



信用等级通知书

信评委函字[2011]跟踪026号

新疆广汇实业股份有限公司：

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“新疆广汇实业股份有限公司2009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，将贵公司本次跟踪的主体信用等级上调至AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一一年六月七日

新疆广汇实业股份有限公司公司债券 2011 年跟踪评级报告

发行主体	新疆广汇实业股份有限公司		
抵押条款	以其子公司新疆亚中物流商务网络有限责任公司合法持有的位于乌鲁木齐高新区苏州路的美居物流园部分房产及其所分摊的国有土地使用权为本期债券全体债权人提供抵押担保		
发行规模	人民币 10 亿元		
上次评级时间	2010 年 4 月 23 日		
上次评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA ⁻	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

概况数据

广汇股份	2008	2009	2010
所有者权益(亿元)	35.98	43.79	50.55
总资产(亿元)	60.24	92.10	126.83
总债务(亿元)	12.41	27.84	59.89
营业总收入(亿元)	20.38	31.01	37.89
营业毛利率(%)	37.18	33.61	34.68
EBITDA(亿元)	8.19	9.97	12.29
所有者权益收益(%)	12.92	12.08	13.58
资产负债率(%)	40.28	52.46	60.14
总债务/EBITDA(X)	1.52	2.79	4.87
EBITDA 利息倍数(X)	8.75	7.31	3.65

注：1、2008-2010 年财务数据来源于经审计的 2008 年备考财务报表和 2009、2010 年财务报告。

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

折立 lshe@ccxr.com.cn

李敏 mli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090 (010)57602227

Fax: (021) 51019030 (010)57602299

2011 年 6 月 7 日

www.ccxr.com.cn

基本观点

2010 年，新疆广汇实业股份有限公司（以下简称“广汇股份”或“公司”）继续实施产业结构调整，稳步推进能源战略发展。当期公司 LNG 销售有所回升，哈萨克斯坦 TBM 公司上游油气资源勘探、下游天然气工厂建设进展顺利，配套管线审批、设计等工作有序进行；哈密煤化工项目主要装置安装工程总量已完成 80% 以上，预计 2011 年 4 季度联动试车；能源物流体系已初步搭建，为公司未来大宗能源产品的运输奠定了基础。公司传统物流业务经营稳定，房地产开发业务为公司贡献了大部分收入和利润。与此同时，中诚信证评持续关注在建能源项目能否如期完工、达产，以及公司计划 2011 年上半年剥离房地产开发业务而可能会对公司运营稳定性产生的影响。

2011 年 5 月，公司完成定向增发，共募集资金 21.4 亿元。定向增发募集资金的到位将有利于公司发展清洁能源战略目标的实现，同时也将有助于公司资本结构的改善以及偿债能力的增强。

中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 AA，评定公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

正面

- 公司能源战略稳步推进。公司拥有较为充足的煤炭、天然气以及稠油等能源资源权益，而吉木乃 LNG 项目和哈密煤化工项目亦将于 2011 年投产，届时公司将形成具有煤、气、油资源勘探和开发，LNG 加工以及煤化工产品生产的完整上下游产业链。
- LNG 业务前景广阔。未来五年中国天然气消费需求仍将保持较快增长，随着公司新建产能的释放以及 LNG 汽车加注业务的有序推广和“气化南疆”、“气化阿勒泰”项目的实施，未来公司 LNG 业务发展前景广阔。
- 煤炭业务有望成为公司新的收入和利润增长点。2010 年公司与甘肃大唐燃料等三家企业建立了长期战略合作关系，未来三年计划向其供应煤炭约 2,750 万吨，可为公司业绩提供有利支撑。

关 注

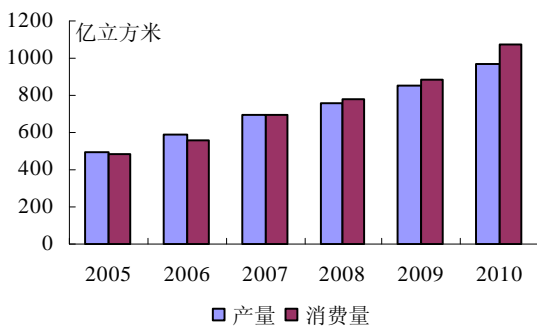
- 天然气定价机制改革启动对行业未来发展将产生深远影响。天然气定价机制改革的启动将会带动国内气价在未来一段时间内上涨，这将对未来天然气的供需状况、消费需求结构以及业内企业的运营产生重要影响。
- 在建能源项目能否如期完工、达产存在一定的不确定性。公司目前处于能源战略转型期，其在建的哈密煤化工项目、LNG 汽车推广和加注站建设以及吉木乃 LNG 项目等资金需求较大，各项目能否按计划完工、达产存在一定的不确定性，同时，公司计划 2011 年上半年剥离近几年公司主要收入和利润来源之一的房地产开发业务，可能在短期内对公司经营业绩产生一定影响。
- 短期内资本性支出较大。2011 年公司计划将有近 34 亿元的资本支出，而资金来源主要依靠债务融资和非公开发行股票发行募集，虽然 2011 年公司定向增发募集资金已顺利完成，但其大额的投资需求仍可能使公司面临一定的资金压力。

行业现状

2010年，中国天然气需求保持快速增长，天然气供需总体平稳，天然气定价机制改革的启动对行业未来发展将产生深远影响

近年来，随着我国国民经济持续快速的发展以及城乡居民能源消费结构的升级，国内天然气消费需求大幅增长。自2005年以来，中国天然气消费年均增长10%以上，2010年国内天然气消费量达到1,073亿立方米，较上年增长20.96%，而同期天然气产量仅为951亿立方米，缺口达122亿立方米。

图1：2005~2010年中国天然气产量和消费量情况



资料来源：国家统计局，Wind 资讯

为了弥补用气缺口，一方面国内积极鼓励油气企业加大天然气增储上产力度，另一方面加大LNG现货采购，通过近年来与俄罗斯、中亚各国、澳大利亚、印尼等国签署的多项协议，分别从海路与陆路引进天然气资源，补充国内缺口。2010年中国共进口LNG 934万吨，同比增长75%；首次进口管道气44亿立方米。在上述两方面共同作用下，2010年国内天然气市场资源供应得到有效保障，供需总体平稳。

2010年，随着川气东送线、西气东输二线(西段)、陕京三线等长输管道相继建成投产，国内已初步建成了以西气东输一线、陕京线、忠武线、涩宁兰为主框架的全国性天然气管网，国内天然气管网建设逐步完善。未来，随着规划中的西气东输三线、西气东输四线、中缅油气管道的相继建设，到十二五末期中国将形成以4大气区外输管线和进口天然气管线为主干线、连接海气登陆管线和进口LNG等气源的全国性天然气管网。届时中国将形成多气源(国产气、进口LNG、进口

管道气)、多管线相互调剂、联合供气的格局，天然气的供应有望大幅增长，天然气消费占我国能源消费结构比重较低的局面亦有望得以改善。

由于受到价格管制，1997年以来国内天然气价格一直未做大的调整，天然气价格长期处于被低估的状态。随着进口天然气在国内使用量的大幅增长，进口天然气价格和国内天然气价格倒挂倒逼国内气价改革。2010年4月，国家发改委宣布上调天然气管道运输价格0.08元/立方米；6月又提高陆上出厂天然气基准价格0.23元/立方米。国内气价的上调一定程度上有利于增加天然气供给，但国内天然气与可替代能源相比价格仍然偏低，不利于提高资源配置效率。

为理顺天然气定价机制，国家发改委目前正在研究制定天然气价格改革方案，改革方案初步确定为国内天然气价格与可替代燃料价格变化挂钩的大方向。中诚信证评预计天然气定价机制改革的启动将会带动国内气价在未来一段时间内上涨，这将对未来天然气的供需状况、消费需求结构以及业内企业的运营产生重要影响，但考虑到社会承受能力，天然气价格改革不会一步到位，将会是一个循序渐进的过程。

随着一系列调控政策的出台，2010年国内房地产价格过快增长的局面已得到初步控制，但政策调控亦造成市场需求下降、行业融资环境趋紧等负面影响

我国地产行业具有明显的政策导向特点，市场运行状况受国家政策的干预以及市场供求关系变化的影响呈现较大的波动性。2010年，营业税改征、二套房首付和按揭利率提升、限期部分央企退出房地产市场、土地增值税清算、调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策、房价上涨过快城市限购以及央行六次上调存款准备金率和两次加息等调控政策相继推出一定程度上抑制了房地产投机、遏制了房价过快上涨。但政策调控亦造成市场需求下降，行业融资环境趋紧等负面影响，短期内行业运行风险有所加大。

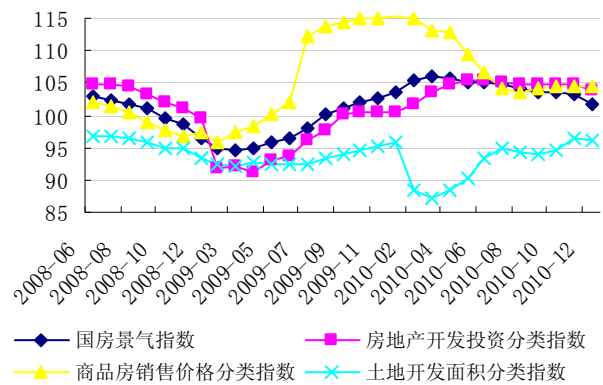
表1: 2010年国内房地产主要调控政策

时间	政策	主要内容
2009.12	营业税改征	购买不足 5 年的非普通住房销售全额征收营业税; 超过 5 年的非普通住房或者不足 5 年的普通住房按差额征收营业税
2010.01	国十一条出台	严格二套房信贷管理, 贷款首付比例不得低于 40%
2010.03	部分央企退市	78 家央企被要求退出房地产市场
2010.03	国土资源部出台 19 条土地调控新政	开发商竞买保证金最少 2 成, 1 个月内付清地价 50%
2010.04	新国十条出台	实行差别化住房信贷政策, 二套房贷首付比例不低于 50%, 利率不低于基准利率 1.1 倍
2010.06	国家税务总局加强土地增值税征管	土地增值税预征率由 0.5% 调到 2%, 核定征收率不低于 5%
2010.06	建设部等三部门对第二套住房认定标准进行规范	按家庭成员拥有住房数认定第二套住房
2010.09	新国五条出台	部分城市限购; 三套房贷暂停贷款, 不能提供一年以上纳税证明的非本地户籍居民暂停贷款; 调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策
2011.01	新国八条出台	拥有两套房本地户籍居民、拥有两套房非本地户籍居民暂停购房; 二套房贷首付比例不低于 60%, 利率不低于基准利率 1.1 倍; 购买不足 5 年住房销售全额征收营业税
2011.01	房产税试点	上海、重庆宣布试点房产税, 上海对本市居民新购且属于第二套及以上住房和非本市居民新购房征收, 税率暂定 0.6%; 重庆对独栋别墅高档公寓, 以及非本市居民所购二套房征收, 税率为 0.5%-1.2%。

资料来源: 中诚信证评研究

随着一系列调控政策的出台, 2010年国内房地产市场过快增长的局面得以初步控制, 房地产开发景气指数从高位回落。2010年末中国房地产开发景气指数为101.79点, 较年内高点105.89点回落4.1点, 景气指数连续9个月回落。全年共完成房地产开发投资48,267亿元, 同比增长33.2%; 共完成土地购置面积4.1亿平方米, 同比增长28.4%; 完成土地开发面积2.1亿平方米, 同比下降 7.7%, 土地开发面积延续负增长。

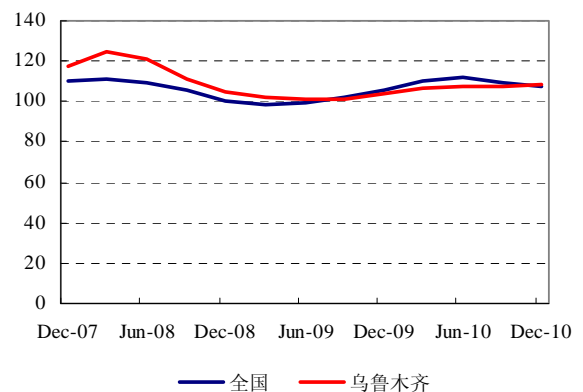
图2: 2008年6月以来中国部分国房景气指数



资料来源: Wind 资讯, 中诚信证评研究

从具体的运行指标来看, 2010年中国房地产市场的施工面积、新开工面积、竣工面积分别为40.55亿平方米、16.83亿平方米、7.60亿平方米, 同比分别实现增长26.60%、40.70%、2.70%; 同期全国商品房销售面积10.43亿平方米, 同比增长10.10%; 销售额5.25万亿元, 同比增长18.30%, 商品房销售面积和销售额均较上年大幅回落。

图3: 2008~2010 全国及乌鲁木齐市房屋销售价格指数



资料来源: Wind 资讯, 中诚信证评研究

根据国家统计局公布的全国 70 个大中城市房屋销售价格指数显示, 2010 年 4 月全国房屋销售价格指数达到全年高点 112.8 后开始回落, 至年底房屋销售价格同比涨幅已连续 8 个月下降, 房价过快增长的势头初步得以遏制。我们预计在调控政策不断加码的背景下, 未来国内房屋销售价格涨幅将继续回落。

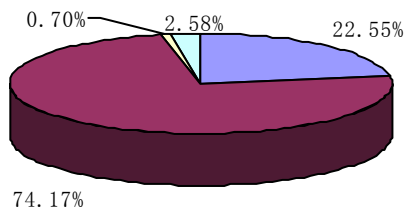
作为地处西部的二线城市, 乌鲁木齐与全国房地产发展趋势基本一致。2010 年乌鲁木齐房屋销售价格指数从年初的 106.2 上涨到年末的 108.5, 呈现小幅缓慢上升的特点。但在目前国家加大房地产调控力度以及信贷政策趋紧的环境

下，短期内乌鲁木齐房地产市场将基本保持平稳运行。

业务运营

公司主要业务为 LNG 业务、现代物流业务以及石材和化工建材业务。随着能源战略的推进，2010 年公司业已将石材和塑钢门窗业务剥离完毕，全年共实现营业总收入 37.89 亿元，同比增长 22.21%。其中，LNG 业务和现代物流业务在公司营业总收入中的占比分别为 22.55% 和 74.17%，石材和其他业务在公司营业总收入中的占比分别为 0.70% 和 2.58%，占比较小。

图 4：2010 年公司营业收入构成情况



■ LNG 业务 ■ 现代物流业务 ■ 石材业务 ■ 其他

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截止 2010 年 12 月 31 日，公司共拥有控股公司 33 家。其中，原有控股公司 23 家，2010 年通过新设方式新增广汇能源综合物流发展有限责任公司、新疆哈密广汇物流有限公司等 10 家控股公司，为公司能源战略的发展进行布局。

表 2：2010 年公司新投资公司情况

公司名称	主要经营范围	投资比例 (%)
广汇能源综合物流发展有限责任公司	货运代理，货运配载服务，危险化学品批发，煤炭批发等	100
新疆哈密广汇物流有限公司	道路货物运输；向煤炭、煤化工企业投资；矿产品购销等	100
新疆富蕴乌河水务有限公司	水资源综合利用及项目工程的投资；输水管网的建设、管理和服务等	85
瓜州广汇能源物流有限公司	公路、铁路运输及综合服务；煤炭、煤制品、煤化工产品；矿产品、水泥等建材销售	100
瓜州广汇能源经销有限公司	淖毛湖煤炭及煤化工产品销售；搬运装卸、仓储货物运输、设备租赁等	100
喀什广汇天然气发展有限公司	燃气应用技术的研发，液化天然气专用设备的销售等	100
阜康市广汇天然气有限责任公司	天然气加气站投资建设；清洁能源汽车技术的咨询与研究；燃气工程的投资与建设等	100
阿勒泰广汇天然气有限责任公司	清洁能源汽车应用技术的开发；燃气工程的投资与建设，加气站建设及维护等	100
新疆广汇天然气哈密有限公司	燃气管网工程建设；燃气应用技术的研发；液化天然气专用储运及配套设备的销售等	100
托克逊县广汇天然气有限责任公司	燃气管网工程建设；液化天然气专用储运及配套设备的销售，液化天然气加气站建设	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2010 年，公司 LNG 业务有所回升，LNG 汽车业务的推广以及“气化南疆”项目的实施有望给公司 LNG 业务带来新的收入增长点

2010 年，在国内经济增长快速回稳的带动下，城乡居民用气以及工业用气量快速增长，公司 LNG 业务有所回升。面对海气上岸、LNG 生产厂家增多、原料气涨价等不利因素影响，公司在自身气源不足的情况下加大外部气源采购量，以确保对下游客户的稳定供应。

表 3：2008~2010 年公司 LNG 产销量明细表

项目	2008	2009	2010
产量（亿方）	3.06	2.39	2.95
销量（亿方）	3.06	2.39	3.07
平均售价（元/方）	2.26	1.82	1.83

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2010 年公司从中石油吐哈油田购买原料气 3.59 亿立方米，生产 LNG2.95 亿立方米，同比增长 23.43%；2010 年公司销售 LNG3.07 亿立方米，同比增长 28.45%，销售均价为 1.83 元/立方米，与上年的 1.82 元/立方米基本持平。2010 年 LNG 业务实现营业收入 8.54 亿元，同比上升 31.79%，实现营业利润 1.70 亿元，营业利润率 19.90%，同比上升了 4.82 个百分点。

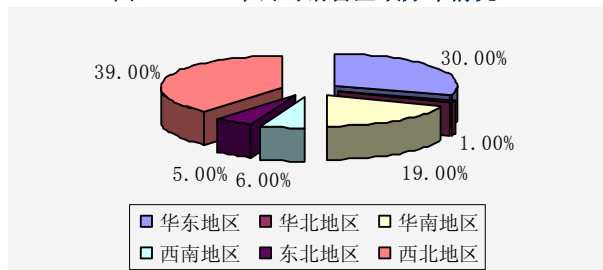
表 4：2008~2010 年 LNG 业务营业收入及营业利润率

项目	2008	2009	2010
营业收入（亿元）	9.58	6.48	8.54
营业利润率（%）	35.21	15.08	19.90
营业利润率比上年增减（百分点）	14.41	-20.13	4.82

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2010 年公司 LNG 销售区域有所变化，由于实行以市场为导向的销售策略，运输距离较近的西北地区一跃成为公司 LNG 销量最大的区域，而华东地区降为第二大销售区域。此外，华南地区销量较上年有较大增加，成为公司第三大销售市场，其他区域的销量占比不大。

图 5：2010 年公司销售区域分布情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2010 年公司 LNG 业务中民用燃气、工业燃气和汽车加注销售占比分别 3.51%、93.66% 和 2.83%，前三大客户为深圳宝昌电力有限公司、启东市富晨天然气有限公司和新疆东运燃气有限公司，合计销量收入占总销量收入的 19.5%，客户集中度有所下降。

表 5：2010 年公司 LNG 销售主要客户情况

主要客户	销量占比 (%)
深圳宝昌电力有限公司	10.5
启东市富晨天然气有限公司	6.6
新疆东运燃气有限公司	2.4
四川省陆柒柒天然气销售有限公司	2.4
南京新冉燃气有限公司	2.1
江西兆盛燃气有限责任公司	1.9
伊犁通海化石油销售有限公司伊宁市海昌加油加气站	1.8

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

自 2009 年开始在新疆展开 LNG 汽车推广工作以来，公司按“建站推车，建站优先”的资源配置模式，以新疆、甘肃河西走廊区域为主要目标市场开始建设网络化的 LNG 汽车加注站工作，同时采取各种营销措施推广 LNG 汽车应用。到 2010 年末，公司已推广 LNG 汽车 2,584 辆（其中 1,532 辆上路运行），同比增长 415.77%；建成 LNG 汽车加注站 64 座，较上年增加 47 座；全年 LNG 汽车加注站累计加气量 1,871 万方。

2010 年 7 月，根据国家能源局的通知，公司与中国石油天然气集团公司共同承担南疆三地州气化工程，具体负责南疆三地州分布式天然气站点的建设工作，目前已顺利完成了牙甫泉镇、罕南力克镇两个 LNG 瓶组站民用管网建设和入户通气任务；此外，公司承担的气化阿勒泰项目业已进行了 13 个站点的建设，其中 6 个站已达到了试运行状态，并已为居民用户试通气。同时在城市管网建设方面，阿勒泰地区 6 县 1 镇的气化项目已全部建成并于 12 月 1 日正式点火通气。

在巩固传统客户的基础上，公司坚持以市场为导向的策略，积极开发新客户，着力发展 LNG 车用燃料市场以及疆内居民用气市场。气化阿勒泰和南疆项目不仅为公司市场销售开辟了新的业务增长点，同时也为广汇 LNG 的市场开拓提供了快速复制模式，而 LNG 汽车业务的有序推广亦将为公司 LNG 产品开辟新的市场空间，带来新的盈利增长点。

能源战略稳步推进，主要投资项目有序进行，能源物流体系已初步搭建，煤炭销售市场逐步打开

2010 年公司能源战略稳步推进，目前公司哈萨克斯坦 TBM 公司上游石油、天然气资源勘探工作继续进行，下游阿勒泰地区吉木乃年产 5 亿方 LNG 项目工厂建设进展顺利，配套中—哈跨境管线审批、管道设计等工作正在有序进行；哈密煤化工项目因受项目所在地罕见恶劣天气等因素影响，致使项目竣工期推迟，目前项目主要装置安装工程总量已完成 80% 以上，土建工程全面进入收尾阶段，配套水库正式下闸蓄水，煤矿建设进展顺利，公司预计于 2011 年 4 季度联动试车，同时下游产品市场拓展工作取得一定成效；能源物流体系已初步搭建，淖柳矿用公路的通车以及柳沟物流园项目的建设，为公司未来煤炭、液化天然气、煤化工等大宗能源产品的运输奠定了基础。中诚信证评将持续关注在建能源项目能否如期完工、达产。

表 6：2011~2013 年公司主要项目资本支出计划

项目	2011	2012	2013
哈密煤化工项目	6.88 亿元	--	--
吉木乃 LNG 项目	4.5 亿元	--	--
天然气加注站及管网项目	5 亿元	5 亿元	5 亿元
与哈萨克斯坦 TBM 公司合作项目	1 亿美元	1.5 亿美元	2 亿美元
富蕴煤炭综合开发前期工程	8 亿元	--	--
瓜洲物流园项目	2.66 亿元	--	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2010 年，公司以 1.55 亿元受让新疆阿勒泰地区富蕴县喀姆斯特区域 17 个探矿权，探矿权面积共计 451.17 平方公里。截至 2010 年末，17 个探矿权中的 2 个煤矿探矿权受让变更手续已完成，2 个煤矿探矿权受让变更手续自治区国土厅已受理待审批。

目前，公司拥有的煤炭资源量达 17.6 亿吨，2010 年公司与甘肃大唐燃料公司、国电甘肃电力公司、中国铝业兰州分公司分别建立了长期战略合作关系，并签订了 2010~2013 年《煤炭购销合同》，煤炭供应量总计约 2,750 万吨。公司在煤炭市场销售方面取得的进展，为其能源战略的发

展以及业务增长奠定了坚实基础。

表 7：2011~2013 年公司煤炭主要销售客户供货计划

公司名称	2011 (万吨)	2012 (万吨)	2013 (万吨)
甘肃大唐燃料公司	400	500	800
国电甘肃电力公司	120-150	120-150	120-150
中国铝业兰州分公司	150-200	150-200	150-200

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综上所述，2010 年公司 LNG 业务有所回升，但工业燃气用气占比过大，一定程度上影响了公司业务增长的稳定性。未来随着公司能源战略的稳步推进，公司将形成具有煤、气、油资源勘探和开发，LNG 加工以及煤化工产品生产的完整上下游产业链，而新建产能的释放以及 LNG 汽车加注业务的有序推广和“气化南疆”、“气化阿勒泰”项目的陆续实施，预计未来公司 LNG 业务前景广阔。同时，公司煤炭销售业务亦有望成为新的收入和利润增长点，对公司短期内的业绩增长提供正面支持。

现代物流业务收入大幅提高，房地产开发业务贡献大部分收入和利润

公司商品贸易业务主营钢铁和水泥的商品贸易业务，在房地产业务的拉动下 2010 年公司商品贸易业务大幅增长，全年实现营业收入 10.32 亿元，同比增长 94.95%，但由于采购成本增长过快，当年商品贸易业务营业利润率为 4.70%，同比下降 6.40 个百分点。

公司房地产业务包括房地产开发和美居物流园商铺出租业务。2010 年公司房地产销售收入 15.81 亿元，同比增加 5.64%，占营业总收入的 41.71%；实现营业利润 6.70 亿元，占公司营业利润的 75.77%，为公司业绩提供了强有力的支撑。

表 8：2008~2010 年房地产业务盈利情况

业务	财务指标	2008	2009	2010
房地产	营业收入(亿元)	1.94	14.96	15.81
	营业利润率(%)	28.01	30.97	42.36
美居租赁	营业收入(亿元)	1.38	1.80	1.99
	营业利润率(%)	43.12	40.61	47.97

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2010 年公司房地产开发业务主要来自于美居物流园“蓝调一品”小区和新疆亿科房地产开发公司的“宜品家·春秋”及“凤凰城”小区商品房。截至 2010 年底，公司在建的房地产项目大部

完成预售，房地产项目预收账款为 1.96 亿元。目前公司未开发土地只有凯旋门一处，土地面积 3.7 万平方米。

表 9：截至 2010 年底公司房地产项目情况

项目名称	预计竣工时间	预计投资总额	尚需投资金额	预售比例 (%)	预收账款余额
宜家·春秋	2010	4.5	0.5	88.55	0.20
凤凰城	2011	5.9	0.7	95.46	0.71
美林花源	2010	9	1.2	70.74	0.17
蓝调一品	2011	11.66	2.76	93.62	0.88
合计	--	31.06	5.16	--	1.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2010 年美居租赁业务经营状况良好，商铺单价和出租率均有提高，出租率达到 97.35%，业务稳定增长。美居房产租赁收入 1.99 亿元，同比增加 10.10%，营业利润率 47.97%。

由于公司传统物流业务发展与其能源发展战略不相匹配，公司计划于 2011 年 6 月底前彻底退出房地产开发业务，将该部分业务剥离；美居租赁业务由于可持续为公司提供稳定的业绩贡献，且部分商铺为公司银行借款和 7 年期公司债券的抵押担保资产，公司未来择机再予以剥离。由于房地产开发业务是近两年公司收入和利润的主要来源之一，我们将关注该部分业务剥离对公司未来经营业绩可能产生的影响。

财务分析

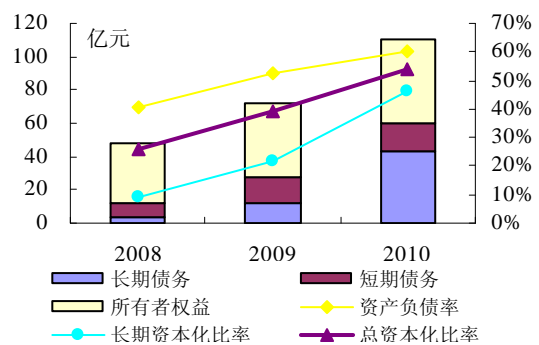
以下财务分析基于公司提供的、经立信大华会计师事务所¹审计并出具了标准无保留意见的 2008 年备考财务报表和 2009、2010 年财务报告。2008 年财务数据为调整后的重列数，故三年财务数据具有可比性。

资本结构

随着能源战略的推进，2010 年公司能源项目投资大幅增加，而 LNG 业务的回升和房地产业务的增长亦使得公司资本实力得以进一步增强。截至 2010 年底，公司总资产为 126.83 亿元，同比增长 37.71%，所有者权益达到 50.55 亿元，同比

增长了 15.45%。由于投资的项目较多，资本支出较大，公司债务规模快速增加，负债水平有所上升。截止 2010 年末，公司资产负债率和总资本化率分别达到 60.14% 和 54.23%，较 2009 年的 52.46% 和 38.87% 分别上升了 7.68 和 15.36 个百分点。

图 6：2008~2010 年资本结构分析

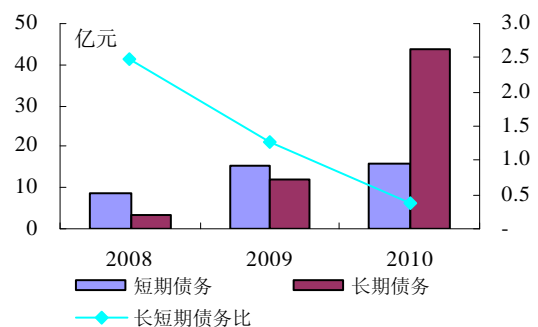


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2010 年末，公司的总债务为 59.89 亿元，同比增加了 115.11%，债务规模大幅增加。债务结构方面，2010 年公司通过提高长期银行借款的比例，优化了公司的债务结构。2010 年底，公司长期债务为 43.79 亿元，同比大幅增加 257.64%，短期债务/长期债务指标为 0.37，较上年的 1.27 大幅下降，债务期限结构趋于合理。

2011 年公司将有近 34 亿元的资本需求，主要依靠债务融资和非公开发行股票发行募集。2011 年 5 月，随着公司定向增发的完成，共募集资金 21.4 亿元。定向增发募集资金的到位将有助于缓解公司的资金压力以及改善其资本结构，但同时我们也关注到，短期内公司大额的投资需求仍将可能使公司面临一定的资金压力。

图 7：2008~2010 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，目前公司的资产负债率适中，债务结构有所优化。但我们注意到，短期内公司的资本

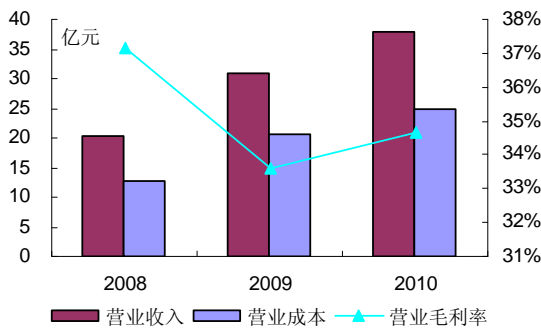
¹ 2009 年广东大华德律会计师事务所因与北京立信会计师事务所合并，合并后名称变更为“立信大华会计师事务所有限公司”

支出规模仍较大，因此公司的债务规模将进一步增加，中诚信将对公司各资本支出项目的实施进程和不断增加的债务压力持续关注。

盈利能力

2010 年公司实现营业总收入 37.89 亿元，同比增长 22.21%，主要由于房地产销售规模的提升、商品贸易业务大幅增长及 LNG 业务回升所致。从营业毛利率水平看，2010 年公司营业毛利率为 34.68%，较 2009 年的 33.61% 上升了 1.07 个百分点，主要因为公司商品房价格上涨，使其房地产销售业务营业毛利率提高了 11.38 个百分点；同时因销量有较大回升，公司 LNG 业务营业毛利率也较上年上升了 4.82 个百分点。

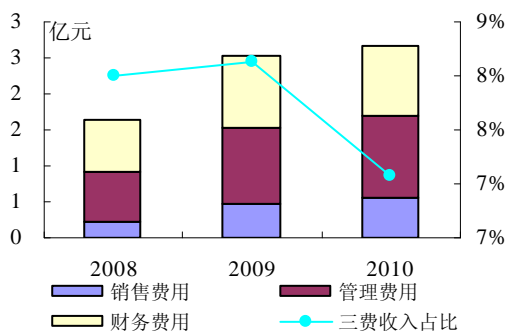
图 8：2008~2010 年公司收入、营业毛利率情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2010 年公司期间费用合计为 2.68 亿元，同比增加了 6.44%，占营业总收入的比重为 7.07%，同比下降了 1.05 个百分点。公司销售费用 0.56 亿元，同比增加 15.96%，主要是受房地产销售增加业务提成所致；由于公司业务规模扩大，控股子公司增加，管理费用为 1.15 亿元，同比增加了 8.35%；公司财务费用 0.98 亿元，与上年基本持平。

图 9：2008~2010 年公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在收入规模、营业毛利率增长、期间费用控制较好的影响下，2010 年公司实现净利润 6.86 亿元，较上年增长了 29.76%；同期所有者权益收益率 13.58%，较上年上升了 1.50 个百分点。

总体看，得益于房地产业务的增长、LNG 业务的回升以及期间费用控制得当，公司收入规模和盈利能力得以提升。但我们也注意到，未来公司将专注于能源战略的实施，计划于年内退出房地产开发业务，在短期内可能对其收入规模和盈利能力带来一定影响，因此我们将对未来公司煤炭销售进度、新建能源项目投入运营和在建产能释放情况保持持续关注。

偿债能力

随着公司能源战略的推进，进行了一系列的投资活动，2010 年公司资本支出显著增加，总债务规模快速增长。截至 2010 年末，公司总债务 59.89 亿元，同比大幅提高 115.11%。

从现金流看，2010 年公司 EBITDA 保持了稳定增长，达到了 12.29 亿元，同比增加 23.31%。受在建房地产项目大部已完成预售的影响，2010 年公司经营活动产生的净现金流为 5.19 亿元，同比下降了 36.69%。由于公司债务规模扩大，利息支出有所增加，2010 年 EBITDA 利息保障倍数由 2009 年的 7.31 倍下降到 3.65 倍；经营净现金流利息保障倍数也由 2009 年的 6.02 倍下降到 1.54 倍。

从其他偿债指标看，由于 2010 年公司债务规模大幅增加，总债务/EBITDA 和总债务/经营净现金流指标均有所提高，分别由 2009 年的 2.79 和 3.39 增加到 4.87 和 11.53，盈利和现金流对债务的覆盖能力大幅下降。由于公司 2011 年还将有大量的资本支出，预计债务规模会继续增加，我们将持续关注公司的偿债能力。

表 10: 2008~2010 年部分偿债指标

财务指标	2008	2009	2010
总债务/EBITDA (X)	1.52	2.79	4.87
总债务/经营净现金流 (X)	2.64	3.39	11.53
EBITDA 利息保障倍数 (X)	8.75	7.31	3.65
EBITDA/短期债务 (X)	0.93	0.64	0.76
经营净现金流利息倍数 (X)	5.02	6.02	1.54
总资本化比率 (%)	25.65	38.87	54.23
长期资本化比率 (%)	9.02	21.85	46.42

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司目前与多家银行保持较好的合作关系, 银行融资渠道通畅。截至到 2010 年末, 公司共获得银行综合授信额度为 77.68 亿元, 未使用授信额度 30.04 亿元, 尚有一定的银行再融资能力。

或有事项方面, 截至 2010 年末, 公司及子公司抵押、质押的总资产为 10.34 亿元, 其中对外抵押 10.27 亿元, 对外质押为 0.07 亿元; 此外, 公司尚有 23 件未决诉讼, 但涉及金额不大, 对公司影响有限。

截至 2010 年末, 公司对控股子公司担保 45.02 亿元, 对外担保金额 3.85 亿元, 担保合计 48.87 亿元, 占公司 2010 年底净资产 (不含少数股东权益) 的 126.38%。虽然公司担保比率较高, 但考虑到其对外担保主要集中在为控股子公司提供的担保, 公司能够及时了解被担保对象的经营状况, 其或有负债风险仍相对可控。

抵押条款

本期债券由广汇股份以其控股子公司新疆亚中物流商务网络有限责任公司合法持有的位于乌鲁木齐高新区苏州路的美居物流园部分房产及其所分摊的国有土地使用权为本期债券全体债权人提供抵押担保。2009 年 7 月 2 日, 新疆华信资产评估有限公司对抵押资产出具了评估报告, 用于抵押的资产评估值为 25.11 亿元。截至 2010 年底, 美居物流园租赁业务经营状况良好, 运营稳定。抵押房产资产评估价值可覆盖本期债券的发行规模, 超额抵押对本次债券本息的偿付提供一定的安全保障, 仍具有一定的增级作用。

结 论

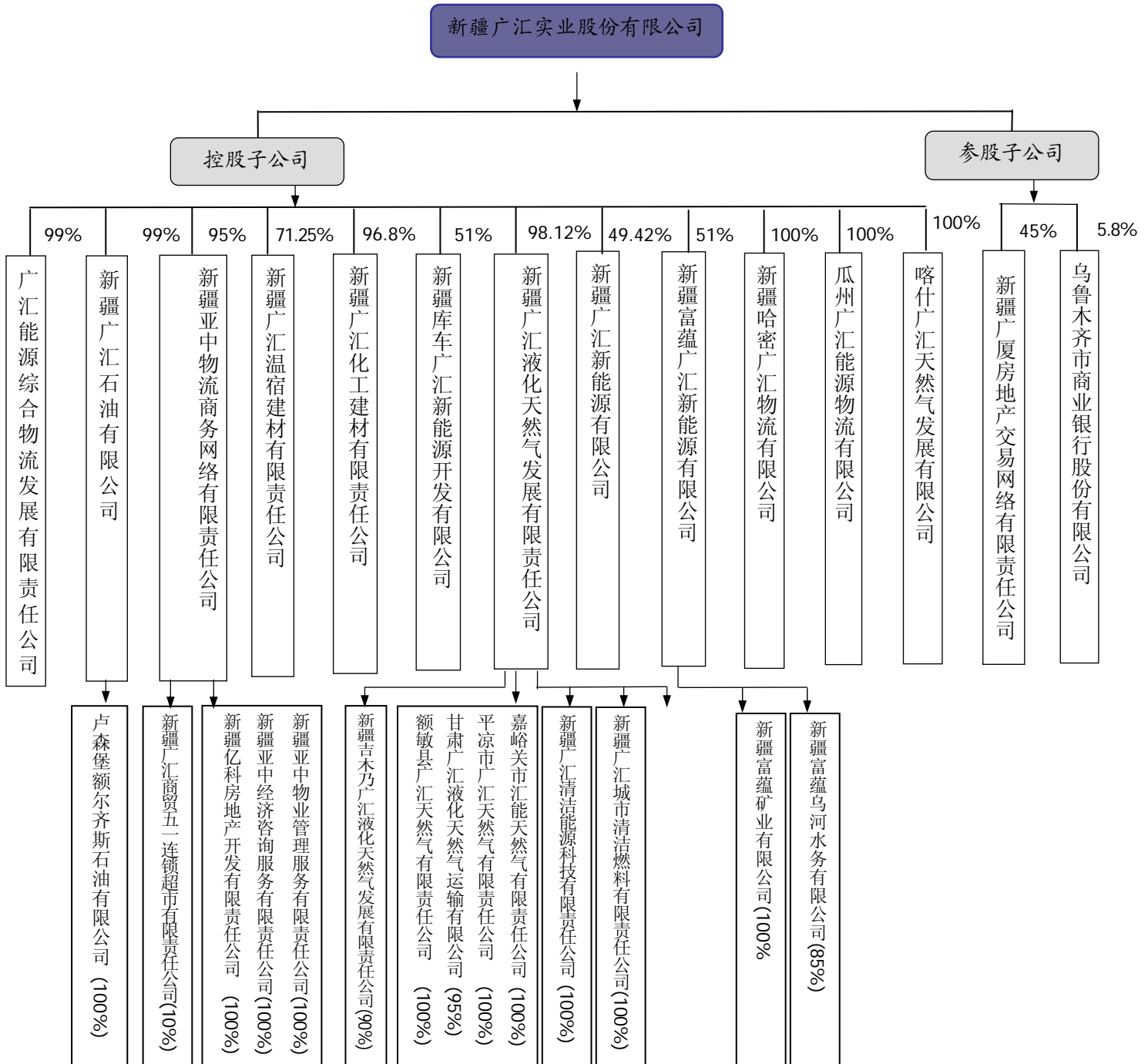
中诚信证评稳持本次公司债券信用等级为

AA, 评定公司主体信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

附一：抵押资产一览表

序号	产权证号	名称	时间	面积(平方米)
1	乌房权证乌市高新区字第 2008044730 号	美居物流园 A 栋第一层	2003.12	18853.06
	乌国用(2004)第 0008526 号	美居物流园 A 栋第一层土地	2004.07~2041.05	6758.711
2	乌房权证乌市高新区字第 00438509 号	美居物流园 B 栋负一层	2003.12	19813.81
	乌国用(2004)第 0008769 号	美居物流园 B 栋负一层土地	2004.09~2041.05	5663.63
3	乌房权证乌市高新区字第 00438514 号	美居物流园 C 栋负一层	2003.12	17522.869
	乌国用(2004)第 0008528 号	美居物流园 C 栋负一层土地	2004.07~2041.05	6554.4
4	乌房权证乌市高新区字第 2008044733 号	美居物流园 C 栋第四层	2003.12	16301.63
	乌国用(2004)第 0008528 号	美居物流园 C 栋第四层土地	2004.07~2041.12	6097.594
5	乌房权证乌市高新区字第 00490414 号	美居物流园 K 栋负一层	2003.12	16094.27
	乌国用(2004)第 0008535 号	美居物流园 K 栋负一层土地	2004.07~2041.05	11003.72
6	乌房权证乌市高新区字第 2008044725 号	美居物流园 K 栋第一层	2003.12	8021.81
	乌国用(2004)第 0008535 号	美居物流园 K 栋第一层土地	2004.07~2041.05	5484.55
7	乌房权证乌市高新区字第 00490401 号	美居物流园 O 栋负一层	2003.12	16965.749
	乌国用(2004)第 0009295 号	美居物流园 O 栋负一层土地	2004.12~2045.08	5285.12
8	乌房权证乌市高新区字第 2008338606 号	美居物流园 O 栋第一层	2003.12	14585.37
	乌国用(2004)第 0009295 号	美居物流园 O 栋第一层土地	2004.12~2045.08	4543.597
9	乌房权证乌市高新区字第 00490411 号	美居物流园 J 栋负一层	2003.12	24899.68
	乌国用(2004)第 0008533 号	美居物流园 J 栋负一层土地	2004.07~2041.05	19456.23
10	乌房权证乌市高新区字第 2008338601 号	美居物流园 J 栋第一层	2003.12	25250.45
	乌国用(2004)第 0008533 号	美居物流园 J 栋第一层土地	2004.07~2041.05	19730.321
11	乌房权证乌市高新区字第 00438522	美居物流园 D 栋第三层	2003.11	15748.9
	乌国用(2004)第 0008529 号	美居物流园 D 栋第三层土地	2004.07~2041.05	6067.12
12	乌房权证乌市高新区字第 2005057558	美居物流园 H 栋第三层	2003.12	12712.14
	乌国用(2004)第 0008531, 8532 号	美居物流园 H 栋第三层土地	2004.07~2041.05	4872.09
13	乌房权证乌市高新区字第 00490410 号	美居物流园 H 栋第四层	2003.12	12601.24
	乌国用(2004)第 0008531, 8532 号	美居物流园 H 栋第四层土地	2004.07~2041.05	4829.58
14	乌房权证乌市高新区字第 00490406	美居物流园 H 栋负一层	2003.12	31971.27
	乌国用(2004)第 0008531, 8532 号	美居物流园 H 栋负一层土地	2004.07~2041.05	12253.38

附二：新疆广汇实业股份有限公司股权结构图（截至 2010 年 12 月 31 日）



附三：新疆广汇实业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2008	2009	2010
货币资金	23,245.82	96,249.18	80,063.94
应收账款净额	34,557.10	31,160.89	33,428.58
存货净额	74,786.23	95,992.33	85,653.70
流动资产	280,336.25	321,485.00	252,884.61
长期投资	33,851.28	35,329.38	36,897.85
固定资产合计	269,726.28	494,559.91	872,068.09
总资产	602,391.01	920,968.31	1,268,216.72
短期债务	88,414.52	155,974.08	160,996.11
长期债务	35,684.96	122,438.82	437,888.75
总债务（短期债务+长期债务）	124,099.48	278,412.90	598,884.86
总负债	242,637.69	483,112.10	762,750.25
所有者权益（含少数股东权益）	359,753.32	437,856.21	505,511.47
营业总收入	203,771.60	310,081.15	378,944.65
三费前利润	70,970.98	90,367.28	115,933.38
投资收益	787.58	1,582.98	1,688.47
净利润	46,492.04	52,886.99	68,626.64
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	81,865.43	99,658.81	122,885.90
经营活动产生现金净流量	46,980.54	82,040.40	51,937.92
投资活动产生现金净流量	-94,643.77	-217,858.45	-346,577.82
筹资活动产生现金净流量	2,249.01	185,084.57	287,869.75
现金及现金等价物净增加额	-45,414.23	49,264.22	-7,254.09
财务指标	2008	2009	2010
营业毛利率（%）	37.18	33.61	34.68
所有者权益收益率（%）	12.92	12.08	13.58
EBITDA/营业总收入（%）	40.18	32.14	32.43
速动比率（X）	1.03	0.74	0.60
经营活动净现金/总债务（X）	0.38	0.29	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	0.53	0.53	0.32
经营活动净现金/利息支出（X）	5.02	6.02	1.54
EBITDA 利息倍数（X）	8.75	7.31	3.65
总债务/EBITDA（X）	1.52	2.79	4.87
资产负债率（%）	40.28	52.46	60.14
总资本化比率（%）	25.65	38.87	54.23
长期资本化比率（%）	9.02	21.85	46.42

注：1、2008~2010年财务数据来源于经审计的2008备考财务报表和2009、2010年财务报告。

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：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

长期债务=长期借款+应付债券

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）

附五：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

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，中诚信评估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。

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