粮油及制品、办公用等的零售 |
| 新疆美利奴细毛羊科技发展有限责任公司 | 美利奴科技 | 2,000.00 | 75.00 | 绵羊繁殖及育种的研究与开发；种畜及胚胎的培育等 |
| 新疆天岳茶叶有限责任公司 | 天岳茶叶 | 526.50 | 54.23 | 茶叶的采购和销售等 |
| 新疆再生资源有限公司 | 再生资源 | 1,000.00 | 63.84 | 日用杂品、五金、机电产品、废金属、废旧物资收购、销售等 |
| 伊犁拓凯供销经贸有限责任公司 | 伊犁拓凯 | 1,000.00 | 97.00 | 农产品批发、物流配送中心、农副产品配送及销售、仓储、电子商务、物流信息服务 |
| 博尔塔拉蒙古自治州天盈商贸有限公司 | 天盈商贸 | 2,000.00 | 85.00 | 日用百货、物流配送、仓储服务、物流信息服务 |
| 乌鲁木齐市合兴小额贷款股份有限公司 | 合兴小额贷款 | 20,000.00 | 20.00 | 办理各项小额贷款 |
| 新疆新合融资担保有限公司 | 新合融资担保 | 10,000.00 | 79.00 | 贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、信用证担保及其他融资性担保业务等 |

注：根据供销集团提供的资料绘制（截至 2013 年末）

（六）人力资源

截至2013年末，该公司合并范围内在职工工共4,000余人，其中集团本部32人。从分工结构来看，高级管理人员3人，中级管理人员6人，初级管理人员5人；从学历构成来看，研究生及以上学历5人，本科学历25人，大专学历2人。为规范人员聘用管理，公司制定了《人员聘用管理暂行办法》，对人员的聘用、考核、奖惩等方面制度予以明确；同时还制定了《薪酬管理暂行办法》，构建了较为完善的岗位薪酬管理体系，形成了良好的激励机制。

整体来看，该公司员工结构较合理，人员素质基本能够满足公司管理、经营与技术等方面的需求。

² 其中伊犁拓凯、天盈商贸、合兴小额贷款和新合融资担保 4 家公司为 2013 年新纳入合并报表范围子公司。

(七) 业务管理

该公司是新疆供销社本级社有资产的运营及监督管理主体，为促进社有资产的保值增值，构筑了较为有效的业务管理架构。但由于改组时间较短，现阶段公司仍面临持续业务整合和经营管控压力。

在对下属企业的管理层面，该公司依法履行出资人职责，对下属子公司采取关键岗位人员垂直管理。公司制定《经营业绩考核办法》，建立了社有资产保值增值指标体系，并以此作为对下属子公司实施奖惩的依据；公司组织实施对独资及控股企业的改制重组及重大投资活动，对投入产出效果负责；同时指导和促进独资及控股企业建立现代企业制度，完善法人治理结构，推进管理现代化。

在该公司本部层面，公司基本建立了涵盖对外担保、投融资管理以及安全生产等日常经营活动监管和控制制度。

(1) 对外担保方面

该公司制定了《新疆供销投资（集团）有限责任公司担保制度》，明确由董事会对担保项目进行审议并实行集体决策和联签制度，要求申请担保的单位经营状况、财务指标、资信情况等必须符合公司担保风险控制体系要求，并对被担保人进行跟踪和监督。公司财务部负责参与公司担保项目的调查、论证、实施和监督；资产管理审计部定期或不定期对公司执行担保管理程序的情况进行审计监察。

(2) 投融资管理方面

在投资管理方面，该公司制定了较为详细的《投资管理制度》。公司本部为投资决策中心，规划投资部负责投资项目的具体运作，并分由各相关职能部门对投资项目进行确认、可行性分析、尽职调查、监控及评估等，保证投资项目符合公司战略规划、经营目标、经营现状，有效降低公司投资管理风险。在融资管理方面，公司制定了《筹资管理制度》，由财务部根据公司发展战略、生产经营计划、预算情况与资金现状等，确定负债筹资的资金需要量及筹资方式，并编制筹资方案及可行性研究报告，以控制筹资风险、提高经济效益。

(3) 安全生产方面

在安全生产方面，该公司制定了《安全生产目标管理实施意见》，以各直属企业单位法定代表人为安全生产第一责任人，签订安全生产责任书，实行安全生产每月通报、每季公布、半年自查和年度考核制度；公司制定了安全生产奖惩制度，在单位评级、评比工作和个人晋升中实行

安全生产“一票否决”制。公司同时落实《自治区安全生产事故隐患排查管理条例》，开展生产隐患排查专项治理工作，及时上报各类安全生产信息；按照《生产安全事故报告和调查处理条例》、《生产安全事故统计报送制度》和自治区的有关规定，及时上报各类事故和安全生产信息，完善和落实事故问责制度、约谈制度。

三、业务运营

该公司属于商贸流通类企业，主营业务包括农业生产资料销售、干鲜果品加工销售、茶叶销售、日用百货及废旧物资销售、商品房销售等。

（一）经营环境

1. 农资行业

农资投入与“三农”工作紧密相关，近年来，在政府支持、农产品需求增长等因素综合作用下，我国农资行业稳步发展。长期来看，我国农业规模化、集约化趋势的提速以及现代农资物流体系的构建，将为我国农资行业的发展提供有力支撑，农资流通企业具有一定发展空间。

农资是重要的农业投入品，主要包括化肥、种子（种苗）、农药、农机具、农膜五大领域。农资投入与“三农”工作紧密相关，是发展现代农业的重要物资保障和基础。目前我国的农业生产仍处于比较粗放的阶段，农业产出对农资投入的依赖度较高。因此，国家历来在农资供应、生产等环节给予较大的政策支持，对种粮农民购买化肥、农药、种子、柴油和农机等农资实行综合直补。近年来，随着居民收入水平的不断提高，对农产品需求日益增长，农产品价格逐年上涨，极大提高了农民耕种的积极性。自2004年以来我国粮食作物播种面积和产量连续十年实现增长，2013年粮食产量达60,194万吨，较2012年增长2.1%，我国农资需求量仍较大。2014年中央一号文件提出全面深化农村改革，加快推进农村现代化，强农惠农政策力度将不断加大，将促进农民种粮积极性的提高，为农资流通企业发展提供了良好的外部条件。

我国农资物流工作的承接主体主要有供销合作社系统、涉农企业部门及农资生产企业等，企业结构散乱、渠道重叠、竞争无序、产销不匹配的问题使得农资流通行整体处于微利经营的状态。然而，随着我国农业规模化、集约化趋势的提速，对农资流通体系的建设提出了相应要求。2009年3月，国家财政部、商务部等八部委联合发布了《关于完善

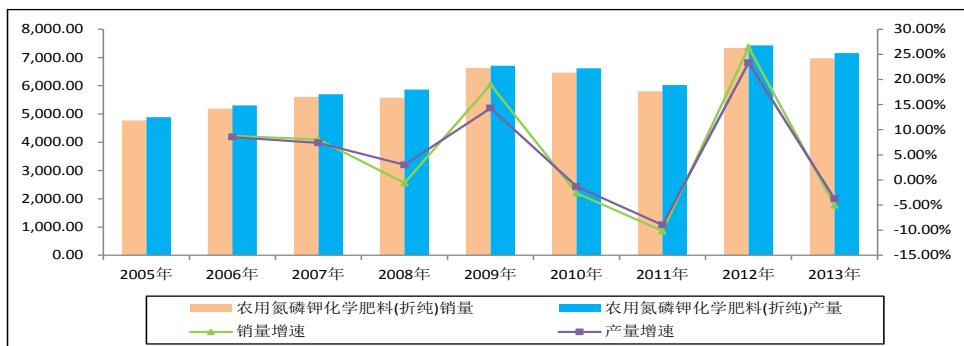
农业生产资料流通体系的意见》，提出将培育若干家销售额超 100 亿元的大型农资流通企业，建设改造一批农资连锁门店和区域性配送中心，通过三到五年的努力，初步形成多元化、连锁化农资流通体系。

从长期来看，我国农业生产的持续发展、农资需求的日益扩大、现代农资物流体系的构建，将为我国农资行业的发展提供有力支撑，农资流通企业具有一定的发展空间。

化肥行业是我国基础性和鼓励发展行业，近年来，在国家政策的大力支持下，化肥行业总体实现了较快发展。目前化肥市场处于总量基本平衡、品种结构不平衡的状态。在刚性需求和政策支持等因素的综合作用下，化肥行业在长期内仍具有一定发展空间。

化肥是重要的农业生产资料，化肥行业属于国家基础性和鼓励发展的行业。为鼓励化肥行业的快速发展，国家制定了包括原料价格优惠、运输优惠、税收优惠和淡季储备贴息等在内的优惠政策，并通过对化肥进出口关税政策的调控来保障国内化肥供应、保护国有化肥工业。据国家统计局数据显示，2008~2012 年，我国化肥产品产量和销量的复合增长率分别为 6.09% 和 7.10%。然而，经过多年的发展，化肥行业总体已呈现出结构性产能过剩局面，2013 年，化肥行业呈现低迷走势，实现氮肥（折纯）、磷肥（折纯）产量分别为 4,927.46 万吨和 1,632.87 万吨，分别同比减少 0.39% 和 16.51%；实现钾肥产量 593.02 万吨，同比增长 13.61%。

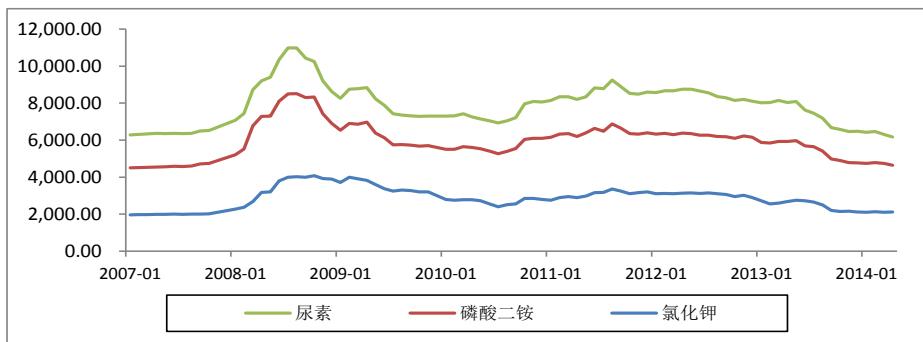
图表 6. 2005 年以来我国化肥产销量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind 资讯

从价格方面来看，2008 年受金融危机及煤炭、原油价格波动影响，我国化肥行业呈现需求疲软、产能过剩局面，产品价格大幅下跌。2010~2012 年，受益于全球经济复苏、农村居民收入增长及粮价上涨，化肥行业有所回暖，产品价格小幅回升。但进入 2013 年以来，受国内农需不振影响，化肥行业表现消费量增速放缓，加之国内化肥供应充足，氮、磷、钾三大单质肥价格全面下跌。

图表 7. 2007 年以来我国主要化肥产品平均价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

我国化肥市场处于总量基本平衡、品种结构不平衡的状态，具体表现为：氮、磷肥产能过剩，而钾肥、复合肥等需要通过进口来满足需求。三种化肥的结构性失衡与所用原料及生产工艺有直接的关系，我国氮肥生产主要以煤为原料进行合成，原料充足，成本较低，因此发展迅速；磷肥生产的主要原料磷矿、硫矿在我国分布较广，原料自给程度高，因此也比较充足；然而，由于我国缺乏具有工业开采价值的固体钾资源，钾肥的生产只能以盐湖卤水为原料，品味仅 1.5%~3.2%，相比国内巨大的钾肥需求而言，国内供给存在较大缺口，对外依存度超过 50%。因此，相比氮肥、磷肥而言，钾肥的价格更易受到国际市场的影响，波动较大。总体来看，化肥市场短期内供求矛盾无法改变，市场存在不确定因素。

然而从长期来看，化肥产品在农业生产过程中具有不可替代的刚性需求特性，农业的稳步发展决定了化肥需求将保持稳中有升的发展态势。2012 年 2 月，工信部发布《化肥工业“十二五”发展规划》提出：“十二五”期间，化肥工业在满足农业、工业基本需求和淘汰落后产能的基础上，继续保持产量整体自给有余，其中氮肥、磷肥完全自给并有少量出口，钾肥国内保障能力达到 60%以上，基本满足科学施肥的需要；将行业内企业兼并重组定位为“十二五”的重点任务，提出到 2015 年要逐步形成以大型化肥企业为主导的生产经营格局，鼓励大型企业通过兼并重组方式整合资源，发展连锁和集约化经营。

我国化肥行业已经逐渐步入整合期，随着行业内企业兼并重组、资源整合的推进，并在刚性需求和政策支持等因素的综合作用下，我国化肥行业在长期内仍具有一定发展空间。

新疆农资流通市场主要由自治区地方系统下的新疆农资集团和兵团系统下农资公司占据，农资集团以其在全疆范围内形成的集团化运作、网络化建设及品牌优势获得相对较强的竞争力。

目前新疆维吾尔自治区农资流通领域主要由地方系统和新疆生产建设兵团系统组成，供销集团下属子公司农资集团是隶属于自治区地方系统的国有农资流通企业。

新疆生产建设兵团拥有政府职能的特殊历史背景，这使得新疆农资流通行业呈现出与其他省份不同的市场格局及行业特征，具体表现为：新疆的地方和兵团系统都拥有自己独立的农资批发体系；新疆农资集团和兵团农资公司均行使部分政府职能，属于微利企业，以微利形式将农资销售给各自的农户单位；系统内大型农资企业依靠政策补助盈利，采取薄利多销的经营政策，占据了绝大部分的市场份额。农资集团作为多年经营农资流通的主渠道企业在新疆地区处于龙头地位，占地方系统市场份额的 75% 以上，其次为兵团系统第一大农资流通企业——兵团农资公司。兵团系统作为军、政、企结合的特殊组织，上级行政命令具有较强指导作用，农资供应较为封闭，缺少全疆兵团系统统一的农资企业。相比较而言，农资集团在全疆范围内形成统一整合、集团化运作、网络化建设等方面具有更大的优势，拥有知名度较高的连锁品牌，逐渐成为布局全疆的大型连锁企业，具有相对更强的竞争力。然而，随着化肥流通体制的改革，新疆农资经销渠道也得到进一步的放宽。除农资集团和新疆生产建设兵团下属农资公司外，各地、县农业技术推广机构，生产厂家的直销店，供销社基层门市部，私营农资经销商、邮政物流等多种经营渠道也逐步发展，私营企业参与农资销售的情况日益普遍。

新疆地区农业生产情况总体较好，农资需求稳步增长。从资源结构来看，疆内氮肥产能过剩，磷肥缺口较大。

近年来新疆农业生产情况总体较好，2013 年农作物播种面积、粮食播种面积分别为 7,818.46 万亩和 3,352.20 万亩，同比分别实现增长 1.5% 和 4.9%；当年实现粮食产量 1,377 万吨，同比增长 8.2%。随着新疆农业生产的持续发展，农资需求稳步增长，2010~2012 年新疆化肥施用总量分别为 167.57 万吨、183.68 万吨和 192.27 万吨，同比增速分别为 7.2%、9.6%、4.9%，但受制于耕地资源和整体市场容量，增幅有所回落。

我国化肥生产集中在山东、湖北、四川等地，新疆地区所占市场份额较小。新疆地区以棉花为主的经济作物所需要的主要是单肥（氮肥、磷肥、钾肥），以磷肥供需缺口最大。疆内煤气资源丰富，约占全国预测资源储量的 26%，因此新疆生产的主要化肥产品为氮肥，已处于产能过剩状态；钾肥是新疆化肥的主导产业，新疆罗布泊作为我国两大钾资源

产地之一³，钾盐资源富集，远景储量达 5 亿吨，新疆主要通过自产和进口的方式获得钾肥；而磷肥原材料资源匮乏，主要以从外省采购为主。

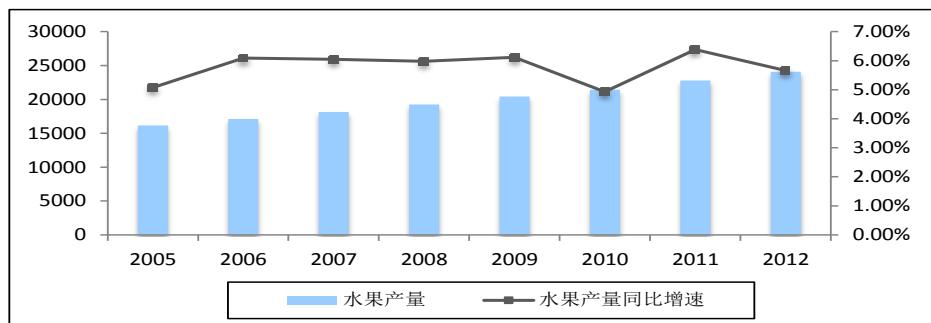
此外，化肥是常年生产、季节性消费商品，每年春季为化肥销售旺季，其余时间为销售淡季，因此生产企业和流通企业一般都要进行淡季储备。新疆冬季相对漫长，每年 10 月中旬至次年 4 月中旬共 6 个月的取暖期，农业生产大多为一季物，春耕农资商品需求占全年需求总量的 70% 以上，因此，新疆农资行业淡储旺销态势较其它地区更为明显。

2. 林果加工销售行业

我国是林果业生产大国，水果产量稳居世界首位。近年来，我国林果产品需求旺盛，水果产量销量持续增长。新疆得益于得天独厚的地理位置和气候条件，林果产品种类丰富、品质优良，林果业作为新疆的优势产业近年来保持着快速发展势头。

林果业是我国农业中具有比较优势和国际竞争力的产业之一。我国是林果生产大国，自 1994 年以来水果产量稳居世界首位。近年来，我国水果总产量持续稳定增长，2010~2012 年产量分别为 21,401.41 万吨、22,768.18 万吨和 23,656.14 万吨。同时我国水果在种植规模、品种资源及成本价格等方面具有明显的国际贸易优势，出口规模也呈现稳步增长势头，据中国农业网资料数据显示，2013 年，我国水果出口额 63.2 亿美元，同比增长 2.3%；实现贸易顺差 21.6 亿美元。随着我国国民消费水平的提高和饮食习惯的转变，食品的绿色、天然等特性不断受到重视，具有保健功能的天然、绿色林果产品消费量迅速增长。

图表 8. 2005~2012 年我国水果年产量和水果产量同比增速(单位:万吨、%)



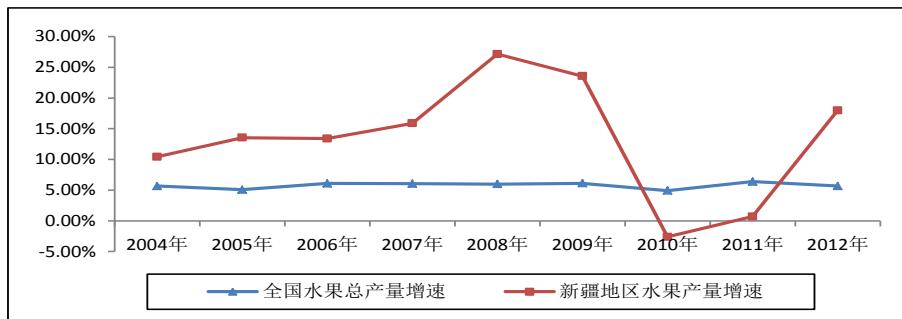
资料来源：国家统计局

新疆地处亚欧大陆桥和欧亚两个生态地理区域交汇处，属于典型的大陆性气候，光热资源丰富。得益于得天独厚的地理位置和气候条件，新疆林果种类繁多，林果产品具有香甜多汁、含糖量高及营养丰富的特

³ 国内最大的钾肥资源产地为青海柴达木盆地。

点；并且由于病虫害轻，较少使用农药，使得新疆的特色林果产品在国内外市场享有较高的声誉和知名度。目前林果种类主要有红枣、核桃、香梨、葡萄、苹果、巴旦木、杏、枸杞等干鲜果特色品种。近年来，新疆地区水果产量保持良好的增长态势，平均高出全国水平十个百分点。2010 年受极端天气影响，产量大幅下滑，增速回落；然而，“十二五”期间，随着新疆林果产业进入盛果期，将实现较大增产。

图表 9. 2004 年以来全国及新疆地区水果产量增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

新疆自治区政府历来高度重视林果业发展，把发展特色林果业作为增加农民收入、振兴农村经济的支柱产业加以大力推进。2005 年 11 月，《自治区党委、自治区人民政府关于加快特色林果业发展的意见》(新党发[2004]15 号)提出要积极发展现代林果业和林果经济，提升林果业整体水平，加快特色林果资源向产业优势和经济优势转变。2008 年 7 月，《自治区党委、自治区人民政府关于进一步提高特色林果业综合生产能力的意见》提出了强力推进特色林果业由大区向强区转变的新目标。

在自治区政府的大力支持下，林果业作为新疆的优势产业近年来保持着快速发展势头。自 2005 年以来，特色林果种植面积都以每年百万亩速度增长，已初步形成了环塔里木盆地以红枣、核桃、杏、香梨、苹果、巴旦木为主的南疆特色林果主产区，以鲜食和制干葡萄、大枣为主的吐哈盆地优质高效林果基地，以鲜食和酿酒葡萄、枸杞、小浆果等为主的伊犁河谷和天山北坡特色林果产业四大林果主产区。截至 2013 年末，新疆特色林果种植面积已突破 2,000 万亩，产值达 350 亿元，其中红枣、核桃、杏的种植面积分别超过 300 万亩。特色林果业已经成为新疆各地农村经济发展、农民增收的重要产业。

近年来，我国果品加工业发展势头良好，逐步形成优势产业带。新疆地区林果产品总加工率较低，产品流通产业组织化、规模化程度不高。但整体来看，自治区政府的支持、林果业旺盛的需求及“西果东运”现代流通综合试点的开展等可为新疆林果业的长期发展提供有力支撑。

果品加工产品主要包括果汁、脱水果品、果品罐头、速冻果品及果酒等，随着我国水果产量的不断增长，果品消费也由传统的单一鲜食逐步向深加工产品消费发展。近年来，我国果品加工业发展势头良好，具备了一定的技术水平和发展规模，特色果品加工区域化显著，逐步形成优势产业带。但总体来看，我国林果产品仍以鲜食和初加工为主，加工转化率较低，精深加工产品较少，产品的附加值和综合利用水平较低。

就新疆区域来看，其优势加工品类主要包括番茄酱及番茄罐头、杏浆及杏罐头、红枣、葡萄干、石榴汁等等，逐渐成为特色林果产品的加工产业带。但与此同时，大多数水果仍处于原料出售或初级产品加工阶段，果品总加工率仅 9.4%，不但远远低于发达国家水平（美国 53.5%，日本 51.5%），而且低于世界平均水平（10%~16%）。未来从事高附加值果品生产的企业将具有发展前景。

此外，虽然新疆林果产品形成规模，但产品流通产业组织化、规模化程度不高。2012 年 6 月，发改委印发《农村经济发展“十二五”规划》中对发展农产品现代流通方式提出规划要求，并鼓励开展“西果东运”现代流通综合试点。由于国内中东部市场相对新疆和国外市场而言具有更为广阔的发展前景和更旺盛的市场需求，试点的搭建将使得新疆从事果品生产、加工和销售等相关业务的企业从中受益。

整体来看，自治区政府的支持、林果业旺盛的需求及“西果东运”现代流通综合试点的开展都将对新疆林果业的长期发展提供有力支撑。

3. 日用消费品行业

近年国内社会消费品零售总额维持平稳增长趋势，但受宏观经济波动及外部环境弱化影响，增速有所下滑。

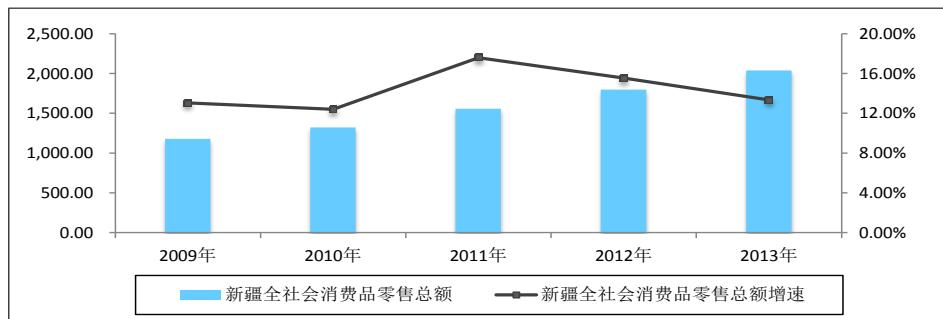
零售业是我国第三产业中市场化程度较高的行业，受益于国民经济的快速发展和居民消费水平的不断提升，行业总体维持平稳增长态势。

《国内贸易发展“十二五”规划》提出，2015 年社会消费品零售总额将达到 32 万亿元左右，年均增长 15% 左右。近年来，我国社会消费品零售总额持续较快增长，近五年平均增速达 15.69%，但 2010 年以来受国际金融危机、宏观经济波动以及居民消费意愿下滑等因素影响，连续三年增速回落。2013 年，我国实现社会消费品零售总额 237,810 亿元，比上年增长 13.1%；其中城镇消费品零售额 205,858 亿元，增长 12.9%；乡村消费品零售额 31,952 亿元，增长 14.6%。

新疆维吾尔自治区经济近年来保持快速发展，2005 年以来地区生产

总值增速平均保持在 10% 以上。据《2013 年新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展统计公报》数据显示：2013 年，新疆地区实现地区生产总值 8,510 亿元，比 2012 年增长 11.1%。随着区域经济的发展，2009~2013 年新疆全社会消费品零售总额平均增速为 14.39%，其中 2013 年实现社会消费品零售总额 2,039.15 亿元，同比增长 13.4%，受国内外复杂经济形势的影响，增速亦有所放缓。

图表 10. 2009~2013 年新疆全社会消费品零售总额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：《新疆维吾尔自治区 2013 年国民经济和社会发展统计公报》

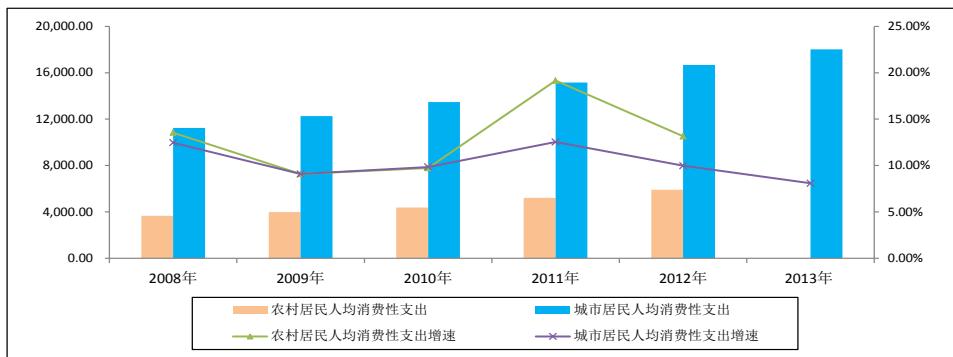
随着一系列国家产业支持政策的出台，我国农村居民人均收入水平和人均消费性支出水平不断提升，且增速超过城镇水平。随着农民消费观念的逐渐开放及人均消费性支出日益增长，农村零售市场具有广阔的发展空间。

随着国内零售企业数量的快速增长以及商业流通市场的对外开放，零售业竞争压力加大。一、二线城市部分区域零售市场趋于饱和，零售企业城市扩张速度明显放缓。同大中城市相比，农村市场空间相对广阔，具有市场潜力大、竞争压力小、劳动成本低、国家政策扶持等优势。为促进我国农村消费品零售市场的发展，国家近年来实施了包括“万村千乡市场工程”、“汽车摩托车下乡”、“家电下乡”等在内的一系列产业支持政策⁴。

在国家政策支持下，我国农村人均收入水平及消费水平不断提升。2013 年农村居民人均纯收入为 8,896 元，比上年增长 12.4%；城镇居民人均可支配收入 26,955 元，比上年增长 9.7%。人均消费性支出也保持逐年增长态势，2012 年我国农村及城镇居民人均消费性支出分别为 5,909 元和 16,674.32 元，2008~2012 年复合增长率分别为 12.88% 和 10.77%，农村人均消费支出增速已超过城镇。

⁴ 2005 年，商务部启动“万村千乡”市场工程，促进建立新型农村市场流通网络，以改善农村消费环境。2008 年 11 月，为扩大国内需求，促进经济平稳较快增长，国务院决定在全国推广“家电下乡”。2009 年 6 月，国务院继续发布《促进扩大内需，鼓励汽车、家电“以旧换新”实施方案》，提出采取财政补贴方式，鼓励汽车、家电“以旧换新”。

图表 11. 2008 年以来我国城镇、农村人均消费性支出及增速(单位: 元、%)



资料来源：国家统计局

随着农民消费观念的逐渐开放和人均消费性支出的不断增长，农村市场对日用消费品的需求将日益增加，农村零售市场发展空间广阔。

(二) 经营状况

该公司作为自治区供销社直属授权经营管理平台，在自治区供销社体系内居于核心地位。近年来公司各主要业务板块发展状况总体较好，营业收入持续增长，具有一定的规模优势，同时能够获得持续稳定的政府补助支持。但公司服务三农的定位决定其处于保本微利经营，同时面临一定的市场价格波动风险及经营风险。

该公司是集农资、干鲜果品及茶叶、日用百货及废旧物资、商品房、畜产品销售等为一体的综合性企业集团。近年来，公司业务发展状况良好，2011~2013 年分别实现营业收入 66.03 亿元、77.53 亿元和 81.74 亿元，呈现逐年增长趋势。其中农资销售业务对总收入及利润的贡献程度最高，连续三年占营业收入的 75% 以上，公司近年来的业务收入及毛利构成情况如图表 12 所示。

图表 12. 公司最近三年主营业务收入构成及占比情况

| 主营业务 | 2011 年 | | 2012 年 | | 2013 年 | |
|-----------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| | 金额 (万元) | 占比 (%) | 金额 (万元) | 占比 (%) | 金额 (万元) | 占比 (%) |
| 农资 | 503,010.12 | 76.18 | 605,593.12 | 78.11 | 628,831.91 | 76.93 |
| 干鲜果品、茶叶 | 39,330.63 | 5.96 | 48,815.04 | 6.30 | 55,596.08 | 6.80 |
| 日用百货及废旧物资 | 56,750.69 | 8.59 | 61,536.78 | 7.94 | 50,938.60 | 6.23 |
| 畜产品 | 7,726.77 | 1.17 | 6,298.69 | 0.81 | 4,005.06 | 0.49 |
| 商品房销售 | 44,726.28 | 6.77 | 44,565.13 | 5.75 | 60,071.98 | 7.35 |
| 其他 | 8,761.21 | 1.33 | 8,512.77 | 1.10 | 17,913.81 | 2.19 |
| 合计 | 660,305.70 | 100.00 | 775,321.53 | 100.00 | 817,357.45 | 100.00 |

| 主营业务 | 2011年 | | 2012年 | | 2013年 | |
|-----------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 毛利(万元) | 占比(%) | 毛利(万元) | 占比(%) | 毛利(万元) | 占比(%) |
| 农资 | 39,009.57 | 59.69 | 51,676.50 | 61.43 | 43,944.33 | 50.10 |
| 干鲜果品、茶叶 | 4,174.19 | 6.39 | 4,549.15 | 5.41 | 4,138.77 | 4.72 |
| 日用百货及废旧物资 | 4,502.16 | 6.89 | 5,353.16 | 6.36 | 4,982.47 | 5.68 |
| 畜产品 | 371.61 | 0.57 | 129.09 | 0.15 | 91.60 | 0.10 |
| 商品房销售 | 11,339.81 | 17.35 | 16,113.58 | 19.16 | 20,457.22 | 23.32 |
| 其他 | 5,955.79 | 9.11 | 6,296.63 | 7.49 | 14,097.45 | 16.07 |
| 合计 | 65,353.13 | 100.00 | 84,118.10 | 100.00 | 87,711.84 | 100.00 |

资料来源：根据供销集团提供资料绘制

1. 农资销售业务

该公司农资业务主要由子公司农资集团负责，其作为多年经营农资流通的主渠道企业在疆内处于龙头地位，市场份额占新疆地方市场的75%以上，目前已形成以农资连锁、物流配送为主的多元化经营体系。公司经营的农资产品包括化肥、农药、农膜等，其中以化肥在主营业务中占比最大。公司近三年农资产品销量总体保持稳定增长态势。

该公司近年来化肥产品销售收入占农资业务收入比重的90%以上，2011~2013年销量分别为128.00万吨、177.00万吨和180.34万吨，销售包括氮肥、钾肥、磷肥、复合肥在内的主要品类⁵。新疆氮肥产能过剩，公司作为疆内氮肥生产厂商的最大客户，所销售氮肥主要从本地生产企业采购，并与供应商建立了长期合作关系；由于新疆缺乏磷矿资源，公司磷肥、复合肥主要依靠进口或从云、贵、川、鄂等地大型企业采购，供应商基本为国有化肥生产企业或国有农资贸易企业；钾肥主要从云南地区采购，能够获得较稳定的货源。公司是新疆农药经营主渠道，经营农药品种近四百个，进口农药品种近百个，在疆内市场占有率达50%以上。此外，公司农膜收入占比较小，由于农膜生产门槛较低，农户对其质量及品牌要求较低，疆内大部分县、乡自行生产销售的产品占据一定市场份额，利润空间较小。公司农药供应商主要为疆外农药生产企业，农膜产品主要供应商为疆内塑料化工企业，采购渠道灵活性较强。从产品定价来看，公司采用统一的定价模式：即由各经营单位在各自对应的区域内进行销售，价格由公司根据当期采购价格加成后统一制定，并以较低的销售价格还惠于民。

⁵ 该公司代理销售的氮肥品牌主要有：中石油“昆仑”牌尿素、阿克苏“华锦”牌尿素、新疆新化“绿洲”牌尿素；代理销售的磷肥品牌和品种主要有：“金福瑞”牌磷酸二铵、“开磷”牌磷酸二铵、“三环嘉吉”牌磷酸二铵、“黄麦岭”牌磷酸二铵等；代理销售的钾肥品牌和品种主要有：51%罗布泊硫酸钾、60%青海氯化钾、60%俄产氯化钾等；代理销售的复合肥品牌和品种主要有：“多浪”牌复合肥、“农佳乐”牌复合肥等。

图表 13. 公司最近三年化肥产品购销价格情况（单位：元/吨）

| 主营业务 | | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 |
|------|----|-------------|-------------|-------------|
| 氮肥 | 采购 | 1,750-1,850 | 1,570-2,280 | 1,910-1,940 |
| | 销售 | 1,900-2,000 | 1,720-2,500 | 1,930-1,960 |
| 磷肥 | 采购 | 3,250-3,500 | 2,600-3,680 | 2,800-3,000 |
| | 销售 | 3,350-3,600 | 3,050-3,900 | 3,050-3,550 |
| 钾肥 | 采购 | 3,400-3,550 | 2,500-3,605 | 1,635-2,954 |
| | 销售 | 3,650-3,700 | 3,000-3,800 | 1,950-3,350 |
| 复合肥 | 采购 | 2,650-2,700 | 1,400-3,105 | 1,768-3,005 |
| | 销售 | 2,900-3,000 | 1,700-3,150 | 1,870-3,180 |

注：根据供销集团提供的数据绘制

销售方面，该公司采用以销定购的销售模式，分销环节采用配送中心一分公司一直营店（加盟店）三级阶梯式网络布局，所销售产品均以“农佳乐”为统一品牌，按照“六统一”（统一标识、统一进货、统一配送、统一价格策略、统一服务规范、统一核算）管理模式，实施品牌发展战略。从销售客户来看，公司客户以零售农户为主，体现“为农服务”基本理念，通过“农佳乐”经销网点实现终端销售的占比达 64.34% 左右；同时兼顾订单客户和经销商客户，占比分别为 16.73% 和 18.93%，其中订单客户主要为拥有 1,000 亩以上种植面积大户，经销商主要为公司加盟店和部分集团外经销商。公司化肥销售区域主要集中于新疆本地。

图表 14. 公司最近三年化肥销售区域分布情况（单位：万吨）

| 主营业务 | 2011 年 | | 2012 年 | | 2013 年 | |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|
| | 销量 | 占比 | 销量 | 占比 | 销量 | 占比 |
| 疆内 | 115.87 | 90.30% | 133.24 | 75.42% | 134.33 | 74.49% |
| 疆外 | 12.45 | 9.70% | 43.43 | 24.58% | 46.01 | 25.51% |
| 合计 | 128.32 | 100.00% | 176.67 | 100.00% | 180.34 | 100% |

注：根据供销集团提供的数据绘制

该公司销售网络覆盖全疆，建立起现代物流分销体系。截至 2013 年末，公司在疆内建立“农佳乐”连锁网点 4,515 个，其中配送中心 13 个，直营店 1,111 个，加盟店 1,651 个，村级服务部 1,667 个；通过“农佳乐”网络覆盖全疆 15 个地州，82 个县市，近 800 个乡镇和 1,700 个自然村，并在甘肃、河北等省区建立了经营分支机构。疆内地区及疆外市场网点占比约为 68.94% 和 31.06%。公司利用“农佳乐”连锁网络优势，参与国家“万村千乡市场工程”和“新网工程⁶”项目建设，获得国家补贴支持。

⁶ 2007 年起，为健全农村市场体系，发展适应现代农业要求的流通产业，全国供销合作社总社决定实施“新农村现代流通服务网络工程”（简称“新网工程”），旨在大力发展农村生产资料现代经营服务网络、农副产品市场购销网络、日用消费品现代经营网络和再生资源回收利用网络，

公司同时大力发展战略物流业，截至 2013 年末，公司在全疆各地拥有库房、货场等仓储设施 319.13 万平方米，年仓储吞吐量达 600 万吨，拥有铁路专用线 17 条。目前奎屯商品物流仓储库项目是公司近年来投资规模最大的重点建设项目，总投资 3.8 亿元，预计建设期三年，截至 2013 年末已投资 3.44 亿元；该项目建成后，进出口贸易量将达到 20 万吨，年货物吞吐量将达到 300 万吨，实现年产值近 10 亿元。

自 2004 年国家化肥淡季商业储备制度建立以来，该公司长期承担国家化肥淡储任务，2013 年末化肥任务储备规模为 25 万吨；同时还承担了磷肥专项储备 2 万吨。此外，公司承担自治区地方救灾化肥储备和救灾农药储备任务，其中 2012~2013 年承担了自治区救灾化肥储备 12 万吨、救灾农药 500 吨，于年内收到财政贴息分别为 1,400 万元和 250 万元。公司能够从各级政府获得持续稳定的化肥淡储贴息收入，可为农资业务的平稳运营提供支撑。

2013 年，在国际化肥市场持续低迷、需求不旺、国家加强宏观政策调控、出口受限等因素作用下，化肥产能过剩问题进一步加剧，价格快速下滑，新疆地区化肥供需矛盾进一步加剧，公司农资经营面临较大困难。公司面对市场变化，制定调整调拨价格、按销量返利等营销策略，放缓了部分化肥品种的采购速度，并采取了以“加快销售、压缩库存、及时回笼资金、降低经营风险”为重点的促销措施，总体保障了营业规模的增长，但盈利能力有所下滑。当年公司农资业务实现营业收入 62.88 亿元，比 2012 年增长 3.84%；实现毛利 4.39 亿元，同比减少 14.96%，毛利率下降 1.54 个百分点至 6.99%。

2. 干鲜果品、茶叶销售业务

该公司下属果业集团公司是干鲜果品加工销售业务的承担主体。果业集团是“国家农业产业化龙头企业”、国家商务部“双百市场工程”大型农产品流通试点企业、“自治区重点扶贫龙头企业”，主营新疆特色干坚果、炒货产品、浓缩果蔬产品，主要加工销售品种包括葡萄干、红枣、核桃、瓜子、杏干等。截至 2013 年末，公司建成综合果蔬加工生产线 5 条，干坚果加工生产线 3 条，果品保鲜库 3.5 万吨，农副产品仓储群 30 万平方米，铁路专用线 250 米。

该公司采购环节主要采取“公司+专业合作社+农户”和“公司+农户”两种订单采购模式，采购渠道稳定，目前已与 120 家农户签订供货协议，领办农民专业合作社 7 家，发展订单农业 5 万亩。针对不同的产业链设

并以贷款贴息、以奖代补和财政补助等形式给予资金支持。

计、营销及生产，公司灵活采取“生产+销售型”和“生产代工型”两种经营模式；对于第一种模式，公司只进行生产和销售不参与产品包装设计制作，而后者则采取公司委托其他企业完成产品加工，并通过公司营销体系进行销售的方式。从销售模式来看，公司针对产品特性及业务销售范围，分别采用直营店、特许加盟、经销商分销、企业商超联营、经销商联营店、团购、网络七类模式进行销售。

近年来，新疆自治区政府把林果业作为农业四大支柱产业之一，在政策上给予支持，同时大力实施“走出去”开拓市场战略。在此外部环境的积极影响下，该公司不断扩大外销平台建设规模，目前约 60% 的产品销往疆外市场。2010 年以来，公司加快实施新疆特色农产品“品牌”和“走出去”战略，形成了以“西域果园”为主的自有品牌，并建立了以北京、上海、广州、长春、武汉、重庆为中心的 6 大销售平台。截至 2013 年末，公司在全国范围已建成展销中心 9 家，加盟店 50 家，专区专柜 205 家（含商超联营店），发展经销商 63 家，批发商 25 家，建成物流配送体系和连锁销售网点 400 多个。公司在扩大新疆农产品外销平台建设规模、布局经营网点、促进产品进商超等方面前期投入大，面临较大资金需求，但公司能够获得政府政策及资金上的大力支持⁷，网点的扩大也将对公司经营产生持续正面效应。

图表 15. 公司最近三年林果产品销售区域分布情况（单位：吨）

| 主营业务 | 2011 年 | | 2012 年 | | 2013 年 | |
|------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| | 销量 | 占比 | 销量 | 占比 | 销量 | 占比 |
| 疆内 | 398.7 | 54.0% | 318.3 | 33.9% | 496.4 | 39.38 |
| 疆外 | 339.6 | 46.0% | 621.4 | 66.1% | 764.1 | 60.62 |
| 合计 | 738.3 | 100.0% | 939.7 | 100.0% | 1,260.5 | 100.0% |

注：根据供销集团提供的数据绘制

针对新疆特色果蔬农产品原料丰富，但深加工水平较低、缺少直接通达终端消费者的营销网络现状，该公司逐渐由初级产品加工销售向精深产品加工销售转变，产品附加值大幅提高，同时加大物流及网点建设。公司目前在建项目——新疆特色林果科技园项目为集农副产品精深加工、电子商务创新园、新疆农副产品物流配送中心项目为一体的大型综合项目，规划占地面积 540 亩，总投资 4.79 亿元，预期将实现年加工、配送农副产品 10 万吨，销售收入 9 亿元，发展订单农业 10 万亩，带动农户 6 万户。截至 2013 年末，已完成投资 3.5 亿元。未来，随着后续项

⁷ 该公司享受以下优惠的政策：自治区农业产业化龙头企业贷款贴息、扶贫龙头企业贷款贴息、国家林业贷款贴息、国家农业综合开项目专项补助及贷款贴息、国家及自治区供销社“新网工程”专项补助及贷款贴息。

目陆续建成投产，公司综合实力将进一步增强，新疆农产品对外宣传和销售力度将得以提升。

此外，该公司茶叶销售业务主要由天岳茶叶公司承接。作为边销茶国家专营定点企业，公司主营自主品牌“博格达”和“阿尔古特”牌边销茶，也是“五龙峰牌”“中茶牌”“紫艺牌”“白沙溪牌”等品牌的新疆总经销。2013年，天岳茶叶新注册“天岳印象”、“天岳黑茶”和“天岳金茯”三个商标，开展天岳系列高档黑茶经营，以培育新的经济增长点。

新疆边销茶市场竞争激烈，品牌众多，经销商普遍采用低价、赊销、铺货、送货上门等经营方式，对该公司的经营造成很大压力，近年的销量及销售额均有所下滑。2013年，公司调整了经营策略，采取以市场为导向采购适销对路的产品、建立具有竞争优势的终端销售渠道、与“农佳乐”销售网络进行合作以及加强宣传推广自有品牌等措施进行销售。2013年，公司承担国家边销茶成品储备任务2,500吨，当年收到2012年边销茶成品储备贴息203万元以及自治区政府拨付给公司的50万元成品储备费用。

2013年，该公司干鲜果品及茶叶销售业务实现营业收入5.56亿元，同比增长13.89%；实现毛利0.41亿元，同比减少9.02%，毛利率下降1.87个百分点至7.44%。

3. 日用百货及废旧物资销售业务

家佳乐商贸公司为该公司日用百货业务的主要经营主体，旗下拥有“家佳乐”日用消费品连锁品牌，已初步形成了覆盖全区的城乡日用品经营现代流通网络。

该公司依托供销社系统组织体系和农村网络资源优势，主要采用集中采购、统一配送、信息化平台运作模式。采购环节采取“先货后款”和“先款后货”两种采购结算方式，其中“先货后款”主要为公司与近400家供应商集中谈判，达成供货合同，由供应商按订单分单送货，采取账期结算对账方式进行结算；“先款后货”模式则是公司与主要代理商品生产企业或驻疆分公司谈判，达成代销协议，支付对方一定保证金，并在拿货前付清货款的结算方式。在销售环节，公司针对不同客户群体主要采取直营、代理、特通三种销售模式，并采用差别定价原则。其中直营销售模式针对超市购物的终端消费者，采取现款现结方式；代理销售模式针对批发户等，采用现金和账期两种结算方式；特通销售模式则针对单位福利团购，主要采取账期结算方式。公司通过网络双向流通，把质优价廉的日用消费品送到广大农牧区，把农村优质、特色农副产品收

购上来，并推向区内外市场。

从物流来看，昌吉物流中心是该公司物流配送体系信息、资金等管理总部，公司以昌吉物流中心为中心，通过地州级综合物流中心，最终由县域分公司或配送中心向供销超市、“家佳乐”农家店等农村经营网点配送商品，形成高效运转的物流配送网络。截至 2013 年末，公司在全疆有大区物流中心 6 个，县域配送中心 15 个，供销超市 20 家，“家佳乐”农家店 4,800 个，其他配送网点 6,000 家；覆盖全疆 13 个地州、60 个县(市)、421 个乡镇、3,000 多个行政村。

该公司为自治区实施“万村千乡市场工程”、“新网工程”的龙头企业和重要力量。2013 年公司先后申报国家和自治区“新网工程”以奖代补项目 5 个，商务部“千村万户市场工程”网络建设项目 1 个，共获得中央和自治区财政 560 万元资金支持。

该公司废旧物资销售业务主要由子公司再生资源承接，作为公司在资源回收、综合利用以及打造新能源等方面进行探索的专业经营平台，再生资源按照国家大力发展战略循环经济，建设资源节约型、环境友好型社会的要求，推进废旧物资再生资源回收利用项目建设。目前公司在乌鲁木齐北站建设了占地 4 万平方米、年交易额 5 亿元的全疆最大的旧货机电综合交易市场；在头屯河工业园区建设了废旧钢铁分拣中心，可年分拣加工废旧钢铁 10 万吨；目前在建项目主要为拜城县再生资源加工分拣中心项目，截至 2013 年末，项目一期已完成 60% 的围墙等基础工程建设。2011~2013 年，公司实现废旧物资销售额分别为 4.20 亿元、4.48 亿元和 3.13 亿元，受国内钢铁市场持续低迷影响，废钢市场价量齐跌，公司 2013 年业务收入规模出现较明显下滑。

2013 年，该公司日用百货及废旧物资销售业务实现营业收入 5.09 亿元，受当年废旧物资销售规模同比下滑影响，该业务收入合计同比减少 17.22%；实现毛利 0.50 亿元，同比减少 6.92%，毛利率提升 1.08 个百分点至 9.78%。

4. 其他业务

(1) 畜产品业务

该公司的畜产品业务主要包括绵羊繁殖及育种的研究与开发，羊毛、羊绒、驼绒等畜产品的生产、加工、销售，已形成集科研，生产、加工、销售、服务为一体的产业化经营格局，旗下天羚畜产和美利奴科技公司为该项业务的经营主体。截至 2013 年末，公司在伊犁州直 6 个县建立了

6个细毛羊科技示范基地，拥有四季草场11万亩，饲草饲料地1.2万亩，喷灌水浇地0.3万亩；建有每座可容纳生产母羊800只的标准暖圈20座，总面积2万平方米；现有中国美利奴（新疆型）生产母羊1.5万只，种公羊150只，引进有澳洲美利奴超细型，德国肉用美利奴，南非罗米利·西尔斯羊等优良品种。2013年，公司实现畜产品业务收入0.40亿元。

（2）商品房销售业务

该公司依靠着自身拥有的土地储备优势，进行房地产开发项目来盘活土地资源，下属果业集团公司是房地产业务的承担主体，其先后开发建设了绿景花苑一期、二期，蓝天森林花苑一期、二期、三期商品房住宅小区，开发总面积达30多万平方米。2007年、2010年、2011年蓝天森林花苑商品房住宅小区已连续被新疆主流媒体评为优秀楼盘、最佳宜居奖、最佳舒适户型奖。2013年，公司商品房销售业务实现营业收入6.01亿元，毛利2.05亿元，分别同比增长34.80%和26.96%；毛利率下降2.10个百分点至34.05%。公司目前在建房地产项目如图表16所示：

图表 16. 公司目前在建房地产项目基本情况

| 项目名称 | 项目类型 | 预售日期 | 总建筑面积（万平方米） | 建设期 | 总投资（万元） | 已投资额（万元） | 回笼金额（万元） |
|------|------|---------|-------------|----------------|---------|----------|----------|
| 青峰丽景 | 住宅 | 2013.07 | 8.83 | 2013.3-2014.12 | 37,000 | 24,968 | 26,500 |
| 蓝廷花苑 | 住宅 | 2013.12 | 26.28 | 2013.4-2015.12 | 110,000 | 20,000 | 17,600 |

注：根据供销集团提供的数据绘制

截至2013年末，该公司在乌鲁木齐拥有土地储备面积共计约为8.09万平方米，包括土地面积为6.39万平方米的乌鲁木齐市沙依巴克区青峰路地块和土地面积为1.7万平方米的乌鲁木齐市仓房沟东路540号地块。

（3）金融服务业务

2013年，该公司新投资设立合兴小额贷款公司和新合融资担保公司，开展金融服务业经营，因该两家公司尚处于经营起步期，目前该业务收入规模较小。

合兴小额贷款公司成立于2013年9月，注册资本为2亿元。其业务开展立足于为新疆地区中小微企业、“三农”及个体工商户提供信用贷款、抵押贷款、保证贷款等服务，拓展符合地区经济发展需求的金融业务，发挥小额贷款的“支农、支小”作用。

新合融资担保公司成立于2013年11月，注册资本为1亿元。其业务开拓以自治区供销社、兵团供销社系统的农业龙头企业、中小微企业

为首选服务对象，同时以乌鲁木齐市区及天山北坡经济带区域内的各类生产制造业、批发零售业、服务业，以及各类专业合作社、商会、商圈等经营性中小微企业为主，提供贷款、项目融资、贸易融资、工程履约等担保。

(三) 发展战略

该公司“十二五”期间将继续调整产业和经营结构，使优质资产向龙头骨干企业集中，做大做强优势业务，提高资产利用效率；以建立现代企业制度为方向，以科学规范的法人治理结构为核心，以社有资产保值增值为目标，建立起社有资产监督管理体制；把公司建成集贸易、实业、金融、投资于一体，具有较强竞争力和影响力现代综合性企业集团。计划到“十二五”末，公司销售额在2009年的基础上翻一番半，达到300亿元以上，成为带动自治区农业农村经济发展的主力军。

该公司将构建并完善投融资服务、社有资产监督管理、产业发展战略规划、人才培养四大平台。未来将继续做大做强农资集团，依托果业集团建设百万吨特色林果产业，发挥家佳乐商贸的龙头带动作用加快对消费品网络的升级改造，依托天羚畜产公司培育和发展特色畜牧业，积极发展金融服务业务板块，加快再生资源公司回收网络建设，并布局全疆建设现代物流体系。

四、财务分析

该公司负债经营程度较合理，但债务大量集中于流动负债，同时银行借款等刚性债务占比过大，使公司面临较大的偿债压力。公司营业收入持续增长，盈利能力较稳定。公司主业现金回笼情况良好，但受存货储备等因素影响，经营环节现金流波动较大，随着工程项目的推进，其投资性现金流持续净流出。此外，公司流动资产中存货占比较大，流动性一般。

(一) 债务分析

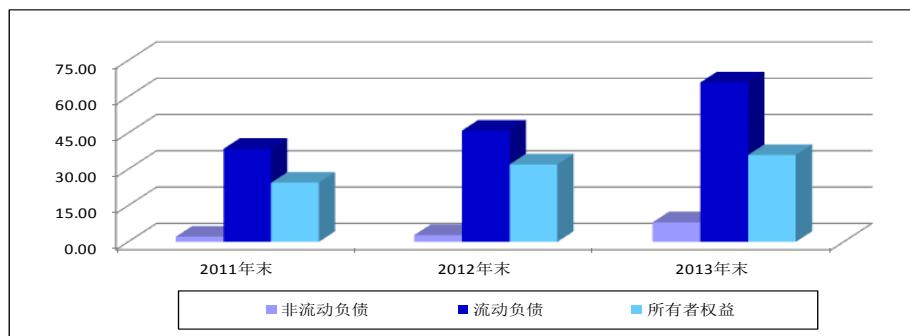
1. 债务结构

随着近年来该公司业务量的较快增长，对资金需求量不断增加，负债规模扩张较快。2011~2013年末公司负债总额分别为40.61亿元、48.82亿元和74.02亿元，资产负债率分别为62.39%、60.39%和67.33%，公司负债经营水平尚处于合理区间。农资集团为公司负债的主要承债主体，

在化肥淡储任务推动下，公司资金需求较大，每年 10 月至次年 3 月为化肥淡储期，需要较大规模的借款和票据，因此，年末负债率相对较高；随着销售高峰到来，淡储逐渐释放，公司年中债务负担相应下降。

从债务期限结构来看，该公司负债主要集中于流动负债，2011~2013 年末长短期债务比分别为 5.55%、6.09% 和 12.30%，符合一般流通行业特征。2013 年末公司流动负债和非流动负债分别为 65.91 亿元和 8.11 亿元，在负债总额中占比分别为 89.04% 和 10.96%。

图表 17. 公司 2011~2013 年末资金来源结构及变化趋势（单位：亿元）

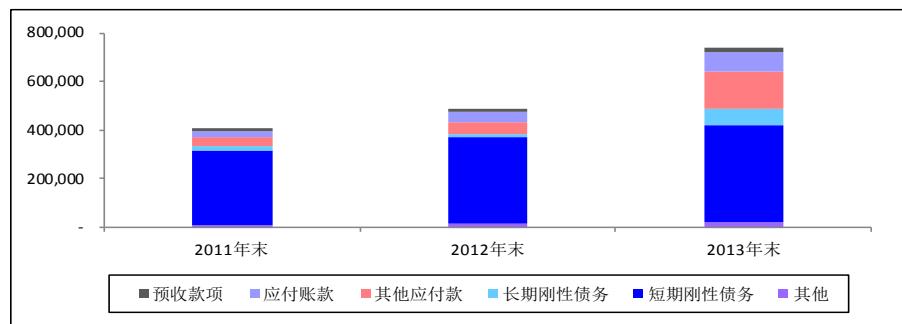


注：根据供销集团提供的数据绘制

2013 年末，该公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款构成。其中，以担保借款为主的短期借款为 28.77 亿元，占流动负债比重为 43.65%；应付票据全部为银行承兑汇票，共计 10.72 亿元，占流动负债比重为 16.26%；应付账款为 8.29 亿元，占流动负债的 12.57%；其他应付款为 15.29 亿元，占流动负债的 23.20%，主要为应付其他企业的往来款，其中含应付股东新疆供销社款项 0.61 亿元；预收款项为 1.87 亿元，占流动负债的 2.84%，主要为商品房销售预收款、购物卡预存金及预收合作商款项等。由短期借款、应付票据和一年内到期长期借款构成的短期刚性债务合计 39.74 亿元，在流动负债中占比为 60.29%，公司短期偿债压力较大。

2013 年末，该公司非流动负债主要为长期借款和其他非流动负债。其中长期借款为 6.38 亿元，占非流动负债比重为 78.68%。其他非流动负债 0.84 亿元，占非流动负债比重为 10.35%，为政府补助暂挂递延收益。年末公司长期刚性债务 6.39 亿元，在非流动负债中占比为 78.78%；刚性债务合计 46.13 亿元，占负债总额比重达 62.32%。

图表 18. 公司 2011~2013 年末债务结构情况（单位：万元）



注：根据供销集团提供的数据绘制

总体来看，该公司债务集中于流动负债，同时银行借款等刚性债务占比过大使得公司面临较大的偿债压力。

2. 公司借款及应付债券情况

银行借款是该公司的主要融资来源，2011~2013 年末银行借款余额分别为 25.67 亿元、22.20 亿元和 35.40 亿元，承债主体主要为下属子公司农资集团和果业集团。公司银行借款以短期借款为主，近三年占银行借款总额的比重分别为 90.34%、93.56% 和 81.27%；2013 年，公司加大了长期银行借款融资规模，短期银行借款占比有所下降。从借款方式来看，担保、抵押及保证借款是公司目前的主要融资方式，占 2013 年末银行借款总额的 95.09%。

图表 19. 公司 2013 年末长短期借款情况（单位：万元）

| 借款类别 | 短期借款 | 含一年内到期的长期借款 | 长期借款 | 合计 |
|----------|-------------------|-----------------|------------------|-------------------|
| 信用借款 | 14,153.56 | — | 3,000.00 | 17,153.56 |
| 担保借款 | 267,549.00 | — | — | 267,549.00 |
| 抵押借款 | 6,000.00 | 2,000.00 | 31,338.56 | 39,338.56 |
| 保证借款 | — | 482.22 | 29,250.92 | 29,733.14 |
| 国债专项资金转贷 | — | — | 226.36 | 226.36 |
| 合计 | 287,702.56 | 2,482.22 | 63,815.84 | 354,000.62 |

注：根据供销集团提供的数据绘制

该公司下属子公司农资集团分别于 2011 年 6 月、2012 年 8 月发行 2 亿元、4 亿元短期融资券，截至 2013 年末，所发行债券均已到期偿付。

3. 或有负债

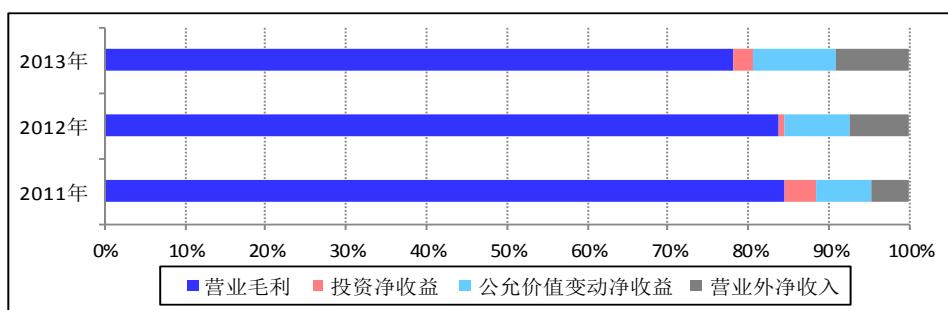
截至 2013 年末，该公司对并表范围外企业担保为对新疆棉花产业集

团有限公司 1.0 亿元借款担保⁸，担保比率 2.78%，因担保金额相对公司资产规模较小，公司或有损失风险较小。

(二) 盈利性分析

该公司各主营业务板块经营规模持续扩大，营业收入逐年增长，呈现出良好的成长性。2011~2013 年，公司营业收入分别为 66.03 亿元、77.53 亿元和 81.74 亿元，年复合增长率 11.26%。公司利润主要来源于营业毛利，近年来对利润的贡献度保持在 75% 以上。2013 年公司实现营业毛利 8.77 亿元，同比增长 4.27%；同时公司在经营过程中能够持续获得一定的政府支持，2013 年公司实现政府补助收入 1.00 亿元，为公司盈利能力的提升提供了一定支撑；此外，公司获得投资收益及投资性房地产公允价值变动净收益可对公司盈利形成有益的补充。

图表 20. 公司 2011~2013 年盈利贡献构成情况 (%)



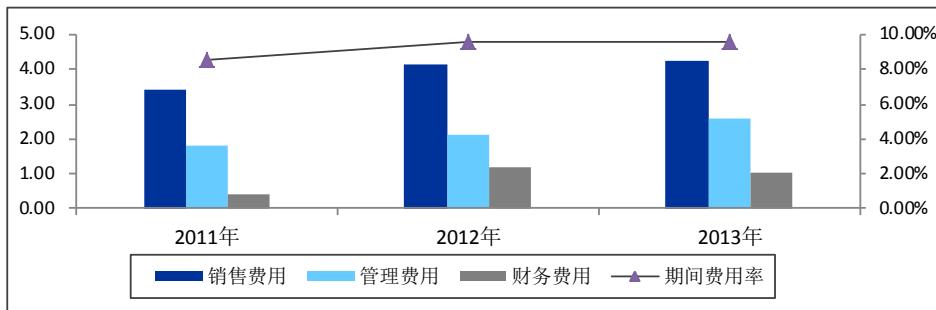
注：根据供销集团提供的数据绘制

近年来，该公司综合毛利率水平保持稳定，2011~2013 年分别为 9.90%、10.85% 和 10.73%，处于微利水平。从毛利构成来看，农资业务对毛利贡献最大，2011~2013 年占总毛利比重分别为 59.69%、61.43% 和 50.10%；由于流通行业利润率普遍偏低的特性，同时公司还承担服务三农职责和让利于农户的社会责任，使得农资业务毛利率维持低位运行，影响了公司综合毛利率水平。公司房地产业务毛利率水平较高，使其对公司毛利的贡献仅次于农资板块，2013 年占总毛利比重为 23.32%。

随着经营规模的扩大，该公司期间费用持续增长，期间费用率逐年上升，2011~2013 年分别为 8.60%、9.58% 和 9.61%。销售费用在期间费用中占比最大，连续三年达到 50% 以上。2013 年期间费用合计 7.85 亿元，较 2012 年增长 5.71%。

⁸ 担保期限为 2012 年 5 月 14 日~2016 年 5 月 13 日。

图表 21. 公司 2011~2013 年期间费用及期间费用率情况（单位:亿元、%）



注：根据供销集团提供的数据绘制

该公司作为新疆供销社控股子公司，兼具经营性和公益性双重特性，能够获得包括化肥淡储贴息等在内的一系列政府补贴支持，同时公司在履行“为农服务”职责的同时也不断增强自己的经营实力。近年来，公司利润保持增长，盈利能力保持稳定。2013 年，公司实现营业利润 1.80 亿元，同比增长 29.11%；当年在 1.00 亿元政府补贴支持下，实现利润总额和净利润分别为 2.83 亿元和 2.04 亿元，同比增长 32.64% 和 25.38%。公司 2011~2013 年净利润率分别为 1.74%、2.10% 和 2.50%。

图表 22. 公司 2011~2013 年主要盈利指标

| 指标名称 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 9.90% | 10.85% | 10.73% |
| 营业利润率 | 1.87% | 1.80% | 2.21% |
| 总资产报酬率 | 3.91% | 4.75% | 4.57% |
| 净资产收益率 | 4.70% | 5.76% | 6.01% |

资料来源：根据供销集团提供的数据整理、计算

总体来看，该公司所处商贸流通行业，主业盈利能力受生产周期、自然灾害以及市场供求及价格波动影响，毛利率处于较低水平，但政府补助可为公司经营提供一定支撑，公司整体盈利能力及抗风险能力尚可。

（三）现金流分析

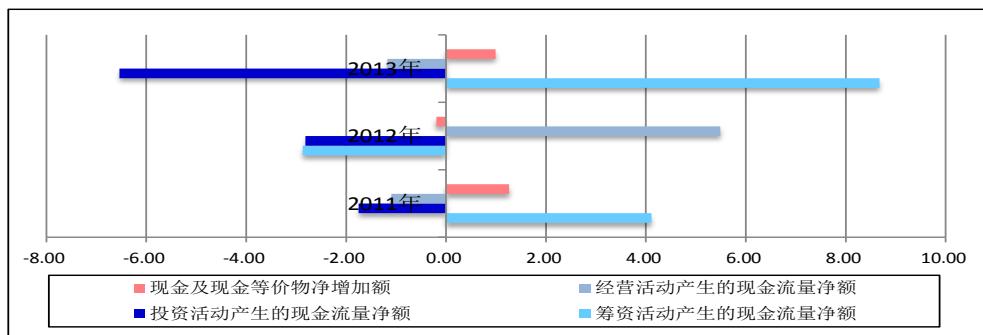
该公司近年来主业现金回笼情况尚可，2011~2013 年营业收入现金率分别为 98.21%、102.24% 和 91.59%。然而受主营业务化肥淡储期⁹及公司经营扩张等影响，公司经营环节现金流波动较大，2011~2013 年经营活动现金净流量分别为 -1.10 亿元、5.49 亿元和 -1.17 亿元。

为满足业务发展需要，该公司近年来加大了设备购置力度及各类在建工程项目支出，2011~2013 年公司投资活动产生的现金流净额分别为 -1.75 亿元、-2.81 亿元和 -6.54 亿元，随着后续项目的推进，公司短期内

⁹ 该公司每年 9 月份开始对各类货品进行冬季储备，占用大量资金，季节性影响明显。

投资现金流仍将保持流出状态。其资金缺口除依靠经营现金回笼外，主要通过银行借款弥补，2011~2013年公司筹资活动产生的现金流净额分别为4.11亿元、-2.87亿元和8.67亿元。

图表 23. 公司 2011~2013 年现金流量总体状况 (单位: 亿元)



注：根据供销集团提供的数据绘制

近三年随着该公司经营规模的扩大及新增项目投资的持续增加，公司流动负债与负债总额逐年上升，公司经营性现金流净额对公司债务的保障度较低。公司2011~2013年EBITDA分别为3.09亿元、4.12亿元和5.31亿元，主要由列入财务费用的利息支出、报告期计提固定资产折旧和利润总额构成，公司EBITDA对利息支出的覆盖程度尚可。

图表 24. 公司 2011~2013 年现金流对债务的覆盖情况

| 指标名称 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 |
|--------------------|--------|--------|--------|
| EBITDA/利息支出(倍) | 2.95 | 2.90 | 3.30 |
| EBITDA/刚性债务(倍) | 0.10 | 0.12 | 0.13 |
| 经营性现金净流入与流动负债比率(%) | -2.85 | 12.99 | -2.09 |
| 经营性现金净流入与负债总额比率(%) | -2.70 | 12.27 | -1.91 |

资料来源：根据供销集团提供的数据整理、计算

整体来看，该公司经营活动现金流状况受存货储备影响波动较大，未来随着工程项目的推进，公司将保持一定的资本性支出，其资金及偿债压力有所加大。

(四) 资产质量分析

该公司经营规模不断扩大，经营积累和股东资产注入使得公司资本实力得以提升。2011~2013年末公司所有者权益分别为24.47亿元、32.03亿元和35.92亿元。截至2013年末，公司实收资本、资本公积和盈余公积分别为6.90亿元、6.07亿元和2.98亿元，合计占归属于母公司所有者权益的71.92%。

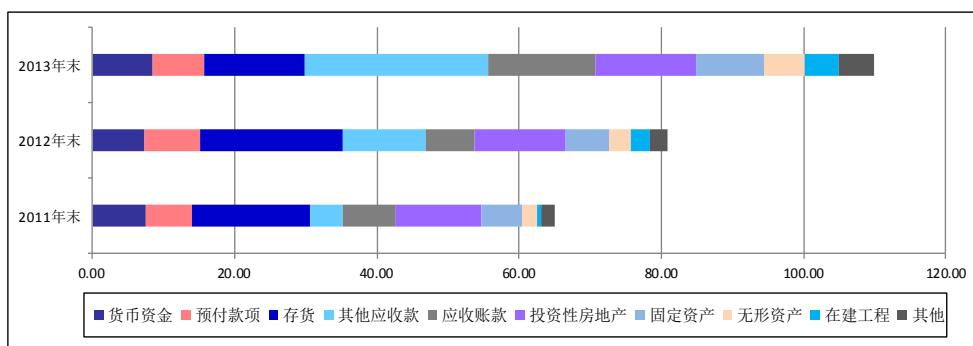
近年来，该公司资产规模逐年增长，2011~2013年末资产总额分别为

65.08亿元、80.85亿元和109.95亿元。公司资产以流动资产为主，但流动资产中存货和预付款项占比较高，同时流动负债规模较大，公司流动资产和速动资产对流动负债的覆盖程度不高，2011~2013年末流动比率分别为111.11%、117.22%和110.59%，速动比率分别为51.40%、56.67%和77.95%。

从资产结构上来看，截至2013年末，该公司流动资产为72.89亿元，占资产总额的66.30%。其中货币资金8.40亿元，占流动资产总额的比重为11.52%，现金比率13.09%；应收账款余额15.21亿元，占流动资产总额的20.87%，主要为应收其他公司货款；预付款项为7.37亿元，占流动资产总额的10.11%，主要为公司物资采购所支付的货款，超过一年的主要为预付工程款和设备款；其他应收款25.65亿元，占流动资产总额的35.19%，主要为应收股东资产收购款及往来款¹⁰、应收补贴款及工程款等；公司存货14.15亿元，占比为19.41%，其中含库存商品、开发成本分别为9.19亿元和2.51亿元。

截至2013年末，该公司非流动资产为37.05亿元，占资产总额的比重为33.70%。其中投资性房地产14.11亿元，占非流动资产总额的38.09%；固定资产和在建工程合计为14.50亿元，占非流动资产总额的39.13%，其中固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备、交通运输设备等，在建工程主要体现为奎屯储运西区建设项目（1.43亿元）、深圳天成工程项目¹¹（1.72亿元）等；无形资产为5.60亿元，占非流动资产总额的15.11%，主要为公司拥有的土地使用权、林地使用权等。

图表 25. 2011~2013年末公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据供销集团提供的数据绘制

¹⁰ 其他应收款期末余额中含应收股东新疆供销社收购该公司相关资产款项及往来款6.18亿元，占其他应收款总额的24.09%；为公司将部分往来款、长期股权投资、不良资产划入新疆供销社，从而形成相应债权所致。

¹¹ 为果业集团下属子公司新疆瑞成房地产开发有限公司所开发房地产项目。

五、外部支持

该公司具有良好的银行信用，与多家商业银行建立了合作关系，拥有较大的授信额度。截至 2013 年末，公司已获得银行授信额度为 84.35 亿元，已使用授信额度 38.03 亿元，尚未使用的授信余额为 46.32 亿元。公司能够在授信额度内以贷款方式保证营运资金的正常周转。

该公司部分下属子公司享有增值税、所得税等税收优惠，并能够获得国家及自治区政府“新网工程”、“万村千乡市场工程”、化肥淡储贴息等多项补贴支持。

六、主要优势与风险

1. 主要优势

(1) 政府支持力度大

该公司作为新疆供销社直属企业在自治区供销社体系内居于核心地位，承担“为农服务”的职责，经营与“三农”紧密相关，受到农业相关政策扶持力度较大。公司能够持续获得政府各类补贴支持及税收优惠，为盈利能力的提升提供一定的支撑。同时公司积极申报参与国家“千村万户市场工程项目”及“新网工程项目”建设，获得国家、自治区多项补助。

(2) 较高的区域市场地位

该公司主要子公司均为细分行业区域内龙头企业，市场占有率高，竞争力强。子公司农资集团、果业集团、家佳乐商贸等公司历史悠久，具有深厚的市场基础，并在各自经营领域处于主导地位。

(3) 较强的物流优势

该公司大力发展现代物流业，建设配套铁路和铁路运输站点库。目前公司在全疆各地拥有年仓储吞吐量 600 万吨的库房、货场等仓储设施共 319.13 万平方米，拥有铁路专用线 17 条。公司同时不断扩大外销平台建设规模，搭建物流配送网络，在内地主要城市建设农产品直销中心及配送中心。

(4) 强大的销售网络优势

该公司依托供销合作社系统的销售网点建立起覆盖全疆的销售网络。旗下“农佳乐”连锁网点 4,515 个，网络覆盖全疆 15 个地州、82 个县市、近 800 个乡镇和 1,700 个自然村；“家佳乐”农家店 4,800 个，覆

盖全疆 13 个地州、60 个县(市)、421 个乡镇、3,000 多个行政村。同时，依靠新疆供销社长期以来的品牌及渠道影响力，公司主要连锁品牌在农村市场中享有较高的声誉。

2. 主要风险

(1) 市场风险

该公司主营业务市场前景较好，但仍受到气候异常、自然灾害、季节性波动等不确定因素对农业、农资生产流通等的影响。从产业链看，公司主业大部分处于流通环节，其业绩受上游资源和终端市场的影响较大，未来收益存在不确定性。此外，公司主要产品价格波动的不确定性及其导致的需求波动也将给公司经营业绩带来不利影响。

(2) 偿债压力较大

该公司近年来在经营及投资环节对资金的需求不断增加，负债规模持续增长。受行业特征、存货储备及季节性因素影响，公司目前积累了较多的流动负债，且刚性债务占比大，使得公司面临较大的偿债压力。

(3) 项目后续融资需求较大

该公司目前大力发展战略物流业，搭建农产品外销平台，在布局经营网点、促进产品进商超等方面前期投入大，存在一定的投资资金缺口。公司项目后续融资需求较大，依靠主业经营性现金回笼能解决部分资金缺口，其他则主要依赖于银行借款等予以弥补，未来可能会给公司带来较大的资金压力。

(4) 内部管理风险

该公司以农副产品流通为主业，同时也涉及房地产销售、房屋租赁等板块，跨行业经营加大了公司对相应行业人才的需求，也给公司管理带来一定挑战。此外，公司目前仍处于内部资源整合阶段，在对下属企业的管理及促进各企业间协同效应的发挥等方面还有待加强。

(5) 应收股东款项回收风险

该公司应收股东资产收购款及往来款项金额较大，债权资金的回收情况对公司资产质量的影响较大。

七、募集资金拟投资项目分析

(一) 募集资金投向

图表 26. 公司本期债券募集资金使用项目情况表

| 序号 | 项目名称 | 总投资 (万元) | 募集资金安排 (万元) |
|-----------|----------------------------------|-------------------|------------------|
| 1 | 新疆特色林果科技园农副产品精深加工建设项目 | 11,610.00 | 2,400.00 |
| 2 | 新疆特色林果产业科技园区项目二期 | 23,857.00 | 1,000.00 |
| 3 | 新合作昌吉仓储物流配送中心项目 | 16,000.00 | 6,300.00 |
| 4 | 新疆农资(集团)有限责任公司北疆农资棉花仓储物流中心建设项目 | 37,882.79 | 18,300.00 |
| 5 | 江苏银海农佳乐国际棉花仓储交易有限公司新建棉花仓储及交易设施项目 | 86,230.40 | 1,000.00 |
| 6 | 霍尔果斯经济开发区农副产品日用品综合物流园项目 | 72,013.18 | 41,900.00 |
| 7 | 博州农副产品物流园建设项目 | 17,997.62 | 9,100.00 |
| 合计 | — | 265,590.99 | 80,000.00 |

资料来源：供销集团

1. 新疆特色林果科技园农副产品精深加工建设项目

该项目已取得新疆乌鲁木齐高新技术产业开发区产业发展局《乌鲁木齐高新区投资项目登记备案证》，备案编号为 11101501310008。

该项目总投资为 1.16 亿元，规划占地面积 159766.07 平方米，建筑面积 58550.1 平方米，新建果粉（杏粉、番茄粉、南瓜粉）生产线一条，杏仁油、核桃油、杏仁、核桃蛋白粉生产线一条，番茄红素加工生产线一条。项目建成后预计可实现年销售收入 13500 万元，年利润总额 3821.01 万元，年总资产收益率 19.79%，财务内部收益率(税后)15.93%。

2. 新疆特色林果产业科技园区项目二期

该项目已取得了乌鲁木齐高新技术产业开发区（新市区）经济和改革发展委员会《乌鲁木齐高新区（新市区）投资项目登记备案证》，备案编号为 13101505810013。

该项目位于乌鲁木齐高新技术产业开发区北区，总投资 2.39 亿元，总占地面积 106542.78 平方米，总建筑面积 60051.38 平方米，包括：电子商务集中办公区展示及交易大厅、产品展销大厅、旅游观光工厂（分选中心）、仓储物流中心、辅助用房。项目建成后，可改善新疆特色农产品在传统销售模式的缺陷和不足，提升新疆农产品对外宣传和销售力度，有利于扩大新疆特色农产品销售规模，提高农业产业化水平，特别

是对拉动新疆农产品出口有积极的促进作用。预计年正常收入 8970 万元，主要包括电子商铺代运营费收入、保鲜库及常温库租赁收入、农产品分选包装代加工收入、快递分拨收入及工厂旅游购物收入等。项目预期总投资收益率为 15.54%，财务内部收益率（税后）为 8.72%。

3. 新合作昌吉仓储物流配送中心项目

该项目已取得昌吉市发展和改革委员会《关于新合作昌吉仓储物流配送中心建设项目备案的通知》(昌市发改综合[2011]69 号)。

该项目计划总投资 1.60 亿元，占地 150 亩，建筑总面积 85239 平方米。主要建设内容包括：仓储设施区，农产品冷链物流区、农产品生鲜加工区、商品退货与日配区、商品展厅和交易大厅及综合办公楼与相应配套设施建设。项目建成后，将对该公司开展农产品加工、冷链物流、农超对接、电子商务等经营业务提供有力支撑。项目预期总投资收益率 33.9%，资本金净利润率 73.1%，财务内部收益率（税后）为 26.2%。

4. 新疆农资（集团）有限责任公司北疆农资棉花仓储物流中心建设项目

该项目已取得伊利哈萨克自治州发展和改革委员会《哈萨克自治州企业投资项目登记备案证》，备案证编码为 2012016。

该项目计划总投资 3.79 亿元，计划建设棉花储备库 10 座，总建筑面积 20000 平方米；农资仓储库 10 座，总建筑面积 20000 平方米；钢结构雨棚、装卸站台 4 座、铁路专用线 1 条，铺轨长度 7910 米；电子交易中心，装卸及运输设备、砼硬化地面及道路、仓储办公用房和仓储中心公用设施等。项目建成后，将有利于新疆农资物流体系的升级，有助于棉花仓储能力和水平的提高。项目预期总投资收益率为 18.74%，资本金净利润率为 44.93%，财务内部收益率（税后）为 13.58%。

5. 江苏银海农佳乐国际棉花仓储交易有限公司新建棉花仓储及交易设施项目

该项目已取得江苏省发展和改革委员会《省发改委关于苏银海农佳乐国际棉花仓储交易有限公司新建棉花仓储及交易设施项目备案的通知》(苏发改委经贸发[2010]505 号文件)。

该项目总投资 8.62 亿元，将新建棉花储备库 86050 平方米、棉花市场交割库 54766 平方米、棉花期货交割库 51760 平方米、棉花保税库 60710 平方米；购置信息设备、仓储运输设备及公用工程设备 325 台，建设信息系统、公用工程及配套基础设施等。

项目建成后，涉棉企业与全国棉花交易市场及江苏银海农佳乐国际棉花仓储交易有限公司将建立棉花仓储业务联系，并在原来单一销售渠道上，借助全国棉花交易市场广泛的销售网络，拓展销售渠道，加快棉花周转，降低市场风险；同时，将极大地提高当地及周边区域棉花经营企业、纺织企业的经营效率，降低经营成本，提供规范的流通渠道，对棉花经营企业和纺织企业的持续经营和发展产生巨大的推动作用，为地区纺织业的快速发展提供支撑。本项目实施后在达到预期投入产出效果的情况下，财务内部收益率（税后）为 34.50%。

6. 霍尔果斯经济开发区农副产品日用品综合物流园项目

该项目已取得霍城县发展和改革委员会《伊犁哈萨克自治州霍城县投资项目登记备案证》，备案证编码：霍县发改备案 201316 号。

该项目总投资 7.20 亿元，规划总用地面积 333335 平方米，总建筑面积 257790 平方米，项目建设期为 6 年（2013 年 1 月~2018 年 12 月），分三期完成。一期工程包括建设综合服务楼 21000 平方米、储备库房 15180 平方米、维修车间 500 平方米；二期工程包括建设粮油批发市场 12000 平方米、果蔬批发市场 8000 平方米、冷库 8000 平方米、保鲜库 6500 平方米、周转库 7560 平方米；三期工程包括建设商住楼开发 176000 平方米。项目建成后预计可实现年收入 13010 万元，项目财务内部收益率（税后）为 12.14%。

7. 博州农副产品物流园建设项目

该项目已取得博尔塔拉蒙古自治州发展和改革委员会《博尔塔拉蒙古自治州企业投资项目登记备案证》，备案证编码：博州发改办 201313 号。

该项目总投资 1.80 亿元，项目总建筑面积 67418 平方米（其中一期建筑面积 37710 平方米，二期建筑面积 11060 平方米，三期建筑面积 18648 平方米）。项目建成后，预计农产品仓储能力 4 万吨，农产品物流量 15 万吨/年，将实现零售、批发市场出租、农产品加工、仓储物流等收入。项目预期年正常营业收入为 7088 万元，总投资收益率为 25.42%，财务内部收益率（税后）为 15.74%。

八、本期债券偿付保障分析

(一) 可持续性的盈利积累可为本期债券按期偿付提供基本保障

该公司作为新疆自治区供销系统的龙头企业，市场地位较为稳固，

市场前景较为广阔，主营业务具有长期稳定的收益。2011~2013 年，公司实现营业收入分别为 66.03 亿元、77.53 亿元和 81.74 亿元，实现净利润分别为 1.15 亿元、1.63 亿元和 2.04 亿元，公司经营状况稳定，盈利能力尚可，为本期债券的还本付息提供了基本保障。

（二）本期债券募集资金拟投入项目的未来收益是本期债券本息偿付的重要来源

该公司对本期债券募集资金投资项目进行了充分可行性研究，项目建成后将有效促进公司业务的相互整合，巩固公司的市场地位，满足不断增长的市场需求。同时，公司也将加强募投项目管理，降低项目建设及营运成本，保证项目的预期收益能力。因此，本期债券募投项目建成后将增强公司的盈利能力，为本期债券的本息偿付提供重要保障。

（三）优良的资信及较强的融资能力为本期债券到期偿还提供支持

该公司具备较强的融资能力，在国内银行的贷款通道顺畅，还本付息方面均无违约记录，与各家商业银行保持着长期、良好的合作关系，并不断加强与商业银行和政策性银行的业务联系。凭借公司自身良好资信状况以及与其他金融机构良好的合作关系，即使本期债券兑付时遇到突发性的资金周转问题，公司也可通过银行资金拆借予以解决。

（四）资产抵押

该公司以子公司农资集团和新疆供销社全资子公司新疆维吾尔自治区日用杂品公司（以下简称“日杂公司”）分别拥有的房地产作为抵押资产发行本期债券，担保的范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用，担保期间为自本期债券的发行首日开始，至本期债券足额还本付息后终止。

具体抵押资产为农资集团和日杂公司分别拥有的位于乌鲁木齐市天山区新华北路的一宗商业用地和乌鲁木齐市美丽华酒店 A、B 座。其中农资集团拥有的商业用地（乌国用[2006]第 0019932 号）使用权面积为 3060.22 平方米，使用权终止日期为 2034 年 8 月 1 日；地上建筑物为美丽华酒店 A 座（地上 27 层，地下 2 层），总建筑面积为 36396.50 平方米。日杂公司拥有的美丽华酒店 B 座（地上 14 层，地下 1 层），总建筑面积为 9380.90 平方米。上述资产抵押事项已通过农资集团股东会、董事会决议，并取得新疆供销社《关于新疆维吾尔自治区日用杂品公司请示资产抵押等事项的批复》（新供联[2013]192 号）。

根据北京国融兴华资产评估有限公司出具的《评估报告》(国融兴华评报字[2013]第 1-159 号), 截至评估基准日 2013 年 8 月 31 日, 经收益法评估, 该抵押资产评估价值为 140,412.44 万元 (A 座价值 113,657.50 万元, B 座价值 26,754.94 万元)。根据《2014 年新疆供销投资(控股)集团有限责任公司公司债券资产抵押协议》约定, 抵押资产总价值与本期债券未偿付本金及其一年利息之和的比率(以下简称“抵押比率”)不得低于 1.6 倍。如果抵押比率低于 1.2 倍, 则该公司应当在本期债券发行首日起 15 个工作日内追加抵押资产, 直至抵押比率达到 1.6 倍, 并办理相应的抵押登记手续; 如果抵押比率高于 2 倍, 则公司有权要求解除超过 1.6 倍部分的抵押资产的抵押登记手续。本期债券存续期间, 公司应当每年聘请具有证券从业资格的评估机构对抵押资产进行跟踪评估, 并出具年度评估报告。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

| 主要财务数据与指标[合并口径] | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额 [亿元] | 65.08 | 80.85 | 109.95 |
| 货币资金 [亿元] | 7.60 | 7.41 | 8.40 |
| 刚性债务[亿元] | 32.11 | 36.67 | 46.13 |
| 所有者权益 [亿元] | 24.47 | 32.03 | 35.92 |
| 营业收入[亿元] | 66.03 | 77.53 | 81.74 |
| 净利润 [亿元] | 1.15 | 1.63 | 2.04 |
| EBITDA[亿元] | 3.09 | 4.12 | 5.31 |
| 经营性现金净流入量[亿元] | -1.10 | 5.49 | -1.17 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -1.75 | -2.81 | -6.54 |
| 资产负债率[%] | 62.39 | 60.39 | 67.33 |
| 长期资本固定化比率[%] | 83.94 | 77.24 | 84.15 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 76.21 | 87.35 | 77.88 |
| 流动比率[%] | 111.11 | 117.22 | 110.59 |
| 速动比率 [%] | 51.40 | 56.67 | 77.95 |
| 现金比率[%] | 20.04 | 16.57 | 13.09 |
| 利息保障倍数[倍] | 2.42 | 2.44 | 2.71 |
| 有形净值债务率[%] | 182.00 | 169.54 | 249.51 |
| 营运资金与非流动负债比率[%] | 200.03 | 282.91 | 86.03 |
| 担保比率[%] | 4.09 | 3.12 | 2.78 |
| 应收账款周转速度[次] | 8.92 | 10.85 | 7.40 |
| 存货周转速度[次] | 3.57 | 3.76 | 4.26 |
| 固定资产周转速度[次] | 11.44 | 13.11 | 10.46 |
| 总资产周转速度[次] | 1.01 | 1.06 | 0.86 |
| 毛利率[%] | 9.90 | 10.85 | 10.73 |
| 营业利润率[%] | 1.87 | 1.80 | 2.21 |
| 总资产报酬率[%] | 3.91 | 4.75 | 4.57 |
| 净资产收益率[%] | 4.70 | 5.76 | 6.01 |
| 净资产收益率*[%] | 6.39 | 6.26 | 4.74 |
| 营业收入现金率[%] | 98.21 | 102.24 | 91.59 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | -2.85 | 12.99 | -2.09 |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率[%] | -2.70 | 12.27 | -1.91 |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | -7.41 | 6.33 | -13.78 |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -7.02 | 5.98 | -12.55 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 2.95 | 2.90 | 3.30 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.10 | 0.12 | 0.13 |

注：表中数据依据供销集团经审计的 2011~2013 年财务报表，整理计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|----------------------|--|
| 资产负债率(%) | 期末负债合计/期末资产总计×100% |
| 长期资本固定化比率(%) | 期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计+期末非流动负债合计)×100% |
| 权益资本与刚性债务比率(%) | 期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100% |
| 流动比率(%) | 期末流动资产合计/期末流动负债合计×100% |
| 速动比率(%) | (期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计)×100% |
| 现金比率(%) | [期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100% |
| 利息保障倍数(倍) | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出) |
| 有形净值债务率(%) | 期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100% |
| 营运资金与非流动负债比率(%) | (期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100% |
| 担保比率(%) | 期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100% |
| 应收账款周转速度(次) | 报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转速度(次) | 报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 固定资产周转速度(次) | 报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2] |
| 总资产周转速度(次) | 报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2] |
| 毛利率(%) | 1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100% |
| 营业利润率(%) | 报告期营业利润/报告期营业收入×100% |
| 总资产报酬率(%) | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100% |
| 净资产收益率(%) | 报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100% |
| 净资产收益率*(%) | 报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100% |
| 营业收入现金率(%) | 报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100% |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%) | 报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100% |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率(%) | 报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%) | (报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%) | (报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100% |
| EBITDA/利息支出[倍] | 报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息) |
| EBITDA/刚性债务[倍] | EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2] |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构发行人长期信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-----|-------|---|
| 投资级 | AAA 级 | 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。 |
| | AA 级 | 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。 |
| | A 级 | 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。 |
| | BBB 级 | 短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。 |
| 投机级 | BB 级 | 短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。 |
| | B 级 | 短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。 |
| | CCC 级 | 短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。 |
| | CC 级 | 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外部因素很少，风险极大。 |
| | C 级 | 短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外部因素极少，企业濒临破产。 |

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-----|-------|---------------------------------|
| 投资级 | AAA 级 | 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 级 | 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 级 | 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 级 | 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。 |
| 投机级 | BB 级 | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| | B 级 | 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 级 | 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 级 | 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 级 | 不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附录四：

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本期债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注供销集团外部经营环境的变化、影响供销集团经营或财务状况的重大事件、供销集团履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映供销集团的信用状况。

（一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对供销集团的跟踪评级的期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每1年出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，供销集团应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与供销集团有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。不定期跟踪评级报告在本评级机构向供销集团发出“重大事项跟踪评级告知书”后10个工作日内提出。

（二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向供销集团发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向供销集团发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具之日起10个工作日内，供销集团和本评级机构应在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2014年5月23日