



信用等级通知书

信评委函字[2015] 190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拟发行的“广汇能源股份有限公司2015年公开发行公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一五年八月二十八日

广汇能源股份有限公司 2015 年公开发行公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	广汇能源股份有限公司
发行规模	人民币 20 亿元 (含 20 亿元)
债券期限	5 年, 在第 3 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	固定利率, 由发行人与主承销商根据网下向合格投资者的询价结果在预设区间范围内协商确定。
付息方式	单利按年付息, 到期偿还本金并支付最后一期利息。

概况数据

广汇能源	2012	2013	2014	2015.H1
所有者权益 (亿元)	87.52	101.68	125.87	129.93
总资产 (亿元)	232.12	289.60	376.36	400.42
总债务 (亿元)	109.74	148.18	200.34	221.94
营业总收入 (亿元)	37.15	48.05	67.17	28.88
营业毛利率 (%)	31.53	36.09	33.39	32.08
EBITDA (亿元)	16.81	21.21	32.33	13.31
所有者权益收益 (%)	11.25	7.41	13.38	6.38
资产负债率 (%)	62.29	64.89	66.56	67.55
总债务/EBITDA (X)	6.53	6.99	6.20	8.34
EBITDA 利息倍数 (X)	2.49	2.57	2.87	2.03

注: 1、所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益。
2、2012 年末财务数据采取 2013 年财务报告期初重述数。
3、2015.H1 的所有者权益收益、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

分析师

刘 兰 lanlan@ccxr.com.cn
胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn
郭若愚 rsguo@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2015 年 8 月 28 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 评定“广汇能源股份有限公司 2015 年公开发行公司债券”信用等级为 AA⁺, 该级别反映了本期债券的信用质量很高, 信用风险很低。

中诚信证评评定广汇能源股份有限公司 (以下简称“广汇能源”或“公司”) 主体信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 该级别反映了广汇能源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。中诚信证评肯定了公司 LNG 业务快速发展、煤化工业务运行状况好转、取得斋桑油气区块控制权和原油非国营贸易进口资质、能源一体化战略稳步推进、业务前景广阔等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时, 中诚信证评也关注到能源资源价格波动、公司在建项目进度和达产情况存在一定不确定性、债务规模持续增长以及未来仍存在较大资金投入需求等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

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。
- 能源转型基本实现。公司形成以 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。未来随着多个生产项目的分批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、煤化工产品生产和煤炭综合利用以及能源运输和终端销售的综合业务框架。
- 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。

- 石油业务取得重大突破。2014 年公司取得了对斋桑油气区块的控制权，其后又取得了原油非国营贸易进口资质，石油业务取得重大突破。获取原油非国营贸易进口资质有利于充分发挥公司控股斋桑油气区块的资源优势，增强公司经营实力。

关 注

- 大宗商品价格波动。2014 年下半年以来，LNG 进口现货价格随油价一路下滑，导致国内自产 LNG 直接面临着 LNG 进口现货的价格竞争，并且原油价格暴跌带来的替代能源低价挤压也对 LNG 需求造成一定的不利影响；同时，煤炭及煤化工商品价格下跌也对公司盈利产生了一定冲击。
- 重点在建项目能否按期推进、达产情况存在一定的不确定性。目前公司部分重点投资项目资金需求较大、相关手续繁杂，项目能否按计划推进和达产情况存在不确定性，同时亦需关注有关项目探矿权手续的办理进展。
- 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，其中 2015 年三季度到 2017 年公司计划资本支出规模约 244.16 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 6 月 30 日，公司总债务达到 221.94 亿元，较上年末的 200.34 亿元继续增长了 10.78%，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。

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，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

广汇能源股份有限公司（以下简称“广汇能源”或“公司”）的前身是成立于 1995 年 1 月的广汇晨晖花岗岩石材开发有限公司（以下简称“广汇晨晖”），是经乌鲁木齐经济技术开发区管理委员会和自治区对外贸易经济合作厅批准设立的有限责任公司。1999 年 3 月 14 日，经新疆维吾尔自治区人民政府新政函[1999]40 号文批准，广汇晨晖通过整体变更方式发起设立了新疆广汇石材股份有限公司，后者于 2012 年 6 月更为现名。2000 年 4 月，经证监会核准（证监发行字[2000]414 号），公司于 2000 年 4 月 21 日向社会公开发行了人民币普通股股票 5000 万股，并于 2002 年 5 月 26 日在上海证券交易所挂牌上市交易，股票简称“广汇股份”，证券代码 600256。后经多次增资扩股后，截至 2015 年 6 月 30 日，公司总股本为 52.21 亿股，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”)持有广汇能源 21.99 亿股，占公司总股本的 42.12%，系公司的控股股东。广汇集团经过 20 余年的发展，目前已形成了“能源开发、汽车服务、房产置业”三大支柱产业，已成为中国最大的陆基 LNG 生产和供应商、中国最大的汽车服务企业之一以及新疆地区最大的房地产开发企业。截至 2015 年 6 月 30 日，孙广信先生持有广汇集团 71.73% 的股权，系广汇能源的实际控制人。

公司相继进入液化天然气、煤化工和煤炭开发、石油天然气勘探开发领域，同时逐步退出了原有的房地产、商品批发零售贸易、商业物业租赁、石材和塑钢门窗等非能源业务；于 2012 年成功转型为以能源物流为支撑、液化天然气（LNG）、煤炭、煤化工三大业务板块的专业化能源开发上市公司，成为国内同时具有煤、油、气三种资源的唯一一家民营企业。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 376.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 125.87 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 66.56% 和 61.41%。2014 年公司实现营业收入 67.17 亿元，净利润 16.84 亿元，经营活动净现金流 5.44 亿元。

截至 2015 年 6 月 30 日，公司总资产为 400.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 129.93 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 67.55% 和 63.07%。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 28.88 亿元，净利润 4.14 亿元，经营活动净现金流 9.29 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	广汇能源股份有限公司 2015 年公开发行公司债券
发行总额	不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）
债券期限	5 年，在第 3 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权
票面金额和发行价格	每张面值 100 元人民币，按面值平价发行
债券利率	固定利率，由发行人与主承销商根据网下向合格投资者的询价结果在预设区间范围内协商确定。
付息方式	单利按年付息，到期偿还本金并支付最后一期利息。

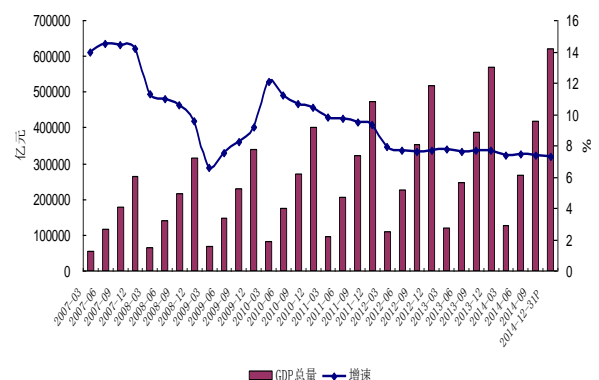
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

募集资金用途

本期公司债募集资金总额不超过 20 亿元人民币，本次发行公司债募集的资金总额扣除发行费用后拟用于偿还银行借款（包括公司控股子公司借款）、补充流动资金。

宏观经济和政策环境

图 1：我国 GDP 及增长



资料来源：国家统计局

2014 年，受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、房地产市场降温、产能过剩依然严重等多重因素影响，我国经济增长步伐较去年同期有所放缓，3 月份以来，随着加快高铁等基础设施建设、大力支持棚户区改造、进一步扩大小微企业减税力度以

及定向降准等一系列微刺激政策的实施，宏观经济由一季度的明显下滑逐步趋于稳定。2014 年全年 GDP 增长 7.4%，增速较上年低 0.3 个百分点。

从需求角度来看，需求结构呈现投资增长趋缓，消费及出口相对稳定的特点，最终消费需求对经济增长的贡献较上年同期有所上升。受房地产调整、制造业需求疲弱等影响，房地产投资、制造业投资增速下降带动整体投资增速基本逐月递减；而网络购物、电子商务等新兴消费业态带动消费平稳增长；随着美国等主要贸易伙伴经济有所改善，出口有所恢复，而受国内需求不足影响，进口贸易状况低于预期，进出口贸易顺差增速有所改善。从产业来看，受到需求放缓、价格下跌和产能过剩等因素的影响，工业生产总体呈回落态势。从先行指标来看，下半年以来 PMI 指数虽然运行在 50% 荣枯线以上，但基本连续回落，工业仍将面临较大下行压力。服务业持续保持高于第二产业的速度发展，产业结构持续优化；通胀水平稳中趋降，各领域价格持续分化。消费者价格指数涨幅明显回落，生产领域价格持续低迷。

货币政策方面，2014 年央行坚持稳中求进的总基调，实施稳健的货币政策，创新调控思路和方式，在坚持区间调控的基础上，实施定向调控，出台了系列“微刺激”政策以及不对称降息，尤其是在流动性紧张的年末，实施了 SLO、不完全 MLF 续作并对存款口径进行调整，有效应对多种因素引起的资金波动。2014 年，全社会融资总额 16.46 万亿元，其中，新增人民币贷款、企业债融资以及非金融企业境内股票融资占比年内不断提升，继续加大金融体系服务实体经济力度。预计 2015 年货币政策稳中趋松，调控工具将以总量工具为主，综合考虑中国目前的通胀水平以及经济增长情况，年内预计将有 1-2 次降息，若干次降准以及 SLF、SLO 等。此外，资本市场将延续反弹，而随着利率市场化进程推进，人民币汇率双向波动机制将进一步健全。

财政政策方面，受经济增长趋缓、结构性减税、房地产调整等因素综合影响，2014 年我国财政收入增长有所减慢，增速由年初的 13% 迅速回落至一季度的 9.3%，二季度以来稳定至 8.3% 左右。与此同时，财政支出保持刚性增长，11 月中央财政支出增

长 10.1%，虽然增速有所放慢，但持续高于财政收入增长，财政收支压力不减。2015 年，预计采取积极的财政政策，加大稳增长力度，财政赤字略有扩大，财政支出结构更加侧重铁路、保障房建设、农村基础设施、生态环境保护和节能减排等民生和重点领域，进一步发挥政府投资的引领作用。

2015 年，房地产市场调整、财政金融风险、地方政府债务累积以及产能过剩等对宏观经济、金融稳定带来了一定的压力。中诚信证评认为，在“低增长、低通胀”背景下，基于“稳增长”的需要，社会经济仍然面临较大的调整和再平衡的压力。改革的不断深入有利于实现社会资源的合理配置，协调稳增长与调结构之间的关系，使得社会经济进入新的平衡期。

中央管理层的经济治理更看重增长质量，以去杠杆化、结构性改革为调控核心。而 2015 年是“十二五”规划的收官之年，也是全面推进依法治国的开局之年，更是全面深化改革的关键之年。随着改革路线图的推出，全方位的体制机制改革将不断展开，改革已经迈入落地攻坚期。中诚信证评认为，围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革，土地征用制度改革、财税金融体制改革、“国退民进”、国有企业改革、政府职能转变、资本市场等重点领域的改革工作都将不断推动。阻碍市场发挥作用的壁垒将进一步打破，垄断行业、特许经营、对外投资等领域的改革将加快推进，市场机制将会进一步发挥作用。全面深化改革将释放新的动力和活力，更大地激发发展的内生动力，为实现新常态下经济社会发展提供动力。中诚信证评认为，宏观调控和改革将对我国经济面临的下行压力起到缓解作用，总体上 2015 年中国经济将进一步趋缓。

行业分析

国内天然气需求的持续增长带动国内 LNG 产能一直保持高速增长，但 2014 年以来受国内经济增速下降和下游替代能源低价挤压等的不利影响，LNG 需求明显放缓，国内 LNG 过剩趋势显现，并且对 LNG 进口限制的放开也给上游厂商带来了一定冲击

天然气是贮存于地层较深部的一种富含碳氢

化合物的可燃气体，其主要成分为甲烷，是当前三大石化能源之一，主要用于城市燃气、工业燃料、天然气发电和天然气化工。由于天然气热利用效率高，燃烧后不含硫氧化物、氮氧化物及一氧化碳等有害物质，因此其污染物排放要低于煤炭、石油。LNG（液化天然气）系天然气的液态，其体积仅为气态时的 1/625，天然气液化后可大幅减少储运空间、降低物流成本，同时还具有更为灵便的运输方式和更高的燃烧性能。

随着我国城市化进程的推进，城镇人口数量持续增长，对提高城市燃气普及水平以及能源利用效率的要求不断加深。2014年我国天然气绝对消费量为1,761亿立方米，同比增长7.4%。根据国家发改委印发的《天然气发展“十二五”规划》，到2015年，我国城市和县城天然气用气人口数量约为2.5亿，约占总人口的18%；我国天然气消费量将达到2,650亿立方米。未来相当长一段时期内，我国天然气需求将继续处于快速增长阶段。然而我国受“富煤、少油气”的资源格局限制，天然气在一次能源消费中占比一直较低，2014年为6.0%，与国际24%的平均水平存在较大差距。目前我国天然气消费呈现明显的资源驱动特征，气源是制约我国天然气消费的主要因素，未来随着我国国产天然气产量增加，天然气消费市场增长空间较大。

天然气储量方面，2014年我国常规气量为1,250亿立方米。同时我国每年探明的新增储量也保持在一定规模，根据国土资源部发布的数据显示，2012年和2013年我国天然气新增储量9,612.2亿立方米和6,164.33亿立方米，2014年新增探明储量超过5,000亿立方米，这为我国未来天然气产量的增长打下了良好的储量基础。天然气开采方面，长庆气区、川渝气区、塔里木气区及海洋气区四大气区仍是我国主要的天然气生产基地，此外煤层气、页岩气和煤制气产量的工业化投产将对未来天然气供应形成一定的补充。

燃气行业产业链已经形成了天然气生产/进口→长线运输→城市域网配送/分销三个环节。天然气生产/进口进入壁垒很高，基本由中石油、中石化及中海油控制，外资和民营资金少有参与；长线运输也基本由中石油、中石化及中海油垄断，还有一些

生产或进口液化天然气企业利用公路运输，对管道燃气形成一定补充；城市域网配送与分销由政府授权，城市燃气运营商管道专营，属于市场开放的领域。

就我国燃气供气来源而言，目前已建成的天然气输气管道包括西气东输一线、西气东输二线、川气东送管线、中缅管线、陕京一线、陕京二线、忠武线和涩宁兰管线等，上述输气管道的年输气能力已接近1,500亿立方米。从目前我国天然气供需情况来看，虽然我国在上海、广东、福建等地新建了多个液化天然气（LNG）项目以缓解气量不足并调节供应峰谷，但仍不能满足需求，近年来我国天然气进口依存度仍不断增加，2014年我国天然气进口量达到595亿立方米，同比增长11.0%。

表 2：我国已建成的天然气输气管道

线路	主气源	主干线途经地区	设计输气能力(亿立方米/年)
西气东输一线	新疆塔里木盆地	新疆、甘肃、宁夏、陕西、山西、河南、安徽、江苏、上海、浙江	120
西气东输二线	新疆霍尔果斯口岸	新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、广西	300
西气东输三线	新疆霍尔果斯口岸	新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、福建	300
西气东输二线轮南支干线	新疆塔里木盆地	新疆、甘肃	120
涩宁兰	柴达木盆地	青海、甘肃、宁夏	20
中贵线	塔里木盆地	宁夏、甘肃、陕西、四川、重庆、贵州	150
中缅管线	缅甸近海油气田	由中缅边境进入云南省	120
川气东送管线	四川普光气田	四川、重庆、湖北、安徽、浙江、江苏、上海	120
陕京一线	内蒙古长庆气田	陕西、山西、河北、北京	33
陕京二线	内蒙古长庆气田	陕西、山西、河北、北京	170
忠武线	四川盆地	重庆、湖北、湖南	30
合计	-	-	-

资料来源：中诚信证评整理

我国对天然气的需求持续增长，使得国内LNG产能一直保持高速增长，2008~2014年产能的复合增长率达到了51%，而当前需求增速却难以跟上产能增长，使得国内LNG出现了过剩趋势。截至2014

年末，我国国产LNG项目已投产能达6,374万立方米/天，较2013年底3,845万立方米/天的产能大幅增加2,529万立方米/天，增幅达66%。2014年我国LNG表观消费量（不包含进口LNG气化进管网部分）约为121亿立方米，较2013年增长约45%，但是远低于产能增幅。2014年以来我国LNG市场供大于求的局面逐步加剧，一方面国产LNG项目和进口LNG接收站项目陆续投产，但下游在国内经济增速下降、原油价格暴跌带来的替代能源低价挤压的双重影响下，2014年末以来LNG需求已明显放缓，甚至在传统的需求旺季价格也无明显起色。2015年以来，LNG市场仍旧持续低迷，导致国产LNG工厂开工率一度偏低。

基于进口天然气价格相对便宜，近年来我国天然气对外依赖度一直较高，2014年我国天然气进口量达到595亿立方米，同比增长11.0%。2014年2月，发改委发布了《天然气基础设施建设与运营管理办法》，从政策层面自上而下为民企参与LNG进口打通了渠道。对LNG进口限制的放开给国内LNG上游生产厂商带来一定冲击，低价进口LNG涌入市场可能会使液厂被迫陷入价格战，在市场价格、产品质量、市场渠道等多方面面临更为激烈的市场竞争；但另一方面，LNG售价降低也将扩大油气价差，有助于LNG交通用气发展，并带动加气站建设布局。

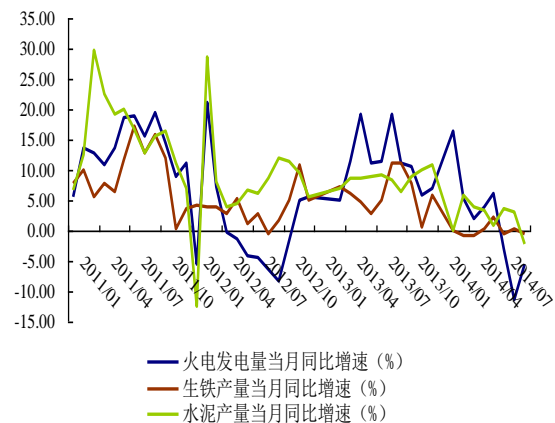
总体来看，目前我国大多数地区天然气消费水平偏低，其中气源仍是制约国内天然气需求的主要因素。而随着西气东输、川气东送、中缅管线等在内的国家重点工程建成投产，我国天然气管网逐步完善，天然气利用水平将进一步提高。不过短期内仍需关注国内LNG需求明显放缓、LNG过剩趋势显现以及LNG进口限制放开等因素给上游厂商带来的不利影响。

在国内经济增速放缓的背景下，2014年我国煤炭产量首次出现下降，市场需求不足，煤炭价格大幅下滑。另一方面，政府加大力度调控煤炭总量，优化产业布局，有利于促进促进煤炭工业提质增效升级。

我国煤炭需求主要集中在电力、冶金和建材行

业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在80%左右。2011年四季度开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，煤炭价格下跌，煤炭行业景气度持续下滑。

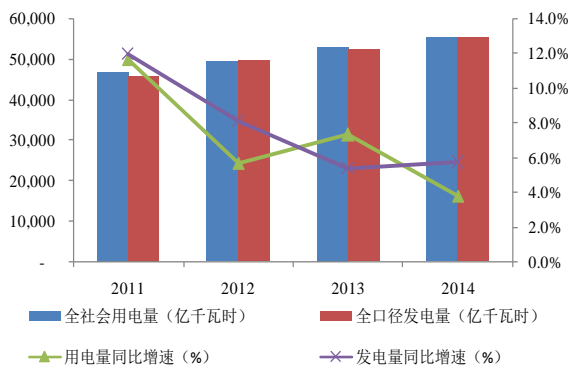
图2：2010年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重接近50%，对煤炭行业的发展影响最大。2012年以来，随着宏观经济增长逐步放缓，全社会用电量增速随之下降，2012-2014年全国全社会用电量分别为4.96万亿千瓦时、5.32万亿千瓦时和5.52万亿千瓦时；同期全口径发电量分别为4.98万亿千瓦时、5.24万亿千瓦时和5.54万亿千瓦时，2014年全国发电量同比增长4%，但其中火电发电量同比下降了0.3%。在电源结构方面，以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位，从2001年至今火电装机容量占电力装机总容量的比重一直保持70%左右。另一方面，近年来随着并网风电、太阳能以及核能的规模逐步扩大，新能源在电力供应中的占比有所提升；2014年并网风电占总装机容量的7.05%，并网太阳能占比1.95%，核能占比1.46%，当年合计占比已突破10%，预计未来该比例仍将保持增长。电厂库存方面，受火电发电量低迷以及冬季储煤影响，截至2014年12月31日，全国重点电厂的电煤库存为9,464万吨，可用天数为24天，虽逐步回落但处于较高水平。

图 3：近年来我国电力消费与发电量增长情况



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信证评整理

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的 17% 左右。近几年，随着固定资产投资的增长，生铁产量自 2009 年 6 月开始保持了年 10% 以上的快速增长。2011 年四季度开始，受房地产调控政策、信贷紧缩政策以及汽车市场低迷的影响，钢铁下游需求放缓，钢铁价格大幅下跌，部分钢厂开始减产或检修，行业开始进入去库存化阶段。2011~2013 年我国粗钢产量分别为 6.82 亿吨、7.17 亿吨和 7.79 亿吨，同比分别增长 8.89%、4.70% 和 7.60%。2013 年钢铁行业终端需求增速依然较低，钢铁行业依旧处于“寒冬”期，同期我国粗钢产量同比增长 7.60%，增幅同比提高 2.90 个百分点，虽产量增速较上年有所恢复，但考虑到企业和社会库存均保持在较高水平，实际消费量增速远低于此水平。2014 年我国固定资产投资增速小幅下滑，特别是房地产行业进入下行调整期，受此影响，2014 年国内粗钢产量为 8.2 亿吨，同比增长仅 0.9%，增幅同比大幅下降 6.7 个百分点。短期内钢铁市场仍将维持弱势运行，进而传导至煤炭行业，对焦煤价格形成一定下行压力；长期来看，随着国家对环保政策要求的日益趋严，环保手段或将成为逐步淘汰过剩落后钢铁产能的有效手段，未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求增速也将有所放缓。

水泥行业耗煤量占煤炭总产量的比重一直稳步上升，目前约为 13% 左右。受益于近十年中国主要依靠基础设施建设和房地产拉动的经济增长模式，水泥产量年同比增幅均保持了 10% 以上的增速。2011 年四季度开始房地产调控政策和信贷紧缩政策对水泥行业的影响已经显现，水泥下游需求减少，价格出现下降。2012 年水泥产量达到 22.1 亿吨，同

比增长 5.3%，增幅同比下降了 10.8 个百分点。2013 年房地产和基础设施建设保持较高增速，全国水泥产量实现 24.2 亿吨，同比增长 9.3%，增幅同比增长 4 个百分点。2014 年以来，在固定资产投资、房地产投资增速双双下滑的背景下，水泥市场需求整体偏弱，全年全国累计实现水泥产量 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，水泥产量增速快速下滑。

煤炭环保政策方面，2013 年 9 月至今，政府陆续发布若干限制燃煤使用量的政策，并显示出较强的治理空气质量的决心。中诚信证评认为，煤炭主要下游行业均为产能过剩、高能耗、高污染的行业，在政府治理空气质量的政策影响下，其产能将进一步受到限制，煤炭消费量将承压；此外，缺乏就地转化能力的劣质煤生产企业将面临较大的政策风险。

表 3：煤炭行业主要环保政策

时间	政策名称	内容
2013.9	《大气污染防治行动计划》	到 2017 年，煤炭占能源消费总量比重降低到 65% 以下，其中京津冀、长三角、珠三角等区域力争实现煤炭消费总量负增长，通过逐步提高接受外输电比例、增加天然气供应、加大非化石能源利用强度等措施替代燃煤
2013.9	《京津冀及周边地区落实大气污染防治行动计划实施细则》	到 2017 年底，北京市、天津市、河北省和山东省压计划削减煤炭消费总量 8,300 万吨
2014.3	李克强总理在第十二届全国人大二次会议上的政府工作报告	政府要“出重拳强化污染防治”和“推动能源生产和消费方式变革”
2014.9	《商品煤质量管理暂行办法》	对商品煤相关质量指标进行了明确规定，对于在中国境内远距离运输（运距超过 600 公里）的商品煤，其发热量、灰分、硫分还要满足更严格的指标要求，其中褐煤发热量需要大于等于 16.5MJ/kg
2014.9	《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014—2020 年)》	全国新建燃煤发电机组平均供电煤耗低于 300 克标准煤/千瓦时；优化区域煤电布局，低热值煤电项目原则立足本地消纳；2020 年前力争淘汰落后火电机组 1000 万千瓦以上

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

近年来宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，煤炭行业景气度明显下滑；特别是进入 2014 年以来，在固定资产投资，特别是房地产投资增速双

下滑的影响下，主要耗煤行业景气度进一步下降，煤炭行业的需求持续疲弱；此外，目前政府治理大气污染决心较大，政府或以治理雾霾加快倒逼能源结构变革，限制钢铁、水泥等下游行业产能和耗煤量，煤炭特别是劣质煤消费量势将进一步承压。

供给方面，2014年我国原煤产量为38.7亿吨，同比下降2.5%，是自1998年国家统计局发布年报数据以来的首次下降。2014年，在煤炭市场需求不旺、产能建设超前、进口规模依然较大等多重因素影响下，煤炭市场供大于求矛盾突出，库存增加，产能利用效率低下，效益下滑，企业经营压力加大，煤炭企业生产积极性有所下降；另一方面，国家严格治理违法违规煤矿生产建设、治理不安全生产、超能力生产和限制劣质煤生产与消费，煤炭产量盲目增长的势头将得到遏制，也致使全年原煤产量有所下降。

图 4：2014 年国内煤炭价格变化情况



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

煤炭价格方面，2014年我国煤炭市场价格从年初开始大幅下滑，直至当年10月份以后，受煤炭产量调控的影响，煤炭价格才小幅回升。2014年初中国煤炭价格指数为161.8点，年末达到137.8点，降幅达到14.83%。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，动力煤价格自年初开始持续下跌，于8月份跌至年内最低点后出现止跌企稳回升态势。当年12月，秦皇岛动力煤市场均价为455元/吨，较8月份的年内低点回升了8.33%，但同比仍下降8.16%。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，炼焦煤市场经

历了1-10月持续回落，8月以后在煤炭市场季节性回暖预期支撑下，炼焦煤价格逐步显现反弹迹象。

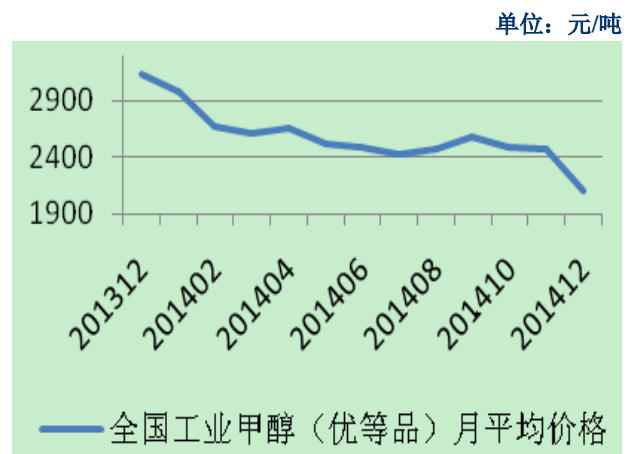
根据国家能源局煤炭司的数据，截至2014年11月末，全国现有生产煤矿6,816处、产能31.26亿吨/年；其中120万吨/年及以上大型煤矿722处、产能20.81亿吨/年，占全国煤矿数量的10.6%、总产能的2/3；30万吨/年至120万吨/年的中型煤矿1,219处、产能6.62亿吨/年，占全国总数的17.9%、产能的21.2%；而30万吨/年及以下小型煤矿4,875处、产能3.82亿吨/年，分别占全国总数的71.5%、产能的12.2%。2014年全国共关闭小煤矿1,509处。2015年国家安监总局和国家煤监局将继续加大落后小煤矿的关闭力度，力争再关闭1,000处以上，到2015年底全国煤矿控制在1万处以内。政府加大力度调控煤炭总量，优化产业布局，有利于促进煤炭工业提质增效升级。

总体来看，政府调控已初见成效，2014年煤炭产量有所下降，煤矿产能建设过度问题有所好转，市场供需矛盾略有缓解，煤炭价格逐步呈现止跌企稳态势，但“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，行业企业利润水平处于低位。

延续2013年煤化工行业景气度不佳的态势，2014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。

图 5：2014 年国内工业甲醇（优等品）价格变化情况



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

受行业整体产能过剩的影响,2014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。2014年中国甲醇生产企业330家,较去年新增18家,新增产能超900万吨,总产能超过6,400万吨,产能增长率达到16.07%,仍保持稳定增长。同年,甲醇全国产量3,740.7万吨,同比增加26.2%,产能利用率约为58%,同比上升约8个百分点,产能过剩情况较上年有所好转。价格方面,2014年,甲醇市场并未延续2013年下半年的上涨行情,而是转为震荡下行的态势,整体下跌了30.97%,其上半年跌幅较大,下跌了19.88%,主要系由于国内甲醇装置开工率处于较高水平,但下游市场需求不旺,市场内库存积压,造成甲醇价格下滑。此外,甲醇价格分别在年初达到年内高点3,129元/吨,12月下旬达到年内低点2114元/吨,年内高点与低点价差近1,015元/吨。

总体来看,2014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。

竞争实力

资源优势显著

随着公司向清洁能源主业逐步转型,公司对上游资源的需求日益提升,而新疆及周边地区充沛的天然气和煤炭储量为公司业务发展提供了良好的资源储备支持。具体看,天然气方面,根据第三次全国石油天然气资源的评估结果,新疆准噶尔、塔里木、吐哈三大盆地天然气预测资源量10.3万亿立方米,占全国陆上天然气资源量的34%,居国内首位,已累计探明的储量达8.81万亿立方米;煤炭方面,新疆地区是中国的煤炭富集区,煤炭资源绝大部分分布在北疆伊犁、准东和东疆的哈密地区,新疆地区的煤炭预测储量约为1.82万亿吨~2.19万亿吨,占全国预测总储量的40.5%,居全国之首。

就公司而言,在煤炭资源方面,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。

油气方面,2013年9月13日,公司下属控股子公司就收购荷兰Cazol B.V.持有的哈萨克斯坦

Tarbagatay Munay LLP(以下简称“TBM公司”)3%股权与Cazol B.V.签署了转让协议,在2014年3月完成了商业交割程序。交易完成后,公司间接持有TBM公司52%股权,实现对TBM公司的控股。TBM公司控制哈萨克斯坦东哈州斋桑油气区块,根据NSAI 2011年11月储量评估报告的评估结果:斋桑原油资源量为11.639亿吨,天然气资源量为1,254亿方,截至2014年12月31日,公司维持NSAI对对斋桑油气许可区截止2011年10月31日完成的石油、天然气储量、资源量进行的阶段性评估结论。控股TBM公司将极大增强公司油气资源储备实力,并且斋桑油气项目资产评估增值收益约6.22亿元,公司已在2014年确认为投资收益。

此外,2014年8月27日,公司收到《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》,公司取得了原油非国营贸易进口资质,2014年原油非国营贸易进口允许量为20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,石油业务取得重大突破。获取原油非国营贸易进口资质有利于充分发挥公司控股斋桑油气区块的资源优势,从而增强公司的经营实力,未来原油业务有望为公司带来较大的增长动力。

LNG业务行业地位突出,技术优势明显

公司LNG产品的市场定位为对“西气东输”和“海气上岸”的服务和补充,与国内石油天然气大型企业采用错位竞争的方式,有效的降低了市场竞争风险。公司LNG产品不仅面向距离天然气输送管网覆盖范围较远的中、小城市和位于城市周边的工业用户,亦可作为天然气输送管网覆盖地区的高峰调节用气。在目前国内已建成的陆地非管输LNG厂商中,公司LNG业务规模最大,在陆地非管输LNG的市场占有率处于行业首位。此外,公司通过严控产品质量、注重客户体系的维护使其产品的品牌效应和市场认可度不断提高。整体看,在国内陆地非管输LNG行业中具有十分突出的地位。

此外,公司LNG项目的生产设备和工艺技术处于世界先进水平,其中天然气液化技术为德国林德(Linde)公司的MRC混合制冷剂循环技术,贮存和配送技术为德国乔特波TGE技术。关键设备螺旋缠

绕式换热器为德国林德专有技术产品，原料气压缩机和冷剂压缩机均为日本荏原公司产品，闪蒸汽压缩机为日本神冈公司产品，驱动设备燃气透平为瑞典阿尔斯通公司产品。公司先进的生产设备为其未来 LNG 业务生产效率的提升形成重要的促进作用。

股东实力雄厚，支持力度较大

公司控股股东广汇集团综合实力雄厚，能在资金、业务等方面给予公司较大的支持。具体看，公司于 2011 年 5 月向包括广汇集团在内的 9 家投资者非公开增发 A 股，合计募集资金 21.4 亿元，其中广汇集团认购金额 6.42 亿元，募集资金主要用于新疆广汇新能源有限公司的增资，以建设“年产 120 万吨甲醇 / 80 万吨二甲醚（煤基）项目”，这对公司清洁能源业务的发展形成重要支撑。此外，为充分利用新疆阿勒泰地区富蕴县煤炭资源优势，大力发展公司能源产业，广汇集团与公司于 2009 年 11 月共同出资设立“新疆广汇富蕴新能源有限公司”（以下简称“富蕴公司”），广汇集团以现金 9,800 万元出资，占富蕴公司注册资本的 49%。富蕴公司设立后，将逐步从新疆维吾尔自治区煤田地质局一五六煤田地质勘探队、富蕴县富坤矿业有限责任公司等探矿权人处受让其在新疆阿勒泰地区富蕴县境内拥有的探矿权。公司较强的股东支持力度将为其未来业务的向好发展形成重要支撑。

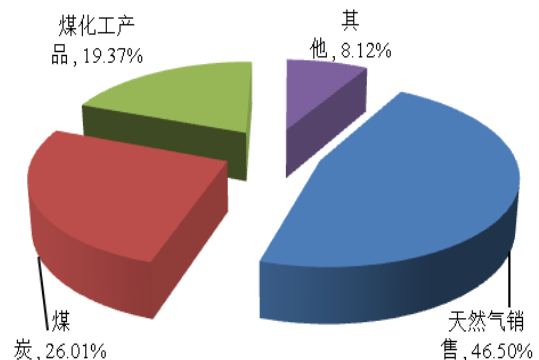
业务运营

近年来公司依托充沛的能源资源储备和突出的行业地位，积极推进能源产业战略规划，对非能源业务进行剥离。公司 2010 年已将石材和塑料门窗业务剥离完毕，2011 年又完成了对房地产开发和销售业务的剥离。2012 年 6 月，公司将原控股子公司新疆亚中物流商务网络有限责任公司 76% 股权与控股股东广汇集团持有的新疆广汇新能源有限公司 26.96% 的股权进行置换后，在经过前期的各项布局，目前非能源业务基本退出公司业务板块。

公司已陆续取得煤炭、石油、天然气三种基础能源资源，目前主要业务包括 LNG 业务、煤炭业务和煤化工业务，2012~2014 年分别实现营业收入 37.15 亿元、48.05 亿元和 67.17 亿元，能源业务规模持续扩张。2014 年公司 LNG 生产产量明显提升，

同时分销业务发展迅速，LNG 业务板块当期实现营业收入 31.23 亿元，同比增长 49.48%；煤炭业务借助低成本优势继续扩大规模，当期实现营业收入 17.47 亿元，同比增长 10.19%；煤化工得益于项目持续推进技改产能释放显著提升，当年实现营业收入 13.01 亿元，同比大幅增长了 132.42%。2014 年公司天然气销售、煤炭和煤化工产品收入占比分别为 46.50%、26.01% 和 19.37%，合计为 91.88%。

图 6：2014 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

LNG 业务

公司的 LNG 业务主要包括 LNG 销售业务和 LNG 运输业务。其中，LNG 销售主要包括直营、批发及零售两种方式，前者主要用于汽车加气、加注站，后者主要用于民用气、工业用户和商品贸易；公司 LNG 运输主要是为配套 LNG 产品向下游的顺利销售，运输途径主要包括跨国天然气管道、LNG 汽车运输和加注站的模式。

表 4：2012~2015.H1 公司自产 LNG 产销量明细表

项目	2012	2013	2014	2015.6
产量（亿方）	3.13	5.48	9.15	3.81
销量（亿方）	3.14	5.46	9.15	3.80
平均售价（元/方）	2.21	2.3	2.19	1.95

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

公司 LNG 业务自试车投产以来，随着城乡居民用气以及工业用气量快速增长，产销规模逐年提升。为应对海气上岸、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，加大了外部气源采购量，以确保对下游客户的稳定供应。同时 2013 年 6 月，中哈萨拉布雷克-吉木乃天然气管道正式通气，公司吉木乃 LNG 工厂于当年 8 月正式进入全面生产阶段，加上哈密煤化

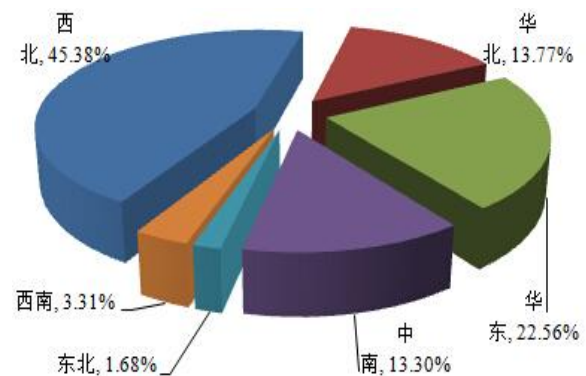
工项目也于 9 月全面恢复试生产，公司 2013 年以来 LNG 自产销量得以大幅增长。

2014 年公司共有三座 LNG 项目同时开工。其中，鄯善工厂于 2004 年 9 月正式投产，年产能为 5 亿立方米 LNG，其气源由中国石油天然气股份有限公司吐哈油田分公司（以下简称“吐哈油田”）提供，公司与吐哈油田签订了《天然气买卖合同》，合同期限至 2017 年，2014 年鄯善工厂共生产 LNG 约 2.24 亿立方米，同比下降 28.35%。2014 年吐哈油田平均供气价格上涨至 1.74 元/立方米，公司鄯善工厂亦进行减产；2014 年 9 月下旬，鄯善工厂按计划进入年度关键设备的大型检修期，截至目前检修工作已全部完成，鄯善工厂具备持续生产能力；待重新开机时，吐哈油田要求调涨原料气供气价格，本次价格调整后较年初价格涨幅超过 35%，且今后原料气供应价格仍有持续上涨可能，鄯善工厂如继续生产已失去竞争优势，因此公司决定将鄯善工厂整体停产搬迁至甘肃酒泉的煤化工项目地。

公司哈密 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。该项目于 2012 年 12 月成功产出产品，但 2013 年 4 月因事故导致停工 5 个月，当年 9 月全面恢复试生产。随着项目持续推进技改产量逐步提升，2014 年哈密新能源工厂共生产 LNG 2.99 亿立方米，较上年的 0.58 亿立方米增长了 412.95%。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）。随着中哈萨拉布雷克-吉木乃天然气管道于 2013 年 6 月正式通气，公司吉木乃 LNG 工厂也于 2013 年 8 月进行全面生产；2014 年吉木乃工厂共生产 LNG 3.91 亿立方米，较上年的 1.78 亿立方米增长了 120.45%。

总体来看，2014 年随着吉木乃 LNG 工厂以及哈密煤化工项目 LNG 产量的增加，公司天然气业务实现了快速发展，自有气源占比不断上升，全年自产 LNG 达 9.15 亿立方米，同比增长 66.79%；销售自产 LNG 为 9.15 亿立方米，同比增长 67.48%。价格方面，2014 年公司自产 LNG 销售均价为 2.19 元/立方米，同比减少了 0.11 元/立方米，2015 年上半年则进一步下降至 1.95 元/立方米。

图 7：2014 年公司自产 LNG 销量区域分布情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从销售区域的分布来看，2014 年西北地区仍系公司自产 LNG 销量最大的区域，但销售占比则由上年的 72.42% 大幅降至 45.38%，而华东区域的销售占比则上升至 22.56%；华北和中南地区销售占比分别为 13.77% 和 13.30%，均有所提升；公司在西南和东北区域的销售有限，2014 年销售占比分别为 3.31% 和 1.68%。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。

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。2014 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 33.28%、58.71% 和 8.01%，销售额占比则分别为 34.31%、60.23% 和 5.46%。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。2014 年公司有 31 座 LNG 加注站新投入运营，新开建 34 座，完成 LNG 加注站立项 92 座；截至 2015 年 6 月末，公司已累计建成自有加注站 142 座，较上年同期增加了 26 座。另外，在民用气市场上，民用接驳供应居民户数已达 27.18 万户。2015 年，公司计划完成新建站 66 座，跨年建站 15 座，预计新收购加注站 30 座。

总体来看，近年来公司 LNG 业务发展态势良好，通过向下游延伸产业链，公司 LNG 产能释放能得到一定保障，同时直销渠道占比的提高也有利

于提供公司 LNG 业务的盈利能力，2014 年公司天然气业务毛利在公司主营业务毛利中占比首次过半。LNG 业务将成为公司重要的利润增长点，并能较好地弥补非能源业务剥离对公司营业收入规模波动产生的影响。

煤炭销售业务

在煤炭资源方面，公司目前在产煤矿主要位于哈密淖毛湖地区，共有 3 个煤矿，分别为白石湖煤矿、伊吾县煤矿和黑顶山煤矿，目前开采均为露天煤矿，截至 2015 年 6 月底，煤炭资源总储量达 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。此外，2013 年涉及与中原信新天公司关于淖毛湖煤田东部勘查区块探矿权纠纷一事，已正式解决完毕，通过协议划分所得的哈密地区淖毛湖煤田东部勘查区内储量共计 35.12 亿吨煤炭资源，全部注入伊吾广汇能源开发有限公司。

表 5：2012~2015.H1 公司煤炭产销量明细表

单位：万吨

项目	2012	2013	2014	2015.6
产量	844.51	1,306.11	1,475.87	434.44
销量	689.68	960.17	1076.99	316.54
其中：铁销	339.94	305.78	471.26	183.48
地销	349.74	654.37	605.73	133.06

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在煤炭销售方面，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。2013 年在煤炭行业整体仍显低迷的环境下，公司煤炭业务实现稳步增长，共完成煤炭外销 960.17 万吨，同比增长 39.22%；其中铁销 305.78 万吨，同比下降 10.05%，地销 654.37 万吨，同比增长 87.1%。2013 年哈密地区兰炭厂扩建，公司抓住机遇积极调整销售策略，煤炭地销的旺盛需求弥补了铁销的下滑，并使煤炭业务毛利率同比提高了 0.71 个百分点。2014 年公司加大了在外部区域的开拓力度，当年煤炭产销仍实现平稳增长，全年煤炭产量为 1,475.87 万吨，同比增长 13.00%；销量首次突破千万吨达到 1,076.99 万吨，同比增长 12.17%，其中地销 605.73 万吨、同比下降 7.43%，铁销 471.26 万吨、同比大幅增长 54.12%，铁销外运有效对冲了地销需求的下滑。但另一方面，2014 年煤价大幅下跌和煤炭开采

成本的增长导致公司煤炭业务的盈利贡献下滑明显，2014 年公司吨煤收入 162.24 元、同比减少 2.91 元，吨煤成本则同比上升了 23.57 元。

公司产运销一体的能源物流体系已逐步形成，将有效促进公司包括煤炭在内的能源类业务的稳步发展。2010 年 9 月，哈密淖毛湖至甘肃柳沟的淖柳矿用公路竣工通车，淖柳矿用公路的通车成功打通了淖毛湖煤矿至甘肃河西煤炭市场的通道，使哈密地区煤炭进入河西走廊的运距大大降低。同时，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，至 2015 年 6 月，项目房建建设工程已全部完成，铺架施工工程、土建附属工程、外电施工工程均已进入收尾阶段。淖毛湖至兰新线红柳河站铁路项目的建成将对公司未来煤炭、液化天然气、煤化工等大宗能源产品的运输均形成有效保障，届时淖毛湖煤炭外运能力将大幅提升。

整体看，随着公司煤炭销量的逐步提升，未来公司煤炭销售业务亦将逐步向好，并成为促进公司营收规模稳步提升的重要因素。

煤化工项目

2007 年 5 月，公司在哈密地区伊吾县投资建设年产 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚、5 亿方液化天然气项目，项目主体为公司控股子公司新疆广汇新能源有限公司。该项目是公司能源战略发展的重点项目，2012 年 12 月 5 日，公司公告该项目各装置工艺流程已全线打通，全系列合格产品全部顺利产出，正式进入全面生产阶段。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，后于 2013 年 9 月开始逐步恢复生产，事故造成设备材料直接损失 0.45 亿元，五个月停工损失 2.83 亿元。2014 年，“年产 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚、5 亿方 LNG 项目”运行平稳，全年持续推进技改，至 2014 年末各类产品达到持续稳定生产状态，煤化工设备的运行状况优于上年同期，产品产量在 2014 年实现了大幅增长。除 LNG 产品外，2014 年公司煤化工项目共生产甲醇 68.49 万吨，同比增长 162.62%；生产其他副产品 28.81 万吨，同比增

长 206.82%。

由于考虑到淖毛湖矿区煤炭高挥发性、高含油低硫等特性，公司 1,000 万吨/年煤炭分级提质综合利用项目将使公司形成“原煤—半焦—荒煤气制氢—煤焦油加氢—轻质油和酚油”的循环经济产业。预计项目总投资约 78 亿元，建设周期为 24~28 个月。项目建成后预计可年产改质煤焦油 112 万吨、煤沥青 40 万吨、精酚 6.4 万吨、半焦 510 万吨。

另外，为充分发挥新疆阿勒泰地区富蕴县喀木斯特矿区的煤炭资源优势，2013 年 9 月，国家发展和改革委员会下发《关于同意新疆准东煤制气示范项目开展前期工作的复函》（发改办能源【2013】2309 号），同意新疆准东煤制气示范项目开展前期工作，其中公司准东喀木斯特煤制天然气项目由控股子公司新疆富蕴广汇新能源有限公司为主体负责具体建设、经营和管理。目前该项目正在办理前期手续和建设配套工程的进程中，整体项目计划总投资 248.48 亿元，预计 2017 年建成投产。未来项目建成投产后，将丰富公司天然气来源渠道，有利于公司对天然气的保障供应。

整体来看，公司煤化工项目将有助于公司对现有煤炭资源的综合利用，提升能源类业务规模。但中诚信证评也关注到目前全国范围内甲醇、二甲醚等传统型煤化工产能过剩现象严重，或将一定程度影响公司煤化工产品的盈利能力。

在建项目

2014 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 月取得项目路条即刻开工建设，至 2015 年 6 月末已完成了多项手续的办理，项目辅助建设工作及试产筹备工作正在有序推进。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，目前各项前期手续办理工作正在积极推进，项目施工中数个配套工程建设已全面完工；配套年产 1,200 万吨阿拉安道南矿

井煤矿项目已完成 243.1 平方公里的预查、普查、详查等勘探工作，配套供水工程已完成向供水工程尾部调蓄水池的输水任务。另外，哈萨克斯坦斋桑项目原油处于勘探评价期，已在预留处理厂位置建成 1300 方原油罐区以满足先导实验期生产作业。

表 6: 截至 2015 年 6 月末公司主要在建拟建项目情况

单位: 亿元			
项目	计划投资	已投资额	预计完工时间
准东喀木斯特 40 亿方/年煤制天然气项目	248.48	12.96	2017
哈萨克斯坦斋桑油气项目	84.20	28.56	持续性
1,000 万吨/年原煤伴生资源加工与综合利用项目	78.08	37.53	2016
富蕴煤炭综合开发前期供水工程	11.87	7.64	2015
红淖三铁路项目	108.68	57.95	2015
启东港口工程项目	18.28	4.25	2016
中卫项目（一期）	3.00	2.25	2015
合计	552.59	151.14	

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，目前各项前期手续办理正在积极推进，2015 年 3 月以来，多项工程陆续开工建设。

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，2015 年上半年项目房建建设工程已全部完成，铺架施工工程、土建附属工程、外电施工工程均已进入收尾阶段。宁夏中卫 LNG 转运分销基地工程于 2013 年 4 月取得土地证，目前安装工程已完成 5 万立方米 LNG 储罐水压、气压及真空试验，项目整体按计划推进。启东吕四港区 LNG 分销转运站工程于 2014 年 3 月取得江苏省发改委的核准批复，各项前期核准手续全部完成，施工按计划推进，其中 2 台 50,000 m³LNG 储罐基

础已完工，安装已完成外罐底板铺设和顶板吊装；综合办公楼已竣工验收。

另外，在下游的终端市场布局方面，公司计划 2015 年投资 15 亿元用于天然气终端建设，包括收购及新建站点设计、城市管网建设等。公司规划到 2018 年末 LNG 加注站数量达到 1,000 座。

表 7：2015.Q3~2017 年公司主要项目资本支出计划

单位：亿元

项目	2015.Q3-Q4	2016	2017
准东喀木斯特 40 亿方/年煤制天然气项目	6.92	44.08	88.17
哈萨克斯坦斋桑油气项目	1.17	3.00	8.81
1,000 万吨/年原煤伴生资源加工与综合利用项目	40.55	—	—
富蕴煤炭综合开发前期供水工程	1.60	—	—
红淖三铁路项目	21.02	11.53	2.5
启东港口工程项目	5.04	7.45	1.54
中卫项目（一期）	0.16	0.62	—

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

根据规划，公司将致力于能源开发全产业链经营模式，在国家“一带一路”战略布局中重点开发煤炭、天然气、石油三种资源，打造东疆、北疆煤炭清洁高效利用转化基地和哈萨克斯坦油气综合开发基地三大生产基地，建设甘肃酒嘉、宁夏中卫、江苏启东三个园区，并打通淖柳公路、红淖铁路和中哈跨境管线三条通道。但公司部分重点投资项目资金需求较大、相关手续繁杂，项目能否按计划推进和达产情况存在不确定性；并且当前在建、拟建项目投资规模较大，其中 2015 年三季度到 2017 年公司计划资本支出规模为 244.16 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。

综上所述，公司在新疆及周边区域拥有较为充足的煤炭和油气资源，近年来公司快速推进能源一体化战略，其煤、气、油资源勘探和开发，LNG 加工以及煤化工产品生产以及能源运输和终端销售的综合业务框架已初步形成。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；此外，能源物流体系的构建可为公司煤炭销售提供物流支撑，公司煤炭运输能力可得到保障，基于公

司煤炭资源储备量丰富，其煤炭业务可保持稳定增长；而哈密煤化工项目也已进入稳定生产状态，煤化工项目有助于公司进行煤炭资源的综合利用，提升能源类业务的营收规模。与此同时，中诚信证评也将持续关注公司各在建拟建项目的进展、完工和达产进度，有关项目探矿权手续办理的进展，原油、煤炭、天然气等大宗商品的价格波动，以及甲醇、二甲醚等传统型煤化工产能过剩对公司经营业绩产生的影响。

公司管治

治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》及相关法律法规要求，健全并完善了公司法人治理结构，规范运作制度。公司建立了股东大会、董事会、监事会、经营管理层的法人治理结构，明确了职责权限及运作程序，治理结构较为健全。按照证监会的要求，公司每年定期对内部控制进行自我评价，不断完善、落实内部控制制度。目前，公司的内控制度包括三会运作的相关制度、对控股及参股子公司的管理制度、投资及经营管理制度、财务管理制度等，公司现有内部控制制度已基本建立健全并已得到有效执行，符合有关法律法规和证券监管部门对上市公司内控制度管理的规范要求。

公司根据产业布局和经营特点，制定了健全有效的内部控制体系，涵盖了生产经营、财务管理、对外担保、投资管理、信息披露、人力资源管理、质量技术管理等各方面。同时公司还建立了有效的考核和激励机制，以确保内部控制制度的有效实施。

总体看，现阶段公司治理结构完整，内控制度较为严格，能够对资金使用、对外担保、投资管理关键环节进行有效控制，现有内控制度基本涵盖了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行。

战略规划

按照公司规划，未来几年，在面临新的内外部形势变化以及国家产业政策调整的外部环境下，公司业已形成的以液化天然气、煤炭开发和煤化工、石油天然气勘探开发为主的产业发展格局将保持

不变。

LNG 是公司重点发展的业务。在上游生产领域，公司将继续强化吉木乃、哈密新能源两个 LNG 工厂的生产，不断提高工厂负荷，实现安全、稳定、长周期运行，产出优良产品；在贸易领域，公司将加快江苏启东 LNG 接收站的建设步伐，力争 2016 年底竣工调试，2017 年上半年开始试运营，初步形成 60 万吨/年的 LNG 接收能力，覆盖华东及周边市场。同时，公司将加快下游 LNG 销售渠道的建设，通过自建和兼并收购等措施，扩大加气站的数量，力争 2018 年末，自建和收购汽车加气站数量达到 1,000 座，同时还将增加城镇居民用户的数量和分布，稳步提高工业用户和城市调峰市场占有率。

煤炭板块，公司将根据以销定产的原则，逐步扩大煤矿产能和产量，力争 2018 年哈密淖毛湖矿区煤炭产量超过 3,000 万吨。煤炭运输方面，红淖铁路计划 2015 年 10 月实现联调联试，以确保年底开通试运营，以便降低煤炭和煤化工产品运输成本，扩大产品销售半径，加快铁路投资回报。在煤炭销售市场开拓方面，公司首先将继续稳固和提高在新疆哈密、甘肃河西走廊及兰州市场的市场占有率，其次要利用红淖三铁路建成通车的有利交通运输条件，延伸扩大煤炭市场销售半径，重点开发川渝市场和湘鄂赣市场。

煤化工业务板块，对于哈密新能源煤化工项目，公司正在加强精细化管理，确保工厂实现安全、稳定、长周期、满负荷运转。为此，公司今后三年重点目标是将工厂生产负荷由目前的约 70% 逐步达到 100% 满负荷运行。公司根据自身拥有大量高油煤的资源禀赋特点，已确定未来煤化工将主要采用煤炭分质利用的转化路径，为此，计划在 2016 年 6 月，完成清洁炼化项目配套环保设施建设，确保清洁炼化公司 1,000 万吨干馏项目顺利生产；此外，公司规划未来在甘肃河西地区将陆续实施 3,000 万吨煤炭分质利用加工项目，但目前考虑到该项目还存在着一定的技术风险和市场风险，公司正在开展工艺路径选择等前期准备工作。

未来公司将依托新疆地区丰富的煤炭、天然气资源，致力于清洁能源的发展，形成以能源物流为支撑，以 LNG 清洁燃料生产销售、石油天然气资

源勘探开发、煤炭资源开发、煤化工产业为主营业务的大型综合能源企业。

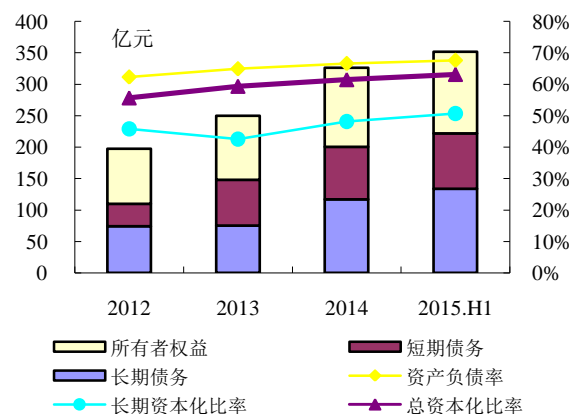
财务分析

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）审计并出具带有强调事项段无保留意见的 2012 年度审计报告、标准无保留意见的 2013 和 2014 年度审计报告以及未经审计的 2015 年半年报。

2012 年公司审计报告强调事项为“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。”截至 2013 年 12 月 31 日，公司尚未取得相关探矿权或与矿权主管部门签订《矿权出让协议》，广汇集团已回购中能颐和持有的伊吾能源 9% 的股权，回购款为 12 亿元。公司将该项股权转让款净额约 9.90 亿元计入资本公积处理。

资本结构

图 8：2012~2015.H1 公司资本结构分析



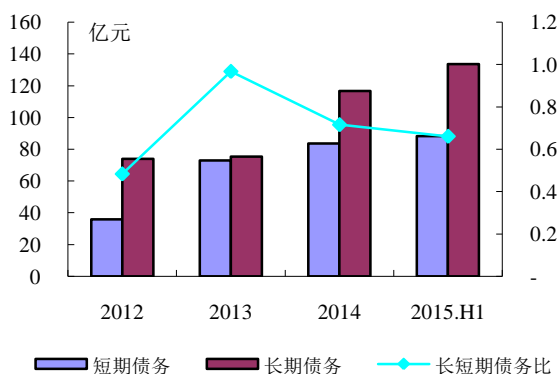
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年来公司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，加上合并了 TBM 公司，带动公司总资产逐年增长；2012~2014 年公司总资产分别为 232.12 亿元、289.60 亿元和 376.36 亿元，近三年复合增长率为 27.33%。

所有者权益方面，近年来留存收益不断充实公司的自有资本实力，其 2012~2014 年所有者权益分别为 87.52 亿元、101.68 亿元和 125.87 亿元，年均增长率为 19.927%，其中 2013 年所有者权益上升幅度较大的原因系公司出售伊吾能源 9% 的股权最终由公司控股股东回购，获得转让款净额 9.90 亿元计入资本公积所致；2014 年则因合并 TBM 公司导致少数股东权益大幅增加所致。

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，负债水平不断上升。截至 2014 年 12 月 31 日，公司负债总额达到 250.49 亿元，近三年年均复合增长率为 31.62%；2012~2014 年末公司资产负债率分别为 62.29%、64.89% 和 66.56%，同期总资本化率分别为 55.24%、55.33% 和 61.41%；至 2015 年 6 月末，公司资产负债率和总资本化率分别为 67.55% 和 63.07%。

图 9：2012~2015.H1 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

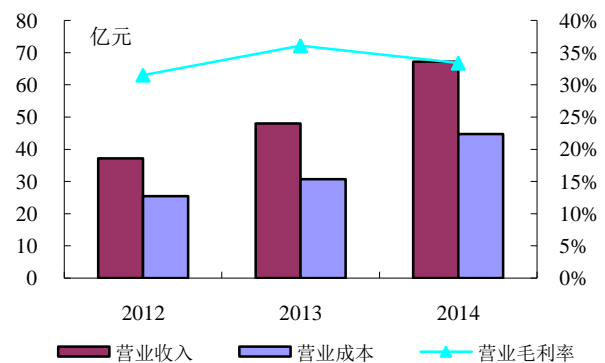
截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务达到 200.34 亿元，较上年的 148.18 亿元增长了 35.20%，债务规模增幅依旧较高。债务结构方面，2012~2014 年公司短期债务分别为 35.78 亿元、72.87 亿元和 83.61 亿元；同期长期债务分别为 73.96 亿元、75.31 亿元和 116.74 亿元。2012~2014 年末公司长短期债务比分别为 0.48、0.97 和 0.72，其中 2013 年公司发行短期融资券 20 亿元，导致短期债务增幅较高，而 2014 年公司长期的项目贷款大幅增加且新发行了 3 年期 10 亿元的非公开定向融资工具，使当年长期债务增幅较快。公司当前长期债务占比提升，与其项目投资周期的匹配度得到一定调整。

总体看，目前公司处于业务发展的快速扩张期，

债务规模持续上升，且短期内资本支出需求仍较大，公司债务压力不断加重。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保持关注。

盈利能力

图 10：2012 年~2014 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

2012 年~2014 年，公司分别实现营业总收入 37.15 亿元、48.05 亿元和 67.17 亿元，近三年复合增长率为 34.36%，2014 年同比增长 39.79%。其中，随着吉木乃工厂以及哈密煤化工项目产量的增加，公司天然气业务实现了快速发展，煤化工产品销量也大幅增长，2014 年 LNG 业务¹和煤化工业务营业收入分别增长 49.48% 和 132.42%。从营业毛利率水平看，2014 年天然气板块毛利率由上年的 33.33% 提升至 37.69%，为公司贡献了一半以上的毛利润，但煤炭及煤化工业务板块受成本上升和价格下跌的双重不利影响，毛利率均出现不同程度的下跌，导致公司营业毛利率由上年的 36.09% 下降至 33.39%，减少了 2.70 个百分点。

表 8：2012 年~2014 年公司收入结构和毛利率

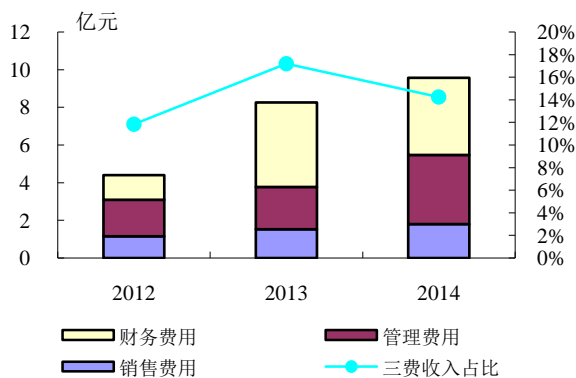
分产品	2012		2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
LNG	13.45	32.53	20.89	33.33	31.23	37.69
煤炭	13.74	36.7	15.86	37.41	17.47	21.76
煤化工	—	—	5.60	42.89	13.01	40.86
贸易	7.24	3.44	3.23	8.7	—	—
物业租赁	1.52	75.31	—	—	—	—
其他	1.20	75.31	2.47	71.48	5.45	28.13
合计	37.15	31.53	48.05	36.09	67.17	33.39

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

¹ 哈密煤化工生产的 LNG 置于公司 LNG 业务板块核算收入。

期间费用方面，2012年~2014年公司期间费用合计分别为4.40亿元、8.26亿元和9.57亿元，近三年复合增长率达47.54%；2012年~2014年期间费用占营业总收入的比重分别为11.84%、17.20%和14.25%，2014年三费收入占比同比减少了2.95个百分点。2014年期间公司发生销售费用1.80亿元，同比增长18.27%，主要系折旧增加所致；管理费用为3.68亿元，同比增长63.33%，主要系并表TBM导致相关职工薪酬增加以及咨询费大幅增长所致；公司财务费用为4.09亿元，同比略降8.82%，公司2014年利息支出大幅增长，但大部分利息均进行了资本化，财务性利息则表现为负增长。

图 11: 2012~2014 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~2014年公司经营性业务利润分别为6.42亿元、8.13亿元和11.31亿元，受益于业务收入的提升，公司近年来经营性业务利润实现了持续增长，2014年同比增长了39.14%；另一方面，2012年~2014年公司分别确认投资收益4.67亿元、1.89亿元和6.28亿元，其中2014年投资收益大幅增长主要系控股TBM公司后斋桑油气项目资产评估增值收益约6.22亿元确认为投资收益。受此带动，公司2014年盈利水平大幅提升，实现净利润16.84亿元，较上年增长了123.48%；同期所有者权益收益率13.38%，较上年增加5.97个百分点。

总体来看，随着LNG业务生产、运输和终端销售产业链的初步形成，煤炭销售业务的稳定发展及煤化工业务的扩大，公司收入规模有望维持增长态势，但产品价格波动和新项目能否按期达产也较易对公司经营性业务的盈利能力带来一定影响，同时公司非经营性损益也呈现波动性，不利于公司保

持盈利的稳定性，我们将对此保持关注。

偿债能力

表 9: 2012~2014 年公司部分偿债指标

财务指标	2012	2013	2014
总债务/EBITDA (X)	6.53	6.99	6.20
总债务/经营净现金流 (X)	26.93	-63.47	36.84
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.49	2.57	2.87
EBITDA/短期债务 (X)	0.47	0.29	0.39
经营净现金流利息倍数 (X)	0.60	-0.28	0.48
总资本化比率 (%)	55.63	59.31	61.41
长期资本化比率 (%)	45.80	42.55	48.12

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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，付息债务规模快速增长。2012年末~2014年末，公司总债务分别为109.74亿元、148.18亿元和200.34亿元，净债务分别为88.45亿元、126.99亿元和168.72亿元，2014年末总债务和净债务同比分别增长了35.20%和32.86%；并且至2015年6月30日分别增至221.94亿元和184.15亿元。另外，因有息债务规模的持续增长，2014年公司利息支出达到了11.28亿元，同比增长了36.60%。

从现金流来看，2012年~2014年公司经营活动净现金流分别为4.07亿元、-2.33亿元和5.44亿元，EBITDA则分别为16.81亿元、21.21亿元和32.22亿元，其中2014年随着主营业务各板块产能释放的增长，公司EBITDA有所改善，但经营活动净现金流表现未有相应提升。从现金流对债务本息偿还的保障来看，2012年~2014年公司总债务/经营净现金流分别为26.93、-63.47和36.84，经营净现金流利息倍数分别为0.60倍、-0.28倍和0.48倍，因债务规模和利息支出规模增幅较大，公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖仍显不足。此外，2014年公司总债务/EBITDA、EBITDA/短期债务和EBITDA利息保障倍数分别为6.20、0.39和2.87倍，EBITDA对利息的覆盖有所提升，对债务的保障略有回升但仍处于相对较弱水平，公司短期偿债压力依然较大。由于公司未来数年内资本支出仍将维持高位，预计其债务规模将继续增加，我们将持续关注公司的债务水平及偿债能力的变化。

备用流动性方面，截至2015年6月30日，公

司共获得银行综合授信额度为 244.48 亿元，未使用授信额度 117.42 亿元。同时，公司作为上市公司，资本市场的融资渠道也比较畅通，并且目前其非公开发行 A 股股票的申请已获证监会受理，发行额度为不超过 70 亿元。

或有事项方面，截至 2015 年 6 月 30 日，公司及子公司抵押、质押的资产账面净值为 21.97 亿元，其中对外抵押 20.66 亿元，对外质押为 1.31 亿元；此外，截至 2015 年 6 月末，公司尚有 80 件未决诉讼，但整体涉及金额不大，对公司的影响有限。

另截至到 2015 年 6 月 30 日，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。

结 论

综上，中诚信证评评定广汇能源主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“广汇能源股份有限公司 2015 年公开发行公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

关于广汇能源股份有限公司 2015年公司债券的跟踪评级安排

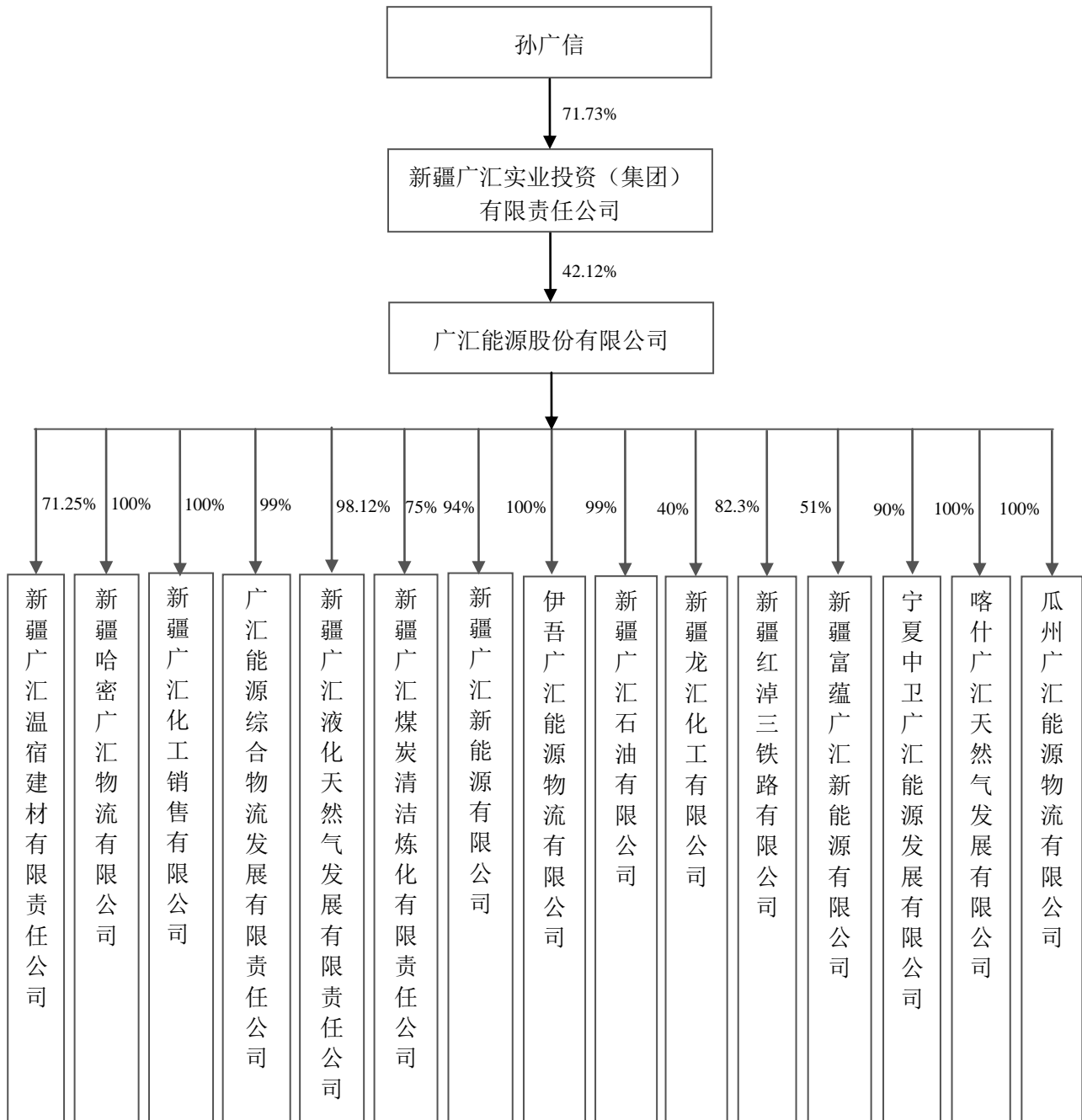
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

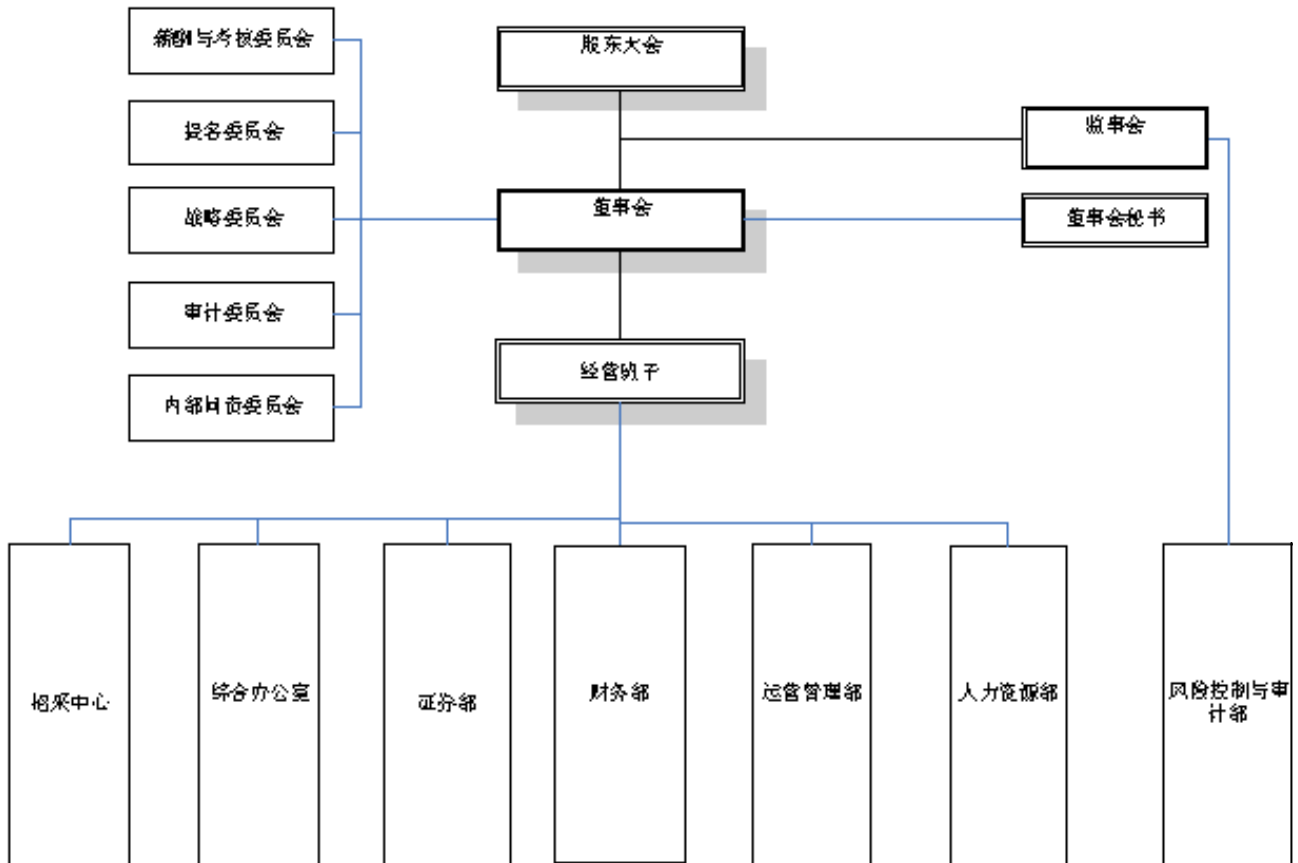
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：广汇能源股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 6 月 30 日）



附二：广汇能源股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 6 月 30 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）	2012	2013	2014	2015.H1
货币资金	190,636.68	175,353.79	275,156.49	312,790.97
应收账款净额	42,294.83	67,070.99	87,300.89	82,894.29
存货净额	36,720.88	67,104.87	61,589.51	65,018.65
流动资产	552,624.44	448,208.02	586,806.56	688,268.45
长期投资	27,267.78	32,759.79	53,070.82	66,614.72
固定资产合计	1,493,032.39	2,082,138.84	2,992,378.70	3,111,676.22
总资产	2,321,232.67	2,895,969.13	3,763,626.43	4,004,196.85
短期债务	357,822.57	728,739.14	836,070.64	883,408.97
长期债务	739,550.22	753,103.68	1,167,350.56	1,335,965.80
总债务（短期债务+长期债务）	1,097,372.80	1,481,842.82	2,003,421.21	2,219,374.76
总负债	1,446,001.53	1,879,154.53	2,504,916.15	2,704,921.19
所有者权益（含少数股东权益）	875,231.14	1,016,814.60	1,258,710.27	1,299,275.67
营业总收入	371,523.59	480,528.48	671,726.88	288,756.26
三费前利润	108,166.72	163,950.26	208,861.35	84,685.79
投资收益	46,678.19	18,940.99	62,761.24	355.75
净利润	98,504.47	75,346.97	168,387.70	41,420.09
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	168,121.30	212,074.48	323,346.27	133,090.21
经营活动产生现金净流量	40,749.26	-23,346.89	54,386.60	92,851.98
投资活动产生现金净流量	-213,403.02	-201,601.94	-371,742.56	-183,715.46
筹资活动产生现金净流量	64,188.09	200,917.42	425,621.68	131,351.86
现金及现金等价物净增加额	-108,815.85	-24,416.29	107,941.08	40,358.00
财务指标	2012	2013	2014	2015. H1
营业毛利率（%）	31.53	36.09	33.39	32.08
所有者权益收益率（%）	11.25	7.41	13.38	6.38
EBITDA/营业总收入（%）	45.25	44.13	48.14	46.09
速动比率（X）	0.74	0.34	0.41	0.48
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	-0.02	0.03	0.08
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	-0.03	0.07	0.21
经营活动净现金/利息支出（X）	0.60	-0.28	0.48	1.42
EBITDA 利息倍数（X）	2.49	2.57	2.87	2.03
总债务/EBITDA（X）	6.53	6.99	6.20	8.34
资产负债率（%）	62.29	64.89	66.56	67.55
总资本化比率（%）	55.63	59.31	61.41	63.07
长期资本化比率（%）	45.80	42.55	48.12	50.70

注：1、2012~2014 年财务数据来源于经审计的 2012、2013 和 2014 年度财务报告，其中 2012 年末财务数据采取 2013 年财务报告期初重述数；2015 年上半年财务数据来自未经审计的 2015 年半年报；

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；

3、2015 年上半年的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 指标已经年化处理。

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+其他流动负债

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

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=（营业收入-营业成本）/营业收入

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

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。