



信用等级通知书

信评委函字[2012] 跟踪028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，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上调至AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一二年五月十五日

新疆广汇实业股份有限公司 09 公司债券 2012 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	2011 年 6 月 7 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	2009	2010	2011
所有者权益 (亿元)	43.79	50.55	81.98
总资产 (亿元)	92.10	126.83	188.51
总债务 (亿元)	27.84	59.89	93.22
营业总收入 (亿元)	31.01	37.89	45.61
营业毛利率 (%)	33.61	34.68	35.08
EBITDA (亿元)	9.97	12.29	16.41
所有者权益收益 (%)	12.08	13.58	11.74
资产负债率 (%)	52.46	60.14	56.51
总债务/EBITDA (X)	2.79	4.87	5.68
EBITDA 利息倍数 (X)	7.31	3.65	3.26

注：1、2009~2011 年财务数据来源于经审计的 2009、2010 和 2011 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

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 5 月 15 日

基本观点

2011 年，新疆广汇实业股份有限公司（以下简称“广汇股份”或“公司”）战略转型快速推进，能源主业日益突出。当期公司 LNG 业务增长较快，销售结构有所优化；产运销一体的能源物流体系已逐步形成，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，哈密煤化工项目目前正在进行调试、试车等工作，预计 2012 年第二季度开始进入试运营阶段；斋桑项目石油、天然气资源勘探工作已进入先导试验开发阶段，下游阿勒泰地区吉木乃年产 5 亿方 LNG 项目工厂已完成全部土建和设备安装，预计在 2012 年第三季度具备上下游联动试车条件。随着当年房地产开发和销售业务完成剥离，非能源业务对公司利润的贡献度大幅下降。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“新疆广汇实业股份有限公司 2009 年公司债券”的信用等级为 **AA⁺**，维持广汇股份主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。

正 面

- 能源主业日益突出。随着对各类非能源业务的陆续剥离，公司能源战略转型加速，已逐步形成以 LNG 为核心产品的清洁能源主业。未来随着哈密煤化工项目的达产和斋桑项目的投产，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”项目的实施，未来公司 LNG 业务发展前景广阔。
- 煤炭业务将得以较快发展。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。2012 年，公司全年计划完成 1,500 万吨煤炭的

运销任务。

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，而哈密煤化工项目正处于试运营，各项目能否按计划完工和达产存在一定的不确定性。
- 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 2012~2014 年公司资本支出规模将达到 175.35 亿元。虽然公司可通过银行借款、信托、非公开定向发行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。

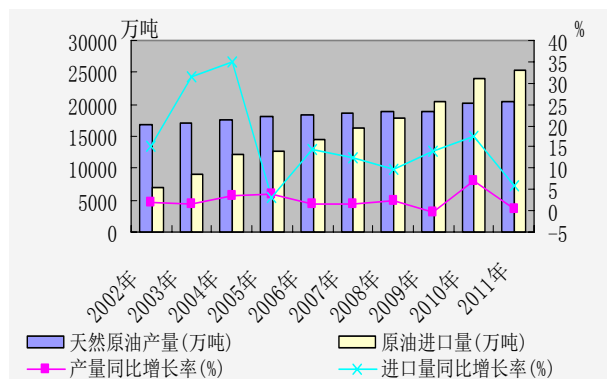
行业现状

2011 年，受中国经济增长放缓的影响，国内石油需求小幅增长，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带来较大压力

2011 年，受宏观经济调控的影响，国内经济增速放缓，石油需求以及生产双双小幅增长，全年国内原油表观消费量达 4.15 亿吨，同比增长 3.3%；原油产量达到 2.04 亿吨，同比增长 0.3%。

原油进口方面，2011 年中国石油进口量仍保持较快增长，原油净进口量 2.54 亿吨，同比增长 6.3%。其中，沙特阿拉伯、安哥拉和伊朗为中国石油进口前三大来源地，上述三国原油进口量占全部石油进口总量的 43%。由于国内原油供需缺口的日益加大，近几年来中国原油进口依存度逐年上升。2011 年，我国原油对外依存度为 56.3%，较上年增加 1.3 个百分点，连续三年对外依存度超过 50%的警戒线。

图 1：2002~2011 年中国原油产量及进口量分析



资料来源：国家统计局，中诚信证评研究

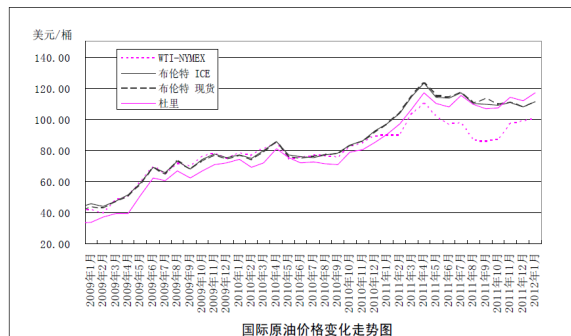
2011 年，在中东北非地缘政治、欧债危机以及美元量化宽松等多重政治经济因素的影响下，国际原油价格在 75~115 美元/桶之间呈“N”型走势，波动幅度较为剧烈。

WTI 原油期货结算价在 1 季度自 90 美元/桶一线开始强劲反弹，最高反弹至 110 美元/桶附近，随后受欧美债务危机的影响，自高位宽幅震荡，最低跌至 75 美元/桶的低位，之后在伊朗中东地缘政治危机以及美国经济数据好于预期等因素的影响下，国际原油价格探低回升，逐步震荡上行，

并于年底重返 100 美元/桶附近。

受国际原油价格震荡上行的影响，2011 年以来国内原油进口价格联动上涨，全年进口原油到岸均价为每吨 772.6 美元，比上年涨幅 37.0%。

图 2：2011 年国际原油期货价格走势



资料来源：中诚信证评研究

2011 年，国内成品油市场整体供需情况基本平衡，全年成品油表观消费量 2.63 亿吨，比上年增长 7.5%，成品油产量 2.67 亿吨，增长 5.9%。虽然国际原油价格在高位大幅震荡，但国内成品油价格基本保持平稳走势，年内对成品油价格共进行了三次调整（见表 1），汽、柴油价格每吨累计分别上调 550 元/吨和 450 元/吨。相对于原油进口价格的大幅上涨，成品油定价机制的不完善使得国内成品油调价存在一定滞后，炼油企业效益大幅下滑。

表 1：2011 年以来国内成品油价格历次调价

日期	调价内容
2011 年 2 月 20 日	汽、柴油每吨均上调 350 元
2011 年 4 月 7 日	汽、柴油每吨分别上调 500 元和 400 元
2011 年 10 月 9 日	汽、柴油每吨均下调 300 元
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
2011 年 4 月 7 日	汽、柴油每吨分别下调 330 元和 310 元

资料来源：国家发改委、财政部

进入 2012 年，国际原油价格仍处于 100 美元/桶附近呈高位震荡运行态势，虽然国内两次调高了成品油价格在一定程度上缓解了炼油企业的成本压力，但在国际原油价格仍处高位的背景下，炼油企业仍将面临一定运营压力。此外，根据新修订的《中华人民共和国资源税暂行条例》，原油、天然气资源税率按销售额的 5%~10%从价计征，这将加大国内原油开采企业的税负成本，并

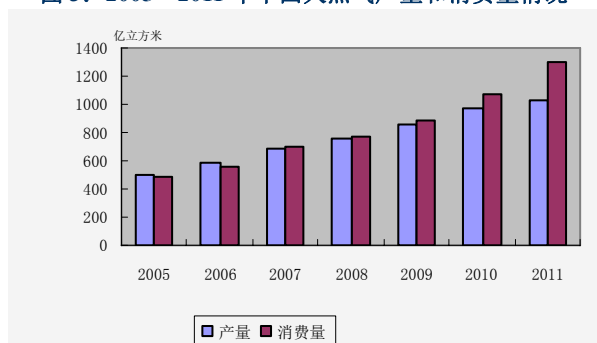
将逐步传导至下游产品，增加下游行业的生产成本。

中诚信证评认为，虽然中国经济增长将有所放缓，但未来国内油气消费需求仍将保持一定增长，而国内原油产量增长空间有限，这将使得我国原油进口依存度不断提升，对国内石油供应安全将产生一定影响。同时，由于国内成品油调价存在一定的滞后，在目前国际原油价格在高位大幅震荡的走势下，对国内炼油行业的盈利能力将产生一定影响，而资源税的改革亦将增加下游用油行业的成本压力。

国内天然气需求继续保持快速增长，天然气对外依存度大幅上升，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 15% 以上，2011 年，国内天然气消费量达到 1,307 亿立方米，较上年增长 20.5%，同期天然气产量为 1,025 亿立方米，天然气产量首次突破千亿立方米，同比增长 6.9%，天然气在国内能源消费结构中的比重达 4.8%。

图 3：2005~2011 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

随着国内天然气消费的持续快速增长，2011 年我国天然气进口量大幅增加，全年天然气进口量为 313.9 亿立方米，同比增长 89%；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 21.56%，较上年增加了 9.99 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，天然气保供能力显著增强。

2011 年，我国天然气管道建设取得突破性进

展，西气东输二线（东段）工程顺利建成投产，标志着中亚—西气东输二线全线贯通送气。国内液化天然气（LNG）接收站建设稳步推进，年供气达 48 亿立方米的江苏液化天然气（LNG）项目一期工程建成正式投产，拉开海上天然气通道建设的序幕，年内已投产运营 5 座 LNG 接收站，年液化天然气接收能力达 1580 万吨。2011 年，国内新增天然气长输管道里程超过 5000 公里，全国干、支线天然气管道总长度超过 5 万公里，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。

由于受到价格管制，国内天然气价格长期处于被低估的状态，不利于天然气的有效供给和能源消费结构的调整。2011 年 12 月，国家发改委宣布在广东省、广西自治区开展天然气价格形成机制改革试点。改革试点的总体思路是将现行以成本加成为主的定价方法改为按“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，并在试点的基础上逐步向全国推广以完善天然气定价机制的形成。

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启动，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。根据我国能源发展战略规划，“十二五”期间天然气在我国能源消费结构中的比重将提升至 8%，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。

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启动，我国天然气消费需求将保持较快增长，未来行业发展前景向好。同时，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。

煤炭市场整体需求旺盛，原煤产量持续增长，全年价格高位波动，兼并重组整合不断提升行业集中度，行业长期看好

2011 年，我国煤炭市场需求较为旺盛。2011 年以来我国部分地区经济增长速度偏快，主要耗煤行业产品产量较快增加，尽管下半年以来国内工业增速有所回落，但前 1~11 个月全国规模以上工业增加值累计同比增长仍达到 14%，其中 23 个省份超过全国平均水平，7 个省份在 20% 以上。火力发电、粗钢和水泥三大主要用煤行业产量同比分别增长 13.9%、9.8% 和 17.2%，拉动了煤炭需求的快速增长。

2011 年，国内原煤产量持续增加，市场供应能力显著增强。近年来，随着一批新建、改扩建和资源整合煤矿技改完成陆续投产，煤炭产能释放逐步加快，2011 年全行业新增产能 9500 万吨。据煤炭工业协会数据，2011 年我国原煤生产总量达 35.2 亿吨，同比增加 8.7%，主要产煤省区煤炭产量大幅增加，其中内蒙古、山西和陕西全年煤炭产量分别为 9.79 亿、8.72 亿和 4 亿吨，同比分别增长 24.4%、17.7% 和 11.1%。

图 4：2010 年以来我国原煤产量及同比增长情况



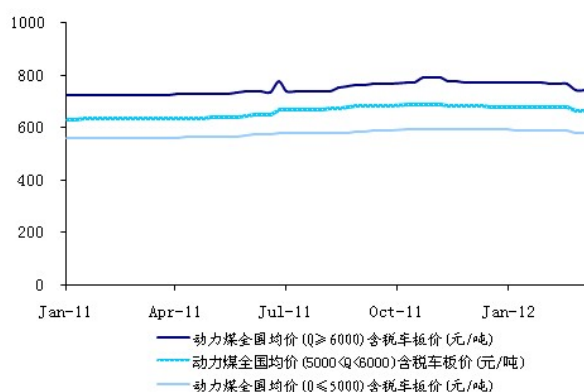
数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

进出口方面，2011 年我国煤炭进口先降后升。受国际煤价波动和供需形势变化等影响，去年以来我国煤炭进口呈现前降后升的“V”形变化。2-4 月份保持大幅下滑态势。5 月份受沿海电厂加大迎峰度夏储煤力度以及国内外煤炭价差缩小等影响，进口量扭转了自 1 月份以来的负增长局面，首次出现正增长。6 月份以来，进口持续快速增长，其中 7 月、9 月和 11 月三次刷新单月进口历

史最高纪录。

煤炭价格方面，全年市场煤价呈反季节性波动。2011 年市场煤价经历两轮涨跌变化过程。一季度，煤炭价格延续年初的平稳下滑态势。进入 4 月份后，受南方来水偏枯、煤炭进口减少等影响，市场煤价连续三个月上涨。6 月下旬市场煤价曾一度达到全年最高水平。进入 7 月份特别是夏季用煤高峰后，煤价呈平稳小幅下降态势。10 月份，因备冬储煤和大秦线检修等因素，煤价出现短暂上行。11 月以来，尽管处于冬季用煤旺季，但受市场需求趋缓的影响，价格持续高位回落。目前秦皇岛市场煤价已回落到去年同期水平。

图 5：2011 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

随着我国持续推进煤炭工业的结构调整，煤炭行业的资源整合和关停整顿使得产业集中度不断提高。随着煤炭企业兼并重组进入实质阶段，2011 年全国千万吨级煤炭企业已达到 45 家，年产量 23.2 亿吨，占全国总产量比重的 66%，较 2010 年提高了 3 个百分点，其中年产 5000 万吨以上的煤炭企业达到了 18 家，占全国总产量的 51%，较 2010 年提高 7 个百分点。2011 年，全国关闭落后煤矿 407 个，完成计划的 133%；淘汰落后年产能 2463 万吨，完成计划的 155%，当年年产 30 万吨以下的小煤矿产量在全国总产量中的比重下降到 20%。

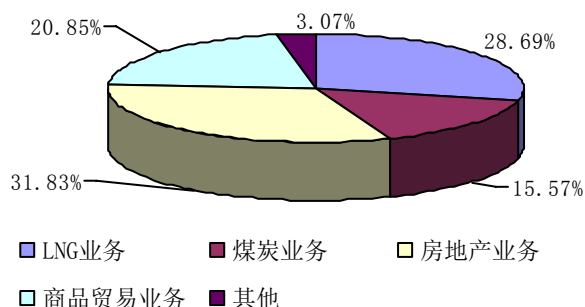
从国内环境看，“十二五”期间我国经济将继续保持平稳较快发展，能源需求呈现稳步增长态势。与之相应的是，我国油气资源相对不足，新能源和可再生能源在能源结构中得比重不足 10%，短期内煤炭主体能源地位还难以改变。2011

年我国能源生产和消费结构呈现逆调正，煤炭在生产和消费中所占比重不降反升。根据“十二五”时期的初步设想，煤炭在一次能源消费结构中的比重应逐步下降，由 70%以上逐渐下降到 65%左右。而 2011 年我国煤炭在一次能源生产结构中的比重接近 80%，继续发挥主体能源作用。

业务运营

公司目前正处于业务转型期，随着近两年公司逐渐将石材、化工建材和房地产开发等非能源业务剥离，其战略转型逐步加快，能源业务规模逐步扩大。2011 年，公司实现营业总收入 45.61 亿元，同比增长 20.36%。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 28.69%和 15.57%，房地产、商品贸易和其他业务在公司营业总收入中的占比分别为 31.83%、20.85%和 3.07%。

图 6：2011 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

2011 年，公司 LNG 业务增长较快，销售结构有所优化，LNG 车用燃料市场以及居民用气市场快速增长

2011 年，在国内天然气消费持续快速增长的带动下，公司 LNG 业务增长较快。一方面，公司加强对原料气资源的供应保障工作力度，全年从中石油购买原料气 4.12 亿立方米；另一方面，公司积极拓展居民用户市场和 LNG 车用燃料等新兴市场。全年共生产 LNG3.47 亿立方米，同比增长 17.63%；销售 LNG3.46 亿立方米，同比增长 12.70%。

表 3：2009~2011 年公司 LNG 产销量明细表

项目	2009	2010	2011
产量（亿方）	2.39	2.95	3.47
销量（亿方）	2.39	3.07	3.46
平均售价（元/方）	1.82	1.83	2.09

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在国内天然气销售价格上升的带动下，2011 年公司 LNG 销售均价为 2.09 元/立方米，同比增长 14.21%。得益于 LNG 销量和售价的提升，2011 年公司 LNG 业务实现营业收入 13.09 亿元，同比上升 53.15%，实现营业利润 2.95 亿元，营业利润率 22.54%，同比上升了 2.64 个百分点。

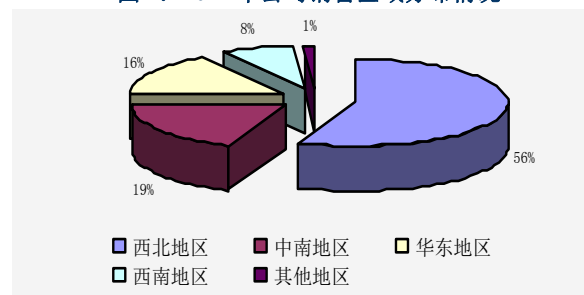
表 4：2009~2011 年 LNG 业务营业收入及营业利润率

项目	2009	2010	2011
营业收入（亿元）	6.48	8.54	13.09
营业利润率（%）	15.08	19.90	22.54
营业利润率比上年增减（百分点）	-20.13	4.82	2.64

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在销售区域方面，2011 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 39%上升到 56%；中南地区销售占比为 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 30%下降为 16%，降为第三大销售区域，其他区域的销量占比不大。

图 7：2011 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，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。截至 2011 年 12 月 31 日，公司已推广 LNG 汽车 1946 辆（其中 1,532 辆上路运行），同比增长 19.82%；建成 LNG 汽车加注站 75 座，较上年增加 23 座；全年 LNG 汽车加注站累计加气量 9506 万方，同比增长 408.05%。

2011 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 1.98%、74.99%和 23.03%。在巩固传统工业用气客户的基础上，公司积极开发新客户，大力发展 LNG 车用燃料市场和居民用气市场，其销售结构有所优化。未来随着居民用气等新兴用气市场的开拓，公司 LNG 销售将保持稳定增长，

能源战略快速推进，主要投资项目有序进行，煤炭业务稳步增长，已成为公司收入和利润新的增长点

2011 年，公司能源战略快速推进，产运销一体的能源物流体系已逐步形成，煤炭业务稳步增长，已成为公司收入和利润新的增长点。其主要能源项目建设中，除柳沟物流园建设与计划相比产生偏差外，哈密煤化工项目建设、哈萨克斯坦 TBM 公司石油及天然气的勘探和建设、吉木乃 LNG 工厂建设进展顺利。

2011 年，公司煤炭业务稳步增长，全年完成煤炭销售 342 万吨，实现营业收入 7.10 亿元，实现营业利润 1.89 亿元，煤炭业务已成为公司收入和利润新的增长点。2012 年，公司全年计划完成 1,500 万吨煤炭的运销任务，目前公司仅在哈密地区拥有的煤炭资源量达 17.6 亿吨，充沛的煤炭储量为公司煤炭业务的较快增长提供了有力支撑。

在主要投资项目建设方面，哈密煤化工项目已于 2011 年 12 月 8 日举行了竣工投产仪式，目前正在进行调试、试车等工作，由于部分设备及工艺参数仍需进行优化调整，预计 2012 年第二季度开始进入试运营阶段。截至 2011 年 12 月 31 日，已累计签订框架协议销售甲醇 429.9 万吨、二甲醚 26.5 万吨、焦油和石脑油等副产品 22.2 万吨，下游产品市场拓展工作初具成效。

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先导试验开发阶段，已完成新钻井及老井修井共 11 口，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 项目工厂已完成全部土建和设备安装，目前正在进行单元调试，预计在 2012 年第三季度具备上下游联动试车条件；与之相配套的中—哈跨境天

然气管线，目前哈国段 92 公里以及中国段 23.5 公里管道均已完成铺设，现正等待两国签订政府间协议，已完成中哈两端管道穿越两国 3 公里军事缓冲区并在边境对接工作。

其他在建项目方面，富蕴煤炭综合开发项目的煤矿探矿权过户、储量勘探、配套水务工程建设等各项前期工作正在有序进行；启东能源物流基地项目可行性研究、设计招标、项目所在地陆域和水域的初勘和测量等工作已经展开；红淖三铁路正在报国家发改委审批；宁夏中卫 LNG 转运分销基地项目和气化南疆工程亦在按计划顺利推进。

根据公司能源战略规划，未来公司将全力以赴地发展清洁能源产业，全面转型能源产业。由于公司在建项目投资巨大，未来几年仍有较大规模的资本性支出，其中 2012~2014 年公司资本支出规模将达到 175.35 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 5：2012~2014 年公司主要项目资本支出计划

项目	2012	2013	2014
红淖三铁路项目	31 亿	50 亿	23 亿
淖柳公路项目	2.74 亿元	--	--
天然气加注站及管网项目	4.4 亿元	--	--
与哈萨克斯坦 TBM 公司合作项目后续投资	2.14 亿美元	2.44 亿美元	0.34 亿美元
哈密淖毛湖煤矿建设	15 亿元	--	--
富蕴煤炭综合开发前期工程	12 亿元 ¹	*	--
中卫项目	6.21 亿元	*	

注：*后续资本支出待方案确定后，根据总投资额进行投资；

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，随着哈密煤化工项目和斋桑项目的投产，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，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和“气化南疆”项目的实施，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

¹富蕴项目前期工程资本支出 12 亿元中，水务公司整体项目支出 5 亿元、矿业公司矿权转让及勘探支出 1 亿元、富蕴新能源可研设计及基础建设支出 6 亿元。

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、达产进度保持关注。

非能源业务继续稳步退出，随着房地产开发和销售业务完成剥离，非能源业务对公司利润的贡献度大幅下降

公司非能源类业务包括房地产业务和商品贸易业务，其中房地产业务包括房地产开发业务和商业物业租赁业务。

2011 年，公司房地产销售收入 12.05 亿元，同比下降 23.78%，占营业总收入的 26.42%，较上年下降了 15.29 个百分点；全年实现营业利润 5.49 亿元，占公司营业利润的 48.32%，较上年下降了 27.45 个百分点。在房地产租赁业务方面，美居租赁业务经营状况良好，2011 年出租率达到 93.06%。受商铺租赁单价的提升，当年美居房产租赁收入 2.47 亿元，同比增加 24.33%，营业利润率达 72.01%。

表 6：2009~2011 年房地产业务盈利情况

业务	财务指标	2009	2010	2011
房地产	营业收入(亿元)	14.96	15.81	12.05
	营业利润率(%)	30.97	42.36	54.68
美居租赁	营业收入(亿元)	1.80	1.99	2.47
	营业利润率(%)	40.61	47.97	72.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受逐步退出非能源业务的影响，2011 年公司商品贸易业务规模出现下滑，全年实现营业收入 9.51 亿元，同比下降 7.82%，营业利润率为 5.70%。

由于房地产业务发展与能源发展战略不相匹配，公司已于 2011 年 6 月将尚未销售完毕的存量商品房、乌鲁木齐肉联冷冻食品有限公司土地及地上建筑物、新疆亿科房地产开发有限责任公司 100%股权和新疆广厦房地产交易网络有限责任公司 45%股权全部转让给新疆广汇房地产开发有限公司。目前，公司已退出房地产开发和销售业务，对于非能源业务中的商品贸易业务和商铺租赁业务，公司亦决定将择机于近期退出。

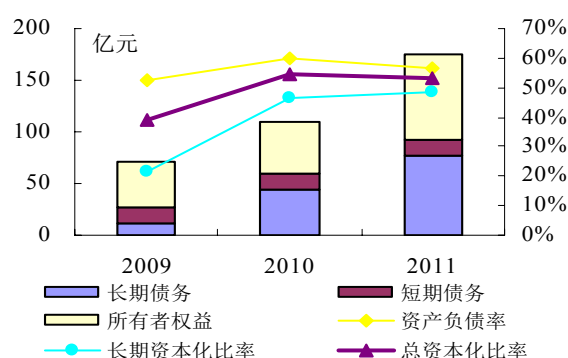
财务分析

以下财务分析基于广汇股份提供的经立信大华会计师事务所²审计并出具了标准无保留意见的 2009、2010 年和 2011 年度审计报告。

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 2011 年公司通过非公开发行 A 股方式合计募集资金 21.4 亿元，此次募集以及当年盈利的增加亦使得公司自有资本实力得到进一步增强。截至 2011 年 12 月 31 日，公司总资产为 188.51 亿元，同比增长 48.64%，所有者权益达到 81.98 亿元，同比增长了 62.17%。

图 8：2009~2011 年公司资本结构分析



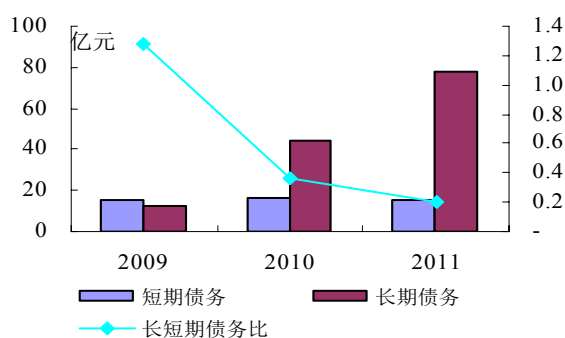
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

由于资本支出较大，公司债务规模快速增加，但受定向募集资本以及盈余增加的影响，公司所有者权益大幅增长，负债水平有所下降。截至 2011 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化率分别为 56.51% 和 53.21%，较上年分别下降了 3.63 和 1.02 个百分点。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司的总债务为 93.22 亿元，同比增加了 55.65%，债务规模大幅增加。债务结构方面，2011 年公司通过发行债券以及提高长期银行借款的比例，进一步优化了公司的债务结构。当年末公司长期债务为 77.54 亿元，同比大幅增长 77.07%，短期债务/长期债务指标为 0.20，债务期限结构合理。

² 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”

图 9：2009~2011 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

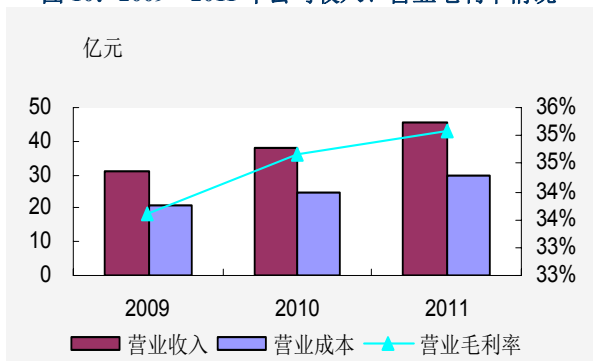
总体看，目前公司的资产负债率适中，债务期限结构合理。但我们注意到，未来公司的资本支出规模仍较大，因此公司的债务规模将进一步增加，中诚信将对公司各资本支出项目的实施进程和不断增加的债务压力持续关注。

盈利能力

2011 年，公司实现营业总收入 45.61 亿元，同比增长 20.36%，主要得益于 LNG 业务和煤炭业务销售的大幅增加。

从营业毛利率水平看，2011 年公司营业毛利率为 35.08%，较 2010 年的 34.68% 上升了 0.4 个百分点，主要因为当年新增的煤炭业务的营业毛利率较高，加之受 LNG 销售价格有较大回升，当年 LNG 业务营业毛利率也较上年上升了 3.43 个百分点。由于能源业务营业毛利率的提升一定程度上减轻了剥离房地产开发业务对公司营业毛利率的影响，公司营业毛利率有所上升。

图 10：2009~2011 年公司收入、营业毛利率情况

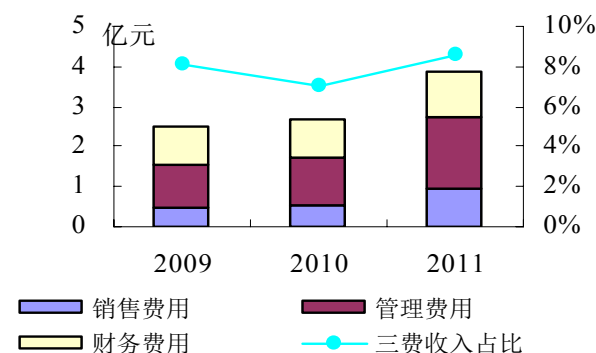


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2011 年公司期间费用合计为 3.89 亿元，同比增长了 45.27%，占营业总收入的比重为 8.54%，同比上升了 1.47 个百分点。公司销售费用 0.95 亿元，同比增加 69.91%，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，控股子公司增加，管理费用为 1.79 亿元，同比增加了 56.47%；公司财务费用 1.15 亿元，同比增加 18.00%。

图 11：2009~2011 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

在收入规模增长、营业毛利率有所上升的影响下，2011 年公司实现净利润 9.63 亿元，较上年增长了 29.76%；同期所有者权益收益率 11.74%，较上年下降了 1.84 个百分点。

总体看，得益于 LNG 业务和煤炭业务的大幅增长，公司收入规模和盈利规模得以提升。但我们也注意到，随着公司能源战略转型的加快，非能源业务对公司业务规模和盈利的贡献将逐步降低，因此未来公司煤炭销售进度、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，2011 年公司资本支出显著增加，总债务规模快速增长。截至 2011 年 12 月 31 日，公司总债务和净债务分别为 93.22 亿元和 63.91 亿元，同比分别大幅增长了 55.65% 和 24.38%。

从现金流看，2011 年公司经营活动产生的净现金流为 5.41 亿元，同比增长了 4.23%。2011 年公司 EBITDA 保持了稳定增长，达到了 16.41 亿元，同比增加 33.55%。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，2011 年 EBITDA 利息保障倍数由 2010 年的 3.65 倍下降到 3.26 倍；经营净现金流利息保障倍数也由 2010 年的 1.54 倍下降到 1.08 倍。

从其他偿债指标看,由于 2011 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 2010 年的 4.87 和 11.53 增加到 5.68 和 17.22,盈利和现金流对债务的覆盖能力大幅下降。由于公司 2012 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 7: 2009~2011 年公司部分偿债指标

财务指标	2009	2010	2011
总债务/EBITDA (X)	2.79	4.87	5.68
总债务/经营净现金流 (X)	3.39	11.53	17.22
EBITDA 利息保障倍数 (X)	7.31	3.65	3.26
EBITDA/短期债务 (X)	0.64	0.76	1.05
经营净现金流利息倍数 (X)	6.02	1.54	1.08
总资本化比率 (%)	38.87	54.23	53.21
长期资本化比率 (%)	21.85	46.42	48.61

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 2011 年 12 月 31 日,公司共获得银行综合授信额度为 80.54 亿元,未使用授信额度 14.96 亿元。

或有事项方面,截至到 2011 年 12 月 31 日,公司及子公司抵押、质押的总资产为 8.22 亿元,其中对外抵押 8.09 亿元,对外质押为 0.13 亿元;此外,公司尚有 28 件未决诉讼,但涉及金额不大,对公司影响有限。

截至到 2011 年 12 月 31 日,公司对控股子公司担保 54.56 亿元,对外担保金额 5.66 亿元,担保合计 60.22 亿元,占公司 2011 年底净资产(不含少数股东权益)的 88.78%。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 2011 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。

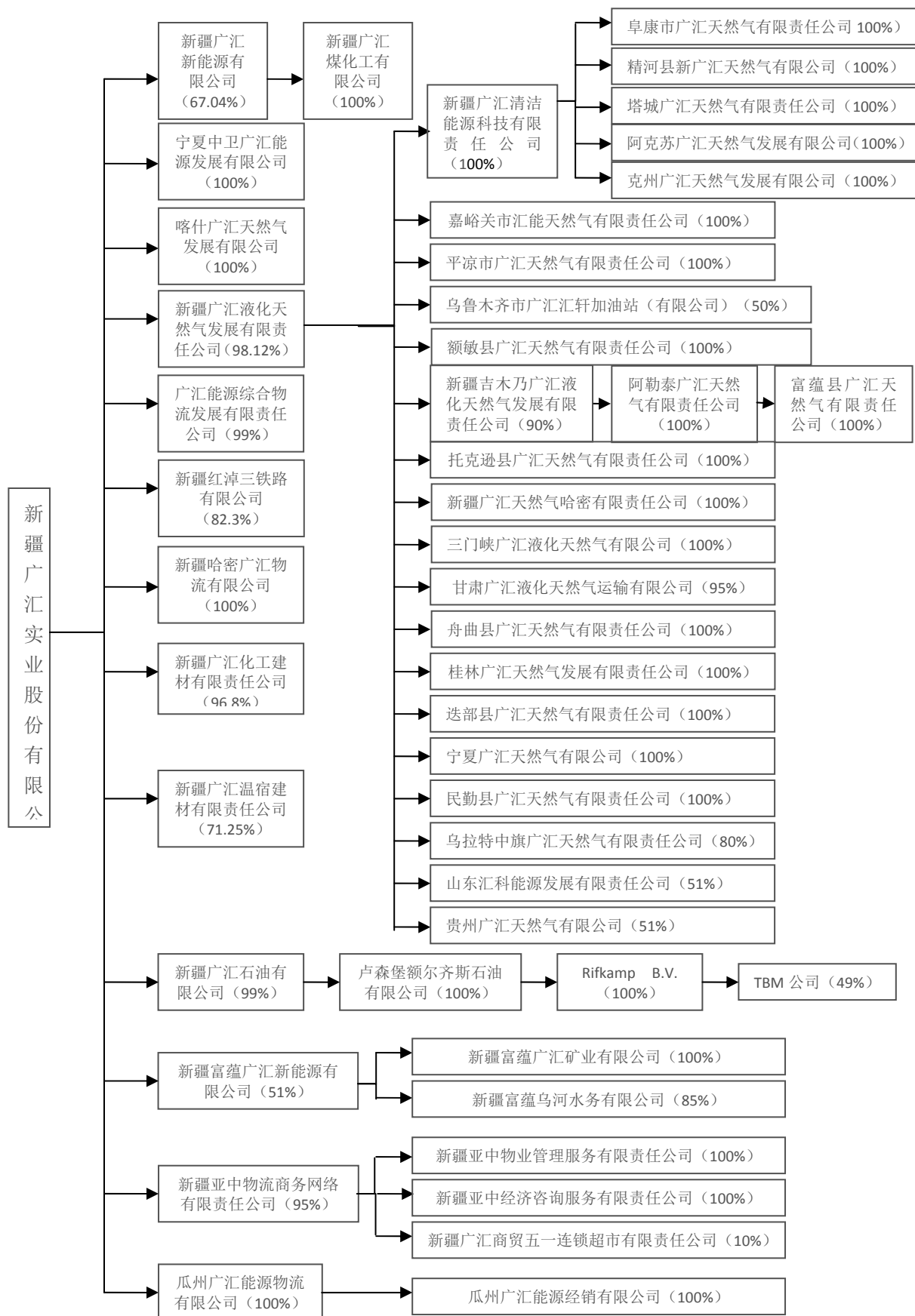
结 论

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：新疆广汇实业股份有限公司股权结构图（截至 2011 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）	2009	2010	2011
货币资金	96,249.18	80,063.94	287,654.80
应收账款净额	31,160.89	33,428.58	92,328.67
存货净额	95,992.33	85,653.70	34,550.61
流动资产	321,485.00	252,884.61	505,322.79
长期投资	35,329.38	36,897.85	1,027.98
固定资产合计	494,559.91	872,068.09	1,163,147.47
总资产	920,968.31	1,268,216.72	1,885,144.66
短期债务	155,974.08	160,996.11	156,786.61
长期债务	122,438.82	437,888.75	775,388.77
总债务（短期债务+长期债务）	278,412.90	598,884.86	932,175.38
总负债	483,112.10	762,750.25	1,065,371.28
所有者权益（含少数股东权益）	437,856.21	505,511.47	819,773.39
营业总收入	310,081.15	378,944.65	456,110.85
三费前利润	90,367.28	115,933.38	142,921.11
投资收益	1,582.98	1,688.47	11,620.66
净利润	52,886.99	68,626.64	96,253.28
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	99,658.81	122,885.90	164,117.46
经营活动产生现金净流量	82,040.40	51,937.92	54,134.18
投资活动产生现金净流量	-217,858.45	-346,577.82	-351,571.73
筹资活动产生现金净流量	185,084.57	287,869.75	518,284.31
现金及现金等价物净增加额	49,264.22	-7,254.09	220,810.22
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率（%）	33.61	34.68	35.08
所有者权益收益率（%）	12.08	13.58	11.74
EBITDA/营业总收入（%）	32.14	32.43	35.98
速动比率（X）	0.74	0.60	1.78
经营活动净现金/总债务（X）	0.29	0.09	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.53	0.32	0.35
经营活动净现金/利息支出（X）	6.02	1.54	1.08
EBITDA 利息倍数（X）	7.31	3.65	3.26
总债务/EBITDA（X）	2.79	4.87	5.68
资产负债率（%）	52.46	60.14	56.51
总资本化比率（%）	38.87	54.23	53.21
长期资本化比率（%）	21.85	46.42	48.61

注：1、2009~2011 年财务数据来源于经审计的 2009、2010 和 2011 年度财务报告；

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