



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪132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2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月十日

广汇能源股份有限公司 2019 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	广汇能源股份有限公司		
债券名称	广汇能源股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
债券简称	19 广能 01		
债券代码	155209.SH		
发行规模	人民币 5 亿元		
存续期限	2019/3/19~2021/3/19（1+1）		
上次评级时间	2019/3/13		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

广汇能源	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	130.05	145.72	172.87
总资产（亿元）	433.33	450.94	483.39
总债务（亿元）	247.66	240.49	247.33
营业总收入（亿元）	41.94	81.38	129.05
营业毛利率（%）	30.96	37.79	36.30
EBITDA（亿元）	18.04	28.44	45.64
所有者权益收益率（%）	1.11	3.35	9.41
资产负债率（%）	69.99	67.68	64.24
总债务/EBITDA（X）	13.73	8.46	5.42
EBITDA 利息倍数（X）	1.31	2.11	2.98

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、中诚信证评在计算债务指标时，将“其他流动负债”中的短期应付债券、“长期应付款”中的融资租赁款、非金融机构长期借款和国开基金借款纳入其中。

分析师

徐璐 lxu@ccxr.com.cn
乔明星 mxqiao@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 10 日

基本观点

2018 年，广汇能源股份有限公司（以下简称“广汇能源”或“公司”）能源全产业链布局进一步完善，随着启东港 LNG 接收站接收能力的提升以及煤炭、煤化工业务销量的增长，公司业务规模和经营获现能力进一步提升；公开配股事项的完成亦对其经营实力产生积极影响。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司债务规模维持高位、投资需求较大、非经常性损失以及安全生产风险等因素或将对公司信用水平产生一定影响。

综上，中诚信证评维持广汇能源主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定；维持“广汇能源股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺。

正面

- 天然气行业前景向好。我国持续推进能源结构调整，增加非化石能源、天然气等清洁能源消费比重，2018 年，我国天然气表观消费量 2,803 亿立方米，同比增长 18.1%，市场容量的扩张有助于业内企业实现健康发展。
- 区域资源储备优势显著。公司所在的新疆及周边地区煤炭和油气资源储备较为充沛，公司在该区域拥有较为充足的煤炭、天然气和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。
- 能源全产业链布局日益完善。公司已形成集上游煤炭油气资源勘探开发、中游天然气液化及煤化工生产和配套物流中转运输、下游 LNG 加注站等终端市场销售网络为一体的能源全产业链，有助于公司分散单一产品运营风险。随着启东港 LNG 接收站接收能力提升，公司天然气业务规模进一步扩张，对其经营效益形成一定支撑。
- 业务规模扩张，盈利能力增强。2017 年以来，公司 LNG 和煤炭销售量价齐增，加之甲醇等



煤化工产品价格上涨，经营性盈利能力大幅增强。2016~2018 年，公司分别实现经营性业务利润 0.32 亿元、11.78 亿元和 26.51 亿元。

- 配股完成推动其资本实力进一步增强。2018 年 4 月，公司完成公开配股事项，募集资金总额为 38.65 亿元，公司自有资本实力得到进一步增强，年末资产负债率下降，资本结构有所优化。

关 注

- 盈利稳定性有待观察。公司各产品价格与煤炭、原油等大宗商品价格关系紧密，易受能源价格波动的影响。同时，虽然 2018 年公司收入规模和盈利能力有所提升，但非经常性损失的增加仍对其综合盈利产生一定的负面影响，未来盈利稳定性仍有待观察。
- 债务规模维持高位，短期偿债压力较大。截至 2018 年末，公司流动资产占总资产的比重为 10.87%，同期总债务为 247.33 亿元，其中短期债务占比为 47.61%，资产与负债结构欠匹配，短期债务规模较大；期末公司资产负债率和总资本化率分别为 64.24%和 58.86%，财务杠杆水平较高。
- 资本性支出压力较大。公司当前在建项目投资规模较大，截至 2018 年末，公司主要在建项目累计投资为 223.11 亿元，其中 2019 年预计将投入 11.97 亿元，面临较大的投资资金需求；此外，新增项目投资亦有可能使公司面临的资本性支出压力继续上升。
- 安全生产压力。2018 年 12 月 17 日，公司下属子公司新疆信汇峡清洁能源有限公司正在建设的“120 万吨/年粗芳烃加氢项目”在进行脱酚塔调试检查过程中发生事故，造成 1 人死亡、2 人轻伤，根据《生产安全事故报告和调查处理条例》（国务院令 493 号）本次事故为一般安全事故。中诚信证评对公司生产、运输及储存环节因偶发性因素可能产生的事故对其生产经营产生的影响予以长期关注。

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

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

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

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

广汇能源股份有限公司（以下简称“广汇能源”或“公司”）于 2019 年 3 月 19 日完成“广汇能源股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的发行，债券简称为“19 广能 01”，债券代码为“155209”，发行规模为 5 亿元，票面利率为 6.8%，发行期限为 2 年期，附第 1 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后用于偿还公司及控股子公司有息负债。截至本跟踪评级报告出具之日，本期债券募集资金已按照募集说明书中的资金用途使用完毕。

行业分析

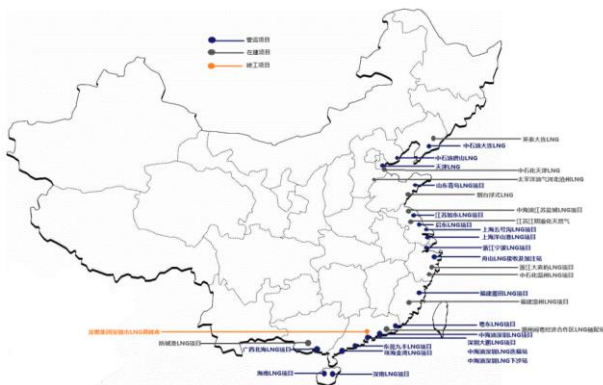
2018 年原油价格回升以及主要用气行业需求改善，天然气消费量进一步增长，价格处于较高水平；“十三五”规划提出大力发展天然气产业，未来天然气市场规模有望实现进一步扩张

天然气行业是我国国民经济的基础产业，是国家经济发展战略中的重点产业。相比传统化石燃料和其他新能源，天然气具有经济、环保和能源安全等优势。根据国家发改委和国家能源局发布的《能源发展“十三五”规划》，2020 年我国天然气占全国一次性能源消费比例发展目标为 8.3%~10%，天然气消费总量达到 3,600 亿方，大力发展天然气产业、逐步把天然气培育成主体能源之一，成为我国能源发展的重要目标。2017 年以来，受益于原油价格回升、“煤改气”政策的加速推进以及主要用气行业需求改善等因素的推动，国内天然气需求增速显著提升。2018 年，我国天然气表观消费量 2,803 亿立方米，同比增长 18.1%。供应方面，我国天然气供给端主要分为自产气、管网进口气和海上 LNG 进口气，由于我国天然气勘探开发程度较低，天然气对外依存度始终处于较高水平。2018 年，我国天然气产量为 1,610 亿立方米，同比增长 9.23%；天然气进口量 1,256.81 亿立方米，同比增长 36.61%；进口依存度达到 43% 以上。

天然气主要通过地下储气库和 LNG 接收站储

存，目前我国储气设施较为短缺。截至 2018 年末，我国累计建成投产的 24 座地下储气库总设计工作气量为 176.85 亿立方米，储消比远远低于发达国家水平。截至 2018 年末，我国建成的 LNG 接收站终端接收能力为 6,790 万吨/年，其中 2018 年新增投产 LNG 接收站的进口能力 1,000 万吨/年，当前在建产能合计 1,155 万吨，拟新建及扩建产能合计 6,330 万吨，预计将于 2020 年后集中投产，届时我国 LNG 接收站合计接收能力将达到 14,275 万吨/年，未来 LNG 接收能力增长空间很大。由于我国 LNG 接收站主要用于引入海外气源，其储转能力较为有限，而我国天然气消费具有季节性差异显著、区域供需不平衡的特点，采暖季天然气调峰压力较大。2017 年冬季，随着“煤改气”在京津冀地区全面实施，天然气供需失衡导致我国北方地区出现大规模“气荒”现象，并蔓延至长江中下游省市。“气荒”期间，国内 LNG 每吨价格一度突破万元。本次“气荒”的产生一方面是由于国内现有天然气供应难以满足消费需求短期的爆发式增长，另一方面也暴露出我国储气调峰能力与天然气市场发展存在不匹配的问题。为提升期间投资建库的积极性，加强我国天然气储气调峰能力，国家持续出台政策支持相关基础设施建设。根据国家发改委发布的《天然气基础设施建设与运营管理办法》，到 2020 年天然气销售企业需拥有不低于其年合同销售量 10% 的工作气量，县级以上政府至少需形成不低于保障本行政区域平均 3 天需求量的应急储气能力。2018 年 4 月，国家能源局和国家发改委联合发布《关于加快储气设施建设和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见》，进一步要求到 2020 年城镇燃气企业形成不低于其年用气量 5% 的储气能力。

图 1：我国在建及已建 LNG 接收站示意图（2019.1）



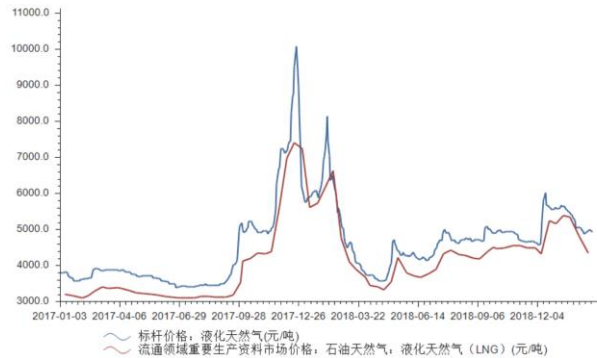
资料来源：广发证券发展研究中心，中诚信证评整理

LNG 上游气源为沿海 LNG 接收站和一些陆上 LNG 工厂，沿海 LNG 接收站将通过远洋 LNG 运输船运输过来的液化天然气储存在站内，再通过槽车往外输送，陆上 LNG 工厂通常是将已有的管道天然气或者焦炉煤气通过甲烷化、净化、深冷液化后获得 LNG。近年来，我国 LNG 进口量保持在较高水平，2017 年受下游需求大幅提升，国内天然气缺口进一步扩大影响，LNG 进口量大幅上升至 3,813.41 万吨，同比增长 46.40%；2018 年，我国 LNG 进口量为 5,378 万吨，同比增长 41.20%。生产方面，由于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。根据当前的 LNG 产能规划，预计 2019~2020 年，我国 LNG 新增产能分别为 460 万吨和 1,100 万吨。但受国内气源情况不佳以及进口 LNG 的冲击，国内生产经营举步维艰，减产停产时有发生。2017 年国内 LNG 工厂开工率为 39.29%，较 2016 年小幅回升 2 个百分点；但仍保持低位，同期产量为 829.30 万吨，同比增长 19.27%；2018 年国内 LNG 产量为 900.20 万吨，同比增长 8.55%。

价格方面，2017 年 1~9 月 LNG 市场价格波动幅度不大，年初国内均价为 3,144.62 元/吨；进入 9 月中旬，环保的督察力度的加大刺激了“煤改气”在全国范围内的大面积实施，加之原油价格回暖以及下游需求增长，天然气需求力度明显提升，国内 LNG 供不应求的情况推动价格快速上涨，12 月 25 日市场均价最高达到 8,477.78 元/吨。随着天然气供应量的增加、发改委冬季保供措施初见成效以及供暖季的结束，LNG 在 2018 年 3 月出现回落。但 2018 年上半年整体价格约为 4,330 元/吨，较 2017 年均

价高出 500~800 元/吨。随着工业需求的回升以及城市燃气公司调峰 LNG 采购量的增加，2018 年整体价格处于较高水平。截至 2019 年 1 月 31 日，LNG 全国销售均价为 4,796.50 元/吨。

图 2：2017 年 1 月~2019 年 2 月 LNG 价格走势



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

总体来看，随着原油价格上升、“煤改气”政策推进以及下游需求改善，2017 年以来国内天然气市场快速增长，天然气价格处于历史较高水平。同时，“十三五”规划提出以提高天然气在一次能源消费结构中的比重为发展目标，大力发展天然气产业，未来天然气消费量有望实现进一步增长。

“十三五”期间煤化工示范项目稳步推进，产业投资回归理性，新型煤化工是我国煤化工行业未来发展方向

中国在传统煤化工产业上已具有较为成熟的技术和工艺水平，传统煤化工产品如甲醇、尿素等产能严重过剩；而煤制烯烃、煤制天然气等新型煤化工领域符合中国实际的发展方向，其产品对弥补国内油气资源不足有着重要意义。随着国家发改委与国务院收回煤制油煤制气项目的审批权限，并严格控制新增项目，新型煤化工的发展进入新的有序发展期，未来将严控产能，有序推进。根据能源发展“十三五”规划，“十三五”期间将实现煤制油、煤制气生产能力达到 1,300 万吨和 170 亿立方米左右。根据中国石油和化学工业联合会发布的《现代煤化工“十三五”发展指南》，预计到 2020 年，煤制烯烃产能 1,600 万吨/年，煤制芳烃产能 100 万吨/年，煤制乙二醇产能 600~800 万吨/年。

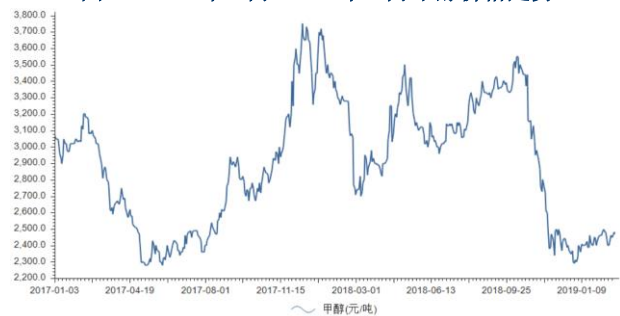
煤制甲醇方面，受制于我国“富煤、贫油、少气”的国情，煤制甲醇成为我国甲醇最主要的生产方式，产能占全国甲醇总产能的 77% 左右，与我国

煤炭的地域分布相同，西北地区成为煤制甲醇企业的主产区，内蒙、陕西、山西、宁夏、新疆、山东、河南等煤炭产地均有煤制甲醇装置的分布，其中西北煤制甲醇产能占比在 42.3% 左右。2015~2017 年我国甲醇企业有效产能分别为 6,976 万吨/年、7,639 万吨/年和 8,038.5 万吨/年，随着部分企业环保设备整改到位、传统下游增速相对平稳，烯烃需求成为目前主要的需求支撑，近年来甲醇产能的快速增长与下游烯烃项目的建设息息相关。截至 2017 年末，我国煤制烯烃配套甲醇装置涉及甲醇产能 2,035 万吨/年左右，占我国甲醇总产能的 26%。2018 年我国甲醇总产能约 8,470 万吨，新投产甲醇装置产能 575 万吨，主要投产地点分布在西北、山东、安徽等地；国内甲醇表观消费量 6,009 万吨，同比增加 613 万吨；国内甲醇产量 5,275 万吨，同比增加 832 万吨。近年来煤制甲醇在环保、能耗标准不断提高的背景下，国家已禁止新建年产 100 万吨及以下煤制甲醇项目，年产超过 100 万吨的煤制甲醇项目由国务院投资主管部门核准，行业扩建已较为谨慎。同时，由于我国气价较高，天然气制甲醇项目缺乏成本优势，制约了新建产能和已有产能开工率；焦炉气制甲醇是焦化企业的产业链延伸，变废为宝，具备成本优势。但受限于前端焦炭生产，较难形成规模化生产，焦炉气甲醇产能在甲醇总产能中所占比例较低。未来供给端新增产能有限，且多为下游煤制烯烃配套，商品化甲醇较少。

需求方面，我国甲醇的第一大下游已经变成甲醇制烯烃，甲醇制烯烃的发展直接影响着甲醇产业的发展。截至 2018 年 10 月末，我国已投产甲醇制烯烃产能 1,259 万吨/年，预计到 2020 年，我国规划和批准的甲醇制烯烃产能会达到 2,000 万吨/年。随着未来国内煤制烯烃项目的陆续投产，将对国内甲醇需求产生一定促进作用。而我国甲醇传统下游则继续呈现缩减态势，2016 年以来甲醛、二甲醚产能出现负增长，其中二甲醚开工仅为 20% 左右，甲醛也降至 40% 左右，该产品后期未有新建装置计划投产，且在国家供给侧改革影响下，部分长期闲置产能将逐渐失效，产能或将继续走低；此外，醋酸、MTBE 产能虽维持增多态势，但产能增长速度也有

明显放缓，传统下游的低迷使得其对国内甲醇的需求放缓。

图 3：2017 年 1 月~2019 年 2 月甲醇价格走势



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

价格方面，2017 年上半年，由于煤炭价格有所回落加之下游成本压力加大，甲醇价格呈下滑趋势；下半年以来，受下游产品价格回升及上游焦企限产、天然气供应紧张等因素影响，甲醇价格大幅回涨，截至 2017 年 12 月 29 日，甲醇市场价格为 3,320 元/吨。2018 年以来，甲醇价格在年初因煤价下跌震荡下行，4 月份以来，国内外甲醇装置接连检修，库存下跌，市场价格大幅上行，10 月中旬至年末，国外甲醇价格下跌，冬季需求增加预期落空，伊朗新建甲醇装置投产导致货源增加，甲醇价格大幅下跌。

2017 年 2 月，国家能源局发布《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，指出适度发展煤炭深加工产业既是国家能源战略技术储备和产能储备的需要，也是推进煤炭清洁高效利用和保障国家安全、能源安全的重要举措；同年 3 月，国家发改委联合工信部发布了《现代煤化工产业创新发展布局方案》，将煤制油、煤制天然气、煤制烯烃、煤制芳烃、煤制乙二醇列入产业技术升级示范重点，以提升系统集成优化水平；规划布局了内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东和新疆准东 4 个现代煤化工产业示范区，推动产业集聚发展，未来新疆地区煤化工机遇与竞争并存。总体来看，新型煤化工是我国煤炭深加工未来发展的主要方向，而传统煤制甲醇也将因煤制烯烃的发展而受益。

业务运营

2018 年，公司 LNG 和煤炭销量增加，加之甲醇及煤化工副产品量价齐增，全年实现营业总收入

129.05 亿元，同比增长 58.58%。分板块来看，2018 年，公司天然气、煤炭和煤化工业务收入分别占当年公司营业总收入的 51.08%、24.50% 和 20.51%。其中，天然气、煤化工和煤炭业务分别实现收入 65.91 亿元、31.61 亿元和 26.46 亿元，同比增长 59.33%、46.25% 和 78.25%。

表 1：2018 年公司营业收入情况

单位：亿元、%			
分产品	收入	占比	同比增幅
天然气	65.91	51.08	59.33
煤化工	31.61	24.50	46.25
煤炭	26.46	20.51	78.25
其他	5.06	3.92	42.61
合计	129.05	100.00	58.58

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受益于天然气市场需求回暖和启东港 LNG 接收站接收能力的提升，2018 年公司 LNG 销量继续扩张，销售收入进一步增长

截至 2018 年末，公司拥有鄯善、哈密和吉木乃三个 LNG 生产基地，各基地设计产能均为 5 亿立方米/年，其中鄯善工厂出于成本考虑自 2014 年 9 月起处于停产状态。公司在产的哈密工厂和吉木乃工厂分别以哈密淖毛湖煤炭资源制甲烷气及哈萨克斯坦斋桑油气田的气源来满足生产，并与兰州、西安及内蒙古等地区厂商建立了稳固的合作关系，以便调峰期进行零星采购。2018 年 12 月，公司基于国际市场形势复杂、项目实际开采成本较高以及投资风险逐步加大等因素影响，拟终止仍处于风险勘探期、尚未产生收入的南依玛谢夫项目的投资。公司控股子公司 Volga 累计对 Foren associates B.V.（以下简称“Foren”）出资 4,562.80 万美元，截至 2018 年末公司已对 Foren 全额计提长期股权投资减值准备，该事项对其全年的盈利表现产生了一定的影响。

产量方面，2018 年哈密工厂持续优化工艺操作，改进设备结构，提高装置运行效率，产品产销量均有所提升，产量创历史新高；吉木乃工厂装置运行稳定，产品出成率持续保持在 94% 左右运行。2018 年，公司哈密和吉木乃两家工厂共实现 LNG

产量 11.89 亿方，同比增长 9.80%，产能利用率¹为 118.90%。

表 2：2017~2018 年公司 LNG 产销量明细表

单位：亿方、元/方、%			
项目	2017	2018	同比增幅
产量	10.83	11.89	9.80
销量	18.46	23.45	27.03
其中：自产	10.83	11.91	10.02
外购	7.64	11.54	51.14
平均售价	2.24	2.76	23.25

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

同时，为进一步巩固和开拓市场，公司调整天然气终端加气站的发展策略，重点开发启东港 LNG 接收站工程项目的建设以引进海外 LNG 资源。随着项目建设的推进，启东港一期工程 10 万方储罐项目已于 2017 年 6 月初投入运行，二期工程 16 万方储罐将于 2019 年上半年正式投入运行，届时公司 LNG 周转能力将大幅提升至 115 万吨/年，并具备天然气进口接卸能力。此外，三期工程 16 万方储罐项目已完成总工程量的 71%，完成拱顶梁与承压环连接附件安装焊接，底衬板安装焊接完成 50%。未来随着启东港三期工程的逐步建成投运，公司 LNG 销售规模有望进一步扩大。

销售方面，公司 LNG 一直保持较高的产销率，2018 年公司自产 LNG 销量为 11.91 亿方，产销率为 100.17%。此外，启东港 LNG 接收站投入使用后，公司可通过与中石油等建立战略合作关系引进澳大利亚、卡塔尔、马来西亚、印度尼西亚和尼日利亚等国家的海气资源实现 LNG 的境内销售，大幅提升了公司外购 LNG 的销售能力。2018 年，启东港安全靠泊 LNG 外轮共计 23 艘次，累计接卸 LNG 85.34 万吨，累计出库 82 万吨，外购 LNG 销量为 11.54 亿方，同比增长 51.14%，并推动 LNG 整体销量同比增长 10.02% 至 23.45 亿方。2019 年 4 月，公司下属广汇国际天然气贸易有限责任公司与道达尔气电亚洲私人有限公司（全球第四大天然气生产商和全球第二大液化天然生产商，以下简称“道达尔公司”）签署《LNG 购销协议》，道达尔公司将长期合同和现货销售的方式向中国供应液

¹ 计算产能利用率时暂未将鄯善工厂产能纳入其中。

化天然气。本次 LNG 购销协议的签署有助于公司控制 LNG 采购成本，提升公司在国际贸易业务的稳定发展，并进一步实现 LNG 终端市场及城市应急调峰、工业用户采购等下游渠道的稳定供应。价格方面，2017 年以来，受下游需求回暖以及国内大范围“煤改气”的影响，天然气消费增速明显，2018 年国内天然气价格整体处于高位，当年公司销售均价为 2.76 元/方，同比上涨 23.21%。值得注意的是，随着全国范围内天然气管道基础设施的日益完善及天然气供应量的增加，天然气价格或出现下降，中诚信证评将对天然气价格走势对公司未来 LNG 业务运营产生的影响予以长期关注。

销售网络建设方面，近年来公司在全国范围内大力发展车用燃气市场，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。2018 年，公司结转 2017 年在建加注站 2 座，建设完成 2 座，新投入运营站点 5 座；全年完成接驳 3.67 万户，累计民用接驳供应居民户数 42.35 万户。截至 2018 年末，公司累计现存投入运营加注站 144 座。此外，公司全资子公司广汇能源综合物流发展有限责任公司与华电江苏公司等四方于 2018 年 7 月签署了投资协议共同建设启通天然气管线项目，该项目依托启东港 LNG 接收站资源，线路全长 160 公里，设计输量为 40 亿方/年，除接收启东港 LNG 接收站天然气资源并与中石油西气东输管线连通外，还将与中石油南通分输站以及沿海管道互联，实现向苏南地区市场供气。2018 年 7 月，公司与中国华电清洁能源公司、岳阳城投公司就关于共同投资建设岳阳 LNG 项目签订意向协议书，三方拟采用股权合作方式设立有限公司建设 200 万吨 LNG 接收码头，上游 LNG 来源主要为启东港 LNG 接收站。上述协议的签订有利于发挥启东港 LNG 接收站项目天然气开发利用以及能源服务等优势，公司 LNG 销售网络得到进一步拓宽。

从销售区域的分布来看，公司实行以市场为导向的销售策略，运输距离较近的西北地区为公司

LNG 销售的主要区域。2017 年启东港 LNG 接收站项目启用后，大幅提升了公司 LNG 在华东和华北地区的销售能力。2018 年，公司在西北地区、华东地区和华北地区的销量占比分别为 43.62%、45.59% 和 6.14%，其中华东地区首次超越西北地区，成为公司第一大销售区域；公司在西南和中南地区的销售有限，2018 年合计销售占比仅为 4.65%。

总体来看，受益于天然气市场需求回暖和启东港 LNG 接收站接收能力的提升，2018 年公司 LNG 销量继续扩张，销售收入进一步增长。

2018 年受益于煤炭市场回暖，煤炭销量及销售价格均进一步上升，煤炭板块收入规模继续扩张

煤炭业务是公司能源战略规划中重要的业务板块，目前拥有哈密淖毛湖和富蕴县喀木斯特两大煤炭基地，已探明煤炭资源储量 92.87 亿吨，可采储量 68.25 亿吨，主要煤炭种类为长焰煤和不粘煤，具有固定碳含量高、气产量高等特点，是优质的气化原料煤和动力煤，且该区域煤炭处于单一中厚近水平煤层，开采条件十分有利。

表 3：截至 2018 年末公司煤炭资源储备情况

主要矿区	单位：亿吨	
	资源储量	可采储量
新疆伊吾县淖毛湖煤田白石湖勘查区井田勘探	9.69	9.69
新疆伊吾县淖毛湖煤田白石湖露天煤矿	8.04	7.44
新疆伊吾淖毛湖煤田东部勘查区	29.53	29.53
新疆伊吾淖毛湖煤田农场煤矿东部勘查区	0.62	0.60
新疆富蕴县喀木斯特矿区阿拉安道南矿井 1,200 万吨/年煤矿项目	35.23	16.65
新疆富蕴县喀木斯特矿区阿拉安道北矿井 400 万吨/年煤矿项目	9.76	4.34
合计	92.87	68.25

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司在产煤矿主要为白石湖露天煤矿，所产原煤主要为公司煤化工业务提供原料，剩余部分对外销售。2017 年以来，受益于煤炭市场的回暖，煤炭市场需求量增加，2018 年公司外销煤炭产量为 540.23 万吨，同比增长 42.72%。

表 4：2017~2018 年公司煤炭产销量明细表

项目	单位：万吨、元/吨、%		
	2017	2018	同比增幅
产量	378.52	540.23	42.72
销量	634.34	842.13	32.76
其中：原煤	531.72	616.12	15.87
提质煤	102.62	226.01	120.24
吨煤销售价格	234.03	314.22	34.26

注：煤炭产量不含自用煤，销量包含原煤和提质煤。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，受益于煤炭行业整体景气度较高，加之煤焦油市场转暖带动周边兰炭企业产能提升，公司原煤销量同比增长 15.87%至 616.12 万吨。此外，公司下属新疆广汇煤炭清洁炼化有限责任公司（以下简称“清洁炼化公司”）投资建设的“哈密 1,000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目”（以下简称“煤炭分级提质项目”）能够对淖毛湖的块煤资源进行分级提质、综合利用，将块煤经过干馏生产提质煤和煤焦油，从而建立起“煤-化-油”的产业链。该项目炭化 II 系列和炭化 I 系列分别于 2018 年 6 月和 12 月投产转固，提质煤生产能力的提升带动公司当年提质煤销量同比增长 120.24%至 226.01 万吨，并带动公司煤炭整体销量的增长。2018 年，公司实现煤炭销量 842.13 万吨，同比增长 32.76%。价格方面，煤炭行情的回暖推高了煤炭价格，加之公司煤炭产品销售结构改善，2018 年公司吨煤销售价格同比上涨 34.26%至 314.22 元/吨，并推动公司当年实现煤炭销售收入 26.46 亿元，同比增长 78.25%。

公司煤炭以直接销售模式为主，大部分销售市场集中于在哈密淖毛湖周边地区、兰州市以及河西走廊地区，客户以电力、钢铁和兰炭厂等大宗用煤企业以及煤炭深加工产业客户为主。同时，公司加强兰州河西走廊一带及川渝地区市场拓展力度，实施区域煤炭销售价格联动机制，实现“疆煤入渝”。从客户结构来看，2018 年公司煤炭业务前五大客户销售收入占比为 67.14%，其中对单一客户酒泉钢铁（集团）有限责任公司较为依赖，客户集中度较高。

表 5：2018 年公司煤炭业务前五大客户情况

客户名称	单位：亿元、%	
	收入	煤炭收入占比
酒泉钢铁（集团）有限责任公司	10.34	39.06
甘肃大唐燃料有限责任公司	4.21	15.91
石嘴山市隆湖石辆物资有限公司	1.69	6.37
甘肃电投武威热电有限责任公司	1.12	4.25
唐山市格萨贸易有限公司	0.41	1.55
合计	17.77	67.14

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2018 年受益于煤炭市场回暖，煤炭销量及销售价格均进一步上升，煤炭板块收入规模继续扩张。

2018 年受益于哈密新能源检修完成、煤炭分级提质项目部分达产以及产品价格上涨，公司煤化工业务规模扩张，但国际油价的波动对煤化工业务的影响较大，需保持长期关注

2018 年，新疆广汇新能源有限公司（以下简称“哈密新能源”）重点围绕全厂大检修，解决了诸多装置、设备运行隐患；消除部分气化炉等重大设备安全隐患，故障率同比下降 58%；全年 11 台气化炉和两台甲烷膨胀压缩机在线率分别达到 95%和 99%，生产效率得以提升。同时，清洁炼化公司投资建设的煤炭分级提质项目能够生产出煤焦油、提质煤和粗酚等产品，带动其煤化工业务产业结构的升级，目前炭化 II 系列和炭化 I 系列分别于 2018 年 6 月和 12 月投产转固；炭化 III 系列已完成小粒煤改造并试运行，待通过化工装置性能考核测试后即可转固。受益于此，2018 年公司甲醇、煤基油品和煤化工副产品产量分别为 109.04 万吨、17.14 万吨和 38.84 万吨，其中甲醇和副产品产量分别同比增长 8.31%和 18.56%。

表 6：2017~2018 年公司煤化工产销情况

单位：万吨、元/吨、%

项目	2017			2018			同比增幅		
	产量	销量	均价	产量	销量	均价	产量	销量	均价
甲醇	100.67	102.47	1,626	109.04	108.76	1,897	8.31	6.14	16.67
煤基油品	-	-	-	17.14	21.06	3,032	-	-	-
煤化工副产品	32.76	33.71	1,394	38.84	38.98	1,723	18.56	15.63	23.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司煤化工产品主要作为大宗化工原料，客户群体定位于大中型工业企业。目前公司煤化工产品主要采取客户自提和第三方物流运输的方式销售，通过公路及铁路运输和实现对全国范围的覆盖。2018 年公司对煤化工业务前五大客户的销售比重为 28.81%，不存在对单一客户过度依赖的情况。

表 7：2018 年公司煤化工业务前五大客户情况

单位：亿元、%

客户名称	收入	煤化工收入占比
天津德源浩益科技发展有限公司	2.20	6.97
唐山科洁商贸有限公司	1.98	6.25
上海沁懿供应链管理有限公司	1.82	5.76
西安中车罐车租赁有限公司	1.61	5.09
新疆中泰进出口贸易有限公司	1.50	4.74
合计	9.11	28.81

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司煤化工一直保持较高的产销率，2018 年甲醇、煤基油品和煤化工副产品销量分别为 108.76 万吨、21.06 万吨和 38.98 万吨，产销率分别为 99.74%、122.87%和 100.36%。价格方面，2018 年受益于国际油价的回暖及下游需求的增加，公司煤化工产品销售价格均出现较大幅度回升，当年甲醇、煤基油品和煤化工副产品销售均价分别为 1,897 元/吨、3,032 元/吨和 1,723 元/吨，其中甲醇和副产品价格分别同比上涨 16.67%和 23.60%。煤化工产品量价齐增，当年实现销售收入 31.61 亿元，同比增长 46.25%。值得注意的是，煤化工产品的价格与国际油价密切相关，虽然 2018 年整体价格处于中高位，但自四季度以来油价的下跌造成甲醇价格进入下降通道，未来国际油价的震荡或导致公司煤化工业务经营压力上升，中诚信证评对此予以长期关注。

公司根据政策和市场环境变化调整在建项目建设和投资进度，2018 年部分项目达到试运行阶段，整体投资进度有所放缓，但新增项目投资仍有可能使公司面临的资本性支出压力上升

公司确立了以能源产业为经营重心、资源获取与转换为方向的产业发展格局，目前已形成以煤炭、LNG、甲醇、煤焦油和石油为核心产品，以能源物流为支撑的天然气液化、煤炭开采、煤化工转换、油气勘探开发四大业务板块，是国内唯一一家同时拥有煤、气、油三种资源的民营企业。未来几年，结合能源产业的实际和自身发展优势，公司致力打造能源开发全产业链经营模式，重点做好“四个三”工程，即开发三种资源：煤炭、天然气、石油；打造三个基地：新疆煤炭清洁高效利用转化基地、中亚油气综合开发基地、北美油气综合开发基地；建设三个园区：江苏启东、甘肃酒嘉、宁夏中卫；打通三条通道：出疆物流通道（含铁路和公路）、中哈跨境管道、海运油气接收通道。

项目投资方面，公司对在建项目以加强前期手续办理和基础管理为主，科学合理地规划项目所需资金，适时调整各项目建设进度，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的专业化能源开发公司。截至 2018 年末，公司主要在建及拟建项目计划总投资为 549.39 亿元，累计投资 223.11 亿元。

哈萨克斯坦斋桑油气开发项目目前仍主要处于天然气勘探评价和稠油试采阶段，天然气投入正常生产并已产生稳定的现金流。现有总井数 54 口，其中：油井 30 口，气井 24 口。自 2013 年 6 月 19 日，主块天然气顺利投产并从哈国斋桑输送至新疆

吉木乃 LNG 工厂，目前 24 口气井正常开井生产 19 口，日产气 150 万方，平均单井日产气 7.9 万方。2018 年年产天然气 5.19 亿方，项目累计生产销售天然气 24.91 亿方，区块稠油仍然处于试采测试阶段。截至 2018 年末，该项目已完成投资 39.62 亿元，公司将根据经济形势及相关产品市场行情等因素为判断依据，制定后续投资计划。

由于淖毛湖矿区煤炭具有高挥发性、高含油低硫等特性，清洁炼化公司哈密 1,000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目将形成“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。该项目计划总投资 78.08 亿元，建设周期为 5 年，建成后预计可年产粗芳烃 112 万吨、煤沥青 40 万吨、精酚 6.4 万吨、提质煤 510 万吨。目前该项目炭化 II 系列和炭化 I 系列分别于 2018 年 6 月和 12 月投产转固，可为公司贡献稳定现金流和利润。截至 2018 年末，该项目累计投资为 59.43 亿元。同时，公司与山东汇东新能源有限公司、重庆三峡油漆股份有限公司签订了《120 万吨/年粗芳烃加氢项目投资合作协议》，三方采用股权合作方式（股权比例为 34%、33% 和 33%）设立新疆信汇峡清洁能源有限公司（以下简称“信汇峡公司”），目前“荒煤气制氢”、“焦油加氢”项目建设进度有序推进，截至 2018 年末，预处理装置整体完成 100%，加氢装置整体完成 75%，制氢装置整体完成 80%，罐区整体完成 90%，其它配套工程整体完成 85%；强化安全生产管理，积极扩展下游市场区域，外派实训及安全环保各项制度建设等工作也在执行中不断完善提升。值得注意的是，2018 年 12 月 17 日，信汇峡公司正在建设的“120 万吨/年粗芳烃加氢项目”在进行脱酚塔调试检查过程中，员工使用非防爆工具在脱酚塔内违章作业，引燃塔内易燃气液体，发生闪燃导致人员烧伤死亡，事故伤员经送医院救治后确认 1 人死亡、2 人轻伤，直接经济损失 108.63 万元。根据《生产安全事故报告和调查》，本次事故为一般安全事故。事故发生后，公司立即启动应急预案，组织现场救治，进一步落实企业安全生产主体责任，全面梳理安全管理制度。中诚信证评对该项目建设报产进度以及公司面临的安全生产压力予以关注。

此外。由公司下属子公司新疆广汇陆友硫化工有限公司投资的“1 万吨二甲基二硫/0.5 万吨二甲基亚砷项目”属于煤制甲醇项目产业链延伸的精细化工项目，通过氢气与硫磺在专用催化剂条件下，控制一定的温度、压力，通过硫化氢合成反应器生成粗硫化氢，粗硫化氢在 MDEA 有机胺液选择性吸收下精制为 99% 以上的硫化氢，供后续工序使用。硫化工项目计划总投资 4.98 亿元，2018 年取得 6 项资质证书，持续推进安全环保手续办理工作，期末累计投资为 3.42 亿元。

红淖铁路项目位于新疆维吾尔自治区东部的哈密地区，自甘新交界处的兰新铁路红柳河车站引出，经哈密市星星峡镇、双井子乡，沿东天山边缘西行经伊吾县下马崖乡，至终点伊吾县淖毛湖镇，验收线路全长 435.6km，沿线共设 27 个车站。项目主要工程包括红柳河至淖毛湖段，正线全长 313.09 公里；淖毛湖矿区段线路全长 122.51 公里，其中西部支线长 60.68 公里，东部支线长 53.21 公里，煤化工专用线 8.61 公里。该项目计划总投资 108.68 亿元，截至 2018 年末累计投入 83.77 亿元。红淖铁路于 2019 年 1 月 1 日开通使用，进入试运营阶段，开通范围从红柳河站（不含）-淖毛湖站（含货场）-白石湖东站（含环形装车线）段工务、信号（含 CTC 设备）、通信、供电（不含牵引供电设备）、机务、车辆等专业相关设备设施，可为新疆优质煤炭资源、甲醇、煤焦油等化工产品以及农产品等在内的各类出疆物资提供外运通道。

启东港 LNG 接收站项目计划总投资为 24.97 亿元，截至 2018 年末已投入 18.19 亿元，其中二期 1#16 万立方米储罐于 2018 年 11 月正式进入试运行阶段；三期 2#16 万立方米储罐完成总工程量 71%，完成拱顶梁与承压环连接附件安装焊接，底衬板安装焊接完成 50%；LNG 气化及配套海水取排水项目的 LNG 气化项目中央控制室抗暴墙外模板支护完成，海水取排水项目 2#井砖胎模完成，泵房第三节钢筋绑扎完成。

表 8：截至 2018 年末公司主要在建项目情况

单位：亿元

项目名称	计划投资	起始时间	建设期限	已投资金额	2019 年投资计划
哈萨克斯坦斋桑油气项目	84.20	2009 年	持续性投资	39.62	-
哈密 1,000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目	78.08	2013 年	5 年	59.43	3.90
红淖三铁路建设项目	108.68	2011 年	7 年	83.77	2.00
启东港 LNG 接收站项目	24.97	2013 年	5 年	18.19	6.00
硫化工项目	4.98	2016 年	2 年	3.42	0.07
准东喀木斯特 40 亿方/年煤种天然气项目	248.48	2011 年	6 年	18.68	-
合计	549.39	-	-	223.11	11.97

注：1,000 万吨/年煤炭分级提质综合利用项目已生产出提质煤及粗芳烃，后续 120 万吨/年粗芳烃加氢项目由公司与山东汇东新能源有限公司、重庆三峡油气股份有限公司成立合资企业共同出资建设。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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，发改委下发《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。该项目整体计划总投资 248.48 亿元，截至 2018 年末公司累计完成投资 18.68 亿元。2019 年 3 月 22 日，公司发布公告，拟与宁夏恒有能源化工科技有限公司（以下简称“宁夏恒有能源公司”）签署《股权转让协议》，分别转让控股子公司新疆富蕴广汇清洁能源开发有限公司和新疆富蕴广汇新能源有限公司 51% 的股权，股权转让价款共计 4,959.32 万元。本次股权转让事宜有助于公司进一步聚焦现有主营业务发展，集中发挥体现已投产项目高质量发展效能，缩减百亿以上规模投资项目建设计划，优化财务结构，符合其投资发展战略规划。值得注意的是，截至 2018 年末，公司为新疆富蕴广汇清洁能源开发有限公司和新疆富蕴广汇新能源有限公司提供担保 7.50 亿元，本次股权转让事宜的实施将导致公司对外担保规模的上升。

此外，2019 年，公司与南京三圣物流有限公司共同出资成立控股子公司哈密广汇环保科技有限公司（以下简称“环保科技有限公司”，公司持股比例为 95%），拟投资建设荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目（以下简称“乙二醇项目”）。该项目计划总投资为 35.60 亿元，将依托清洁炼化公司所投建的

煤炭分级提质项目副产荒煤气为原料，以及富余的高压蒸汽及其他公用工程配套建设荒煤气制乙二醇项目，实现荒煤气组分的有效利用，并提升清洁炼化公司现有公用工程的负荷水平。

总体来看，公司投资项目较多，且单个项目投资规模较大，2019 年预计将继续投资 11.97 亿元，新增项目投资亦有可能使公司面临的资本性支出压力上升。由于国内宏观经济增速放缓，公司根据市场行情调整未来两年内的投资支出，中诚信证评将持续关注公司投资进度及资金筹集情况。

财务分析

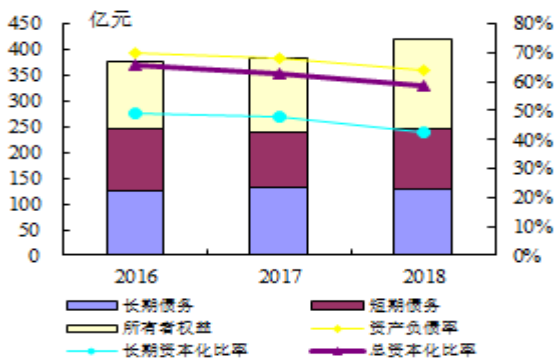
以下财务分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告，其中 2017 年财务数据经追溯调整。

资本结构

受各主要子行业行情回暖的影响，公司业务规模保持增长，留存收益进一步积累，自有资本实力不断增强；加之 4 月公司公开配股增发事项的完成，2018 年末公司权益资本规模同比扩张 18.63% 至 172.87 亿元。负债方面，随着公司部分在建项目达到试运营阶段，2018 年公司项目投资进度有所放缓，负债规模小幅扩张 1.74% 至 310.52 亿元。截至 2018 年末，公司总资产为 483.39 亿元，同比增长 7.20%。同期，公司资产负债率和总资本化比率分别为 64.24% 和 58.86%，分别同比下降 3.45 个和 3.41

个百分点，虽然财务杠杆水平有所降低，但仍处于较高水平，财务结构稳健性有待进一步提升。

图 4：2016~2018 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

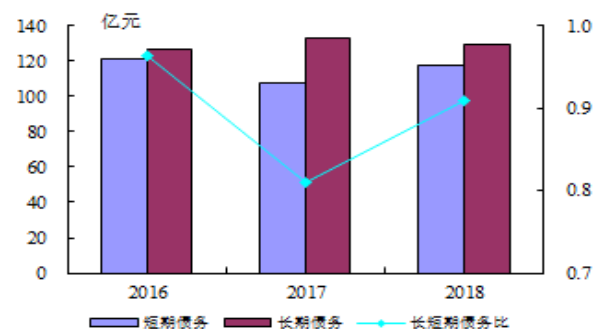
资产结构方面，基于公司的业务特点，非流动资产是公司资产的主要构成。截至 2018 年末，公司非流动资产合计 430.85 亿元，占总资产比重为 89.13%，主要由可供出售金融资产（11.02 亿元）、固定资产（174.06 亿元）、在建工程（178.61 亿元）、油气资产（34.97 亿元）和无形资产（19.09 亿元）构成。2018 年，公司购买投资基金及资产管理产品增加推动其可供出售金融资产规模同比增长 158.54%；受煤炭分级提质项目炭化 I、II 系列转固的影响，当期固定资产同比增长 18.22%、在建工程同比减少 7.00%；无形资产规模同比增长 55.32%，主要系新增探矿权投资所致。流动资产方面，2018 年末公司流动资产合计 52.54 亿元，同比增长 17.00%，由货币资金（26.77 亿元）、应收票据（2.22 亿元）、应收账款（2.79 亿元）、预付款项（2.61 亿元）、其他应收款（2.96 亿元）、存货（8.15 亿元）和其他流动资产（7.03 亿元）构成。2018 年，公司公开配股增发事项的完成以及业务规模的扩张带动其货币资金同比增长 32.59%，其中银行存款占比 77.14%，整体流动性良好；存货中原材料、在产品、库存商品的比重分别为 17.15%、18.09% 和 54.50%，2018 年末存货跌价准备余额为 0.25 亿元，鉴于公司存货主要为天然气、煤炭及煤化工产品，易受煤炭及国际油价波动的影响，中诚信证评将持续关注其存货跌价风险；其他流动资产主要是预缴所得税和待抵扣增值税。

负债结构方面，2018 年末公司流动负债余额为 174.90 亿元，占负债总额的 56.33%，主要为短期借

款（59.57 亿元）、应付票据（17.31 亿元）、应付账款（35.18 亿元）、一年内到期的非流动负债（28.90 亿元）和其他流动负债（11.96 亿元）。公司短期借款主要系保证借款，2018 年末余额同比增长 20.57%；近年来公司开具的银行承兑汇票和上游承兑汇票增加，年末应付票据余额同比增长 222.41%；应付账款主要系应付工程款及设备款；一年内到期的非流动负债主要是将于一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款等；其他流动负债系公司发行的短期应付债券，2018 年末余额同比减少 52.10%。非流动负债方面，2018 年末公司非流动负债合计 135.62 亿元，主要为长期借款（88.16 亿元）、应付债券（20.50 亿元）和长期应付款（20.92 亿元）。其中，长期借款主要为保证借款；应付债券系公司仍在存续期内的公司债券和中期票据；长期应付款系应付融资租赁款、非金融机构借款和国开基金。

债务期限结构方面，2018 年末公司总债务规模同比增长 2.84% 至 247.33 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 117.75 亿元和 129.12 亿元，长短期债务比为 0.91。整体来看，公司债务结构匹配性有待进一步改善。

图 5：2016~2018 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

总体来看，2018 年末受益于权益资本的积累和在建项目投资进度的放缓，公司自有资本实力进一步提升，财务杠杆比率有所下降。但公司资产结构与债务结构匹配性欠佳，短期债务规模较大，且未来新增项目投资仍有可能给公司带来一定的资本性支出压力，中诚信证评对公司项目投资进程及短期偿债压力保持关注。

盈利能力

随着能源行业行情的回暖，2018 年公司各主要

业务板块收入均实现同比增长，全年实现营业总收入 129.05 亿元，同比增长 58.58%；全年综合毛利率同比下降 1.49 个百分点至 36.30%。分板块来看，2018 年启东港 LNG 接收站稳定运营、周转能力提升，LNG 销售量大幅增加，营业收入同比增长 59.33%，但受外购 LNG 贸易气部分毛利率较低的影响，天然气板块毛利率同比下降 1.95 个百分点；煤化工方面，2018 年公司煤化工产品销售量价齐增，当年实现销售收入 31.61 亿元，同比增长 46.25%，当期毛利率为 50.22%，与上年基本持平；同期，受提质煤销量增加以及煤炭销售均价上涨的影响，公司煤炭业务收入和毛利率分别为 26.46 亿元和 20.33%，分别同比上升 78.25% 和 1.18 个百分点。

表 9：2018 年公司收入和毛利率变动情况

单位：亿元、%				
	收入	同比增幅	毛利率	毛利率增减
天然气	65.91	59.33	34.48	-1.95
煤化工	31.61	46.25	50.22	0.40
煤炭	26.46	78.25	20.33	1.18
其他	5.06	42.61	56.60	-1.68
合计	129.05	58.58	36.30	-1.49

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司销售费用主要为折旧和职工薪酬；管理费用以职工薪酬、咨询费和物料消耗及摊销为主；财务费用包括利息支出、汇兑损益和融资费用及手续费等。2018 年，公司期间费用合计支出为 17.38 亿元，同比增长 4.41%，但受益于营业总收入快速增长，三费收入比下降至 13.47%，期间费用控制情况有所改善。

表 10：2016~2018 年公司期间费用分析

单位：亿元、%			
	2016	2017	2018
销售费用	2.17	2.56	2.86
管理费用	3.58	4.04	3.98
财务费用	5.44	10.05	10.54
三费合计	11.19	16.65	17.38
营业总收入	41.94	81.38	129.05
三费收入占比	26.68	20.46	13.47

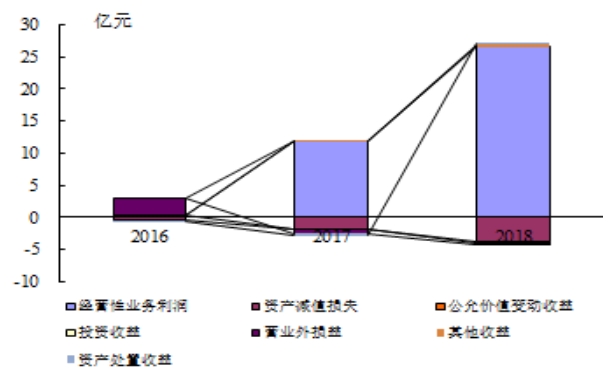
注：中诚信证评将公司“研发费用”计入“管理费用”。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2018 年受益于行业景气度的回

升，公司业务规模快速扩张，加之期间费用控制情况改善，经营性业务利润大幅增长至 26.51 亿元，当期实现利润总额 22.89 亿元，经营性业务利润系利润总额的最主要构成；同时，公司其他收益主要为经营扶持资金、社保补贴和递延收益转入等政府补助，2018 年受经营扶持资金增长的带动，其他收益同比增长 467.65% 至 0.44 亿元。此外，公司营业外损益为 -0.26 亿元，主要系本期收到违约赔偿款 304.06 万元带动营业外收入增加所致；同期资产减值损失为 3.83 亿元，同比大幅增长 116.93%，主要系公司终止南依玛谢夫项目全额计提的长期股权投资减值损失 2.66 亿元。

图 6：2016~2018 年公司利润总额分析



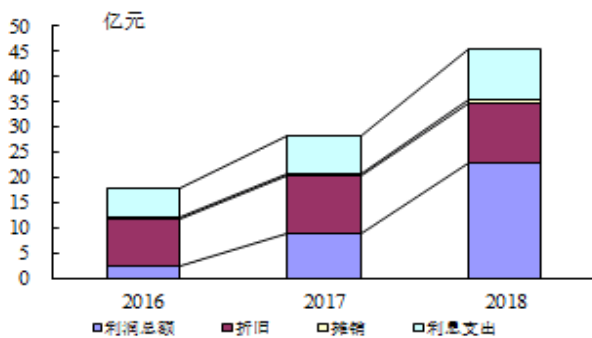
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于能源行业的回暖，2018 年公司收入规模和盈利能力有所提升，但非经常性损失的增加仍对其综合盈利产生一定的负面影响，未来盈利稳定性仍值得关注。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2018 年公司经营获现能力继续提升，利润总额增长推动 EBITDA 同比增长 60.52% 至 45.64 亿元。从 EBITDA 对债务本息的覆盖程度来看，2018 年公司总债务/EBITDA 为 5.42 倍，EBITDA 利息倍数为 2.98 倍。整体来看，2018 年公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所提高，但受债务规模较大的影响，整体保障能力仍较低。

图 7：2016~2018 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营性现金流方面，近年来公司经营活动现金流逐年增加，2018 年公司获现能力提升，在收入规模扩张的带动下，当期经营活动净现金流同比增长 69.89% 至 41.40 亿元；同期经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.17 和 2.70，经营性现金流对债务本息的保障能力有所增强。投资性现金流方面，受本期收购伊吾广汇能源开发有限公司及红淖三铁路公司部分股权的影响，2018 年公司投资活动产生的现金流量净额为 -48.56 亿元，同比减少 607.72%，呈大幅流出状态。

表 11：2016~2018 年公司偿债能力分析

	2016	2017	2018
EBITDA (亿元)	18.04	28.43	45.64
经营活动净现金流 (亿元)	13.75	24.37	41.40
总债务 (亿元)	247.66	240.49	247.33
资产负债率 (%)	69.99	67.68	64.24
总资本化比率 (%)	65.57	62.27	58.86
经营性净现金流/总债务 (X)	0.06	0.10	0.17
经营性净现金流/利息支出 (X)	1.00	1.81	2.70
总债务/EBITDA (X)	13.73	8.46	5.42
EBITDA 利息倍数 (X)	1.31	2.11	2.98

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司获得多家金融机构综合授信额度为 282.58 亿元（其中银行授信 219.76 亿元），未使用授信额度 67.39 亿元，分别较上年末下降 20.90% 和 50.61%，备用流动性有所下降，但公司系 A 股上市公司，能够从资本市场获取直接融资，整体融资渠道仍较为通畅。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产余额为 57.90 亿元，占总资产的 11.98%，其中包

括货币资金 6.10 亿元、固定资产 30.92 亿元、无形资产 1.72 亿元和在建工程 19.17 亿元，一定程度上限制了该部分资产对其他债务的保障能力。过往债务履约方面，根据公司提供的企业信用报告及相关资料，公司均能按时归还各项债务本金并足额支付利息。

对外担保方面，截至 2018 年末，公司向合营企业甘肃宏汇能源化工有限公司（以下简称“宏汇能源”）提供担保 8.30 亿元，担保期限自 2016 年 3 月起，至 2025 年 1 月止。宏汇能源由公司与其酒泉钢铁（集团）有限责任公司于 2014 年共同出资设立，公司持股比例为 50%。截至 2018 年末，宏汇能源总资产 32.91 亿元，净资产 7.48 亿元，尚未取得营业收入。由宏汇能源投资的“150 万吨粉煤干馏及焦油加氢项目”于 2016 年 12 月完工，2018 年启动制氢系统、加氢系统试生产前准备工作，完成了系统的催化剂装填、氮气低压气密、高压气密、催化剂的干燥、全工艺水联运、油联运等流程，具备投料条件，经不断的工艺调整，生产出合格的 1# 加氢油、2# 加氢油、3# 加氢油（石蜡），工艺流程打通；完成项目环评、安评等所有前置手续办理；完成了工程建设过程审计；完成了规程、预案编制、标准收集、人员培训等相关工作。中诚信证评对担保对象未来的经营以及对公司形成的或有负债压力保持关注。

或有事项方面，截至 2018 年末，公司及控股子公司 1,000 万元以上的未决诉讼、仲裁涉及金额共计 6.78 亿元，其中起诉案件涉及金额 3.64 亿元，应诉案件涉及金额 3.14 亿元，均在等待法院判决或执行，中诚信证评将对此保持关注。

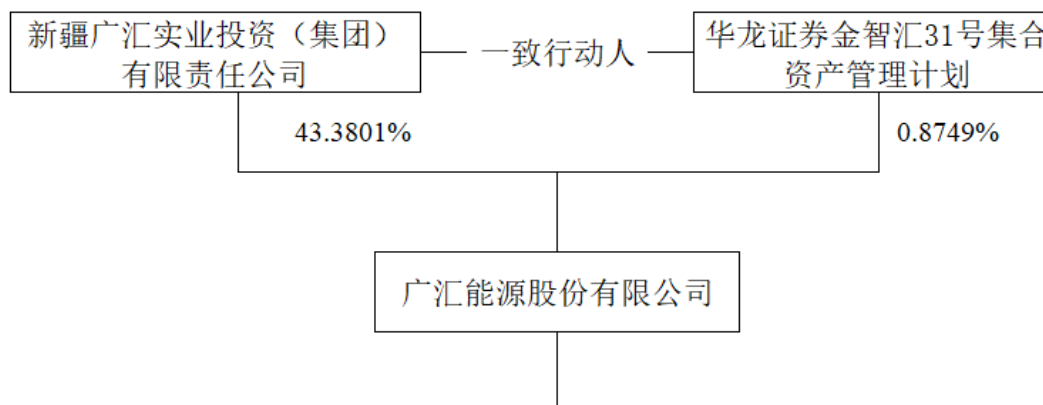
总体来看，2018 年受益于启东港 LNG 接收站接收能力的提升以及煤炭分级提质项目的部分投产，公司各业务板块产品销量均有所增长，加之行业环境改善带来的价格上涨，公司业务规模继续扩张，获现能力好转。同时，权益资本的积累和在建项目投资进度的放缓使公司财务杠杆比率有所下降，财务结构稳健性有所提升。但中诚信证评仍关注到，目前公司债务规模仍较大，且其债务结构与资产结构匹配程度欠佳，短期内公司仍面临一定的

偿债压力。

结 论

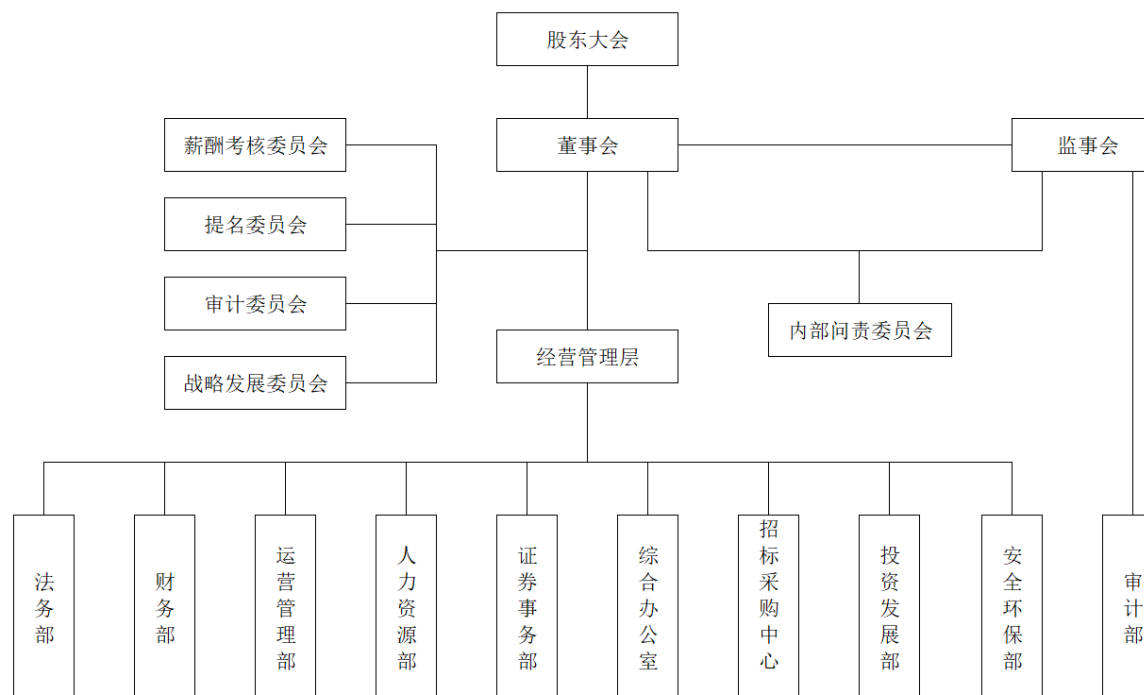
综上，中诚信证评维持广汇能源主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“广汇能源股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AA⁺**。

附一：广汇能源股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



一级子公司名称	持股比例（%）	一级子公司名称	持股比例（%）
新疆广汇新能源有限公司	94.00	新疆广汇化工销售有限公司	100.00
宁夏中卫广汇能源发展有限公司	100.00	新疆龙汇化工有限公司	44.00
喀什广汇天然气发展有限公司	100.00	伊吾广汇能源物流有限公司	100.00
新疆红淖三铁路有限公司	98.98	新疆广汇陆友硫化工有限公司	65.00
广汇能源综合物流发展有限责任公司	100.00	新疆富蕴广汇新能源有限公司	51.00
新疆广汇液化天然气发展有限责任公司	98.12	新疆广汇石油有限公司	100.00
新疆哈密广汇物流有限公司	100.00	新疆富蕴广汇清洁能源开发有限公司	51.00
新疆广汇温宿建材有限责任公司	71.25	瓜州广汇能源物流有限公司	100.00
新疆广汇煤炭清洁炼化有限责任公司	52.50	新疆广汇中化能源技术开发有限公司	60.00
甘肃汇宏能源化工销售有限公司	50.00	伊吾广汇能源开发有限公司	100.00
哈密广汇环保科技有限公司	100.00	-	-

附二：广汇能源股份有限公司组织架构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附三：广汇能源股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	247,238.12	201,927.70	267,742.04
应收账款净额	36,146.10	29,010.08	27,942.50
存货净额	48,678.27	64,089.55	81,502.01
流动资产	432,014.82	449,039.50	525,354.49
长期投资	85,317.27	110,672.13	153,183.27
固定资产合计	3,616,426.25	3,748,569.45	3,876,442.01
总资产	4,333,266.99	4,509,385.78	4,833,902.16
短期债务	1,214,766.15	1,076,169.46	1,177,453.66
长期债务	1,261,790.98	1,328,715.29	1,295,800.52
总债务（短期债务+长期债务）	2,476,557.14	2,404,884.75	2,473,254.18
总负债	3,032,815.20	3,052,155.50	3,105,237.97
所有者权益（含少数股东权益）	1,300,451.79	1,457,230.28	1,728,664.19
营业总收入	419,434.64	813,774.50	1,290,456.41
三费前利润	115,100.39	284,283.77	438,911.24
投资收益	320.80	-1,543.77	-1,739.15
净利润	14,457.30	48,870.21	162,644.01
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	180,360.22	284,354.20	456,438.20
经营活动产生现金净流量	137,511.23	243,716.59	414,046.57
投资活动产生现金净流量	-119,439.28	-68,617.06	-485,614.31
筹资活动产生现金净流量	-6,969.00	-235,489.78	91,931.16
现金及现金等价物净增加额	11,171.52	-60,941.95	20,631.71
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	30.96	37.79	36.30
所有者权益收益率（%）	1.11	3.35	9.41
EBITDA/营业总收入（%）	43.00	34.94	35.37
速动比率（X）	0.22	0.23	0.25
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.10	0.17
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	0.23	0.35
经营活动净现金/利息支出（X）	1.00	1.81	2.70
EBITDA 利息倍数（X）	1.31	2.11	2.98
总债务/EBITDA（X）	13.73	8.46	5.42
资产负债率（%）	69.99	67.68	64.24
总资本化比率（%）	65.57	62.27	58.86
长期资本化比率（%）	49.25	47.69	42.84

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、中诚信证评在计算债务指标时，将“其他流动负债”中的短期应付债券、“长期应付款”中的融资租赁款、非金融机构长期借款和国开基金借款纳入其中。

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-营业税金及附加

经营性业务利润=三费前利润-销售费用-管理费用-财务费用

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

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。