



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪063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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为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
二零一三年五月二十二日

广汇能源股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告（2013）

发行主体	广汇能源股份有限公司		
抵押条款	以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		
债券存续期	2009 年 8 月 26 日~2016 年 8 月 26 日		
偿还方式	按年付息，到期一次还本		
上次评级时间	2012 年 5 月 15 日		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA	评级展望 稳定
跟踪评级结	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA	评级展望 稳定

概况数据

广汇能源	2010	2011	2012
所有者权益（亿元）	50.55	81.98	87.52
总资产（亿元）	126.83	188.51	232.12
总债务（亿元）	59.89	93.22	108.01
营业总收入（亿元）	37.89	45.61	37.15
营业毛利率（%）	34.68	35.08	31.53
EBITDA（亿元）	12.29	16.04	16.81
所有者权益收益（%）	13.58	11.74	11.25
资产负债率（%）	60.14	56.51	62.29
总债务/EBITDA（X）	4.87	5.81	6.42
EBITDA 利息倍数（X）	3.65	3.19	2.49

注：1、2010~2012 年财务数据来源于经审计的 2010、2011 和 2012 年财务报告，其中 2011 年末财务数据采取 2012 年财务报告期初重述数。

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

靳立 lshe@ccxr.com.cn

邵建宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 5 月 22 日

基本观点

2012 年，广汇能源股份有限公司（以下简称“广汇能源”或“公司”）战略转型快速推进，当期公司 LNG 业务基本保持稳定，销售结构有所优化；煤炭业务稳步增长，已成为公司收入和利润新的增长点；主要投资项目有序进行，已初步形成了以 LNG、煤炭、煤化工、石油为核心产品，能源物流为支撑的天然气液化、煤化工、石油天然气勘探开发三大能源业务板块。与此同时，中诚信证券评估公司（以下简称“中诚信证评”）将持续关注在建能源项目能否如期完工、达产对公司营收产生的影响，以及未来大规模投资需求带来的资金压力可能对公司财务结构和偿债能力的影响。

中诚信证评评定“广汇能源股份有限公司 2009 年公司债券”的信用等级为 AA⁺，维持广汇能源主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

正 面

- 能源转型初步实现。随着公司对各类非能源业务的陆续剥离，公司已初步形成以 LNG 为核心产品、煤化工业务和煤炭销售业务并重的能源主业。未来随着哈密煤化工项目的达产和斋桑项目的投产以及能源物流体系的建设，公司将逐步形成具有煤、气、油资源勘探和开发，LNG 加工、煤化工产品生产以及煤炭综合利用的完整上下游产业链。
- 天然气行业发展前景向好。国内天然气需求继续保持快速增长，随着国内天然气管网建设逐步完善以及天然气定价机制改革的逐步推进，未来我国天然气消费需求将保持较快增长，行业发展前景向好。
- 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，未来公司 LNG 业务发展前景广阔。
- 煤炭业务将得以较快发展。公司拥有已探明煤炭资源量达 36.5 亿吨，随着能源物流体系的逐步完善，公司煤炭销售保持较快增长，2012 年实现煤炭外销 689.68 万吨，2013 年计划完成 1,400 万吨煤炭外销任务。

关 注

- 在建能源项目能否如期完工、达产存在一定的不确定性。公司目前投资的哈萨克斯坦 TBM 公司合作项目资金需求较大、相关手续繁杂，项目能否按计划完工和达产存在一定的不确定性，同时亦需关注哈密煤化工项目火灾事故后恢复生产的进度情况以及有关项目探矿权手续的办理进展。
- 资本性支出较大。随着公司全面转型能源产业，未来几年仍有较大规模的资本性支出，其中 2013~2015 年公司资本支出规模将达到 247 亿元。虽然公司可通过银行借款、信托、债券等多种融资方式筹措建设资金，但其大额的投资需求仍可能使公司面临一定的资金压力。

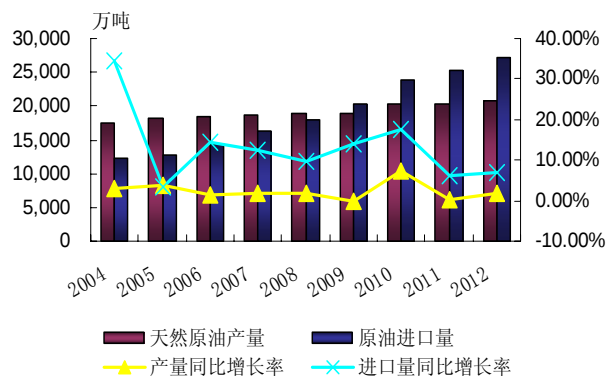
行业现状

2012 年，国内石油产销保持稳定增长，但进口依存度持续上升以及国际原油价格保持高位运行对国内石油供应安全以及石油加工企业运营带来较大影响

2012 年，国内石油需求以及生产继续稳定增长，全年国内原油表观消费量 4.28 亿吨，同比增长 3.13%；原油产量达到 2.07 亿吨，同比增长 2.3%。但随着中国经济的快速发展和经济结构的重工业化使得国内石油供需矛盾日益突出，石油供应的对外依赖度逐年上升。

2012 年，中国原油净进口量 2.21 亿吨，同比增长 6.8%，进口均价为每吨 814.2 美元，同比上涨 5%，原油对外依存度 56.4%，较上年增加 0.1 个百分点，已经连续四年超过 50% 的警戒线。未来随着国内经济的持续发展，对石油消费的需求将保持稳步增长，我国原油对外依存度将会保持继续上升的趋势，石油供应安全问题日益突出。

图 1：2004~2012 年中国原油产量及进口量分析



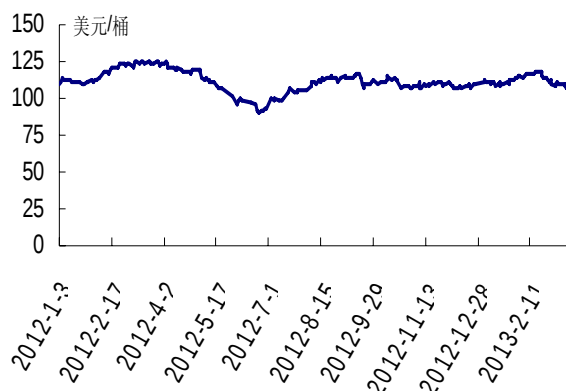
资料来源：国家统计局、海关总署，中诚信证评整理研究

2012 年，国际原油价格整体处于高位，不过在欧盟发布对伊朗石油的禁运令、中东地区地缘政治、欧债危机以及美元量化宽松等多重政治经济因素的影响下，价格呈现冲高-快速回落-反弹-震荡回落的特点，季度波动明显。年初国际油价逐月攀升，Brent 原油价格在 3 月份达到了 125.38 美元/桶的年内最高点。此后受欧债危机影响，原油价格冲高回落，并在 6 月底跌至 91.25 美元/桶，此后原油价格一直在 110 美元/桶附近波动。

进入 2013 年，受国际经济复苏缓慢的影响，国际原油价格自高位震荡下行，Brent 原油价格从

1 月底 115.55 美元/桶下降至 100.39 美元/桶，但由于美国、欧洲、日本等国家相继推出的宽松货币政策以及国际地缘政治风险仍存，未来国际石油价格仍将在高位震荡运行。

图 2：2012 年国际 Brent 原油期货价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2012 年，国内成品油市场整体呈现弱势局面，供需基本平衡。全年成品油表观消费量 2.51 亿吨，比上年增长 3.3%，成品油产量 2.57 亿吨，增长 4.1%。受国内经济下行、成品油消费需求放缓的影响，全年国内成品油价格走势疲软，年内对成品油价格共进行了“四涨四跌”八次调整（见表 1），成为成品油定价机制执行以来，油价调整次数最多的一年。成品油调价频率的增加一定程度上减轻了国内炼油企业的亏损压力，但由于成品油定价机制的不完善，在国际原油价格高位震荡运行的情况下国内炼油企业仍面临一定的运营压力。

表 1：2012 年以来国内成品油价格历次调价

日期	调价内容
2012 年 2 月 8 日	汽、柴油每吨均上调 300 元
2012 年 3 月 20 日	汽、柴油每吨均上调 600 元
2012 年 5 月 10 日	汽、柴油每吨下调 330、310 元
2012 年 6 月 9 日	汽、柴油每吨均下调 530、510 元
2012 年 7 月 11 日	汽、柴油每吨均下调 420、400 元
2012 年 8 月 10 日	汽、柴油每吨均上调 390、370 元
2012 年 9 月 11 日	汽、柴油每吨均上调 550、540 元
2012 年 11 月 16 日	汽、柴油每吨均下调 310、300 元
2013 年 2 月 25 日	汽、柴油每吨均上调 300、290 元
2013 年 3 月 27 日	汽、柴油每吨均下调 310、300 元

资料来源：国家发改委、财政部

随着国家对资源价格改革步伐的加快，2013 年 3 月，国家发改委出台国内成品油价格机制完善方案。成品油新定价机制通过调整挂靠国际市场原油品种、取消挂靠国际市场油种平均价格波动 4%

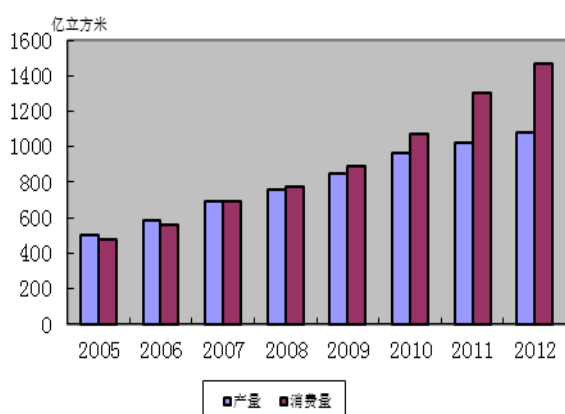
的调价幅度限制以及将调价周期由 22 个工作日缩短至 10 个工作日，使得国内成品油销售价格能及时反映成本价格的变动，有利于国内炼油企业的生产经营。

中诚信证评认为，成品油新定价机制的实施有利于国内炼油企业的生产经营和减亏，但我国原油进口依存度的持续上升以及国际原油价格继续保持高位震荡对国内石油供应安全以及石油加工企业运营仍将带来较大影响。

国内天然气需求继续保持快速增长，对外依存度大幅上升，随着国内天然气管网建设逐步完善以及天然气定价机制改革的逐步推进，未来我国天然气消费需求将保持较快增长，行业发展前景向好

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，自 2005 年以来，中国天然气消费年均增长 14% 以上。2012 年，国内天然气消费量达到 1,471 亿立方米，较上年增长 13%，同期天然气产量为 1,077 亿立方米，同比增长 6.5%，天然气在国内能源消费结构中的比重达 5.4%。

图 3：2005~2012 年中国天然气产量和消费量情况



资料来源：国家统计局，中诚信资讯

随着国内天然气消费的持续快速增长，2012 年我国天然气进口量大幅增加，全年天然气进口量为 425 亿立方米，同比增长 31.1%；同期天然气对外依存度大幅上升，当年天然气对外依存度达 28.9%，较上年增加了 4.6 个百分点。在国内天然气生产增加以及进口量大幅上升的双重影响下，天然气市场供需总体平稳，但由于进口管道气和 LNG 价格同比大幅上涨，天然气进口到岸气价与

销售价仍呈现倒挂现象。

2012 年，国内新增天然气长输管道里程超过 3500 公里，全国干、支线天然气管道总长度超过 5 万公里，目前国内已初步形成西气东输、川气东送、海气登陆、进口管道气和进口液化天然气多渠道多气源多元化联合供气的格局。

在天然气价改方面，自 2011 年 12 月国家推动在广东省、广西自治区开展天然气价格形成机制改革试点以来，天然气价改稳步推进。2012 年 12 月，四川宣布实行新的天然气定价模式，将自产天然气和外购天然气分别定价的方式改为综合定价，除民用和车用 CNG(压缩天然气)价格外全省天然气最高门站价统一一定为 1.98 元/立方米。2013 年，国家发改委又在两会期间表示将在今年全面实施天然气价格改革，试行居民阶梯气价。

从目前试点情况来看，天然气价改的总体思路是按“市场净回值”方法定价，建立天然气与可替代能源价格挂钩调整的机制，最终目标是在上中下游形成市场竞争机制，完善天然气定价机制的形成。天然气价改的推进将有利于上游企业加大天然气的开采供应以及减少进口天然气的亏损，但也将会带动国内气价在未来一段时间内的上涨，同时天然气价改将是一个长期、循序渐进的过程，这在未来较长一段时间内都将对业内企业的生产运营产生重要影响。

根据能源发展战略规划，“十二五”期间国内新增天然气管道 4.4 万公里，将形成连接四大进口通道、主要生产区、消费区和储气库的全国骨干管网输送的格局，届时城市和县城天然气用气人口数量约达到 2.5 亿，约占总人口的 18%，天然气在我国能源消费结构中的比重将提升至 7.5%，未来我国天然气消费需求将保持较快增长。

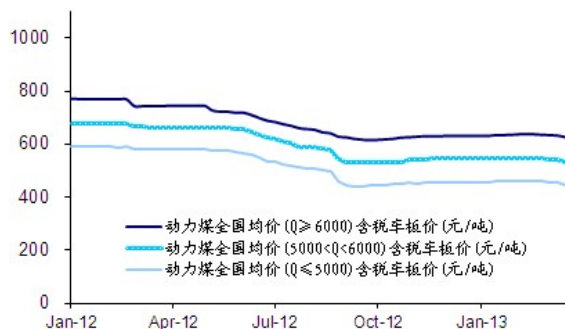
中诚信证评认为，随着国内天然气管网建设逐步完善以及天然气定价改革的逐步推进，天然气消费占我国能源消费结构比重较低的局面亦有望得以改善，未来我国天然气消费需求将保持较快增长，行业发展前景向好。

2012 年煤炭市场产量增速下滑，煤炭企业去库存压力加大，煤价持续下跌，未来一年仍将延续整体供需宽松态势

2012 年我国电力、钢铁、建材、化工等耗煤产业增长趋缓，煤炭需求增长速度也明显减慢。全年全国煤炭产量 36.6 亿吨，比上年增长 4.0%，增速同比回落 4.7 个百分点。同时，煤炭库存居高不下。截至 2012 年末，煤炭企业存煤 8,500 万吨，同比增加 3,120 万吨，较上年大幅增长 58%；重点发电企业存煤 8,113 万吨，同比减少 52 万吨，下降 0.6%，可用天数仍保持在 19 天以上，煤炭企业去库存压力较大。

煤炭价格方面，2011 年 4 季度以来，受国际煤价下跌，电力行业持续亏损等因素影响，动力煤价格上涨面临一定压力，政府对价格的临时干预措施也对煤价产生了一定的抑制作用。另一方面，受宏观经济和固定资产投资增速下滑影响，煤炭价格整体保持回落趋势，尤其是 2012 年 5 月份以来，下游需求不振对煤炭价格的影响凸显，煤炭库存持续上升，煤炭价格快速下跌，截至 2012 年 12 月 28 日，动力煤（5000<Q<6000）全国均价下降至 548 元/吨，较年初下降了 133 元，降幅近 20%。

图 4：2012 年以来我国动力煤运价走势



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

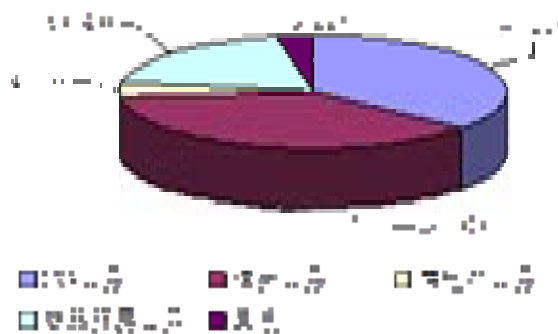
从国内环境看，“十二五”期间我国经济将继续保持平稳较快发展，能源需求呈现稳步增长态势。与之相应的是，我国油气资源相对不足，新能源和可再生能源在能源结构中的比重不足 10%，短期内煤炭主体能源地位还难以改变。目前我国仍处于工业化、信息化、城镇化和农业现代化深入推进时期，煤炭需求将有新的增长，但短期内国内宏观经济仍处于弱复苏阶段，预计 2013 年煤炭需求将保持低

速增长，煤炭市场继续呈现供需相对宽松的态势。

业务运营

2012 年 6 月，公司将控股子公司新疆亚中物流商务网络有限责任公司 76% 股权与控股股东新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司持有的新疆广汇新能源有限公司 26.96% 的股权进行置换后，按规划已全部退出非能源业务。同时，公司能源业务规模逐步扩大，全年实现营业总收入 37.15 亿元，其中，LNG 业务和煤炭业务在公司营业总收入中的占比分别为 36.21% 和 36.97%，商品贸易、房地产和其他业务在公司营业总收入中的占比分别为 19.49%、4.09% 和 3.22%。虽然同比减少 18.55%，但剔除 2011 年房地产相关营业收入 22.29 亿元后，2012 年能源业务收入较上年增长 46.71%。

图 5：2012 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

2012 年，公司 LNG 业务基本保持稳定，销售结构进一步优化，煤炭业务稳步增长，已成为公司收入和利润新的增长点

2012 年，受中石化吐哈油田原料气供气量减少的原因，公司 LNG 自产销量有所下降。全年共生产 LNG 3.13 亿立方米，同比下降 9.80%；销售 LNG 3.14 亿立方米，同比下降 9.25%。在国内天然气销售价格上升的带动下，2012 年公司自产 LNG 销售均价为 2.21 元/立方米，同比增长 5.74%。

表 2：2010~2012 年公司 LNG 产销量明细表

项目	2010	2011	2012
产量（亿方）	2.95	3.47	3.13
销量（亿方）	3.07	3.46	3.14
平均售价（元/方）	1.83	2.09	2.21

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

得益于 LNG 销售价的提升,2012 年公司 LNG 业务实现营业收入 13.45 亿元,营业收入与上年基本持平;当年 LNG 业务毛利率 32.53%,同比上升了 3.65 个百分点,实现营业利润 4.38 亿元,较上年增加 1.43 亿元。

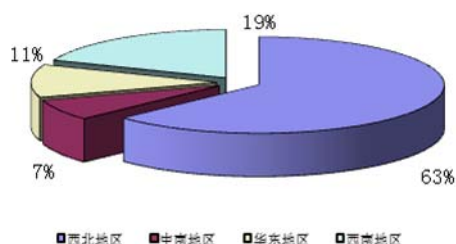
表 3: 2010~2012 年 LNG 业务营业收入及毛利率

项目	2010	2011	2012
营业收入(亿元)	8.54	13.09	13.45
毛利率(%)	25.42	28.88	32.53
毛利率比上年增减(百分点)	-	3.46	3.65

资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

在销售区域方面,2012 年西北地区继续成为公司 LNG 销量最大的区域,销售占比由上年的 56%上升到 63%;西南地区销售占比为 19%,成为公司第二大销售市场;而华东地区 LNG 销售占比由上年的 16%下降为 11%,仍为第三大销售区域;中南地区的销售占比由上年的 19%下降到 7%,销量呈大幅下滑。

图 6: 2012 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

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,通过 LNG 汽车加注站的建设积极拓展 LNG 销售渠道。2012 年公司新建 LNG 汽车、L-CNG 加注站 45 座,已建成投入运营的加注站达 103 座,新推广 LNG 车辆 1,800 辆,目前建站范围已覆盖西北各省区及内地部分省区。

2012 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 2.23%、54.09%和 43.68%。近两年,公司大力发展 LNG 车用燃料市场和居民用气市场,2012 年 LNG 车用燃料市场和居民用气销售占比达 45.91%,较上年增长 20.90 个百分点,LNG 业务销售结构进一步优化。未来随着居民用气等新兴用气市场的开拓以及吉木乃 LNG 工厂等新建项目产能的投放,公司 LNG 业

务将持续增长。

2012 年,公司煤炭业务稳步增长,共完成煤炭外销 689.68 万吨,其中铁销 339.94 万吨、地销 349.74 万吨。全年共实现营业收入 13.74 亿元,较上年增长 93.44%,实现营业利润 5.04 亿元,较上年增加 2.78 亿元,煤炭业务已成为公司收入和利润新的增长点。2013 年,公司计划完成 1,400 万吨煤炭的外销量,公司在哈密和阿勒泰地区已探明煤炭资源量达 36.5 亿吨,充沛的煤炭储量为公司未来煤炭业务的快速增长提供了有力支撑。

2012 年,公司能源战略快速推进,主要能源投资项目有序进行,但需关注其后续大规模投资需求带来的资金压力

2012 年,公司主要能源投资项目有序进行,产运销一体的能源物流体系已逐步形成,能源战略快速推进,已初步形成了以 LNG、煤炭、煤化工、石油为核心产品,能源物流为支撑的天然气液化、煤化工、石油天然气勘探开发三大能源业务板块。

在主要投资项目建设方面,哈密“年产 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚、5 亿方 LNG 项目”已于 2011 年 12 月 8 日举行了竣工投产仪式,并于 2012 年 12 月 5 日打通全部流程全面投产,成功生产出甲醇和 LNG、副产品等全系列产品。2013 年 4 月 6 日,该项目造气车间 A 系列煤气水贮槽发生燃爆引起火灾事故,事故造成损失 5000 万元,虽然主要生产装置和关键设备未受到影响,但预计需 2~3 个月恢复生产,短期内对公司煤化工业务的生产和盈利将产生一定影响。

哈萨克斯坦 TBM 公司上游斋桑项目石油、天然气资源勘探工作已进入试采阶段,完成 43 口油气井的钻探工作,具备向下游工厂供气条件;下游阿勒泰地区吉木乃年产 5 亿方 LNG 项目全面竣工并完成工程验收,具备投料试车条件;与之相配套的中—哈跨境 118.5 公里天然气管线已于 2012 年 12 月全线贯通,等待双方政府批准后正式通气。

在其他能源项目方面,淖柳公路二期全面竣工,年运力增长至 2000 万吨;启东 LNG 转运分销站项目已获得开展前期工作的批复;红淖三铁路一期已列入国家发改委、铁道部落实《国务院新 36

条》的民营项目示范工程，项目审批、工程准备、先期控制性路面、路基附属设施等前期工作正同步推进。

根据公司能源战略规划，未来公司将形成以 LNG 业务为核心、煤化工业务和煤炭销售业务并重的能源发展战略。但由于公司在建、拟建项目投资巨大，未来几年仍有较大规模的资本性支出，其中 2013~2015 年公司资本支出规模将达到 247 亿元，我们将对公司大规模投资需求带来的资金压力予以持续关注。

表 4：2013~2015 年公司主要项目资本支出计划

项目	2013	2014	2015
红淖三铁路项目	65 亿	34.89 亿	--
1,000 万吨/年原煤伴生资源加工与综合利用项目	43 亿	35.08 亿	--
126 座天然气加注站项目	12.14 亿 ¹	--	--
与哈萨克斯坦 TBM 公司合作项目后续投资	1.5 亿美元	1.38 亿美元	1.80 亿美元
启东港口工程项目	3.5 亿	7.5 亿	7.29 亿
富蕴煤炭综合开发前期供水工程	2.34 亿	4.28 亿	--
中卫项目（一期）	2 亿	0.56 亿	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综上所述，公司能源战略快速推进，目前已初步形成具有煤、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，能源主业日益突出。未来随着吉木乃新建产能的释放以及 LNG 汽车加注业务的有序推广，公司 LNG 业务将持续稳定发展。此外，随着能源物流体系的逐步完善，公司煤炭销售将保持较快增长，而哈密煤化工业务的达产亦将有效提升公司能源类业务的营收规模，未来公司能源类业务将呈现向好发展态势。与此同时，中诚信证评也将对各能源在建项目的完工、达产、恢复生产进度以及有关项目探矿权手续的办理进展保持关注。

财务分析

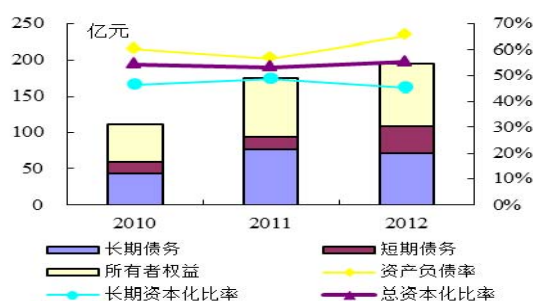
以下财务分析基于广汇能源提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的 2010、2011 年度审计报告以及带有强

调事项段²无保留意见的 2012 年度审计报告。其中 2011 年末财务数据采取 2012 年财务报告期初重述数。

资本结构

随着能源战略的推进，公司能源项目投资规模大幅增加，带动公司资产规模逐步提升，而公司通过非公开发行募集资金以及盈利的增加亦使得其自有资本实力得到进一步增强。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产为 232.12 亿元，同比增长 23.13%，所有者权益达到 87.52 亿元，同比增长了 6.77%。

图 7：2010~2012 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

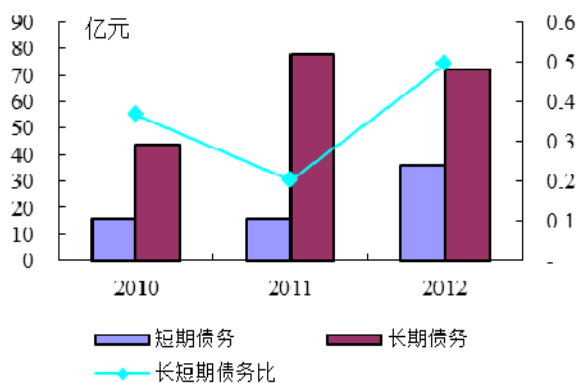
由于资本支出较大，公司债务规模快速增加，负债水平有所上升。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化率分别为 62.29% 和 53.21%，较上年分别上升了 5.78 和 2.03 个百分点。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司的总债务为 108.01 亿元，同比增长 15.87%，债务规模继续较快增长。债务结构方面，2012 年公司长期债务为 72.23 亿元，同比下降 6.84%，短期债务/长期债务指标为 0.50，较上年的 0.20 有所上升，主要是受当年公司短期借款和一年内到期的非流动负债大幅增加所致，短期债务占比有所回升。

² 强调事项为“关于伊吾能源 9% 的股权转让事项实质为矿权转让。虽然 2012 年伊吾能源的股权转让手续均已办理完毕，但伊吾能源尚未取得矿权，且如果 2013 年底前伊吾能源未取得矿权，广汇集团须按承诺原价回购新疆中能颐和所持有伊吾能源的股权，并支付原转让价款的 10% 作为补偿金。截止 2012 年 12 月 31 日，该项交易实质并未完成，应待矿权手续办理完毕后再按企业会计准则的规定进行会计处理。本段内容不影响已发表的审计意见。”

¹ 天然气加注站项目资本性支出计划仅列 2013 年。

图 8：2010~2012 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

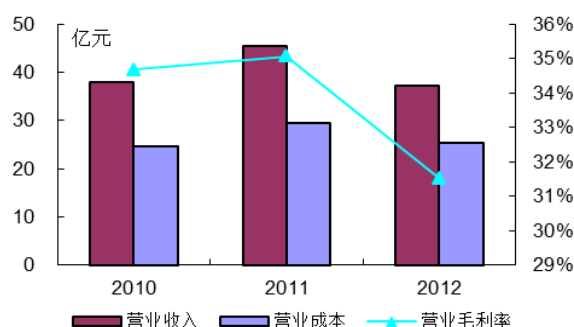
总体看，目前公司的资产负债率适中，债务结构尚属合理。但我们注意到，短期内公司的资本支出规模仍较大，因此公司的债务规模仍将进一步增加，中诚信证评将对公司各资本支出项目的实施进程以及不断增加的债务规模持续关注。

盈利能力

2012 年，公司实现营业总收入 37.15 亿元，同比下降 18.55%，主要受公司剥离非能源业务影响所致。扣除非能源业务影响，当年能源业务收入较上年增长 46.71%，其中 LNG 业务和煤炭业务收入分别增长 2.81%和 93.44%。

从营业毛利率水平看，2012 年公司营业毛利率为 31.53%，较 2011 年的 35.08%下降了 3.55 个百分点，主要因公司剥离非能源业务中房地产业务毛利较高影响所致。

图 9：2010~2012 年公司收入、营业毛利率情况

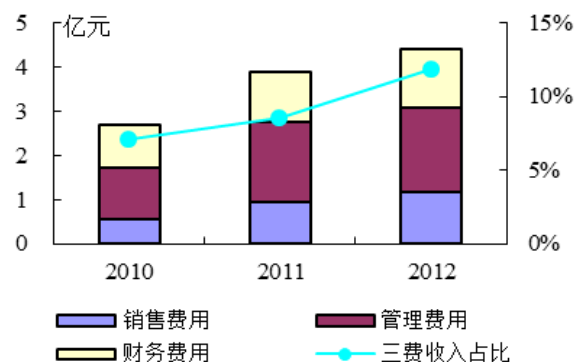


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2012 年公司期间费用合计为 4.40 亿元，同比增长 12.94%，占营业总收入的比重为 11.84%，同比上升了 3.3 个百分点。公司销售费用 1.16 亿元，同比增长 22.24%，主要是受煤炭销售业务支付的运输费用增加以及业务规模扩大

后销售人员工资、差旅费增长所致；由于公司业务规模扩大以及控股子公司增加，公司的人员费用亦有所增长，当年管理费用为 1.93 亿元，同比增长 7.59%；公司财务费用 1.31 亿元，同比增长 13.57%。

图 10：2010~2012 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

2012 年，受公司转让亚中物流 19%股权取得 3.79 亿元收益的影响，当年公司获得投资收益 4.67 亿元，较上年增加 3.51 亿元。

由于剥离非能源业务，公司收入规模出现大幅减少，营业毛利率亦有所下降，但得益于投资收益的增加，2012 年公司实现净利润 9.85 亿元，较上年增长了 2.33%；同期所有者权益收益率 11.25%，较上年下降了 0.49 个百分点。

总体看，在剥离非能源业务后，公司收入规模和营业毛利率都出现下降，但得益于投资收益的增加，公司的盈利保持基本稳定。同时我们也注意到，随着公司能源战略转型的加快，未来 LNG 业务、煤化工业务和煤炭销售业务将成为其重要的业务增长点，因此公司煤炭销售进度、新建能源项目是否按期达产将对公司业务规模和盈利能力产生较大影响，我们将对此保持持续关注。

偿债能力

随着能源战略的推进，公司能源投资项目增多，2012 年公司资本支出显著增加，总债务规模快速增长。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总债务和净债务分别为 108.01 亿元和 86.73 亿元，同比分别大幅增长了 15.87%和 35.71%。

从现金流看，2012 年公司经营活动产生的净现金流为 4.07 亿元，同比下降 18.86%。2012 年公司 EBITDA 保持了稳定增长，达到了 16.81 亿元，同比增长 4.80%。由于公司能源投资项目增多，债

务规模扩大，利息支出有所增加，2012 年 EBITDA 利息保障倍数由 2012 年的 3.19 倍下降到 2.49 倍；经营净现金流利息保障倍数也由 2011 年的 1.00 倍下降到 0.60 倍。

从其他偿债指标看，由于 2012 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 2011 年的 5.81 和 18.56 增长到 6.42 和 26.51，盈利和现金流对债务的覆盖能力大幅下降。由于公司 2013 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 5：2010~2012 年公司部分偿债指标

财务指标	2010	2011	2012
总债务/EBITDA (X)	4.87	5.81	6.42
总债务/经营净现金流 (X)	11.53	18.56	26.51
EBITDA 利息保障倍数 (X)	3.65	3.19	2.49
EBITDA/短期债务 (X)	0.76	1.02	0.47
经营净现金流利息倍数 (X)	1.54	1.00	0.60
总资本化比率 (%)	54.23	53.21	55.24
长期资本化比率 (%)	46.42	48.61	45.21

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 2012 年 12 月 31 日，公司共获得银行综合授信额度为 140.29 亿元，未使用授信额度 63.38 亿元。

或有事项方面，截至到 2012 年 12 月 31 日，公司及子公司抵押、质押的总资产为 25.06 亿元，其中对外抵押 23.34 亿元，对外质押为 1.72 亿元；此外，公司尚有 58 件未决诉讼，但涉及金额不大，对公司影响有限。

截至到 2012 年 12 月 31 日，公司对控股子公司担保 61.09 亿元，对外担保金额 0.16 亿元，担保合计 61.25 亿元，占公司 2012 年底净资产（不含少数股东权益）的 75.63%。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

本期债券由广汇能源之控股股东新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司以其下属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 2012 年 12 月 31 日，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。

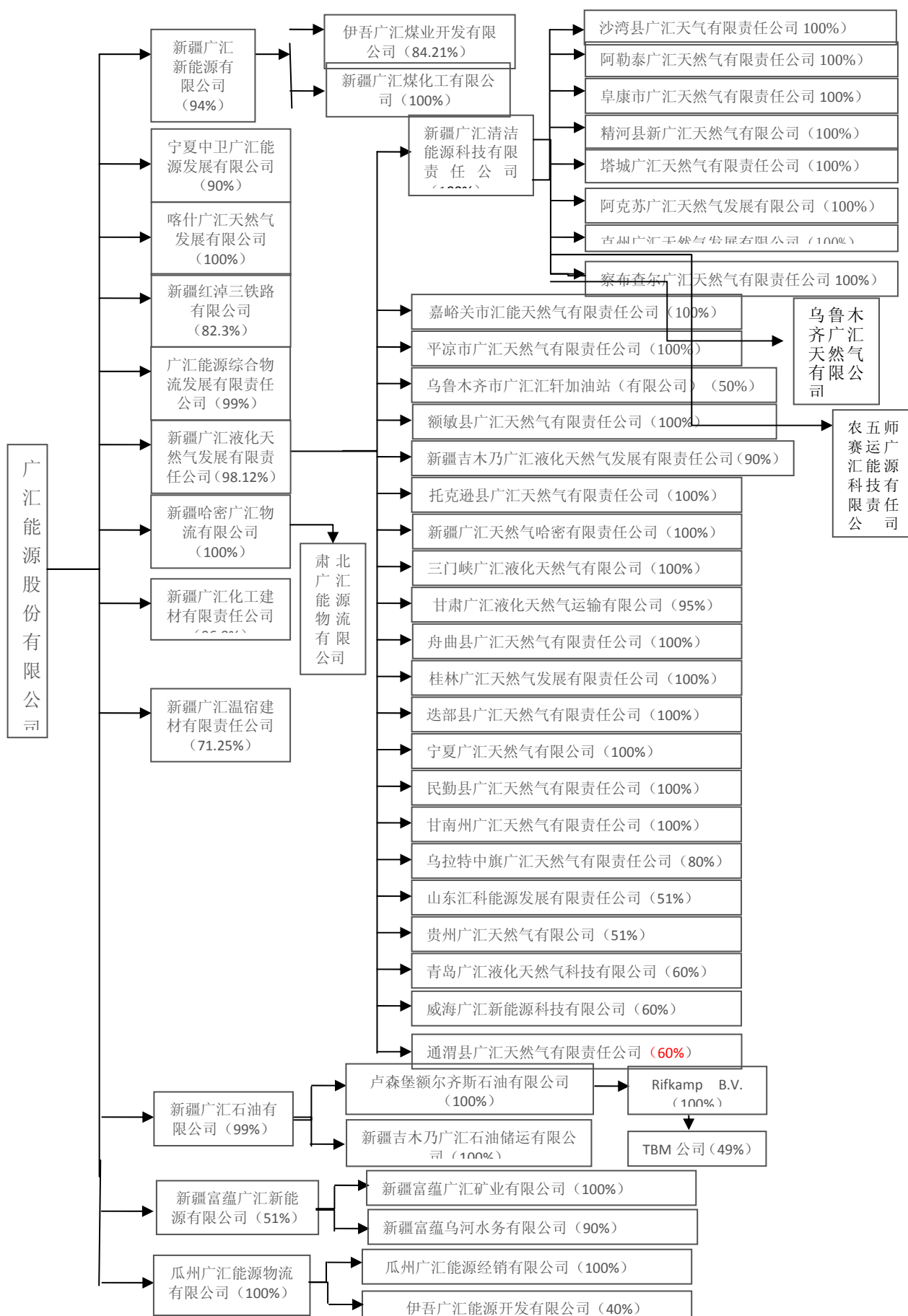
结 论

中诚信证评评定本次公司债券信用等级为 AA^+ ，维持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：广汇能源股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 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）	2010	2011	2012
货币资金	80,063.94	287,654.80	190,636.68
应收账款净额	33,428.58	92,328.67	42,294.83
存货净额	85,653.70	35,219.40	36,720.88
流动资产	252,884.61	505,991.59	552,624.44
长期投资	36,897.85	1,027.98	27,267.78
固定资产合计	872,068.09	1,210,095.16	1,493,032.39
总资产	1,268,216.72	1,885,144.66	2,321,232.67
短期债务	160,996.11	156,786.61	357,822.57
长期债务	437,888.75	775,388.77	722,324.43
总债务（短期债务+长期债务）	598,884.86	932,175.38	1,080,147.00
总负债	762,750.25	1,065,371.28	1,446,001.53
所有者权益（含少数股东权益）	505,511.47	819,773.39	875,231.14
营业总收入	378,944.65	456,110.85	371,523.59
三费前利润	115,933.38	142,921.11	108,166.72
投资收益	1,688.47	11,620.66	46,678.19
净利润	68,626.64	96,253.28	98,504.47
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	122,885.90	160,416.60	168,121.30
经营活动产生现金净流量	51,937.92	50,221.23	40,749.26
投资活动产生现金净流量	-346,577.82	-347,658.68	-213,403.02
筹资活动产生现金净流量	287,869.75	518,284.31	64,188.09
现金及现金等价物净增加额	-7,254.09	220,810.22	-108,815.85
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	34.68	35.08	31.53
所有者权益收益率（%）	13.58	11.74	11.25
EBITDA/营业总收入（%）	32.43	35.17	45.25
速动比率（X）	0.60	1.78	0.74
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.05	0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.32	0.32	0.11
经营活动净现金/利息支出（X）	1.54	1.00	0.60
EBITDA 利息倍数（X）	3.65	3.19	2.49
总债务/EBITDA（X）	4.87	5.81	6.42
资产负债率（%）	60.14	56.51	62.29
总资本化比率（%）	54.23	53.21	55.24
长期资本化比率（%）	46.42	48.61	45.21

注：1、2010~2012 年财务数据来源于经审计的 2010、2011 和 2012 年度财务报告，其中 2011 年末财务数据采取 2012 年财务报告期初重述数；

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。

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