



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪092号

广汇能源股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“广汇能源股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级为AA+，维持本次发债主体信用等级为AA+，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年五月十九日

广汇能源股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告 (2016)

发行主体	广汇能源股份有限公司		
担保主体	新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2011/11/03-2017/11/03		
上次评级时间	2015/05/13		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别	AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

广汇能源	2013	2014	2015	2016.Q
所有者权益(亿元)	101.68	125.87	126.99	131.30
总资产(亿元)	289.60	376.36	408.71	421.24
总债务(亿元)	148.18	200.34	232.75	240.70
营业总收入(亿元)	48.05	67.17	48.25	9.80
营业毛利率(%)	36.09	33.39	28.49	29.96
EBITDA(亿元)	21.21	32.33	19.63	—
所有者权益收益(%)	7.41	13.38	1.81	0.80
资产负债率(%)	64.89	66.56	68.93	68.83
总债务/EBITDA(X)	6.99	6.20	11.86	—
EBITDA 利息倍数(X)	2.57	2.87	1.44	—

广汇集团	2013	2014	2015
所有者权益(亿元)	383.75	429.26	516.06
总资产(亿元)	1,252.90	1,411.33	1,700.06
总债务(亿元)	662.79	796.09	817.73
营业总收入(亿元)	972.05	1008.20	1,050.37
营业毛利率(%)	12.90	12.47	11.95
EBITDA(亿元)	100.55	110.30	99.47
所有者权益收益(%)	12.60	11.65	5.75
资产负债率(%)	69.37	69.58	69.36
总债务/EBITDA(X)	6.59	7.22	9.26
EBITDA 利息倍数(X)	3.42	2.85	2.12

注: 2016.Q1 的所有者权益收益指标经年化处理

分析师

张和 hzhang@ccxr.com.cn

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 19 日

基本观点

2015 年, 广汇能源股份有限公司(以下简称“广汇能源”或“公司”)各重点项目稳步推进, 为公司后续一体化发展夯实基础。与此同时, 中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)将持续关注能源行业景气度、公司在建项目进度、当前债务规模持续增长以及未来仍存在较大资金投入需求等可能对公司财务结构和偿债能力的影响。

中诚信证评维持广汇能源主体信用等级 AA⁺, 评级展望为稳定; 维持“广汇能源股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别为 AA⁺。

正面

- 区域资源优势显著。新疆及周边地区天然气和煤炭储量较为充沛, 公司在上述区域亦拥有较为充足的煤炭、天然气以及稠油等能源资源权益, 能为公司业务发展提供良好的资源储备支持。
- LNG 业务发展空间较大。未来五年我国天然气消费需求仍将保持较快增长, 目前公司在陆地非管输 LNG 市场占有率处于行业领先地位, 随着 LNG 工厂自有气源的提升以及终端 LNG 汽车加注业务的着力推广, 公司 LNG 业务将有较大发展空间。

关注

- 盈利能力下降。受行业景气度下滑影响, 2015 年全年, 公司实现营业收入 48.25 亿元, 同比下降 28.17%, 实现净利润 2.30 亿元, 同比下降 86.34%。
- 资金压力较大。近年来公司处于能源投资的扩张期, 当前在建、拟建项目投资规模较大, 未来资本支出规模为 200 多亿元, 大规模的资本投入需求给公司带来了较大的资金压力。
- 债务规模持续增长。由于投资项目资本投入较多, 公司债务规模也持续快速增加, 截至 2015 年末, 公司总债务达到 232.75 亿元, 较上年的 200.34 亿元增长了 16.18%, 且短期内资本支出需求仍较大, 公司债务压力不断加重。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

基本分析

近期受到油价下跌的冲击，天然气需求量增速放缓；非居民用天然气门站价格下降，天然气价格将实现市场化

近年来全球天然气发展不及预期，特别是需求不振，主要原因为：一是全球经济复苏缓慢，能源整体需求不振，天然气需求增速下滑，尤其是欧洲天然气需求持续低迷，以中国为代表的新兴经济体明显减速；二是天然气价格相对较高，削弱了与煤炭的竞争优势，同时可再生能源成本快速下降并大规模推广，给天然气发展也带来巨大竞争压力。

生产方面，依据现有技术开采难易程度，可以将天然气划分为常规天然气和非常规天然气，常规天然气分布集中，易于开采，生产稳定；非常规天然气包括致密气（Tight sand gas）、页岩气（Shale gas）、煤层气（Coalbed methane）和天然气水合物（Gas hydrates）。随着开采技术的进步，非常规天然气的开采量逐年增加，大大地促进了世界天然气产业的发展。

国内天然气市场，受宏观经济增速放缓和天然气价格缺乏竞争力的影响，2015年我国天然气绝对消费量为1,910亿立方米，同比增长3.70%，增速创近10年新低。由于国际油价下跌，国内石油产品价格下跌，天然气经济性优势在我国工业和汽车等领域被削弱。部分工业企业已开始改用燃油装置，停用燃气装置。在汽车领域方面，汽车油改气的经济性不复存在，其中，天然气重卡销量同比下降67.63%。2015年，全国天然气产量1,271亿立方米，同比仅增长2.90%。

进口方面，我国天然气对外依存度较大，受益于一带一路的战略构想，中国能源供应得到了多元化的选择。2015年，我国进口天然气624亿立方米，增长4.70%，对外依存度升至32.70%。我国提出的“一带一路”战略构想涉及四大洲50多个国家，集中了俄罗斯、哈萨克斯坦、土库曼斯坦、阿塞拜疆以及伊朗、沙特等重要的油气资源国。“一带一路”能源供需大格局的建立，为中国乃至亚洲能源供应提供了多元化的选择。2014年中俄东线天然气合作项目的签约，开启了中俄能源合作的“大时代”，

俄罗斯发布的《2035年前能源战略》草案也将亚太市场做为重点，预计到2035年对亚太地区的天然气供应比例将从目前的6%提高到31%。

价格方面，天然气价格主要分为出厂价格、管输价格和城市输配价格。目前我国天然气出厂价和管输价都实行国家指导价，城市输配价格由省一级价格主管部门管理。在定价机制方面，我国采用的是成本加成定价原理，由于其价格不随市场供求和相关替代能源价格的变化而变化，导致我国天然气相比其他能源一直处于较低的水平。我国天然气价格依照不同的下游需求制定不同的价格水平，通常化肥用气价格最低，城市燃气居中，工业用气价格最高。

2015年11月20日，经国务院批准，降低非居民用气门站价格，提高非居民用气价格市场化程度。各省份非居民用气最高门站价格每千立方米降低700元，即每立方米降价0.7元。非居民用气由目前实行最高门站价格管理改为基准门站价格管理。降低后的门站价格作为基准门站价格，供需双方可以基准门站价格为基础，在下浮不限、上浮20%的范围内协商确定具体门站价格。价格管制进一步放松，供需双方获得更多自主协商价格的空间，进而有利于激发市场活力，促进公平竞争。

总体来看，受燃料油、液化石油气等价格下跌影响，近年来，天然气表观消费量增速放缓。此外，2015年我国天然气存量增量将实现并轨，非居民天然气门站价格下降，天然气价格将实现市场化。

跟踪期内，受原料上涨以及LNG进口价下跌影响，中国LNG行业利润下滑明显。

近期，国际油价暴跌，LNG行业整体面临困境。一是原料天然气价高，LNG工厂开工率偏低，企业生产经营举步维艰，减产停产时有发生。二是下游终端市场疲软，气价涨油价跌，终端客户使用LNG积极性受挫，LNG加气站建设速度减缓，销售量大幅减少。据中国报告大厅发布的《2015~2020年天然气工程行业市场竞争力调查及投资前景预测报告》了解，尽管国家正在大力提倡清洁能源的使用，2015年以来，LNG市场持续低迷，LNG工厂停产的现象并没有得到改观，国产液化天然气工厂开工率

一度低于40%。

受原油价格暴跌和国内经济增速下降的影响，LNG行业产能过剩局面凸显。产能方面，截至2015年末，国内LNG产能为7,952万立方米/日，较2014年增长1,458万立方米/日，增幅为22.45%。目前尽管国内LNG工厂产能增加，但由于LNG市场气氛持续低迷，需求仍无明显提升。需求方面，LNG作为对管道天然气的有益补充，经过近10年的加速发展，已经形成一定的消费规模。2015年，中国LNG表观消费量(不包含进口LNG气化进管网部分)约为1,933亿立方米，较2014年增长约4.20%。未来随着我国人口增长和城镇化进程不断加快、以及LNG应用领域扩大，特别是LNG汽车产业的快速发展以及水运行业推广应用LNG，交通用气快速增长，国内LNG需求将会持续增加。

2015年以来，国内LNG价格一路下滑，2015年年初国内LNG价格为5,034元/吨，年中价格为3,889元/吨；上半年LNG市场均价为4,459元/吨，同比下跌292元/吨；年末LNG市场均价下跌至3,296元/吨。

总体来看，原材料上涨以及受到低价进口LNG的冲击，中国LNG工厂利润下滑明显。受下游需求疲软的影响，LNG产能过剩局面日益凸显。

虽然政府出台限产和恢复征收煤炭进口关税等政策一定程度上有助于抑制煤炭供给，但仍难扭转产能过剩局面，预计未来煤炭价格依旧在低位运行。

为缓解煤炭产能过剩，2014年以来政府陆续发布行业限产政策。2014年8月，国家发改委发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》；同年10月，国家能源局出台《关于调控煤炭总量优化产业布局的指导意见》，对未来新建矿井的地区分布提出了具体要求。2015年以来，如何化解过剩产能更是成为政策加码的重点。3月份，国家能源局下发《做好2015年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》，公布了全国2015年煤炭行业淘汰落后产能计划，要求在2015年要淘汰煤炭行业落后产能7,779万吨/年、煤矿1,254座；4月份，国家能源局再次下发《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》，明确提出到2015年底开展严格治理煤矿超能力生

产专项活动；7月份，国家发改委等12部委联合下发《关于对违法违规建设生产煤矿实施联合惩戒的通知》，要求有关部门和行业企业必须严格治理违法违规煤矿建设和生产，严格治理超能力生产。本轮煤炭行业限产政策规定较为细化，政策出台后即得到相关部门和企业的积极响应，政策的落实使得煤炭供给增速一定程度上得到了控制。

煤炭价格方面，2015年我国煤炭市场价格从年初开始一路下滑至今，从中国煤炭价格指数上看，2015年初该指数137.8，至2016年3月，该指数为124.9，降幅达到9.43%。动力煤方面，由于上游库存量持续处于高位，下游发电量受制于水电增加，火电发电量始终没有明显提升，动力煤价格自2015年初开始持续下跌。截至2015年12月末，动力煤指数报收于301.2元/吨，较年初493.2元/吨，跌192元/吨，跌幅38.93%。炼焦煤方面，受宏观经济增速放缓和中国钢材市场持续恶化双重影响下，炼焦煤市场持续回落，当年1~12月份全国炼焦原煤产量121,754万吨，同比下降4.27%。2015年，全国规模以上企业原煤产量369,500万吨，同比减少17,488万吨，降幅4.52%，其中，12月份全国原煤产量32,747万吨，环比增加715万吨，增幅2.23%；同比减少890万吨，降幅2.60%。

总体来看，煤炭行业持续供大于求形势，“去产能”压力仍旧较大，短期内煤炭市场仍难走出低迷状态。

煤化工行业市场持续低迷，多数产品价格呈下降趋势，行业业内企业利润水平持续下行通道。

延续2014年煤化工行业景气度不佳的态势，2015年，我国煤化工行业仍处于去产能阶段，行业产能过剩、下游需求不振等大环境依然没有显著改善，导致行业利润表现较差，部分子行业出现亏损状况。

受行业整体产能过剩的影响，2015年煤化工行业大部分产品也存在较大的“去库存”和“去产能”压力，包括其主要产品甲醇。2015年，中国新建甲醇装置产能406万吨，截至2015年末，全国总产能预计在7,796万吨，较2014年增幅5.5%。从有效产

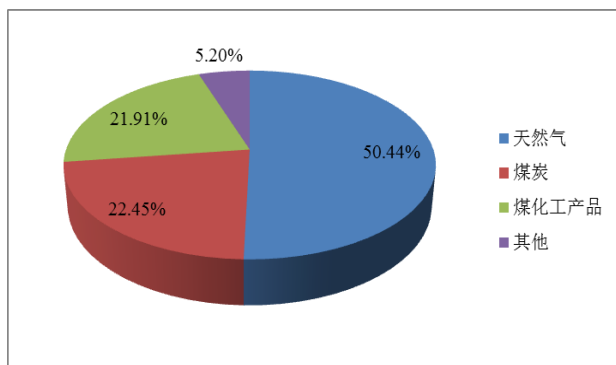
能来看, 2015年全国甲醇有效产能达到6,500万吨左右, 较2014年增加554万吨左右 (+9.3%), 多为去年投产装置在今年投入商业化运行。从今年部分新建装置来看, 商业化运行时间仍略显缓慢。此外, 截至2015年末甲醇价格达到2,000元/吨, 仍在低位运行。

总体来看, 2015年煤化工行业产能过剩情况依旧严重, 下游需求与供给矛盾仍较为明显, 部分产品价格下滑严重, 行业内企业经营压力较大。

业务运营

2015年, 受能源行业下行影响, 公司营业收入大幅下降至48.25亿元, 同比下降28.17%。具体分板块业务看, 天然气业务实现营业收入24.34亿元, 同比下降22.07%; 煤炭业务实现营业收入10.83亿元, 同比下降38.01%; 煤化工业务实现营业收入10.57亿元, 同比下降18.76%。2015年, 公司天然气、煤炭和煤化工业务分别占营业收入比重为50.44%、22.45%和21.91%。

图 1: 2015 年公司营业收入构成情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

跟踪期内, 鄯善基地停产使得公司自产LNG产量下降; 同期, LNG总销量保持一定增速, 但受制于销售均价的下跌, LNG全年销售收入出现下滑。

产能建设方面, 截至2015年末, 公司拥有鄯善、哈密和吉木乃三个生产基地, 设计产能均为5亿立方米/年。其中, 鄯善LNG生产基地处于停产状态。气源方面, 鄯善LNG生产基地为外购气源, 哈密LNG生产基地为自制气源, 公司吉木乃生产基地通过合并TBM, 获取哈萨克斯坦斋桑油的气源。

产量方面, 鄯善工厂于2004年9月正式投产,

年产能为5亿立方米LNG, 出于成本考虑因素, 2015年鄯善工厂2015年全年停产; 哈密LNG生产基地主要通过煤化工项目以哈密淖毛湖煤炭资源制甲烷气获取气源。哈密新能源工厂2015年共生产LNG3.78亿立方米, 较上年的2.99亿立方米增长了26.34%; 公司吉木乃生产基地主要通过哈萨克斯坦斋桑气湖的气源来满足生产(公司已间接拥有哈萨克斯坦斋桑油气区块的控制权)。2015年吉木乃工厂共生产LNG 3.54亿立方米, 较上年的3.91亿立方米下降了9.60%。

表 1: 2013~2015 年公司自产 LNG 产销量明细表

项目	2013	2014	2015
产量(亿方)	5.48	9.15	7.32
销量(亿方)	5.46	9.15	7.27
平均售价(元/方)	2.30	2.19	1.81

注: 平均售价为不含税出厂价

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售方面, 2015年全年LNG销量达9.88亿立方米, 销售自产LNG为7.27亿立方米。售价方面, 2015年天然气销售均价与2014年末相比降幅达到47.69%, 影响收入约5.69亿元, 自产LNG平均售价由去年的2.19元/方下降至1.81元/方。销售区域方面, 2015年西北地区仍系公司自产LNG销量最大的区域, 销售占比则由上年的45.38%大幅升至66.17%, 而华东区域的销售占比则下降至11.57%; 华北和中南地区销售占比分别为10.00%和10.63%; 公司在西南区域的销售有限, 2015年销售占比为1.62%。

运输方式上, 公司主要通过LNG汽车进行运输, 并在新疆、宁夏、甘肃等多地建立了LNG加注站。根据“在重要节点设立LNG大型储备站, 辐射周边市场”的拓展方式, 公司按照“建站推车, 建站优先”的资源配置模式, 通过在下游大力建设LNG加注站实现销售, 推动了LNG交通用气业务的快速发展。截至2015年末, 公司已建成LNG加注站175座, 较上年增加29座; 全年LNG加注站累计加气量2.68亿方。另外, 在民用气市场上, 民用接驳供应居民户数已达30.2万户。

表 2：2015 年公司自产 LNG 销量区域分布情况

销售区域	销量 (亿立方米)	销量占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
华东地区	0.85	11.75	1.27	9.66
西南地区	0.12	1.65	0.21	1.56
西北地区	4.74	65.25	9.30	70.65
中南地区	0.78	10.79	1.19	9.07
华北地区	0.77	10.56	1.19	9.06
东北地区	-	-	-	-
合计	7.27	100.00	13.17	100.00

附：

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司LNG销售模式包括直销（汽车加气、加注站）和批零（民用气、工业用户、商品贸易等）两种。从客户来源来看，工业燃气系公司传统销售渠道，同时公司大力发展车用燃气和民用燃气市场，尤其是车用燃气销售占比上升较快。2015年公司工业燃气、车用燃气和民用燃气的销售量占比分别为22.19%、66.22%和11.59%，销售额占比则分别为68.33%、22.82%和8.85%。

受煤炭产业经营环境持续恶化影响，2015年公司煤炭产销大幅下降；同期，煤化工业务产量较上期略有增长。

公司在哈密地区淖毛湖拥有3个煤矿，资源储量为17.76亿吨，在阿勒泰地区富蕴县6个煤矿已探明的资源量为19.48亿吨，其煤炭储量充沛，煤质特殊。公司煤矿在供应煤化工生产用煤的同时还具有稳定的外部客户，具有地域优势。2015年，煤炭行业经营环境持续恶化，受此影响，公司产销量均大幅下降。公司当年生产煤炭747.26万吨，同比下降49.37%；销售煤炭517.01万吨，同比下降51.99%，其中铁销323.11万吨，地销193.90万吨，同比分别下降31.44%和67.99%。2015年煤炭业务实现营业收入10.83亿元，同比下降38.01%。

表 3：2013~2015 年公司煤炭产销量明细表

单位：万吨

项目	2013	2014	2015
产量	1,306.11	1,475.87	747.26
销量	960.17	1076.99	517.01
其中：铁销	305.78	471.26	323.11
地销	654.37	605.73	193.90

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

煤化工业务方面，2015年公司“年产120万吨

甲醇/80万吨二甲醚、5亿方LNG项目”运行平稳，产品产量在2015年略有增长。除LNG产品外，2015年公司煤化工项目共生产甲醇71.50万吨，同比增长4.39%；生产其他副产品29.28万吨，同比增长1.63%。

总体来看，受行业下行影响，能源价格大幅下降，公司各业务板块收入亦呈现下降趋势。中诚信证评将对原油价格、煤炭以及LNG等产品的价格波动持续保持关注。

数目较多的在建工程项目在为公司后续一体化发展夯实基础的同时亦带来了较大的资金压力

2015年公司稳步推进各重点投资项目的建设，打造能源全产业链，逐步形成以LNG、煤炭、煤化工和石油为核心产品，以能源物流为支撑能源发展格局。

在上游的主要投资项目建设方面，哈密1,000万吨/年原煤伴生资源加工与综合利用项目于2013年3月开工建设，跟踪期内也顺利完成了年度施工计划。准东喀木斯特40亿方/年煤制天然气项目于2013年9月获得国家发改委批文同意开展前期工作，跟踪期内各项前期手续办理及其他工作正在积极推进。另外，截至2015年末，哈萨克斯坦斋桑项目完成二维地震3,366km，三维地震625km²，钻井53口，进尺8.40万米，配套建成了118.5公里的输气管线，已完成天然气CPF建设，于2015年11月投入使用。天然气生产井16口，初步建成了年产5亿方天然气的产能。

表 4：截至 2015 年末公司主要在建拟建项目情况

单位：亿元

项目名称 在建	计划投资	建设期限	截至 2015 年末 已投资金额	尚需投资金额	
				2016 年	2017 年
哈萨克斯坦斋桑油气项目	84.20	持续性投资项目	27.68	1.00	0.50
1,000 万吨/年原煤伴生资源加工与综合利用项目	78.08	计划于 2016 年完工	41.85	0.53	-
富蕴煤炭综合开发前期供水工程	11.87	2010 年 8 月开工, 2015 年完工	7.83	-	-
红淖铁路项目	108.68	2012 年 4 月开始做前期设计, 2015 年完工	65.72	16.00	2.50
启东港口工程项目	18.28	2013 年开工, 2016 年完工	6.62	11.66	-
中卫项目 (一期)	3.00	2012 年 5 月开工建设, 2015 年完工	2.45	-	-
小计	304.11	-	152.15	29.19	3.00
拟建					
新疆广汇准东喀木斯特 40 亿立方米/年煤制天然气项目	248.48	2011 年 4 月开工, -2017 年完工	13.88	0.45	-
小计	248.48	-	13.88	0.45	-
合计	552.59	-	318.20	58.83	6.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2014年5月26日，公司与酒钢集团在甘肃省嘉峪关市签署了《关于共同设立煤炭分质利用项目公司的合资协议》、《关于共同设立煤炭分质利用项目产品销售公司的合资协议》，合作双方（该项目由酒钢集团并表）拟在甘肃省嘉峪关市投资总体建设3,000万吨/年原煤分质转化利用项目，其中一期1,000万吨/年煤质分化利用项目已于2014年5月正式开工奠基，跟踪期内项目干馏部分已基本建成，进入单机调试与联动试车阶段，加氢装置建设正在按计划顺利推进。

在中游的能源运输项目方面，新疆红柳河至淖毛湖铁路项目于2014年2月取得国家发改委核准批复，同年6月牵引站供电工程（外电源）项目取得自治区发改委核准，跟踪期内项目已取得《国土资源部关于新建红柳河至淖毛湖铁路工程建设用地的批复》，至此，红淖铁路项目所有前期手续均已办理完毕。截至2015年末，项目施工正在按计划推进，已完成路基、桥涵、房屋建筑、电力贯通线施工、通信光、电缆敷设外电源工程，部分附属工程正在建设当中。

此外，2015年，公司获得《商务部关于赋予新疆广汇石油有限公司原油非国营贸易进口资质的批复》，赋予新疆广汇石油有限公司原油非国营贸易

进口资质，2015年原油非国营贸易进口允许量20万吨，并可以根据市场情况将原油销售给符合产业政策的炼油企业，有效期为一年，从2015年1月1日至2015年12月31日。公司2016年原油非国营贸易进口资质正在办理当中。

总体看，总体来看，公司投资项目较多，主要在建及拟建项目投资总额达552.59亿元，未来尚需投资234.39亿元。由于国内宏观经济增速放缓，公司根据市场行情，将放缓未来两年内的投资支出。中诚信证评将持续关注公司投资进度及资金筹集情况。

财务分析

以下财务分析基于广汇能源提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并无保留意见的2013~2015年度审计报告。

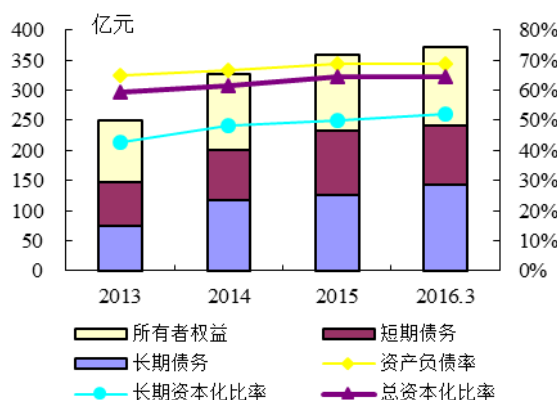
资本结构

近年来公司仍处于能源投资的扩张期，主要项目的开发周期相对较长，项目投资规模维持高位，带动公司总资产以及对外融资需求逐年增长，截至2015年末，公司总资产为408.71亿元，较上年末的376.36亿元增长了8.59%；总负债达到281.72亿元，同比上升12.47%。净资产方面，截至2015年末，公

司净资产规模达126.99亿元，较上年度同比增加0.89%。受负债规模上升影响，公司当年财务杠杆比率上升至68.93%，总资本化比率上升至59.29%。

截至2016年3月末，公司资产规模为421.24亿元，负债规模289.94亿元，净资产131.30亿元，资产负债率与总资本化比率分别为68.83%和59.33%。

图 2：2013~2016.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

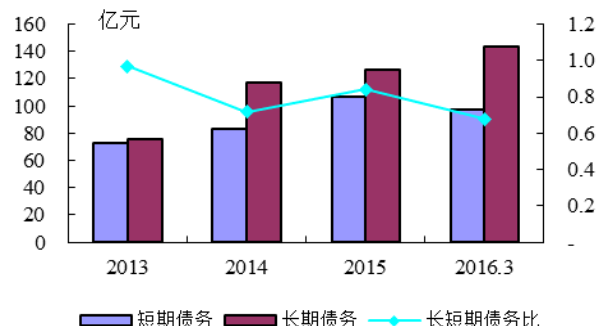
资产结构方面，基于公司的业务特点，非流动资产是公司资产的主要构成，截至2015年末，公司非流动资产占总资产比重为87.81%。具体来看，固定资产、在建工程与油气资产是其主要组成部门，上述三者分别占非流动资产的36.66%、45.81%和10.06%。其中，固定资产主要是房屋建筑物以及机器设备；在建工程主要系公司在建油气及天然气项目；油气资产主要是公司拥有的天然气、油气井等。流动资产方面，货币资金与应收账款是其重要组成部分，二者占比为48.04%和10.30%，其中，应收账款账龄基本为1~2年，回收风险不大。

负债结构方面，截至2015年末，公司流动负债占总负债的52.87%。具体来看，短期借款、应付账款以及一年内到期的非流动负债是其重要组成部分，上述四者所占比重分别为23.29%、18.19%、5.86%和20.88%。其中，短期借款主要系短期银行借款；应付账款主要系应付工程设备款项。非流动负债方面，长期借款和应付债券是其主要组成部分，二者占比分别为55.38%和33.87%。其中，长期借款主要是长期银行借款；应付债券则主要系公司在存续期内的公司债券、中票和PPN。

刚性债务方面，截至2015年末，公司总债务达到232.75亿元，同比上升16.18%。债务结构方面，

由于短期债务规模上升速度较快，公司当年长短期债务比上升至0.84，短期偿债压力较大，公司债务期限结构有待优化。

图 3：2013~2016.Q1 公司债务结构分析

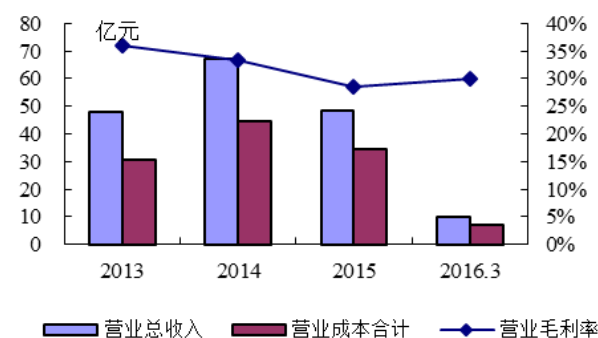


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，目前公司仍处于业务发展的扩张期，杠杆水平持续上升，债务期限结构有待优化。中诚信证评将对公司各资本支出项目的实施进程以及持续增加的债务规模保持关注。

盈利能力

图 4：2013~2016.Q1 公司收入、营业毛利率情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015年，由于产能过剩加之下游需求减弱，能源行业普遍出现经济效益下滑的局面，受之影响，公司营业收入规模下滑至48.25亿元，同比下降28.17%。同期营业毛利率水平下降4.89个百分点至28.49%。

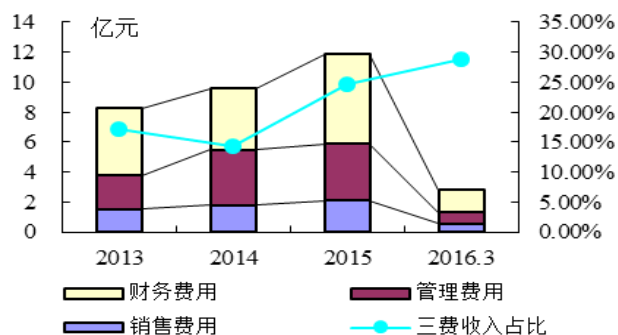
表 5：2015 年公司各产品收入、毛利率情况

单位：亿元、%				
分产品	收入	收入占比	毛利率	毛利率增减
天然气销售	24.33	55.04	39.43	1.74
煤炭	10.83	22.45	13.76	-8.00
煤化工产品	10.57	21.91	17.39	-23.47
其他	2.51	5.20	32.81	4.69
合计	48.25	100.00	28.49	-4.89

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2015年公司期间费用合计为11.88亿元，同比增长24.09%。受营业收入规模大幅下降影响，期间费用占营业总收入的比重上升至24.62%，同比增加了10.37个百分点。当期期间费用的增加主要体现在财务费用规模上，公司财务费用为5.97亿元，较上期增加1.89亿元，此部分主要由当期利息支出构成。截至2016年3月末，公司三费收入占比上升到28.73%。

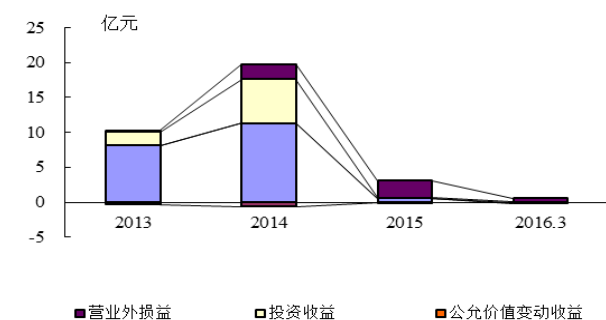
图 5：2013~2016.Q1 公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、营业外损益以及投资收益构成，受营业收入下降影响，2015年公司经营性业务利润下降至0.54亿元，较上年度减少10.77亿元；营业外损益方面，2015年公司营业外损益2.46亿元，同比上升12.56%，主要系由于该年度收到政府补助2.74亿元；投资收益方面，当年实现收入0.06亿元，较上年度下降6.22亿元。

图 6：2013~2016.Q1 利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受能源行业下行影响，公司营业收入规模和盈利能力较上年度有所削弱，中诚信证评将对此保持关注。

偿债能力

表 6：2013~2016.Q1 年公司部分偿债指标

财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务/EBITDA (X)	6.99	6.20	11.86	-
总债务/经营净现金流 (X)	-63.47	36.84	33.71	24.92
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.57	2.87	1.44	-
EBITDA/短期债务 (X)	0.29	0.39	0.18	-
经营净现金流利息倍数 (X)	-0.28	0.48	0.03	-
总资本化比率 (%)	59.31	61.41	64.70	64.70
长期资本化比率 (%)	42.55	48.12	49.99	52.18

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

EBITDA获现能力方面，公司EBITDA主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2015年，受利润总额下降影响，公司EBITDA降至19.62亿元，同比下降39.30%。

随着各在建项目的推进和新设子公司的增加，公司资本支出持续显著增加，总债务规模快速增长，公司偿债能力指标有所弱化。2015年，受EBITDA下降影响，公司EBITDA利息保障倍数下降至1.44倍；总债务/EBITDA上升至11.86。同期，公司2015年经营活动净现金流对利息保障系数下降为0.03，总债务/经营净现金流为33.71。

备用流动性方面，截至2015年末，公司共获得银行综合授信额度为228.45亿元，未使用授信额度103.16亿元，备用流动性较为充足。

或有事项方面，截至2015年末，公司尚有25件未决诉讼，但整体涉及金额（3.24亿元）不大，对公司的影响有限。

另截至到2015年末，公司对外担保（不含对子公司的担保）余额为零，不存在因对外担保而可能引发的或有风险。

综合来看，受行业不景气影响，公司营业收入以及盈利能力较上年度有一定程度弱化，但公司凭借自身显著的资源优势使得各项业务发展有序进行，偿债能力很强。

担保实力

本期债券由新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（以下简称“广汇集团”或“集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

广汇集团成立于1994年10月，成立后积极参与国企改革，先后兼并重组了数十家家国有、集体企业，经过一系列的股权变更后，目前集团实际控制人为孙广信先生。集团现经营范围主要为房地产业、汽车组改装业、证券业、化工机械制造业、环保锅炉制造业、液化天然气业、煤化工项目、汽车贸易及服务的投资、高科技产品开发及会展服务等。2002年广汇集团抓住了国家实施西部大开发和自治区实施“资源优势向经济优势转换战略”带来的机遇和发展契机，积极进入液化天然气（LNG）产业。目前，集团已形成了能源开发、汽车服务、房产置业三大业务板块。

广汇集团能源业务集中在广汇能源，主要包括LNG业务、煤化工业务和煤炭销售业务。LNG业务板块，截至2015年末，公司已建成LNG加注站175座，较上年增加29座；全年LNG加注站累计加气量2.68亿方。另外，在民用气市场上，民用接驳供应居民户数已达30.2万户；煤炭销售业务板块，煤炭行业经营环境持续恶化，受此影响，公司产销量均大幅下降。公司当年生产煤炭747.26万吨，同比下降49.37%；销售煤炭517.01万吨，同比下降51.99%，其中铁销323.11万吨，地销193.90万吨，同比分别下降31.44%和67.99%；煤化工业务方面，2015年公司“年产120万吨甲醇/80万吨二甲醚、5亿方LNG项目”运行平稳，产品产量在2015年略有增长。除LNG产品外，2015年公司煤化工项目共生产甲醇71.50万吨，同比增长4.39%；除LNG产品外，生产其他副产品29.28万吨，同比增长1.63%。总体来看，受行业下行影响，能源价格大幅下降，公司各业务板块收入亦呈现下降趋势。中诚信证评将对原油价格、煤炭以及LNG等产品的价格波动持续保持关注。

汽车服务业务方面，该业务主要集中在广汇汽车服务股份公司（以下简称“广汇汽车”），近年来其通过兼并区域汽车销售平台实现了较快扩张。广汇汽车的整车销售业务主要为乘用车销售，其2015年度的整车销售收入为826.02亿元，较2014年增长7.48%；相应的整车销售毛利率为4.21%，较上年上升0.38个百分点。

随着集团对广汇能源的房地产板块进行全面

剥离，其房地产业务主要经营主体为广汇房地产开发有限公司。近年来集团房地产业务主要集中在新疆和广西地区，系新疆最大的房地产开发商，房地产业务区域分散度较低。截至2015年末已累计开发了100多个多功能住宅小区和商业地产项目。其中2015年在建面积为292.68万平方米，新开工面积为114.18万平方米，实现商品房合同销售金额41.51亿元，完成合同销售面积67.78万平方米，集团房地产销售受国家房地产调控政策和市场环境变化的影响而呈现一定波动。

财务方面，从资产结构来看，2015年广汇集团资产负债规模继续保持较快增长。截至2015年12月31日，广汇集团资产总额1,649.41亿元，负债总额1,144.10亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为505.31亿元，同比分别增长16.23%、16.87%和18.35%。盈利能力方面较上年度有所削弱，全年实现营业收入1,050.37亿元，较上年度上升3.87%，净利润29.06亿元，同比下降42.19%。

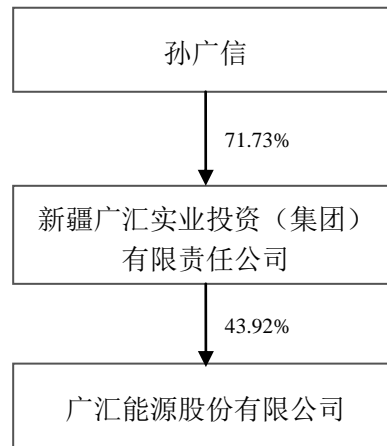
由于近年来集团新建项目增加较多，其债务规模有所增加。截至2015年12月31日，集团资产负债率为69.36%，总资本化比率为61.54%。从债务期限结构来看，截至2015年末，集团长短期债务比为2.12，短期债务占比较上年有所增加，债务结构仍需进一步优化。同期所有者权益收益率为5.75%，较上年下降6.02个百分点，但其整体盈利水平有所削弱，但仍具有较强的利息支付能力。

总体看，广汇集团目前处于业务扩张期，债务规模将继续保持增长态势，未来或将面临一定的资金压力。不过我们认为，随着集团各业务板块资源整合的完成以及其在建项目的投产，集团的未来业务运营能力和综合财务实力将得到提升。综合来看，中诚信证评认为广汇集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对本次公司债券按期偿还提供保障。

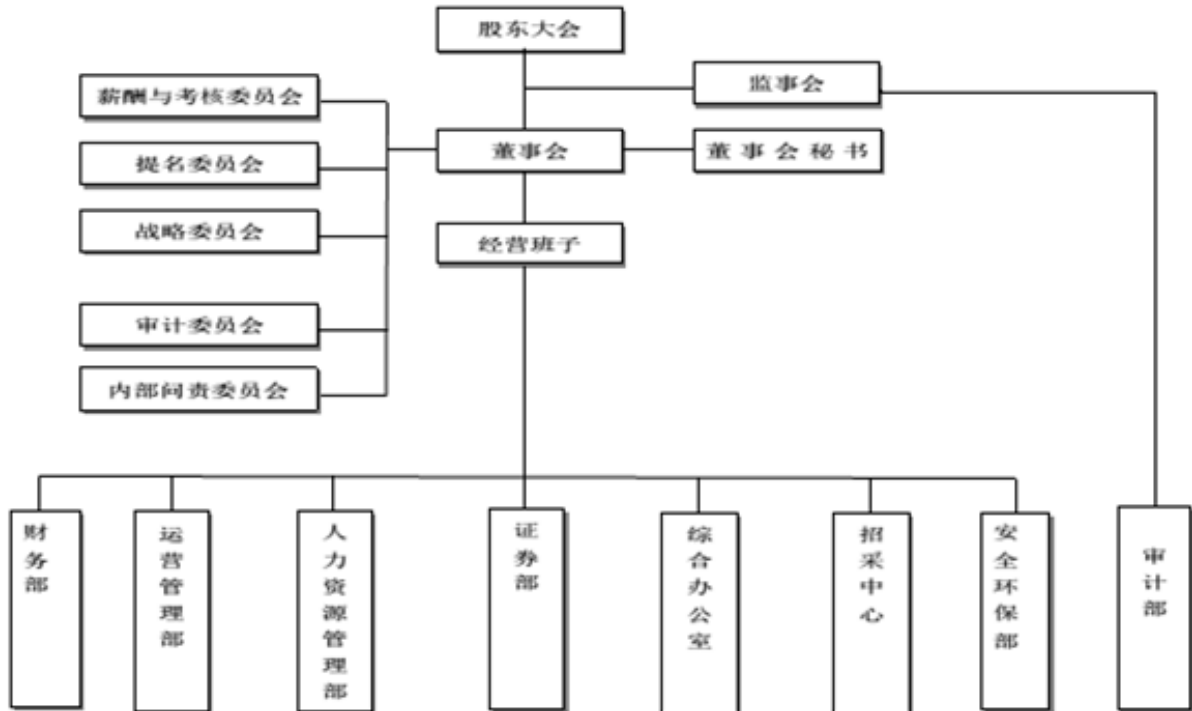
结 论

中诚信证评维持公司主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；维持“广汇能源股份有限公司2011年公司债券”的信用等级为AA⁺。

附一：广汇能源股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附二：广汇能源股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附三：广汇能源股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	175,353.79	275,156.49	239,438.94	325,258.30
应收账款净额	67,070.99	87,300.89	51,321.47	38,659.66
存货净额	67,104.87	61,589.51	58,595.55	49,693.51
流动资产	448,208.02	586,806.56	498,402.30	581,428.22
长期投资	32,759.79	53,070.82	78,488.92	79,137.72
固定资产合计	2,082,138.84	2,992,378.70	3,347,720.20	3,384,410.84
总资产	2,895,969.13	3,763,626.43	4,087,085.86	4,212,380.74
短期债务	728,739.14	836,070.64	1,063,415.11	974,208.78
长期债务	753,103.68	1,167,350.56	1,264,122.77	1,432,807.69
总债务（短期债务+长期债务）	1,481,842.82	2,003,421.21	2,327,537.88	2,407,016.47
总负债	1,879,154.53	2,504,916.15	2,817,154.41	2,899,350.39
所有者权益（含少数股东权益）	1,016,814.60	1,258,710.27	1,269,931.46	1,313,030.35
营业总收入	480,528.48	671,726.88	482,524.45	98,037.12
三费前利润	163,950.26	208,861.35	124,283.04	26,539.05
投资收益	18,940.99	62,761.24	580.33	88.30
净利润	75,346.97	168,387.70	22,998.15	2,634.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	212,074.48	323,346.27	196,264.76	-
经营活动产生现金净流量	-23,346.89	54,386.60	69,036.35	24,145.25
投资活动产生现金净流量	-201,601.94	-371,742.56	-253,821.06	-23,041.41
筹资活动产生现金净流量	200,917.42	425,621.68	156,667.11	79,165.69
现金及现金等价物净增加额	-24,416.29	107,941.08	-27,345.86	80,267.53
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	36.09	33.39	28.49	29.96
所有者权益收益率（%）	7.41	13.38	1.81	0.80
EBITDA/营业总收入（%）	44.13	48.14	40.67	-
速动比率（X）	0.34	0.41	0.30	0.38
经营活动净现金/总债务（X）	-0.02	0.03	0.03	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.03	0.07	0.06	0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.28	0.48	0.51	1.58
EBITDA 利息倍数（X）	2.57	2.87	1.44	-
总债务/EBITDA（X）	6.99	6.20	11.86	-
资产负债率（%）	64.89	66.56	68.93	68.83
总资本化比率（%）	59.31	61.41	64.70	64.70
长期资本化比率（%）	42.55	48.12	49.89	52.18

注：2016年一季度的所有者权益收益率指标已经年化处理。

附四：新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015
货币资金	1,916,278.96	1,916,452.52	2,367,361.74
应收账款净额	297,353.21	313,813.57	361,281.06
存货净额	1,951,134.17	2,313,329.85	2,564,675.14
流动资产	6,096,352.36	6,593,505.65	7,909,394.48
长期投资	116,690.49	136,166.69	245,239.75
固定资产合计	3,809,579.45	4,937,020.72	5,598,657.78
总资产	12,528,219.35	14,113,268.63	16,494,132.94
短期债务	4,086,660.75	5,082,329.48	6,263,140.33
长期债务	2,541,199.66	2,878,522.92	2,950,464.36
总债务（短期债务+长期债务）	6,627,860.41	7,960,852.40	9,213,604.69
总负债	8,691,470.02	9,820,643.82	11,440,984.10
所有者权益（含少数股东权益）	3,837,525.28	4,292,624.81	5,053,148.84
营业总收入	9,720,491.30	10,082,004.96	10,503,737.94
三费前利润	1,155,457.42	1,168,243.00	1,153,996.02
投资收益	102,895.08	93,210.59	15,191.43
净利润	483,548.29	500,160.87	290,618.62
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,005,519.27	1,103,045.66	994,732.06
经营活动产生现金净流量	38,328.53	89,394.53	537,290.88
投资活动产生现金净流量	-822,667.43	-811,661.63	-652,265.44
筹资活动产生现金净流量	1,032,001.72	481,369.02	-34,725.48
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	12.90	12.47	11.95
所有者权益收益率（%）	12.60	11.65	5.75
EBITDA/营业总收入（%）	10.34	10.94	9.47
速动比率（X）	0.71	0.65	0.67
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.01	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.01	0.02	0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	0.13	0.23	1.14
EBITDA 利息倍数（X）	3.42	2.85	2.12
总债务/EBITDA（X）	6.59	7.22	9.26
资产负债率（%）	69.38	69.58	69.36
总资本化比率（%）	63.33	64.97	64.58
长期资本化比率（%）	39.84	40.14	36.86

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+短期应付债券

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+非金融机构长期借款

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。