



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]G117-2 号

## 新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司：

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“新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司公开发行人2018年公司债券（第一期）”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<sup>+</sup>，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年五月二十二日

## 新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司 公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AA <sup>+</sup>
<b>主体级别</b>	AA <sup>+</sup>
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司
<b>发行规模</b>	本期债券发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）。
<b>债券期限</b>	本期债券分为三个品种，品种一的债券期限为 3 年，附第 1 年末和第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二的债券期限为 3 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种三为 3 年期固定利率债券。三个品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制。由发行人和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨权。
<b>债券利率</b>	本期债券的票面利率将根据市场询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。
<b>偿还方式</b>	本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。
<b>资金用途</b>	本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司有息债务。

### 概况数据

广汇集团	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	505.31	666.78	790.58	802.83
总资产（亿元）	1,649.41	2,220.84	2,456.81	2,374.90
总债务（亿元）	921.35	1,267.77	1,315.85	1,213.86
营业总收入（亿元）	1,050.37	1,456.17	1,764.40	454.44
营业毛利率（%）	11.95	10.50	12.05	13.56
EBITDA（亿元）	99.07	116.33	143.57	-
所有者权益收益率（%）	5.75	5.98	4.99	9.03
资产负债率（%）	69.36	69.98	67.82	66.20
总债务/EBITDA（X）	9.30	10.90	9.17	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.21	2.43	2.29	-

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、2018 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理；  
3、中诚信证评在计算时，将“其他流动负债”中的短期融资债券、非公开定向融资工具和“长期应付款”中的应付融资租赁款、应付融资租赁业务押金、非金融机构长期借款纳入债务指标中；2018 年 3 月末相关数据未取得，中诚信证评将“其他流动负债”和“长期应付款”全部纳入债务指标中计算。

### 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“新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA<sup>+</sup>，该级别反映了本期债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（以下简称“广汇集团”或“公司”）主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。该级别反映了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。中诚信证评肯定了广汇集团主营业务多元化发展、突出的规模优势和显著的区域资源优势等正面因素对公司业务发展及信用水平的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到公司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公司整体信用水平产生的影响。

### 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。
- 汽车服务业规模优势突出。广汇集团汽车服务业的运营主体广汇汽车目前已发展成为国内最大的乘用车经销商集团，并连续多年蝉联全国乘用车行业销量第一。显著的规模优势能有效提升公司的整体抗风险能力，并在采购、运营以及人力资源等方面带来显著的规模优势。
- 各板块业务发展态势良好，规模优势突出。广汇集团主业突出，近年来经营规模扩张速度较快，在能源、汽车服务和房产置业三大业务板块均具有很强的区域竞争优势，带动其经营业绩持续提升，2015~2017 年公司实现营业总收入分别为 1,050.37 亿元、1,456.17 亿元和 1,764.40 亿元，规模优势突出。

## 分析师

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

陆楚云 chylu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月22日

## 关注

- 债务压力较大。由于投资项目资本投入较多，广汇集团的债务规模持续增加，2015~2017年及2018年3月末总债务分别为921.35亿元、1,267.77亿元、1,315.85亿元和1,213.86亿元，2017年及2018年3月末长短期债务比为1.96倍和1.82倍，短期债务占比较高，公司债务压力较大。
- 未来资金压力较大。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，未来计划资本支出规模约300多亿元，债务融资规模或将进一步上升，未来公司仍面临较大的资金压力。

## 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](http://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，并按照相关法律、法规对外公布。

## 概 况

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“公司”）原名为乌鲁木齐市广汇工贸公司，始建于 1989 年 10 月，初始注册资本为 0.21 亿元。1994 年更名为新疆广汇企业（集团）有限责任公司，注册资本 0.21 亿元，其中：孙广信持股比例为 69.82%，其余 6 名自然人合计持股比例为 30.18%。2002 年 1 月，公司更名为现名，注册资本增至 12.80 亿元。后经多次增资，截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 40.10 亿元，孙广信持股比例为 63.60%，系公司的控股股东及实际控制人。

公司经营范围包括房地产业、汽车组改装业、证券业、化工机械制造业、环保锅炉制造业、液化天然气业、煤化工项目、汽车贸易及服务（国家法律、行政法规禁止或限制的项目除外）的投资和高科技产品开发等。目前，公司主要经营业务包括能源开发、汽车服务以及房产置业等。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额 2,456.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 790.58 亿元，资产负债率为 67.82%；2017 年公司实现营业总收入 1,764.40 亿元，净利润 39.43 亿元，经营活动产生的现金净流入 84.46 亿元。

截至 2018 年 3 月 31 日，公司资产总额 2,374.90 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 802.83 亿元，资产负债率为 66.20%。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 454.44 亿元，净利润 18.11 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-92.47 亿元。

## 本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）。
债券期限	本期债券分为三个品种，品种一的债券期限为 3 年，附第 1 年末和第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二的债券期限为 3 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种三为 3 年期固定利率债券。三个品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制。由发行人和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨权。
债券利率	本期债券的票面利率将根据市场询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。
募集资金用途	本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司有息债务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 天然气行业

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。液化天然气（LNG）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。

近年来随着我国国民经济持续快速发展和城乡居民能源消费结构的升级，我国天然气年消费量保持了较快的增长速度。2017 年，我国天然气产量为 1,487 亿立方米，同比增长 8.5%；天然气进口量 920 亿立方米，同比增长 27.6%；天然气消费量 2,373 亿立方米，同比增长 15.3%。然而受“富煤、少油气”的资源格局限制，天然气在我国能源消费中占比一直较低，2017 年仅为 7.0%，与国际 23.8% 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。

我国持续大力推进能源结构调整，着力增加非化石能源、天然气等清洁能源消费比重，确保我国能源安全。2014年4月，国务院出台《关于建立保障天然气稳定供应长效机制的若干意见》。提出支持推进“煤改气”工程，到2020年累计满足“煤改气”工程用气需求1,120亿立方米，煤改气工程带来的天然气需求占天然气总需求的20%以上。《天然气发展十三五规划》提出了8.3%~10%的天然气在一次能源结构中的占比目标范围，意味着2020年中国天然气消费量可能超过3,700亿立方米，2017~2020年复合增长率将提速近19%。2017年7月4日，发改委联合十部委对外发布《加快推进天然气利用的意见》的通知，将落实大气污染防治行动计划、加快提高清洁供暖比重，作为加快推进天然气利用的基本原则；将北方地区冬季清洁取暖、工业和民用“煤改气”等列为工作重点方向；明确将民用和工业燃料“煤改气”等纳入各级政府环保考核，此举有望较大程度的促进我国天然气行业的进一步发展。总体来看，在国家政策的大力推动下，我国天然气行业市场前景向好。

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。就燃气供气来源而言，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。

表 2：我国已建成的主要天然气输气管道

线路	主气源	主干线途径地区	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	170
西气东输二线	哈萨克斯坦和土库曼斯坦等	新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、广西、浙江、上海、江苏、安徽	300
西气东输三线	哈萨克斯坦和土库曼斯坦等	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
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
陕京三线	长庆气田、哈萨克斯坦和土库曼斯坦等	山西、陕西、河北、北京	150
川气东送线	四川普光气田	四川、重庆、湖北、安徽、浙江、江苏、上海	120
冀宁联络线	西气东输与陕京二线供气系统	江苏、山东、河北	90
中贵线	塔里木盆地	宁夏、甘肃、陕西、四川、重庆、贵州	150
中缅线	缅甸近海油气田	由中缅边境进入云南省	120
涩宁兰	柴达木盆地	青海、甘肃、宁夏	20
忠武线	四川盆地	重庆、湖北、湖南	30
中俄东线	东西伯利亚科维克金气田	黑龙江、吉林、内蒙古、辽宁、河北、天津、山东、江苏、上海	300

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

LNG 作为天然气产品的重要组成部分，是世界上发展最快的燃料之一，LNG 的应用即为天然气的应用，但由于其特有的优势特征，在一些领域具有明显的竞争优势。根据 LNG 的特点，其下游需求主要来自四大终端板块：（1）工业用途，如作为陶瓷、玻璃制造行业燃料等；（2）交运领域，如车/船用清洁型替代燃料；（3）城市燃气，如城市调峰气站，商业用气等；（4）发电领域的应用。

LNG 产能方面，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，2008~2015 年产能的复合增长率达到 46.70%，而当前产能增速远超需求增速，使得国内 LNG 出现

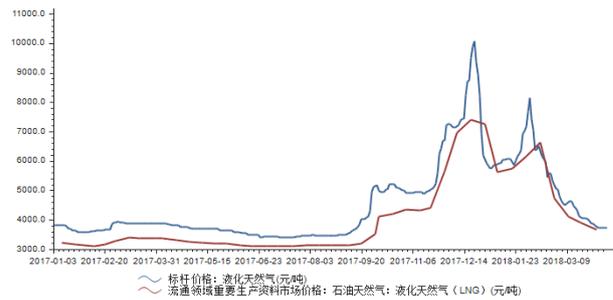
了产能过剩趋势。2016年，国内LNG工厂产能较2015年增长21%至9,695万方/天，产量增长16%至822万吨，增速明显放缓。2017年，国内工厂LNG产能同比增长5.05%至10,185万方/天，其中西北地区新增产能150万方/天，华北地区新增产能250万方/天。

LNG进口方面，我国LNG主要进口来源国为澳大利亚、印度尼西亚、也门、马来西亚和卡塔尔等，其中卡塔尔占进口总量约50%~60%。受国内产量和管道进口不足的影响，为弥补供需差距，国内LNG需求量持续增加，2017年，中国成为全球LNG消费增长的最大驱动力，并超越韩国成为了全球第二大LNG进口国。据标普全球普氏分析，中国的LNG需求预计将在2023年翻倍，达到6,800万吨/年，并在2030年前超过日本，跃居全球第一大LNG消费国。

LNG需求方面，LNG作为对管道天然气的有效补充，经过近10年的加速发展，已经形成一定的消费规模。2015年，中国LNG表观消费量（不包含进口LNG气化进管网部分）为1,933亿立方米，较2014年增长4.20%。2016年，中国LNG表观消费量为2,050亿立方米，同比增长7.30%。2017年，受全国大范围内“煤改气”的影响，天然气消费增速明显，全年LNG表观消费量同比大幅增长56%至268亿立方米，未来随着我国人口增长和城镇化进程不断加快、以及LNG应用领域扩大，特别是LNG汽车产业的快速发展以及水运行业推广应用LNG，国内LNG需求将会持续增加。

LNG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，环保压力、“煤改气”刺激了天然气需求的增长，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，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。

图1：2017年1月~2018年4月LNG价格走势



资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

### 行业政策

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，2016年我国天然气进口量达到721亿立方米，同比增长17.4%，对外依存度达到34.5%。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营企业参与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涌入市场可能会使厂商被迫陷入价格战，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。2015年2月，国家能源局正式印发《油气管网设施公平开放监管办法（试行）》（以下简称“管网开放办法”），要求油气管网设施运营企业在一定的前提下，向新增用户开放使用油气管网设施，该政策的出台促进了油气管网设施公平开放，提高管网设施利用效率，保障油气安全稳定供应，规范油气管网设施开放相关市场行为，在目前油气行业纵向一体化的体制下，解决上下游多元化市场主体的开放需求问题。2016年8月，国家发改委公布《天然气管道运输价格管理办法（试行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（试行）》，明确按照“准许成本加合理收益”的原则定价，给予投资收益率8%，而且明确要求经营天然气管输的企业原则上应将管道运输业务与其他业务分离，暂不能实现业务分离的，应当实现管道运输业务财务独立核算。2016年12月，国家能源局发布《能源发展十三五规划》，提出我国能源发展的重要目标；2017年1月，国家发改委推出《能源发展十三五规划》相关精神的细化政策文件《天然气发展十三五规划》，针对储量、供应、几

件和市场体系建设等方面作出了细致的规划，提出到 2020 年，我国常规天然气累计探明地址储量 16 万亿立方米、煤层气超 1 万亿立方米，国内天然气综合保供能力达到 3,600 亿立方米以上，国内天然气主干及配套管道总里程达到 10.4 万公里，干线输气能力超过 4,000 亿立方米/年，地下储气库累计形成工作气量 148 亿立方米。

表 3：近年天然气行业主要政策

时间	颁发机构	政策名称
2014.02	国家发改委	《天然气基础设施建设与运营管理办法》
2015.02	国家能源局	《油气管网设施公平开放监管办法（试行）》
2016.08	国家发改委	《天然气管道运输价格管理办法（试行）》
2016.08	国家发改委	《天然气管道运输定价成本监审办法（试行）》
2016.10	国家发改委	《关于明确储气设施相关价格政策的通知》
2016.12	国家能源局	《能源发展十三五规划》
2017.01	国家发改委	《天然气发展十三五规划》

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

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 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。

## 煤炭行业

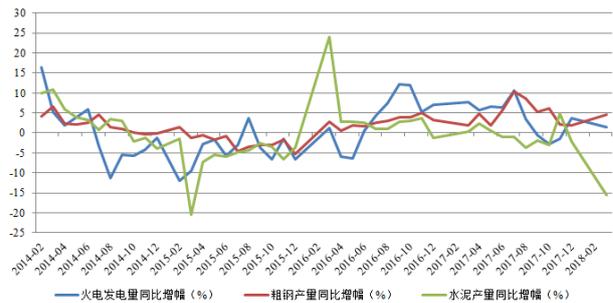
中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体，煤炭在我国能源消费中占比维持在 70% 左右。长期看，随着中国工业化和城镇化的推进，能源消费将保持稳定增长，但是经济增长方式的转变和节能减排政策的实施将使能源消费增速放缓。因此长期来说，煤炭行业仍具有持续增长潜力，但增速将放缓。短期看煤炭行业将受到经济周期波动、行业政策和运输通道建设等因素的影响。

近年来煤炭主要下游行业景气度下滑，未来宏观经济增速的持续放缓和环保政策趋严将继续压制煤炭需求增长

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和

化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 85% 以上。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，煤炭行业景气度低迷。总体来看，煤炭行业面临的下行态势属长周期性的转折，未来煤炭行业增速将显著放缓。

图 2：2014 年 2 月~2018 年 2 月主要耗煤行业产量增速



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。2016 年，随着中国经济转型加速，第三产业用电量同比增幅较大，加之工业景气度提升，带动全社会用电量同比增长 5.0%，较 2015 年回升 4.5 个百分点。用电量的提升带动发电量有所增长，1~12 月全国发电量为 5.9 万亿千瓦时，同比增长 4.5%。2017 年全国发电量为 6.50 万亿千瓦时，同比增长 5.9%，其中火电发电量为 4.66 万亿千瓦时，同比增长 5.1%，随着火电发电量的增加，电力行业煤炭消费量同比上升。长期来看，宏观经济增速放缓以及环保压力上升都将继续压制电力行业对煤炭的需求。

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的 11% 左右。受钢铁行业淘汰落后产能政策以及更为严格的环保政策的出台，国内粗钢产量增加有限，2016 年全国粗钢产量为 8.08 亿吨，同比上升仅 1.2%。2017 年以来，钢铁行业供给侧结构性改革加快推进，当年全国粗钢产量为 8.32 亿吨，同比增长 5.7%。长期来看，钢铁行业需求承压，未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求有限。

水泥行业耗煤量占煤炭总产量的比重约为 12% 左右。2016 年以来，随着房地产市场回暖，下游需求有所回暖，当年全国水泥产量 24.03 亿吨，同比上升 2.5%。2017 年以来，我国基础设施建设

和房地产开发投资增速基本稳定，对水泥市场需求形成一定支撑，当年全国水泥产量同比小幅下降 0.2% 至亿吨。但目前水泥行业产能过剩依然严重，行业去化压力严峻，供给侧改革及鼓励企业兼并重组的结构调整和环保监管趋严等政策仍将继续引导行业发展，行业集中度或进一步提升，区域协同效应得以发挥，产能结构得以优化。长期来看，保障房、铁路、公路、基建以及水利等建设项目或为水泥需求提供一定支撑。

化工行业方面，不同于电力、钢铁和水泥，化工行业中化肥行业的下游需求主要受到单位施肥量和总播种面积的影响，相对较为稳定，但近年来尿素新建产能不断投产使得行业出现较为严重的产能过剩。2016 年和 2017 年 1~9 月我国尿素产量分别为 6,885.10 万吨和 3,894.09 万吨，同比分别下降 8.35% 和 27.93%。总体来看，我国尿素行业仍然供大于求，处于去产能周期，未来行业走势和盈利情况取决于供给侧改革的成效以及供需关系的变化。在供给侧改革相关政策推动下，尿素行业集中度将进一步提升。

**煤炭供给侧改革仍将持续，“调结构”、“去产能”的政策方向不会改变，加之国家将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨，短期内煤炭价格将逐步稳定在一定区间**

“十二五”期间，国家继续积极推进煤炭行业结构调整，通过整合、淘汰中小煤矿落后产能和去过剩产能等方式调整煤炭产业结构，促进煤炭工业健康发展。2014 年以来，政府开始陆续发布行业限产政策，在遏制超产、总量控制以及在建矿治违等方面出台一系列政策，促进煤炭行业的产能调整。2015 年政府继续发布行业限产政策，主要的着力点是明确和打击“不合规”煤炭产能和淘汰落后产能。2016 年 2 月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），对供给侧改革提出了明确的目标和立体化的解决方案。2016 年 4 月，国务院发改委和能源局等四部门联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行[2016]593 号），明确要求自 2016 年开始，全国所有煤矿按照 276 个工作日规定

组织生产，即直接将现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整作为新的合规生产能力。2016 年 12 月国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》明确全国煤炭开发总体布局是压缩东部、限制中部和东北、优化西部，并指出到 2020 年，基本建成集约、安全、高效、绿色的现代煤炭工业体系，化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 万吨/年左右，到 2020 年煤炭产量 39 亿吨。

**表 4：2017 年以来煤炭行业相关政策**

时间	政策名称	内容
2017.1	国家能源局《能源发展“十三五”规划的通知》	强调能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费量控制在 41 亿吨以内。全社会用电量预期为 6.8~7.2 万亿千瓦时。
2017.4	国家发改委和国家能源局联合印发《能源生产和消费革命战略（2016-2030）》	强调到 2020 年能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费比重进一步降低，清洁能源成为能源增量主体。
2017.5	国家发改委《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	强调 2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。
2017.8	国家发改委《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》	提出根据现有相关行业标准规范，综合考虑煤炭开采布局和、资源禀赋、运输条件和产运需结构变化等因素，按照不同环节、不同区域、不同企业、不同时段，科学确定煤炭最低库存和最高库存。
2018.3	《政府工作报告》	2018 年再压减钢铁产能 3,000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从去产能执行情况看，2016 以来，我国在加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能基础上，综合运用安全、质量、环保、能耗、技术、资源规模等政策措施，更多采用市场化法治化的办法，引导过剩产能有序退出。近年全国退出产能超额完成目标任务，2016~2017 年分别退出煤炭产能 2.9 亿吨和 1.83 亿吨，合计 4.73 亿吨。根据 2018 年 3 月的《政府工作报告》，2018 年我国将继续退出煤炭产能 1.5 亿吨，至此，2018 年将完成“十三五”期间退出落后煤炭产能 5 亿吨的目标。未来的 2019 年和 2020 年，我国煤炭行业的改革重心将致

力于实现“通过减量置换和优化布局增加先进产能5万吨/年左右”的目标，逐步完成从量产到质产的改革进程。

原煤产量方面，2015年全国原煤产量为36.8亿吨，同比下降3.5%。2016年以来，受限制工作天数和淘汰落后产能影响，全国原煤产量为33.6亿吨，同比下降9.4%，降幅较大。2017年，随着国民经济稳中向好，煤炭需求回暖，优质产能加速释放，原煤生产恢复性增长，全年原煤产量35.2亿吨，比上年增长3.3%，是2014年以来首次正增长。

图3：2007~2017年全国原煤产量及增速情况

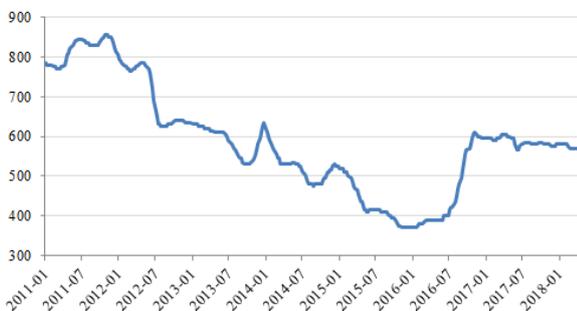


资料来源：中国煤炭资源网，中诚信证评整理

从煤炭价格走势来看，2014年至2016年一季度，受宏观经济发展和固定资产投资等增速下滑影响，全国煤炭库存高企，价格处于下行通道。2016年6月以来，在供给量收缩的背景下，煤价回升幅度较大。2017年以来各品种煤炭价格基本维持高位波动。

图4：2011年1月~2018年4月秦皇岛动力煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

总体来看，目前煤炭行业产能过剩情况仍存，供给侧改革仍将持续，“调结构”、“去产能”的政策方向不会改变，加之国家将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨，短期内煤炭价格定在一定区间波动。

## 煤化工行业

我国煤化工行业的发展是在缺油、少气、富煤的资源条件下诞生发展的。过去油价持续走高，促使企业纷纷进入煤化工领域，我国的煤化工行业快速发展。煤化工可分为传统煤化工和新型煤化工两大类。其中传统煤化工包括煤焦化、煤电石、煤合成氨（化肥）等细分子行业。我国传统煤化工产品生产规模居世界第一，而传统煤化工具有高能耗、高污染和附加值低等劣势。新型煤化工以生产洁净能源和可替代石油化工的产品为主，其主要产品包括煤制天然气、煤制烯烃、煤制油、煤炭分质利用、煤制芳烃、煤制乙二醇等，具有较好的增长潜力，但受制于成本较高的因素，产品市场尚处于成长阶段。

新型煤化工发展初期，在示范项目还未完全成熟时，已有大量资本蜂拥而入，不考虑项目本身的盈利状况与技术进展，而主要试图从煤矿资源和土地资源中获益，不利于新型煤化工的健康发展。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。

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。但煤化工产业是一个高投入、高技术、高风险产业。煤化工项目初期投资巨大，企业往往通过大幅度杠杆融资进行项目建设，一旦项目运转不畅，将给投资主体带来较大的运营风险。

煤制甲醇行业方面，由于我国富煤少气的资源特点使然，甲醇产业与煤化工密不可分，国内煤制甲醇占比达到70%左右，天然气制甲醇和焦炉气制

甲醇各占 15% 左右。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。甲醇是重要的有机化工原料，下游应用主要包括甲醛、二甲醚、醋酸、MTBE、甲醇制烯烃、甲醇燃料，其中甲醛、二甲醚、醋酸等传统需求领域增速较低，甲醇制烯烃是未来最重要的增长极。

### 行业政策

“十二五”期间，我国建设投产了一大批煤化工示范项目。其中有部分项目，无视当地环境容量，盲目建设，与国家建设煤化工产业的战略相违背，因此在“十二五”后期，煤化工项目的审批收紧甚至停滞。进入“十三五”期间，国家重启煤化工产业建设，并发布了一系列相关政策，维护并推动煤化工产业有序发展。主要政策如下：

2014 年 7 月，国家能源局发布《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展的通知》，通知规定：严格准入要求，规范项目审批程序，强化要素资源配置，统筹规划试点示范，做好项目监督评价，落实相关管理责任。

2015 年 5 月，国家能源局发布《煤炭清洁高效利用行动计划》提出改造提升传统煤化工产业，稳步推进现代煤化工产业发展。同年 7 月，国家能源局发布《关于规范煤制燃料示范工作的指导意见》，首次提出“废水零排放”要求，要求在水资源允许的情况下开展示范项目建设。

2016 年 12 月，国家能源局发布《能源发展“十三五”规划》，规划指出，按照国家能源战略技术储备和产能储备示范工程的定位，合理控制发展节奏，有序发展煤炭深加工，稳妥推进煤制燃料、煤制烯烃等升级示范项目。

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。

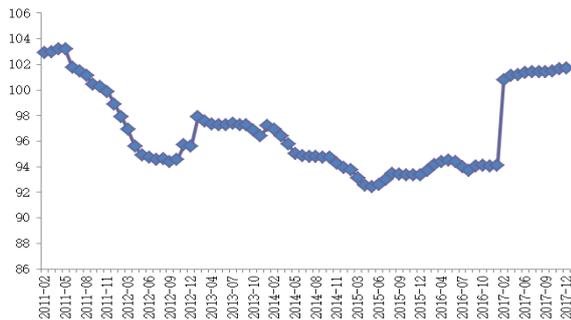
总体来看，“十三五”期间煤化工示范项目稳步推进，产业投资回归理性。吸取了上一轮投资周期背景下产业发展的经验和教训，政府和企业对于行业投资和规划均逐步回归理性。经过多年发展，目前行业发展的技术和环保问题均得到了明显的提升和改善。

### 房地产行业

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家出台的信贷宽松政策，商品房销售情况有所好转；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升，2013 年房地产市场延续上升势头，期内国房景气指数呈波动上升态势；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，中国房地产市场总体上呈现回暖趋势，国房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地

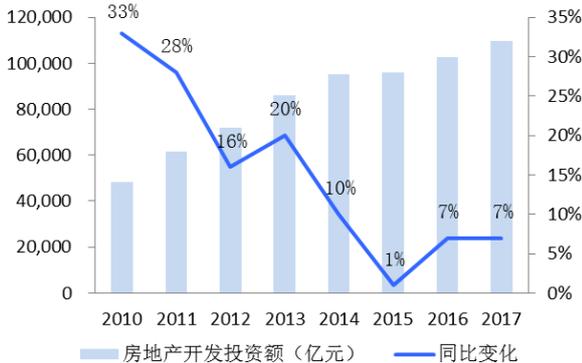
产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期均有所上升。2016年房地产市场的明显回暖使得当年房地产业对GDP增长贡献率达7.8%，较上年增加了5.4个百分点，房地产业增加值占GDP的比重亦达到历史最高位的6.47%。2017年以来国房景气指数持续上行，于2017年12月达到101.72点，但3月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。

图 5：2011~2017 年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 6：2010~2017 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，近年来房地产开发投资额保持增长，但增速有所放缓。根据国家统计局数据显示，2015年房地产行业投资增速延续回落态势，当年全国房地产开发投资95,979亿元，同比增长仅1.0%；2016年，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.9%，增速较上年上涨5.9个百分点。自2016年10月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017年全国累计完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.0%，增速与上年基本持平。

房地产开发投资资金的到位情况方面，近年来

我国房地产开发企业的到位资金规模逐年增长，2015~2017年房地产开发企业到位资金分别为125,203亿元、144,214亿元和156,053亿元，年均复合增长率11.64%；同期增速分别为2.63%、15.18%和8.21%。从资金来源来看，随着房地产市场的回暖，房企资金来源中其他来源（包括定金及预收款和个人按揭贷款）规模及其占比呈快速上升态势，2015~2017年房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款合计分别为49,182亿元、66,355亿元和72,600亿元，占比从2015年的39.28%上升至2017年的46.52%；但受按揭贷款利率持续上升影响，2017年定金及预收款和个人按揭贷款增速仅为9.41%，较2016年下降25.51个百分点。2015~2017年房企自筹资金和国内贷款规模呈上升趋势，分别为69,252亿元、70,645亿元和76,114亿元，占比分别为55.31%、48.99%和48.77%，近年来房企自筹资金比例不断下降，房企融资渠道逐步由直接融资转向银行贷款、信托等传统融资渠道。

表 5：2015~2017 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%			
指标	2015	2016	2017
资金来源合计	125,203	144,214	156,053
同比增长	2.6	15.2	8.2
其中：			
<b>自筹资金</b>	49,038	49,133	50,872
占比	39.17	34.07	32.60
同比增长	-2.7	0.2	3.5
<b>国内贷款</b>	20,214	21,512	25,242
占比	16.14	14.92	16.18
同比增长	-4.8	6.4	17.3
<b>利用外资</b>	297	140	168
占比	0.24	0.10	0.11
同比增长	-53.6	-52.6	19.8
<b>其他来源</b>	55,655	73,428	79,770
占比	44.45	50.92	51.12
同比增长	12	31.9	8.6
其中：定金及预收款	32,520	41,952	48,694
同比增长	7.5	29.0	16.1
个人按揭贷款	16,662	24,403	23,906
同比增长	21.9	46.5	-2.0

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现波动下滑态势。具体来看，2015年房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，当期房地产开发企业房屋新开工面积154,454万平方米，同比下降14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降导致短期内新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加速开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积166,928万平方米，同比上升8.1%。2017年，房地产开发企业房屋新开工面积为178,654万平方米，同比上升7.0%，较上年下降1.1个百分点，随着房地产政策的持续收紧，房地产开发企业新开工面积增速有所放缓。从新开工面积与销售面积的差额来看，近年来商品房新开工面积始终高于同年商品房销售面积，但新开工面积与销售面积差额呈逐年收窄态势。2017年，全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为9,246万平方米，同比下降3.48%，商品房库存去化压力下降。

图7：2010~2017年商品房新开工与销售面积差额

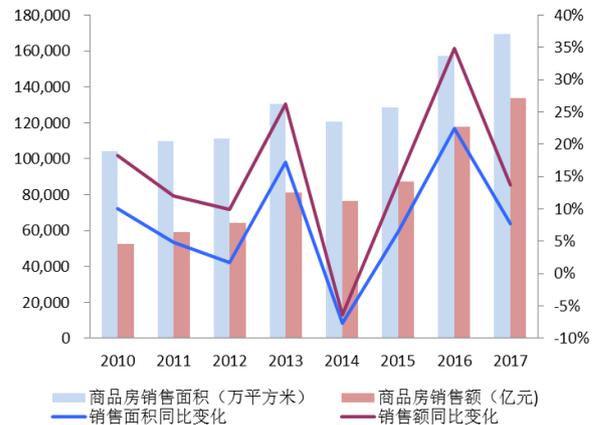


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，得益于频出的利好政策，2015年全国商品房销售面积与销售额分别为128,495万平方米和87,281亿元，同比分别增长6.5%和14.4%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长6.9%和16.6%。2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售

面积与销售额分别为157,349万平方米和117,627亿元，分别同比增长22.4%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长22.4%和36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售额分别为169,408万平方米和133,701亿元，分别同比增长7.66%和13.67%，受2016年10月及2017年3月连续出台的房地产调控政策影响，增速均有较大幅度放缓。值得注意的是，2017年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长5.3%和11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长24.3%和17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长18.7%和25.3%。

图8：2010~2017年商品房销售情况



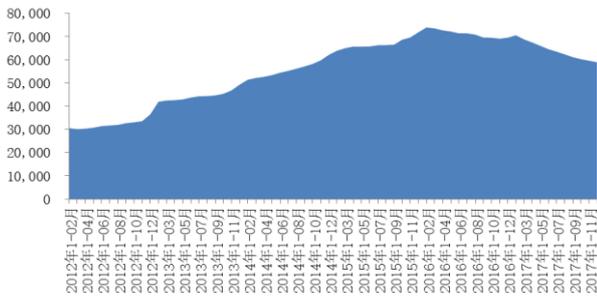
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域，2017年东部地区商品房销售额74,439亿元，同比增长6.2%，销售额占比达55.68%；同期中部地区商品房销售额28,665亿元，同比增长24.1%；西部地区商品房销售额25,231亿元，同比增长25.9%；东北部地区商品房销售额为5,367亿元，同比增长21.8%。2017年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售情况明显改善。从价格来看，2017年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然持续向上，2017年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2017年12月全国100个城市住宅成交均价达13,967元/平方米，较上年同期增长7.15%。分城市能级来看，2017年12月末，一线城市住宅均价达41,202元/平方米，较上年同期增长1.43%；同期二

线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%<sup>1</sup>。受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 9：2012~2017 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

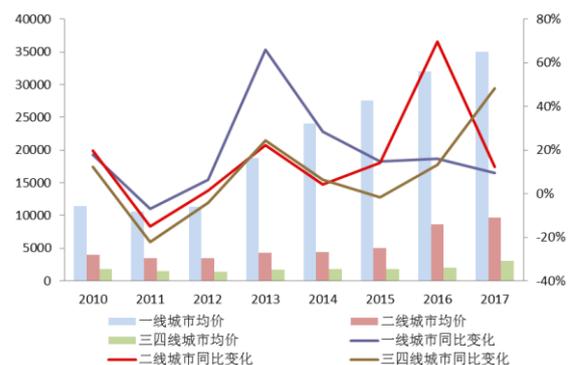
商品库存方面，2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至 2015 年末，全国商品房待售面积 7.19 亿平方米，同比增长 15.58%，增速较上年末收窄 10.54 个百分点。2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品库存出现近年来首次下降。截至 2016 年末，全国商品房待售面积 6.95 亿平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 5.89 亿平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。从去化周期来看，以 2017 年商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期约 4.17 个月，较 2016 年缩短 1.13 个月，但不同城市分化情况仍较为明显，部分三、四线城市仍存在库存压力。

土地市场方面，2015~2017 年我国房地产开发企业购置土地面积分别为 22,811 万平方米、22,025 万平方米和 25,508 万平方米，同期土地成交

价款分别为 7,622 亿元、9,129 亿元和 13,643 亿元。2017 年房地产企业土地购置成本涨至 5,348.52 元/平方米，近三年年均复合增长率为 26.52%。从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。其中，一线城市土地成交均价涨幅在 2013 年达到近年顶点后，2014 年和 2015 年呈现下降态势，而 2016 年一线城市土地成交均价涨幅小幅回升，同时平均溢价率达 47.06%，较上年提升 19.16 个百分点，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市土地成交均价涨幅 2013~2015 年间小幅波动，而 2016 年则大幅增加 70.2%，较 2015 年提升了 56.2 个百分点，且平均溢价率同比上升 34.84 个百分点至 52.55%，土地市场热度明显上涨，同样受土拍限价影响，2017 年二线城市土地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，2017 年土地均价涨幅提升至 48.37%，较上年上升 35.01 个百分点，平均溢价率升至 37.05%，较上年上升 17.20 个百分点。

图 10：2010~2017 年各能级城市成交土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：中指数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，随着一系列宽松的行业政策出台，近年来房地产市场总体上呈现回暖趋势，商品房销售量价齐升，库存量持续走低，但随着 2016 年四季度以来一系列房地产调控政策出台，一二线城市商品房销售均价增速有所放缓。

<sup>1</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

## 行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。从全国层面来看，依旧维持去库存的政策目标，2016 年 2 月份，政府新出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%，同时调整契税税率，降低购房成本等；3 月份，政府出台二手房营改增政策，以降税的方式引导改善性住房需求；6 月份国家又出台新政鼓励租赁业务的发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策的同时，部分重点城市推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，2016 年 3 月，上海和深圳率先出台房地产调控政策，提高购房首付比例及非本市户籍居民购房门槛。而其他三四线城市则继续以“去库存”为主基调。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、

无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。从全国层面来看，2017 年 2 月份，中国人民银行、银监会公布通知，在不实施限购措施的城市，家庭首套房的商业性个人住房贷款首付款比例可向下浮动 5 个百分点；对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，二套房再次申请商业性个人住房贷款的最低首付款比例调整为不低于 30%。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。就各能级城市而言，一线城市仅广州针对居民家庭施行限售，北京、上海和深圳居民家庭不限售。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。2017 年 8 月，国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定将在 13 个城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。同年 10 月，十九大报告明确坚

持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多层次住房体系的加速推进，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

**表 6：2016 年以来房地产行业主要相关政策一览**

时间	发文部门	主要内容
2016.02	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部	财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》调减房地产契税营业税，对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。
2016.03	财政部、国家税务总局	自 5 月 1 日起，个人购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税，个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税。对北上广深四市，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，以销售收入减去购买住房价款后的差额按照 5% 的征收率缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征增值税。
2016.03	上海、深圳市政府	上海、深圳市政府率先出台楼市调控政策，调整非本地居民购房资格要求，上海将缴纳社保年限由 3 年调增至 5 年，深圳由 1 年调增至 3 年；两地均调增居民购房首付比例。
2016.03~06	沈阳、大连等市政府	以沈阳、大连市为代表的各地政府陆续推出购房优惠政策以实现去库存目标，具体包含大学生购房补贴、公积金贷款额度上涨、农民购房补贴、购房税费减免等利好政策。
2016.06	国务院办公厅	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，是深化住房制度改革的重要内容，是实现城镇居民住有所居的重要途径。要以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系，支持住房租赁消费，促进住房租赁市场健康发展。
2016.08~09	武汉、厦门、苏州、杭州、南京市政府	部分重点二线城市出台限购、限贷以及土地调控等政策以抑制房价、地价的过快上涨。
2016.10	北京、天津、苏州、郑州等 21 个城市政府	十一期间一、二线重点城市密集出台房地产调控政策，在土地、购房资格、首付比例等方面出台严格调控政策，部分城市在前期调控政策的基础上加大调控力度。
2016.11~12	上海、杭州、武汉、郑州、成都等市政府	在前期调控政策的基础上，部分重点城市继续加大调控力度，上海在首套房的认定上认房又认贷，普通住房首付比例增至五成，非普通住房首付增至七成；杭州扩大限购范围，对不能提供自购房之日起前 2 年内在本市连续缴纳 1 年以上个人所得税或社会保险证明的非本市户籍居民家庭全面限购。
2017.02	中国人民银行、银监会	中国人民银行、中国银监会要求在不实施“限购”的城市，居民家庭购买首套普通住房的商业性个人住房贷款，在最低首付 25% 的基础上可再下浮 5 个百分点；对拥有 1 套住房且房贷未结清的家庭，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。
2017.03	国务院办公厅	《2017 年两会政府工作报告》指出，因城施策去库存，坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制；加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。
2017.03~06	南京、广州、青岛、厦门、福州、珠海、惠州、成都等市政府及海南省住建厅	继地方政府相继出台限购、限贷政策后，部分城市出台限售令，规定新购买住房的，取得不动产权证未满 2 年的，不得上市交易，不得办理转让公证手续；或新购买的住房须在取得不动产权证满 3 年之后才能上市交易。
2017.07	住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，以充分发挥国有企业在稳定租金和租期，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给等方面的引领和带动作用。
2017.10	十九大报告	坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2017.12	中央经济工作会议	促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

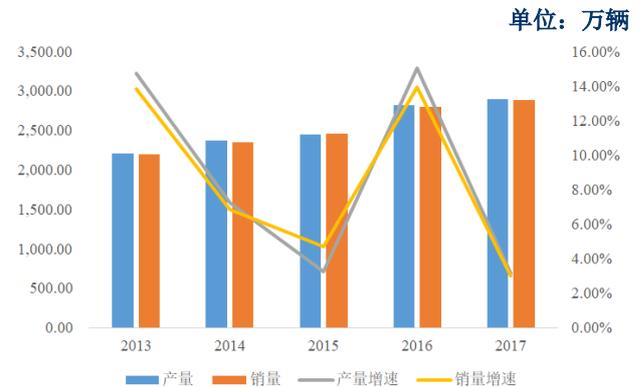
## 汽车经销行业

近年来，随着国民经济的快速发展和人民生活水平的不断提高，我国居民对于汽车的消费需求日益增长，由此带动了我国汽车市场的快速发展，汽车行业已成为我国国民经济的重要支柱产业，在国民经济和社会发展中发挥着重要作用。2011年以来，一方面汽车购置税减免、“汽车下乡”等政策支持力度的减弱、小排量汽车补贴政策退出使乘用车销量增速大幅减缓，另一方面固定资产投资速度减慢使商用车销量减少，再加上一些城市为了缓解交通拥堵而推行限购政策，汽车整体销量增速大幅放缓。据中国汽车工业协会统计数据显示，2011年国内汽车产销量同比分别微增 0.84% 和 2.45%，产销增速 13 年来首次低于 3%，中国汽车市场从超高速增长回归到正常水平。2012 年，我国汽车产销量分别为 1,927.18 万辆和 1,930.64 万辆，同比分别增长 4.6% 和 4.3%，产销量连续三年超过 1,800 万辆，增速稳中有升，我国汽车工业已进入总量较高的平稳发展阶段。2013 年，汽车行业整体业绩有所好转，产销量双双突破两千万，分别为 2,211.68 万辆和 2,198.47 万辆，同比分别增长 14.76% 和 13.87%。2014 年，受市场日趋饱和影响，我国汽车产销量分别为 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆，同比分别增长 7.26% 和 6.86%，增速再次放缓。2015 年，我国汽车产销量分别为 2,450.33 万辆和 2,459.76 万辆，同比增长 3.29% 和 4.71%，增速比上年同期减缓 3.97 个百分点和 2.15 个百分点。

受益于国民经济的稳健运行，国家对汽车行业加大供给侧改革力度，加之排量不高于 1.6L 的小型车的减税政策、城市以外地区的潜在需求、以及 SUV 车型的畅销等需求因素，汽车市场景气度明显回升，2016 年，我国汽车产销量分别为 2,811.88 万辆和 2,802.82 万辆，同比分别增长 14.46% 和 13.65%，较上年分别增加 11.21 个百分点和 8.97 个百分点。2017 年，我国汽车产销量继续小幅上涨，分别为 2,901.54 万辆和 2,887.89 万辆，同比增长 3.19% 和 3.04%，增速较上年同期减缓 8.58 个百分点和 6.20 个百分点，受小排量汽车车辆购置税政策优惠到期及前期销量透支影响，汽车市场景气度有

所下滑。

图 11：2013~2017 年我国汽车产销量及产销量增速



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

另一方面，汽车保有量进一步增加，据公安部交通管理局统计，截至 2017 年底，全国汽车保有量 2.17 亿台，比上年增加 0.23 亿台，同比增长 11.85%，同期持证汽车驾驶人 3.42 亿人，比上年增加 0.32 亿人，同比增长 10.32%。虽然近年来我国汽车保有量快速增加，但目前我国汽车千人保有量仍远低于欧美等发达国家，驾驶员人数远超汽车保有量，这些因素表明我国汽车经销行业潜在市场容量仍有很大的潜力。但同时仍需注意到，汽车市场竞争激烈、车辆价格下探等因素已导致新车销售利润下降，各经销企业已不再以单一的“卖产品”为主要利润来源。

由于我国各省市人口数量及经济水平不同，不同地区汽车市场的发展程度也不尽相同。从国内主要省市汽车保有量来看，一些较发达的省市每千人汽车保有量已远远超过全国平均水平，而部分三四线城市的千人汽车保有量依然较低，从中长期看，人口基数庞大的三四线城市的汽车首次购买需求以及一二线城市的汽车换代需求，将给未来 3~5 年我国汽车市场的较快发展提供一定保障。

汽车销售业方面，我国汽车经销行业自 2005 年以来实行品牌授权经营，《汽车品牌销售管理实施办法》（以下简称“《办法》”）规定：汽车品牌经销商应当在汽车供应商授权范围内从事汽车品牌销售、售后服务、配件供应等活动，不得以任何形式从事非授权品牌汽车的经营。《办法》的实施奠定了我国汽车销售的基本模式，推动了国内 4S 店的快速发展，使其逐步成为汽车主要的销售模式。

2014年7月31日，国家工商行政管理总局发布《工商总局关于停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作的公告》（以下简称“《公告》”），决定自2014年10月1日起，停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作，明确汽车经销商营业执照范围由“XX品牌汽车销售”变更为“汽车销售”。然而，《公告》内容并未对汽车厂商加以约束，目前品牌授权的主动权仍掌握在车企手中，经销商对上游制造商的整车及零配件供应方面存在一定程度的依赖，议价能力较低。随着国内汽车经销行业竞争的日趋激烈，经销商利润空间受到挤压，经营压力较大。2015年出台了《汽车品牌销售管理办法》，在新模式下，车企的强势地位和垄断方式被大大削弱，品牌授权的放开、销售平行进口车的资质将为经销商提供更多话语权，也为4S店带来了新的盈利模式。

汽车经销行业是一个较为分散的行业，市场份额的分散程度意味着行业有较大的整合空间，近两年行业景气度回落给部分小的经销商集团带来了较大的生存压力，但也为大经销商集团扩展带来了有利时机。2017年百强经销商的新车销量占汽车行业销量的比重为30%，较上年提升一个百分点，百强企业集中度在提升。在百强经销商内部，2017年营业收入在百亿级别的经销商集团数量为45家，百亿以上的营业规模的经销商贡献了百强总销量的78%，百强总收入的80%，均较上年提升一个百分点。

目前我国汽车经销行业的市场集中度仍较低，行业整合仍为未来发展趋势。随着国内汽车消费观念的不断成熟，相比单纯的价格竞争，客户将逐渐倾向于注重服务质量和汽车使用周期内的全方位整体服务体验。大型经销商依托其资本实力、网络布局、售后服务体系、采购和品牌等方面的优势，正大力发展售后服务产业链，服务体系相对完善，具备了较强竞争力，而中小型经销商逐步丧失竞争力并退出市场。大型经销商利用行业整合机遇及其规模优势，通过兼并和新建扩大市场份额，未来集约化、规模化将成为行业发展趋势，规模较小的单一品牌汽车经销商的市场空间将不断缩小，大型多

品牌汽车经销商将成为行业利润的主要分享者。

表 7：2017 年我国汽车经销商集团排名情况

单位：亿元		
排名	企业名称	营业收入
1	广汇汽车服务股份公司	1,607.12
2	中升集团控股有限公司	862.90
3	利星行汽车	801.10
4	庞大汽贸集团股份有限公司	704.85
5	上海永达控股（集团）有限公司	625.78
6	恒信汽车集团股份有限公司	515.81
7	国机汽车股份有限公司	502.40
8	大昌行集团有限公司	422.19
9	浙江物产元通汽车集团有限公司	387.41
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	357.16

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

## 行业政策

长期以来，在与车企合作过程中，汽车经销商大多处于弱势地位。2016年3月，国家发改委与有关部门共同研究起草了《关于汽车业的反垄断指南（征求意见稿）》（以下简称“指南”），指南明确了汽车行业纵向垄断协议和滥用市场支配地位的具体行为，其中：纵向垄断协议包括限定固定转售价（最低转售价）、地域和客户限制、限制售后维修服务和配件流通等；滥用市场支配地位包括限制配件制造商生产“双标件”、限制售后配件的供应与流通、限制维修技术信息等的可获得性。指南将有助于规范厂商行为，推动汽车市场流通，提升经销商话语权和定价权，降低经销商经营成本，同时，有利于推动汽车配件的流通、拓宽维修商的配件和信息来源渠道，降低消费者维修成本。

2017年7月，国家正式出台新《汽车销售管理办法》，该办法旨在打破品牌授权销售单一模式，加快构建共享型、节约型、社会化的汽车流通体系，激发汽车市场活力。为充分释放二手车市场的消费潜力，商务部、公安部 and 环境保护部 2017年3月联合发文，要求各地全面取消二手车限迁政策；复制推广汽车平行进口试点经验，优化汽车市场供给，强化售后服务保障，更好地满足多样化消费需求；修订《报废汽车回收管理办法》，推进行业转型升级发展。

新《汽车销售管理办法》的出台将使过去单一

的销售模式成为历史，我国汽车行业也有望从卖方市场转为买方市场。在 2005 年出台的《汽车品牌销售实施管理办法》中，主要的经销商为品牌授权经销商；而总经销商则需要授权和备案，属于供应商，分销进口汽车。根据此前发布的征求意见稿来看，新《办法》中将取消授权备案制，经销商不再仅指品牌授权经销商，而是获得汽车资源，并进行销售的经营商，打破进口车总经销商备案制，经销商可直接从海外进口车辆；销售与售后分离；限制供应商干涉经销商；鼓励共享型、节约型经济；发展电商销售模式，放开配件销售渠道等。在新的制度安排下，削弱了整车厂商的垄断权，加强了对经销商独立运营权的保护，对平行进口、售后服务和二手车的发展等多环节带来正面影响。新《汽车销售管理办法》侧重保护汽车经销商利益，促进车辆价格回归理性，一定程度上也保护了消费者的利益。但由于涉及利益链条众多，目前该办法能否最终得到车企认同并执行还有待观察，从总体来看促进汽车销售管理模式改善，推动平行进口车、二手车流通，报废车管理等多手段有利于克服垄断，降低消费成本，释放汽车市场的消费活力。

中诚信证评认为，上述政策的发布实施，平衡了供应商、经销商和消费者三方利益，有利于改善目前汽车厂商与经销商之间的不对等关系，提高大型经销商集团的话语权。

总体来看，汽车销售行业目前较为分散，由于整车制造企业的强势地位，汽车销售商议价能力较弱。但随着行业向规模化发展、品牌厂商在商务政策方面给予更多倾斜以及汽车流通领域各项政策的出台，大型经销商有望充分受益于行业竞争及行业政策，进一步提高竞争实力。

## 竞争优势

### 资源储备优势显著

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、塔里木和吐哈三大盆地天然气预测资源量 10.30 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 40.50%，居全国之首。

煤炭资源方面，截至 2017 年末广汇能源在新疆伊吾淖毛湖地区拥有 3 个煤矿，在新疆富蕴县喀木斯特矿区拥有 2 个煤矿，合计已探明资源储量为 92.18 亿吨，可采储量为 68.17 亿吨，总体可开采的煤炭储量充沛，煤质较好，平均煤焦油收率达 10% 以上，转化效率很高。

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”）3.00% 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 52.00% 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 2016 年哈萨克斯坦投资和发展部地质和矿产资源利用委员会的评估结果，斋桑油气区块石油资源储量为 2.59 亿吨，天然气资源量为 58.6 亿方，控股 TBM 公司将极大增强公司油气资源储备实力。

### 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。目前公司在陆地非管输 LNG 的市场占有率处于行业领先地位。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，公司在国内陆地非管输 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，原料气压缩机和制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。

### 汽车服务业规模优势显著

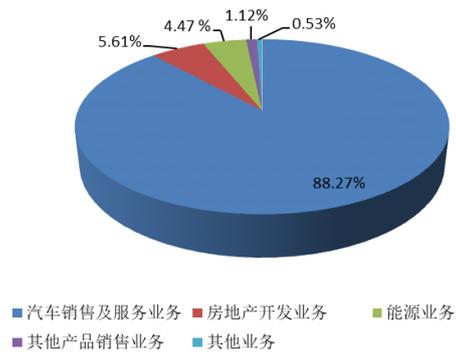
在汽车服务业上，广汇汽车服务股份公司（以下简称“广汇汽车”）目前已发展成为国内最大的乘用车经销商，并于 2015 年在上海证券交易所上市。截至 2018 年 3 月末广汇汽车在国内拥有 763 家品牌 4S 店。2015~2017 年，广汇汽车分别实现营业收入 937.00 亿元、1,354.22 亿元和 1,607.12 亿元，持续保持增长趋势，规模优势显著。2018 年 1~3 月，广汇汽车实现营业收入 394.69 亿元。

广汇汽车以乘用车销售业务为核心，汽车销量连续三年保持增长，2015~2017 年，广汇汽车新车销售量分别为 63.26 万辆、82.49 万辆和 88.12 万辆，已连续多年蝉联全国乘用车行业销量第一。广汇汽车显著的规模优势能有效提升其抗风险能力，并在采购、运营以及人力资源等方面带来显著的竞争优势。

### 业务运营

经过多年的经营，公司已形成能源开发、汽车服务以及房产置业三大板块协同发展的格局，具有较强的规模优势、成本竞争优势以及资源优势，主业经营状况较好。近年来，公司主业保持增长态势，2015~2017 年，公司实现营业收入分别为 1,050.37 亿元、1,456.17 亿元和 1,764.40 亿元。其中，2017 年公司汽车、房地产以及能源业务收入占比分别为 88.27%、5.61%和 4.47%。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 454.44 亿元。

图 12：2017 年公司营业总收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

### 能源开发

负责公司能源开发运营板块的主体系广汇能源股份有限公司（以下简称“广汇能源”）。2015~2017 年公司能源板块收入规模分别为 44.76 亿元、40.53 亿元和 78.91 亿元。2016 年能源板块收入较上年减少 4.23 亿元，同比下降 9.45%，主要因为 2016 年甲醇、LNG 市场销售价格、煤炭销售量继续下降所致。2017 年，LNG 产品和煤炭销售量价齐增，加之甲醇及煤化工副产品价格同比增长，全年能源板块实现收入 78.91 亿元，同比增长 94.70%。2018 年 1~3 月，公司能源板块实现收入 33.10 亿元。

### LNG

液化天然气方面，广汇能源采用 LNG 分布式能源供应模式作为国内大型石油天然气企业管道供应模式的补充，可有效满足工业企业及偏远地区居民用气需求。目前广汇能源为国内最大的路基 LNG 生产供应商，LNG 产品已销至全国 46 个中小城市，在多个城市已与政府和相关企业达成了商务合作和供气协议。

表 8：2015~2018.Q1 公司 LNG 产销量明细表

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
产量（亿方）	7.32	10.89	10.83	3.09
销量（亿方）	9.88	12.27	18.46	5.64
其中：自产（亿方）	7.27	10.80	10.83	2.94
外购（亿方）	2.61	1.46	7.64	2.70
平均售价（元/方）	1.81	1.46	2.24	2.64

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

在 LNG 产能建设方面，广汇能源 LNG 设计产能为 15 亿立方米/年，包括鄯善、哈密和吉木乃三个生产基地。气源方面，鄯善基地气源为中国石油天然气股份有限公司吐哈油田分公司；哈密基地主

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；吉木乃基地则通过合并 TBM 获取哈萨克斯坦斋桑油气田的气源来满足生产。

同时，2017 年 6 月初广汇能源位于江苏南通港吕四港区的 LNG 分销转运站项目一期工程正式投入试运行，公司可通过与中石油、九丰集团和托克集团等建立战略合作关系引进新加坡、印度尼西亚和卡塔尔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。

销售方面，2015~2017 年及 2018 年 1-3 月，广汇能源 LNG 销量分别为 9.88 亿立方米、12.27 亿立方米、18.46 亿立方米和 5.64 亿立方米，其中自产 LNG 销量分别为 7.27 亿立方米、10.80 亿立方米、10.83 亿立方米和 2.94 亿立方米；其中外购 LNG 销量为 2.61 亿立方米、1.46 亿立方米、7.64 亿立方米和 2.70 亿立方米。售价方面，2015 年和 2016 年受国际原油价格走低、国内 LNG 下游需求疲软及进口 LNG 冲击的影响，LNG 平均售价连续两年下降。2017 年，受全国大范围内“煤改气”的影响，天然气消费增速明显，加之环保督查的影响推动下半年天然气快速上涨，2015~2017 年公司平均售价分别为 1.81 元/方、1.46 元/方和 2.24 元/方，2018 年 1-3 月平均售价进一步回升至 2.64 元/方。

从销售区域的分布来看，2017 年吕四港区 LNG 分销转运站项目启用后，大幅提升了公司 LNG 在华东和华北地区的销售能力，但受运输成本较高的影响，西北地区仍为公司自产 LNG 销量最大的区域。2017 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 50.87%、30.39% 和 12.62%。2018 年一季度，公司在西北地区的销量占比为 45.57%，华东地区的销量占比为 39.18%，华北地区销量占比为 10.64%。

表 9：2017 年公司 LNG 销量区域分布情况

销售区域	销量(亿立方米)	销量占比(%)	收入(亿元)	收入占比(%)
华东地区	5.61	30.39	13.23	31.98
西南地区	0.62	3.36	1.60	3.87
西北地区	9.39	50.87	20.65	49.92
中南地区	0.51	2.76	1.13	2.73
华北地区	2.33	12.62	4.76	11.51
<b>合计</b>	<b>18.46</b>	<b>100.00</b>	<b>41.37</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

运输方面，公司 LNG 主要通过 LNG 槽车运输，包括由公司自身专业的大型运输车队和引进第三方物流服务商等多种形式；运抵 LNG 的各种供应站，包括 LNG 气化站、岸基 LNG 站、分布式 LNG 瓶组站以及加注站等，从而实现 LNG 的直销和批发零售。销售模式方面，直销模式主要用于汽车加气、加注站；批发及零售主要用于民用气、工业用户和商品贸易等。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，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 通用气业务的快速发展。2017 年，公司结转 2016 年在建加注站 6 座，完成建设 5 座，新开工建设 3 座，新投入运营站点 5 座；全年完成接驳 3.39 万户，累计民用接驳供应居民户数为 40.95 万户。随着对车用燃气的大力推广，2017 年公司车用燃气销售量占比达到 92.42%，较上年增加了 29.98 个百分点；工业燃气和民用燃气销售占比分别为 3.68% 和 3.90%。

总体来看，2017 年公司全年 LNG 产量略有下降，但受益于天然气市场需求回暖和南通港吕四港区 LNG 分销转运站一期项目的投入运营，销量和销售价格均有所提升，LNG 业务盈利能力得以增强。未来随着启动港口工程项目后续建设的推进及建成运营，公司 LNG 业务将进一步得到拓展。

## 煤炭综合开发

煤炭业务是公司能源战略规划中重要的业务板块，近年来公司相继在哈密淖毛湖和富蕴县喀木斯特建立了两大煤炭基地，从而进入原煤开采领域。随着 2010 年 10 月淖柳公路建成通车，“疆煤东运”产、供、销体系初步形成；同时，广汇能源积极向产业链下游延伸，通过开展煤化工业务来提高煤炭的附加值和利用效率。截至 2017 年末，公司煤炭合计资源储量 92.18 万吨，可采储量 68.17 万吨，煤炭资源储备充沛。公司煤种主要为长焰煤和不粘煤，具有固定碳含量高、气产量高等特点，煤质较好，平均煤焦油收率达 10% 以上，转化效率很高。广汇能源生产的煤炭一部分供应煤化工生产，另一部分销售给淖毛湖周边的兰炭企业。

煤炭产量方面，目前公司在产煤矿分布于哈密淖毛湖煤田，目前具备年产 2,000 万吨的生产能力，所产煤炭主要为公司煤化工业务提供原料，剩余部分对外销售。2015 年及 2016 年受煤炭行业下游需求疲软及煤化工行业行情走低的影响，公司外销煤炭产量分别为 295.93 万吨和 207.71 万吨，较 2014 年大幅下降；2017 年，受益于煤炭市场的回暖，公司外销煤炭产量同比增长 82.23% 至 378.52 万吨。2018 年 1-3 月，公司外销产量为 114.08 万吨。

表 10：2015~2018.Q1 公司煤炭产销量明细表

单位：万吨、元/吨

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
产量	295.93	207.71	378.52	114.08
销量	517.01	255.32	634.34	227.32
其中：铁销	323.11	145.49	515.07	212.46
地销	193.90	109.83	119.27	14.86
吨煤销售价格	209.51	189.43	234.02	308.20

注：煤炭产量及销量均不含自用煤；2015 年和 2016 年数据已同口径剔除。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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，近年来公司通过加强与物流公司的战略合作，加大了对四川省、重庆市等疆外市场的拓展，并通过兰渝铁路实现了“疆煤入渝”。

煤炭销量方面，淖毛湖和瓜州地区周边兰炭企业大面积停产，加之酒泉钢铁采购量大幅减少，2015 年及 2016 年公司煤炭销量大幅下降，分别实现煤炭销量 517.01 万吨和 255.32 万吨。2017 年，煤炭行业行情整体回暖，加之煤焦油市场转暖，周边兰炭企业逐步恢复生产，公司实现煤炭销量 634.34 万吨，同比增长 148.45%，其中铁销和地销销量分别为 515.07 万吨和 119.27 万吨，分别同比增长 254.02% 和 8.60%。价格方面，2015~2017 年公司吨煤销售价格分别为 209.51 元/吨、189.43 元/吨和 234.02 元/吨。2017 年，煤炭行情的回暖推高了煤炭价格，全年均价涨幅为 25.07%。2018 年 1-3 月，公司煤炭销售均价进一步上升至 308.20 元/吨。

运输方面，公司产运销一体的能源物流体系正

逐步形成，有效促进了公司包括煤炭在内的能源类业务的稳步发展。2014 年 2 月，新疆红柳河至淖毛湖铁路项目取得国家发改委的核准批复，正线长 438 公里（含煤化工专用线 10 公里），设计近、远期输送能力分别为 6,000 万吨/年和 1.5 亿吨/年。2017 年，项目施工按计划稳步推进，土建工程全线已基本完成；铺架工程已经通过工程车通车试验，最高时速可达 80 公里/小时；四电工程完成电力 10KV 贯通线主体设备安装；外电源工程已全部完成。与此同时，项目主体完工部分的养护、联调联试和试运营前期等准备工作已陆续展开。

煤化工业务方面，公司依托丰富的煤炭资源，发展高附加值的煤化工产业，产品除了煤制 LNG 之外，主要为甲醇，其余包括环烃及其他副产品。甲醇广泛应用于化工、医药、轻工、纺织及运输业等领域。

公司哈密煤化工项目甲醇设计产能为 120 万吨/年，煤制 LNG 设计产能为 39.40 万吨/年，副产品设计产能为 21.03 万吨/年。2016 年，哈密新能源工厂开展大修检，全面检查装置状况，消除设备隐患，保持高位运行，技改后甲醇日生产能力增幅约 28%，LNG 日生产能力增幅约 47%，副产品日生产能力增幅约 18%，实际产能得以提升。2016 年公司分别生产甲醇、煤制 LNG 和副产品（主要包括油品、混酚、硫酸铵等）107.67 万吨、46.46 万吨和 32.86 万吨，分别同比增长 50.59%、71.95% 和 12.23%。2017 年，受 2 月发生安全生产事故的影响，公司各产品产量同比均有所下降，甲醇、煤制 LNG 和副产品产量分别为 100.67 万吨、43.72 万吨和 32.76 万吨，增幅分别为 -6.50%、-5.90% 和 -0.30%。2018 年 1~3 月哈密煤化工项目生产甲醇、煤制 LNG 和副产品分别为 27.40 万吨、12.97 万吨和 9.66 万吨。

销售方面，2017 年受产量下降的影响，公司甲醇、煤制 LNG 和副产品分别时间销量 102.47 万吨、43.90 万吨和 33.71 万吨，同比下降 5.76%、4.79% 和 0.06%。2018 年 1~3 月，公司甲醇、煤制 LNG 和副产品分别时间销量 29.10 万吨、12.95 万吨和 9.86 万吨。价格方面，2015 年和 2016 年受国际原油价格变化及供需冲突等因素的影响，公司甲醇、

煤制 LNG 及副产品价格震荡下行；2017 年随着国际油价的回升及煤化工产品需求量的增加，全年各产品价格均实现回升，甲醇、煤制 LNG 和副产品

均价分别同比上涨 52.68%、56.92%和 76.23%。2018 年 1~3 月，甲醇、煤制 LNG 和副产品平均售价进一步上升至 1,833 元/吨、3,312 元/吨和 1,589 元/吨。

表 11：2015~2018.Q1 公司煤化工产销情况

单位：万吨/年、万吨、元/吨

项目	设计产能	2015			2016			2017			2018.Q1		
		产量	销量	均价	产量	销量	均价	产量	销量	均价	产量	销量	均价
甲醇	120.00	71.50	70.80	1,055	107.67	108.73	1,065	100.67	102.47	1,626	27.40	29.10	1,833
煤制 LNG	39.40	27.02	26.82	1.81	46.46	46.11	1,604	43.72	43.90	2,517	12.97	12.95	3,312
副产品	21.03	29.28	29.35	1,425	32.86	33.73	791	32.76	33.71	1,394	9.66	9.86	1,589

注：2015 年煤制 LNG 销售均价的单位为元/方。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

运输及销售模式方面，公司煤化工产品（甲醇、煤制 LNG、环烃等）的运输主要采取客户自提和第三方物流运输的方式，目前以公路及铁路运输为主。甲醇等煤化工产品均作为大宗化工原料，客户群体定位于大中型工业企业，因此主要采取向客户直接销售的模式。

整体来看，随着煤化工项目技改的完成，公司煤化工板块生产能力不断扩大；2017 年虽然受安全事故的影响产销量有所下滑，但随着价格的大幅回升，全年业务规模仍实现快速增长。但煤化工项目对企业安全管理要求较高，在建立了较完善的安全管理网络的背景下，仍不能排除在生产、运输及储存环节因偶发性因素产生事故的可能，或对公司的生产运营产生负面影响。

## 汽车服务业

公司汽车服务业的运营主体为广汇汽车，2015 年成功上市。广汇汽车拥有多元化的豪华和中高档汽车品牌组合，并致力于发展一站式经营模式，由各 4S 经销店提供品牌乘用车销售和汽车售后服务，包括汽车维修、汽车装饰、美容养护、汽车租赁和延保等增值服务。

近年来，广汇汽车通过收购兼并行业内区域汽车销售商平台实现了主业的快速扩张，行业龙头地位得以巩固。2015 年 12 月，广汇汽车通过全资子公司广汇汽车服务（香港）有限公司要约收购了香港联交所主板上市的宝信汽车集团有限公司（以下简称“宝信汽车”，证券代码“1293.HK”）75%的股权；2016 年，广汇汽车又相继收购了尊荣亿方集团大连投资有限公司（以下简称“大连尊荣”）以及深圳市鹏峰汽车（集团）有限公司（以下简称“深圳鹏峰”）等汽车经销集团 100%的股权，业务上形成了良好的协同效应。2015~2017 年及 2018 年一季度，广汇汽车实现营业收入分别为 937.00 亿元、1,354.22 亿元、1,607.12 亿元和 394.69 亿元。从收入构成来看，2017 年公司实现整车销售收入为 1,405.75 亿元，同比增长 17.12%，占汽车服务业收入的比重为 87.47%，系公司汽车服务业的主要收入来源；维修服务业务收入为 132.06 亿元，收入占比为 8.22%，业务规模持续提高，但占比依然偏低。2018 年一季度，公司实现汽车服务业收入 394.69 亿元，其中整车销售和维修服务业务收入比重分别为 86.79%和 8.36%。

表 12：2015~2018.Q1 整车销售以及汽车维修养护业务情况

单位：亿元、%

业务	2015		2016		2017		2018.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
整车销售	826.02	4.21	1,200.25	4.04	1,405.75	3.85	342.57	4.84
维修服务	73.42	33.03	104.43	33.51	132.06	37.47	32.99	31.41
佣金代理	15.31	77.19	28.84	77.59	45.84	79.53	12.44	77.48
汽车租赁	18.67	71.18	16.98	69.64	19.44	72.65	5.63	77.83
其他	3.57	-	3.72	-	4.02	-	1.06	-
<b>合计</b>	<b>937.00</b>	<b>9.23</b>	<b>1,354.22</b>	<b>8.84</b>	<b>1,607.12</b>	<b>9.72</b>	<b>394.69</b>	<b>10.48</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 整车销售业务

广汇汽车整车销售业务的经营主体为品牌销售店，其中大多是标准 4S 店，有一小部分是厂商授权的小型 4S 店。公司定位于豪华汽车品牌及中高端汽车品牌销售，截至 2018 年 3 月末旗下销售的汽车品牌主要包括别克、雪佛兰、北京现代、上海大众、一汽大众、东风日产、凯迪拉克、一汽奥迪、奔驰和沃尔沃等 50 多个乘用车品牌。近年来公司通过新建和收购的方式实现其 4S 经销店的持续扩张，2015~2017 年末，公司 4S 店数量分别为 498 家、674 家和 737 家，经销网点覆盖全国 28 个省、自治区和直辖市，4S 店数量的增长带动其客户保有量增加，为其整车销售业务规模的扩张奠定经营基础。2018 年 1~3 月，公司继续新增 4S 店 26 家，期末 4S 店保有量达到 763 家，根据广汇汽车发展规划，未来公司将继续通过新设和并购的方式扩展其经营网络。

表 13：2015~2017 年公司 4S 店保有量情况

	单位：家		
	2015	2016	2017
超豪华及豪华品牌	65	175	195
中高端品牌	407	471	512
其他品牌	26	28	30
<b>合计</b>	<b>498</b>	<b>674</b>	<b>737</b>

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

新车销量及销售额方面，近年来，我国乘用车市场日趋饱和，汽车销量增速放缓，在此背景下，公司通过内生式和外延式并举的方式扩大公司基盘客户，有效地推进了整体销量的增长。2015~2017 年，公司分别实现新车销量 63.26 万辆、82.49 万辆和 88.12 万辆，同比增幅分别为 10.69%、30.40% 和 6.83%；实现整车销售收入 826.02 亿元、1,200.25 亿元和 1,405.75 亿元，同比增幅分别为 8.22%、45.30% 和 17.12%。2018 年 1~3 月，实现整车销售收入 342.57 亿元。

从经销模式看，广汇汽车根据《汽车品牌销售管理实施办法》相关规定，与各汽车制造商签订授权经营合同进行经营，合同期限一般为一年，均属于直接授权经营，合同期满后经双方协商一致后可续约或自动续期。销售品牌结构方面，公司经销品

牌以中高端乘用车品牌为主，主要包括通用别克、上海大众、一起大众、东风日产、一汽奥迪、梅赛德斯-奔驰以及沃尔沃等，辅以豪华车品牌销售，包括奔驰、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等 57 余个汽车品牌。近三年及一期公司前十大经销品牌均为中高端乘用车品牌，虽然随着经销品牌类型的拓展以及豪华车品牌销量的增加，前十大品牌销售比重有所下降，但受益于客户保有量较多，上述汽车品牌的销售额较其他品牌仍有明显优势，公司整体销售格局基本稳定，立足于中高端品牌的经营理念得到良好执行。

表 14：2015~2018.Q1 公司前十大经销品牌销售额情况

	单位：亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q1
别克	126.97	152.85	166.22	39.19
雪佛兰	37.21	32.13	38.26	8.99
凯迪拉克	8.35	14.34	29.70	9.54
北京现代	64.41	68.03	45.78	11.69
上海大众	62.04	81.53	96.74	25.35
东风日产	57.63	69.90	83.10	19.88
一汽大众	65.43	69.88	69.32	15.88
一汽奥迪	77.85	97.31	101.18	25.65
奔驰	28.51	40.15	47.96	13.89
沃尔沃	15.46	28.29	37.90	9.76
<b>合计</b>	<b>543.87</b>	<b>654.41</b>	<b>716.16</b>	<b>179.82</b>
<b>销售比重</b>	<b>65.84%</b>	<b>54.52%</b>	<b>50.95%</b>	<b>52.49%</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从区域布局来看，公司汽车业务以中西部地区为起点，近年来通过持续对行业内汽车经销商平台实施收购整合向全国范围扩张业务，形成了西北、西南、陕西、四川、广西、华中、华北及北部等八大经营区域。公司西北地区今年来经营较为稳定，2017 年销售收入同比小幅增长 0.50% 至 253.32 亿元；受益于 2016 年收购并表宝信汽车等汽车经销集团，2017 年公司华东区域和云南区域分别实现营业收入 173.32 亿元和 35.90 亿元，同比增长 105.78% 和 85.29%，其中华东区域收入比重已快速提升至 10.78%，成为公司第三大销售区域；此外，2017 年华北、四川、广西和陕西市场保持高速增长，营业收入分别同比增长 19.50%、22.72%、24.67% 和 36.69%。

表 15：截至 2017 年末公司销售收入区域分布情况

单位：亿元、%

地区	营业收入	同比增幅
华北大区	364.24	19.50
西北大区	253.32	0.50
四川区域	123.82	22.72
重庆区域	95.50	1.42
广西区域	160.66	24.67
安徽区域	62.85	0.99
北区区域	117.73	3.66
江西区域	57.33	3.32
陕西区域	82.52	36.69
贵州区域	60.49	-1.18
华东区域	173.32	105.78
云南区域	35.90	85.29
汽车租赁	19.44	14.54
<b>合计</b>	<b>1,607.12</b>	<b>18.67</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司各经销网点分别依据其与品牌厂家签署的授权合同以及年度政策标准价格向厂家采购新车（依据厂家公布的价格通知），均采用订单采购的模式。结算方面，公司主要采用票据形式向厂商支付购车款，并辅以厂商金融及现金支付。公司采取以相应销售指导价格作为参考，按照市场价格进行销售定价的定价策略。受限于行业特性及激烈的价格竞争，汽车经销环节很难通过供销价差实现获利，销售利润主要来自厂商提供的销售返利。厂商返利政策因厂商、车型和不同时段各有不同。厂商返利主要根据对各经销商的评价打分情况确认，评价打分因素主要包括：销售目标达成率、客户满意度、市场占有率、售后服务、业务系统分、增值业务以及市场推广等。近三年及一期，公司下属 4S 店整体考核达标率较高，返利获取情况良好，有利于公司整体盈利水平的提升，巩固在汽车经销行业的龙头地位。

整体来看，公司系国内领先的汽车经销集团之一，近年来不断通过新建及并购的方式扩展其 4S 经销店数量，加之公司立足于中高端汽车品牌，较大的基盘客户数量使其业务规模维持扩张态势，为其收入和盈利的提升奠定经营基础。值得注意的是，近年来我国汽车销售试产日趋饱和，受宏观经济波动以及汽车存量客户数量增长的影响，2014 年

以来汽车经销商去库存压力保持高位，未来公司面临的经营压力或持续上升。

## 汽车维修养护业务

广汇汽车的汽车维修养护业务具有专业技术能力较突出、盈利能力较强等特点，可为其不断积累客户保有量、降低客户流失率带来有效帮助。在零部件采购方面，广汇汽车采取集中统一采购，通过规模优势增强定价话语权，有效降低采购成本，并可实现备件共享，降低整体库存水平。在客户服务方面，广汇汽车不断完善业务流程和服务标准，并坚持客户同品牌跨区域可享受相同维修优惠政策，通过遍布多个省市的广泛经销网络为客户提供迅捷、便利的维修养护服务。在专业技术能力方面，广汇汽车按厂商要求对各 4S 店进行统一的业务技能培训，以优带劣，不断提升维修养护人员的整体专业化技能水平，切实保证维修养护的服务质量。

随着汽车经销网络发展的不断成熟，客户保有量的增长带动售后业务规模不断扩大，汽车维修养护业务已成为广汇汽车仅次于整车销售的第二大利润来源。2015-2017 年，公司分别实现维修进台台次 558.05 万台、661.34 万台和 718.04 万台，2015-2017 年以及 2018 年 1~3 月，维修养护业务分别实现收入 73.42 亿元、104.43 亿元、132.06 亿元和 32.99 亿元。近年，随着整车销售业务规模扩张，公司充分发挥规模效应和集中采购优势，同时，随着收购的毛利率相对较高的超豪华及豪华品牌纳入合并范围，公司维修服务毛利率逐年提升，2015~2018 年 1~3 月，维修业务毛利率分别为 33.03%、33.51%、37.47%和 31.41%。同时，中诚信证评注意到 2015 年 9 月《关于促进汽车维修业转型升级、提升服务质量的指导意见》的配套政策出台并实施后，我国汽车维修行业被整车厂授权 4S 店垄断以及维修费用高企的局面可能被打破；加之目前线上线下结合的汽车电商平台不断涌现，未来汽车经销商维修养护业务的竞争压力将进一步加大，可能会对公司该部分业务盈利产生一定影响，中诚信证评将对此保持持续关注。总体来看，公司的汽车维修服务业务继续保持了较快的增长速度，在营业收入及营业毛利中的占比逐年增长，且毛利

率维持在较高水平。公司未来将继续将该类业务做精做细，以提升主业的整体盈利能力。

### 汽车租赁业务

广汇汽车的租赁业务主要采取长期租赁的经营模式，客户群体主要为单位实行车贴制的中高层管理人员和对经营性现金流需求较高的中小型企业。依托于广汇汽车较为庞大的汽车经销网络，公司租赁业务于运营当年便取得了较快发展，目前经营区域已覆盖 29 个省、自治区和直辖市。

2015-2017 年，公司乘用车融资租赁发生台次分别为 11.31 万辆、16.58 万辆和 21.06 万辆，业务拓展速度加快，而同期的收入却有所波动，2015~2018 年 1-3 月，汽车租赁业务收入分别为 18.16 亿元、16.98 亿、19.44 亿元和 5.63 亿元；同期公司租赁业务毛利率分别为 71.18%、69.64%、72.65%和 77.83%，盈利能力较强。2016 年在融资租赁发生台次增加的情况下，租赁业务收入较上年减少，且毛利率下降，主要系行业竞争加剧，广汇汽车为增加客户保有量主动调低部分产品毛利率以及部分融资渠道成本偏高所致。2017 年公司持续进行产品创新，在原租赁的基础上进一步推广残值租赁等金融产品，生息资产规模扩大，租赁收入同比增加，另外，由于租赁资金成本规模化效益增强，以及利用了更多的自有资金，融资成本降低，毛利率提升。汽车租赁为广汇汽车重点培育的新兴业务，未来有望实现快速发展，但该业务一次性资金投入量巨大，且投资回收期较长，短期内将给广汇汽车带来很大的资金压力。

### 佣金代理服务

公司的佣金代理服务主要包括融资代理服务、保险代理服务、延保代理服务、二手车交易代理服务，其中融资代理服务和保险代理服务是主要的收入和利润来源。

保险代理业务是指公司通过所属各区域平台公司或经销服务网点为客户提供汽车保险业务的咨询、出单等代理服务，并向保险公司收取相应的代理佣金。

汽车融资代理业务是指公司以经销服务网点为平台，为购买新车或二手车的客户提供相关汽车

金融公司和商业银行推出的汽车消费信贷产品的代办服务，并向汽车金融公司和商业银行收取相应的代理佣金。

二手车交易代理服务是指公司通过各地营销网络，以旧换新或者代理客户寄售的方式获得二手车，并通过提供二手车认证和线上线下交易平台进行代理交易的服务，并向客户收取相应的代理佣金。2015-2017 年，公司完成二手车代理台次分别为 4.56 万辆、9.00 万辆和 20.33 万辆。

汽车延保代理业务是指公司通过与国内知名的保险公司合作，为客户提供超过原厂保修期限的汽车保修服务。

受益于客户保有量不断上升，公司佣金代理服务的客户基础增大，拉动收入增长，2015-2017 年，公司佣金代理业务实现收入 15.31 亿元、28.84 亿元和 45.84 亿元。近三年，该业务毛利率为 77.19%、77.59%和 79.53%，盈利能力很强，主要由于其业务开展是附加在整车销售的基础上展开的，成本较低（佣金代理服务的主要成本为人工成本，汽车租赁服务的主要成本为人工成本和资金成本）。2018 年 1-3 月，该业务实现收入 12.44 亿元，毛利率为 77.48%。

总体来看，广汇汽车在规模、成本、服务区域和经营效率等多方面的综合竞争力有助于其保持持续的竞争优势。对行业内资源的收购及优化，将有利于其综合实力和抗风险能力的提升。但是，目前广汇汽车业务较为单一，业务模式受整车厂商的制约较大，汽车维修等后服务业务的广度和深度需要进一步提高。

### 房产置业

公司房地产业务的经营主体为新疆广汇房地产有限公司（以下简称“广汇房产”）。经过多年发展，广汇房产已成为集房地产开发、销售，商业地产租赁，物业服务和城市供热等为一体的综合性房地产开发企业。近年来受国家房产调控政策以及房地产项目结算周期影响，公司该房地产业务收入呈波动状态，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月分别为 39.95 亿元、38.27 亿元、98.93 亿元和 21.26 亿元。

## 房地产开发

广汇房产具有房地产开发一级资质，截至 2017 年末，累计开发总面积为 2,409.00 万平方米。其中 2017 年在建面积为 626.74 万平方米，新开工面积为 290.48 万平方米，实现商品房合同销售金额 88.57 亿元，完成合同销售面积 121.24 万平方米；2018 年 1~3 月在建面积 290.62 万平方米，新开工面积为 9.73 万平方米，实现商品房合同销售金额 21.12 亿元，完成合同销售面积 26.41 万平方米。

表 16：2016~2018.Q1 房地产业务主要经营指标情况

单位：万平方米、亿元

	2016	2017	2018.Q1
在建面积	482.16	626.74	290.62
新开工面积	162.19	290.48	9.73
商品房合同销售金额	54.05	88.57	21.12
完成合同销售面积	100.01	121.24	26.41

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从开发区域来看，广汇房产开发的项目主要位于新疆自治区的乌鲁木齐市，以及广西省的南宁、桂林及贵港市，近年逐步拓展四川区域。2017 年新疆自治区和广西的房产销售收入占比分别为 79.00% 和 21.00%，公司房产开发业务的地理分散度依然较低。2018 年一季度，广汇房产在新疆、广西和四川的销售收入占比分别为 44.00%、23.00% 和 33%。

表 17：近年来区域销售金额占比情况

单位：%

区域	2015	2016	2017	2018.Q1
新疆	68.60	71.66	79.00	44.00
广西	31.40	28.34	21.00	23.00
四川	-	-	-	33.00
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2018 年 3 月 31 日，广汇房产在建项目共 16 个，总投资额约 134.62 亿元，已投资 65.14 亿元，合计建筑面积 300.56 万平方米，货值 249.17 亿元。

表 18：截至 2018 年 3 月末公司主要在建房产项目

单位：亿元、万平方米

项目	总投资	后续投入额	建筑面积	预计总收入
香缇雅境	10.90	3.05	21.39	13.26
伊水湾	15.24	3.23	34.68	23.24
公园柒號	10.56	5.81	23.74	21.37
御锦城	27.34	14.82	33.10	56.27
圣湖城项目 16#-36#	12.22	9.17	35.94	16.81
钰荷园项目	19.20	14.57	54.74	31.50
御园项目一期	16.67	8.93	32.60	37.35
颐景庭院	11.52	3.82	26.00	32.32

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，广汇房产早期通过收购困难国企的方式低价获得了较多土地，截至 2018 年 3 月末广汇房产土地储备为 622.96 万平方米，且大部分土地位于乌鲁木齐市，地理位置较好。广汇房产未来拟投资的项目主要为伊水湾三期、四期小区、翠竹园、陶菊园及莱茵庄园三期。

表 19：广汇房产拟建项目情况

项目	项目类别	项目所在地	建设期	项目批文情况
伊水湾三期、四期	商住	沙依巴克区 西山一路	3 年	正在办理 相关手续
翠竹园	商住	乌鲁木齐经济 技术开发区（头屯河 区）玄武湖路 686 号	3 年	正在办理 相关手续
陶菊园	商住	乌鲁木齐经济 技术开发区（头屯河 区）高铁片区 纬九路南侧	3 年	正在办理 相关手续
莱茵庄园三期	商住	新市区迎宾路	3 年	正在办理 相关手续

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前广汇房产主要采取与其他企业成立项目公司的方式，共同开发其他企业早期取得的廉价土地。此外，广汇房产在广西与当地已达成旧城改造战略合作意向，可以根据经营需要逐步进行开发，广汇房产较为充足的土地储备为房地产业务的持续发展提供了保障。

表 20: 截至 2018 年 3 月末公司本部土地储备情况

单位: 平方米

序号	地块	土地用途	土地面积	地理位置
1	新疆齿轮厂	仓储	6,286.10	沙区公房沟路
2	新疆齿轮厂	住宅	2,516.00	沙区公房沟路
3	新疆专汽厂	工业	12,231.35	天山区青年路
4	米泉工业园	工业	18,491.29	米泉振兴路东
5	伊水湾剩余用地	工业	154,281.72	沙区西山路 160 号
6	米东十一期	工业	13,468.12	米泉团结路
7	天山布鞋厂	住宅	71.00	天山区跃进街南港 2 号
8	天山塑料厂	工业	141,959.40	乌拉泊
<b>合计</b>	-	-	<b>349,304.98</b>	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 21: 截至 2018 年 3 月末广汇房产土地储备情况

单位: 平方米

序号	地块所在地	土地用途	土地面积	是否已全额缴纳出让金	后续出让金来源	计划建设项目名称
1	沙区白湖路 1 号	住宅	17,607.08	是	-	伊水湾四期
2	高新区长沙路 188 号	商业	15,517.30	是	-	美居美尚
3	新市区迎宾路	商住	126,973.43	是	-	莱茵庄园三期
4	新市区天津北路	商住	6,984.27	是	-	帝景龙缘
5	新市区乌昌公路	农用地、未利用地、住宅用地	4,382,116.03	是	-	-
6	乌伊东路 333 号	商住	245,628.51	是	-	-
7	新市区迎宾路	商业	9,014.74	是	-	-
8	新市区迎宾路	住宅	71,068.90	是	-	-
9	新市区迎宾路	划拨住宅	12,968.96	是	-	-
10	北京北路 8 号	商住	3,767.65	是	-	-
11	沙区西山路	工业	15,533.80	是	-	-
12	米东区	出让	2,059.62	是	-	-
13	米东区	工业	74,577.34	是	-	-
14	米东区	工业	38,282.09	是	-	-
15	米东区	工业	24,594.40	是	-	-
16	阿勒泰路 2 号	商住	2,805.94	是	-	-
17	新市区长沙路	工业	20,569.83	是	-	-
18	沙区扬子江路	工业	16,868.62	是	-	-
19	公园柒号北侧	商住	53,333.60	是	-	-
20	安居南路	商住	7,025.38	是	-	-
21	米东区	-	14,402.20	是	-	-
22	东环路以东	工业	12,253.44	是	-	-
23	沙区平顶山	-	8,071.76	是	-	-
24	天山区跃进街南港 2 号	住宅	1,992.00	是	-	-
25	新市区西环路	林地	1,036,585.18	是	-	-
26	沙区扬子江路	工业	9,028.43	是	-	-
<b>总计</b>	-	-	<b>6,229,630.50</b>	-	-	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

广汇房产土地储备主要用于建设商业住宅小区及仓储用地，具体开发计划视未来情况而定。除上述普通的房地产开发销售外，广汇房产还接受其他房地产公司或房地产项目公司的委托，利用其已建立的成熟的销售网络和销售关系，凭借其丰富的销售经验，代为销售商品房，相应的收取代销手续费，该业务目前规模较小。

### 房产其它业务

在多年的经营中，广汇房产还成立了专业化的物业管理和热力供应公司，优先保证自身开发项目的物业管理及热力供应，增强了其房地产开发项目的综合竞争实力。

广汇房产物业管理的运营主体为新疆广汇物业股份有限公司（以下简称“广汇物业”）。截至 2017 年末，广汇物业在管物业项目 150 多个，有花园式商住小区、综合性大厦（高层公寓、写字楼）、别墅区、度假村和改制企业职工老宅区，管理面积 1,669 万平方米，服务于 10 余万户业主，被国家建设部评为“一级资质物业管理企业”，是自治区唯一一家获得此项资质的企业。

广汇房产热力供应的运营主体为新疆广汇热力有限公司（以下简称“广汇热力”）。广汇热力现有高新、十月、专汽、米泉和吐鲁番五个集中供热中心，213 个换热站，一次管网总长度为 60 多公里，供暖面积 1,545 万平方米，占乌市集中供热面积六分之一，供热户数达 10 余万户。在乌鲁木齐 40 余家集中供热企业中，锅炉总吨位排名第一，供暖面积位居第二。

总体看，广汇集团主业突出，经营规模不断扩大，在能源开发、汽车服务和房产置业三大业务板块均具有较强的竞争优势，核心主业发展前景较好。

### 其他产品销售

公司其他产品销售业务主要包括商品贸易、物业管理及租赁、热力、机械加工、旅游文化体育业施工工程以及石材销售等。其中，商品贸易业务收入占比较大，主要由公司下属子公司广汇物流股份有限公司（以下简称“广汇物流”）（原大洲兴业控股股份有限公司，以下简称“大洲兴业”）负责运营。

2016 年 12 月 23 日，大洲兴业出价 4,000 万元，与广汇集团、西安龙达投资管理有限公司（以下简称“西安龙达”）和新疆广汇化工建材有限责任公司（以下简称“广汇化建”）合计持有的新疆亚中物流商务网络有限责任公司（以下简称“亚中物流”）100% 的股权进行置换；交易标的作价的差额部分 416,000.00 万元由大洲兴业按各交易对方各自享有的亚中物流股权比例以非公开发行股票的方式购买，合计发行股份 329,113,924 股。2016 年 12 月 26 日，亚中物流变更登记至大洲兴名下；12 月 28 日，大洲兴业完成发行股份购买资产的新增股份登记，更名为广汇物流，股票代码 600603。

广汇物流主要以美居物流园的物流园经营业务为主业，集市场配套的品牌引入、商业推广、仓储物流、园区综合服务、消费者服务、商业保理服务等一系列综合运营服务于一体。2016~2017 年，广汇物流分别实现营业收入 6.46 亿元和 11.01 亿元，主要来源于物业租赁收入以及商品房开发收入。2017 年营业收入较上年同比增加 70.40%，主要系公司通过对新疆一龙歌林房地产开发有限公司增资获得控制权，将其纳入合并范围所致。

美居物流园地处乌鲁木齐市城北商业中心，是以家居建材商贸流通业态为主，集体验式交易、娱乐休闲、综合商超等多业态并存的综合性物流园，主要以吸引各大生产厂家、区域经销商入驻园区家居卖场，并通过提供配套综合服务（如租赁服务、品牌推广、仓储物流等）获取收益。截至 2017 年末，美居物流园总建筑面积 62.98 万平方米，其中可租面积 43.47 万平方米，已租面积 41.81 万平方米，对外出租率达 93.17%，年租金收入约 3.67 亿元。

广汇物流一方面通过对物流园现有业务进行升级改造（如注入“新青年”、“嗨”城等新的商业元素，增强体验式消费等）来维持市场地位，另一方面力图培育冷链物流、智慧社区等项目与已有产业创新融合，探索供应链管理、供应链金融和类金融业务与传统物流协同的新模式，完成向现代物流转型升级。

## 在建项目

目前，公司能源业务正处于快速扩张阶段，未来几年将有较大规模的资本性支出，目前公司能源板块规划的投资总额超过 500 亿元，已投资 210.90

亿元，其中未来还需投入 300 多亿元，公司计划通过自筹及银行借款、发行债券等方式募集所需资金。总体看来，公司能源开发业务资本性支出金额大，公司将持续面临较大的资本性支出压力。

表 22：截至 2017 年末公司主要在建拟建项目情况

单位：亿元

项目名称	计划投资	投资进度	已投资金额	尚需投资金额	
				2018 年	2019 年
哈萨克斯坦斋桑油气项目	84.20	46.97%	39.55	1.00	1.00
哈密煤炭分级提质清洁利用项目	78.08	67.91%	53.03	5.30	2.00
红淖三铁路建设项目	108.68	73.78%	80.18	16.20	4.00
江苏南通港吕四港区 LNG 分销转运站项目	24.97	60.49%	15.10	4.90	5.00
硫化工项目	4.98	52.83%	2.63	1.70	-
粗芳烃加氢项目	11.94	14.70%	1.76	6.00	1.50
准东喀木斯特 40 亿方/年煤种天然气项目	248.48	7.51%	18.66	1.60	2.00
<b>合计</b>	<b>561.32</b>	<b>-</b>	<b>210.90</b>	<b>36.70</b>	<b>15.50</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 公司治理

### 治理结构

根据《公司法》及相关法律、行政法规、规范性文件及公司章程的要求，公司建立了董事局、监事、经理层等规范的法人治理结构，制定了执行董事、监事及总经理工作细则。三者之间职责权清晰，股东大会为公司的权力机构，董事局根据其授权履行其决策职能，经理层能够对公司日常生产经营实施有效控制，监事起到了对公司决策层和经营管理层的实行监督的职能。

公司董事人数为 9 名，董事局能够依据相关法律法规开展工作，积极参加培训，熟悉有关法律法规；公司监事局人数为 6 名，监事会能够认真履行自己的职责，对公司重大事项、财务状况、董事和高级管理人员的履行职责的合法合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益。

### 管理制度

公司根据自身经营管理的需要，按职能划分设立了适合自身经营特性的组织机构。公司实行董事局领导下的总裁负责制，总裁下设置了运营管理部、投资发展部、财务部、人力资源和劳动保障部、审计部、法规部、企业文化宣传部、集团办公室和离退休管理中心等 9 个职能部门，其中运营管理部

主要负责公司战略谋划和运营管控、制订公司年度经营计划和经营目标，为公司高层决策提供依据；投资发展部主要制定公司年度投资计划和长期目标，负责对公司投资、融资和担保等重大事项的风险进行评估，提出可行性报告等；审计部主要负责对公司财务收支计划、经营预算和经济合同的执行情况以及经济效益进行审计，以及对制定的内部管理制度落实情况监督检查等。公司各部门在业务开展中能够保持应有的独立性，部门设置基本能够满足公司现阶段的经营管理需要。根据现阶段实际经营和发展需要，该公司主要采取分级管理模式对下属子公司进行管理。作为整个集团的管理总部，母公司制定了集团整体发展战略，并通过投资、财务、人员和法务等多种管理方式对下属子公司进行分级管控，从而促进集团整体发展战略的落实。

为了对子公司的经营活动进行监管和控制，公司还建立了必要的内部控制制度，强化公司各部门在担保、投资、财务和运营等方面的管理职能，在集团范围内基本构筑了较为规范有效的业务管理架构。

在对外担保方面，公司对担保流程做出了明确规定，由财务部资金组归口接受由担保事项发起部门报送的相关材料，法规部对担保合同的合法性和完整性进行审核，再由董事会对担保事项进行审

批；同时，公司制定了担保业务后续跟踪管理程序，通过建立担保事项台账实时跟踪被担保人的经营及财务状况，并报送相关领导审阅。公司严格禁止为集团公司系统外企业提供担保，对因特殊原因确需提供担保的，除被担保方必须具备足额有效的抵押、质押等反担保条件外，必须将有关资料及监测办法事先报经集团总部审核批准后方可实施。

在投资管理方面，公司制定了较为详细的《投资管理制度》，对公司及二级子公司的投资审批流程做出了明确规定，公司设立了专门的投资管理委员会（由集团董事局主席、集团高管和相关外部专家组成），负责公司及二级子公司年度投资计划及投资项目审批。同时公司对投资行为的计划、进程、完成报告和事后效果等进行全过程监控，以有效降低投资管理风险。

在财务管理方面，公司要求集团内企业分级编制年度财务预算，年度结束后形成财务决算报告，并逐级上报至公司总裁办公会议进行分析考核。下属企业财务总监均由公司推荐或委派，直接受公司财务总监督管理办公室统一领导和管理，负责对其所在单位的财务会计活动、财务预算和重大经营计划的执行情况进行管理和监督。

在运营管理方面，公司运用 KPI（关键业绩指标）运营管理体系对下属企业进行管理。公司通过对经营类和管理类的 KPI 数据收集，建立标准的采购、销售和增值等各项业务流程；库存管理及订单流程；运营系统审批及修改流程；运营管理系统结构及详细的各项系统流程，并通过分析 KPI 关键指标，对未达标环节提出改进措施，并进行持续的跟踪，最终完成年度 KPI 指标。运营管理体系的运用，加强了公司对下属企业的管理和控制，提供了公司的整体运营效率。

## 战略规划

公司未来将继续围绕能源开发、汽车服务和房地产置业三大业务进行发展，其中：

在能源开发产业上，公司结合能源产业的实际，其今后一个时期的战略发展方向是：致力于能源开发全产业链经营模式，重点做好“四个三”工程。  
1、开发三种资源：煤炭、天然气、石油；2、打造

三个基地：东疆煤炭综合开发基地，北疆煤炭综合开发基地，哈萨克斯坦油气综合开发基地；3、建设三个园区：甘肃酒嘉、宁夏中卫、江苏启东；4、打通三条通道：淖柳公路、红淖铁路、中哈跨境管线。

在汽车服务业务上，广汇汽车未来将继续大力发展新疆、广西、河南、重庆、甘肃、陕西和贵州等具有较高增长潜力的中西部地区汽车经销市场，加快二级网络建设，进一步巩固其在中西部区域的领先地位。同时，广汇汽车将择机向市场增长潜力较大的区域扩张，引进更多符合自身发展战略及市场需求的品牌，坚持多区域经营的发展方向，在巩固现有乘用车经销业务的领先地位基础上，以用户需求为导向，以不断为用户提供高附加值服务为宗旨，进一步完善汽车后市场业务链条，重点拓展汽车租赁及二手车业务，发展汽车市场，实现规模化、集约化经营。

在房产置业业务上，广汇房产未来将继续采取“区域集中全价值链开发”策略，在重点开发“两省五市”即新疆乌鲁木齐、吐鲁番，广西南宁、桂林和贵港的基础上，逐步拓展新的开发区域。在项目开发的过程中，广汇房产还将同步发展物业管理、服务连锁等配套产业，使房地产整体业务通过协同发展创造最大价值。

总体来看，公司的战略规划目标明确，在充分发挥现有业务优势的同时，适度拓展业务范围，积极探索多元化业务发展道路。公司战略规划的制定符合其长远发展目标，能够较好地促进公司综合实力的提升。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

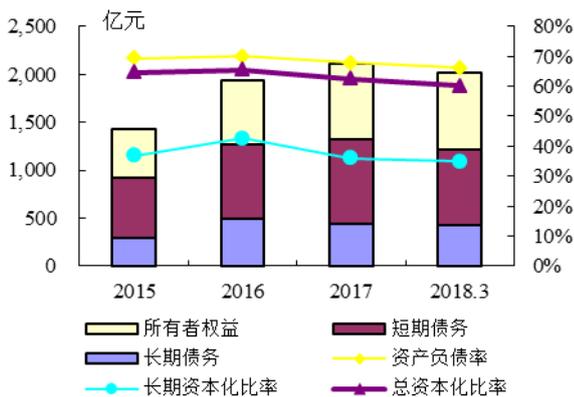
## 资本结构

近年来，随着公司各板块业务逐步发展，公司资产和负债规模呈现稳步上升趋势。2015~2017 年末，公司资产规模分别为 1,649.41 亿元、2,220.84

亿元和 2,456.81 亿元；2015~2017 年末，公司总负债分别为 1,144.10 亿元、1,554.05 亿元和 1,666.23 亿元。所有者权益方面，得益于公司经营成果的积累、2016 年公司吸收上海金元百利资产管理有限公司投资 50.00 亿元以及 2017 年子公司广汇汽车增发新股和发行信托永续债，公司所有者权益规模呈现扩大趋势。2015~2017 年，公司所有者规模分别为 505.31 亿元、666.78 亿元和 790.58 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为 2,374.90 亿元、1,572.07 亿元和 802.83 亿元。

财务杠杆比率方面，近年随着公司资产及负债规模同时增加，公司财务杠杆水平较为稳定，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 69.36%、69.98%、67.82% 和 66.20%，总资本化比率分别 64.58%、65.53%、62.47% 和 60.19%。

图 13：2015~2018.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

资产结构方面，基于公司的业务特点，其流动资产与非流动资产在资产结构中的分布比例较为平均。截至 2017 年末，公司流动资产和非流动资产分别占总资产的 50.17% 和 49.83%。公司流动资产主要以货币资金、存货、预付款项和其他应收款为主，占流动资产比重分别为 35.75%、25.17%、14.99% 和 10.29%。其中，货币资金主要系银行存款和其他货币资金，截至 2017 年末受限规模为 140.74 亿元，占货币资金的比例为 31.94%，主要系承兑汇票保、融资业务等保证金；随着公司各板块业务规模的扩张，存货规模逐年增长，截至 2017 年末合计金额为 310.18 亿元，存货主要系与旗下房地产业务相关开发成本（74.89 亿元）、开发产品（56.24 亿元）以及汽车库存商品（151.16 亿元）等，存货

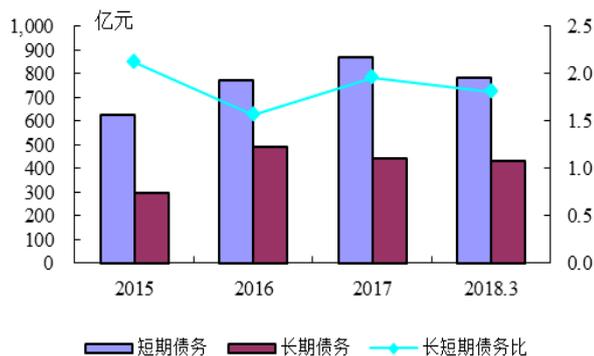
中汽车库存商品占比较大，鉴于汽车经销行业产品更新换代周期较短，若公司未能保持稳定的整车销售增长趋势及库存管理水平，公司存货或将面临一定的跌价风险，截至 2017 年末已经计提跌价准备 1.70 亿元；预付款项主要系子公司广汇汽车预付整车及零部件款项，其中一年内款项占比为 93.45%；其他应收款主要系生产厂家保证金以及往来款，截至 2017 年末已计提坏账准备 4.14 亿元。非流动资产方面，固定资产、在建工程、投资性房地产、无形资产和商誉系其重要组成部分，截至 2017 年末，分别占非流动资产 25.02%、16.93%、11.90%、8.32% 和 14.92%。其中，固定资产主要系房屋建筑物、机械设备及运输设备等，随着在建项目的逐步建设和转固，呈逐年增长趋势；在建工程主要系红淖三铁路建设项目、哈密煤炭分级提质综合利用项目、富蕴煤炭综合开发前期工程等，随着项目的有效推进，在建工程规模逐年扩大；投资性房地产主要系广汇房产出租的中天大厦、时代广场及友好商超，公司控股孙公司桂林市广运实业投资有限责任公司出租的沃尔玛商铺，公司控股子公司新疆亚中物流商务网络有限责任公司出租的广汇美居物流园商铺以及公司控股子公司新疆大酒店出租的全季酒店和欧乐星城；无形资产主要系土地使用权、特许经营权、采矿权及探矿权；商誉主要是子公司广汇汽车收购的子公司的汽车品牌经销权和相关溢价而形成，近年来广汇汽车发展迅速，每年新增收购的汽车 4S 店较多，商誉呈大幅增长趋势，截至 2017 年末合计金额为 182.71 亿元，公司在年末对商誉进行了减值测试，未见减值，但未来若标的企业实际运营状态弱于交易评估预期，公司仍将面临一定的资产减值风险。

负债结构方面，截至 2017 年末，公司流动负债占总负债的 69.36%。具体来看，公司流动负债以短期借款、应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主，占流动负债的比重分别为 19.89%、23.36%、8.23%、26.46% 和 5.71%。其中，短期借款主要系信用借款、抵押借款和保证借款；应付票据主要系银行承兑汇票和商业承兑汇票；应付账款主要系应付采购款、应付工程款及设

备款等；一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款和应付债券；其他流动负债主要是短期融资债券。非流动负债方面，长期借款和应付债券是其主要组成部分，二者占非流动负债比重分别为 65.66% 和 16.91%。其中，长期借款主要是信用借款、质押借款和保证借款等；应付债券则主要系公司在存续期内的公司债券和中期票据。

债务方面，公司近三年总债务呈现上升趋势，2015~2017 年末分别为 921.35 亿元、1,267.77 亿元和 1,315.85 亿元。债务结构方面，短期债务是公司总债务的主要组成部分，2015~2017 年末，公司长短期债务比分别为 2.12 倍、1.57 倍和 1.96 倍，债务结构有待优化。截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 1,213.86 亿元，其中短期债务为 782.66 亿元，长短期债务比为 1.82 倍。

图14：2015~2018.Q1公司债务结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，随着公司业务规模稳步增长，资产规模与负债规模同时呈现上升趋势，财务杠杆水平较为稳定；但公司短期债务占比较高，债务结构有待优化，中诚信证评将对公司各资本支出项目的实施进程以及持续增加的债务规模保持关注。

## 盈利能力

近年来，随着各板块业务的有序发展，公司营业总收入呈现增长态势。2015~2017 年，公司营业总收入分别为 1,050.37 亿元、1,456.17 亿元和 1764.40 亿元；2018 年 1~3 月，公司营业总收入为 454.44 亿元，同比增长 27.68%。

表 23：2015~2017 年公司主营业务情况分析

单位：亿元

	2015	2016	2017
整车销售	828.75	1,202.68	1,406.02
装饰装潢维修	73.69	104.43	132.06
房地产销售	39.95	38.27	52.95
天然气销售	23.89	22.07	42.45
煤炭	10.30	4.84	14.85
代销手续费及佣金代理	16.04	28.85	45.98
汽车租赁	18.16	16.98	19.33
商品贸易	6.24	3.73	4.72
物业管理及租赁	7.49	8.18	7.97
煤化工产品	10.57	13.62	21.61
热力	2.99	2.97	3.09
机械加工	0.17	0.22	0.38
旅游文化体育业	0.10	0.56	0.39
施工工程	0.87	0.50	0.25
贷款利息	0.87	1.03	1.00
其他	0.93	6.37	2.02

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

从分业务收入情况看，整车销售业务对公司主营业务收入贡献度最大，2015~2017 年该块业务收入分别为 828.75 亿元、1,202.68 亿元和 1,406.02 亿元，分别占同期营业收入 78.90%、82.59% 和 79.69%。2015~2017 年房产销售收入分别为 39.95 亿元、38.27 亿元和 52.95 亿元，公司房产开发的项目主要位于新疆自治区的乌鲁木齐市，以及广西省的南宁、桂林及贵港市，受国家房产调控政策以及房地产项目结算周期影响，房产销售收入呈波动状态。能源板块，2015~2017 年能源产品销售收入分别为 44.76 亿元、40.53 亿元和 78.91 亿元。2015 年宏观经济增速放缓，能源行业下行，2016 年行业整体景气度较低，天然气和煤炭价格仍在低位运行，受之影响，2016 年能源板块收入较上年减少 4.23 亿元，同比下降 9.45%。2017 年随着行业行情的回暖，公司各主要产品销售价格及销量不同程度增长，全年能源板块实现收入 78.91 亿元，同比增长 94.70%。

毛利率方面，2015~2017 年公司营业毛利率分别为 11.95%、10.50% 和 12.05%，受整车行业激烈竞争影响，公司 2016 年毛利空间有所缩窄，2017 年随着能源行业回暖及 2015 年以来广汇汽车收购

多个项目的效益释放，公司营业毛利率回升。2018年1~3月，公司毛利率进一步回升至13.56%。

随着经营规模的扩大和债务规模的上升，公司销售费用、管理费用和财务费用均呈逐年上升趋势。2015~2017年以及2018年1~3月，公司期间费用分别为91.65亿元、114.20亿元、141.73亿元和35.12亿元，三费收入占比分别为8.73%、7.84%、8.03%和7.73%，期间费用控制能力尚可。

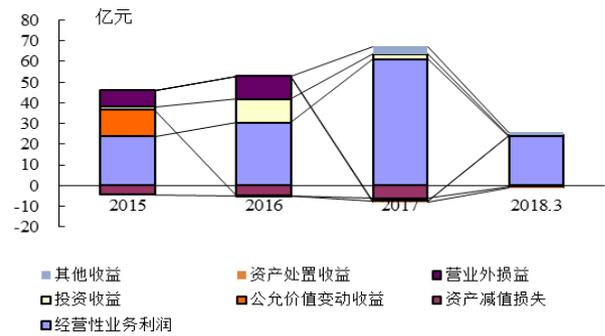
表 24：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	29.23	39.61	51.56	13.10
管理费用	25.08	30.63	34.91	9.16
财务费用	37.35	43.96	55.26	12.86
三费合计	91.65	114.20	141.73	35.12
营业总收入	1,050.37	1,456.17	1,764.40	454.44
三费收入比（%）	8.73	7.84	8.03	7.73

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，2015~2017年公司利润总额分别为41.57亿元、47.63亿元和59.20亿元，同期经营性业务利润分别为23.75亿元、30.47亿元和61.08亿元，近年公司业务规模逐年增长、毛利率小幅波动，公司经营性业务利润整体保持增长。2015-2017年，公司分别实现营业外损益8.05亿元、10.99亿元和-0.19亿元，主要由政府补助、非同一控制下企业合并利得、资产处置损益等构成，2017年会计政策发生变更，与企业日常活动相关的政府补助计入“其他收益”，将与企业处置持有待售资产、固定资产、无形资产相关的收益计入“资产处置收益”，加之公司当年未形成非同一控制下的企业合并利得，营业外损益大幅减少；2015-2017年公司分别实现投资收益1.52亿元、11.44亿元和2.58亿元，主要系处置长期股权投资产生的收益；2015~2017年公司资产减值损失分别为4.52亿元、4.97亿元和6.23亿元，主要系公司根据市场行情，对汽车、能源产品计提的存货跌价损失以及坏账损失，中诚信证评将对公司资产减值损失对盈利能力的影响保持持续关注；此外2017年公司实现其他收益3.58亿元。2018年1~3月，公司利润总额为24.91亿元，其中经营性业务利润23.71亿元、营业外损益0.08亿元、投资收益0.14亿元、资产减值损失0.81亿元和其他收益1.60亿元。

图 15：2015~2018.Q1 公司利润总额分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，受益于整车业务扩张及能源行业回暖，2017年公司收入规模和盈利能力均有所提升，且政府补助和投资收益对利润总额形成有效补充，公司整体盈利能力较强。

### 偿债能力

获现能力方面，公司利润总额、折旧和利息支出是EBITDA的主要组成部分。得益于公司业务规模的增长和盈利水平的提升，EBITDA逐年增长，2015~2017年公司EBITDA分别为99.07亿元、116.33亿元和143.57亿元。同期，公司总债务/EBITDA分别为9.30倍、10.90倍和9.17倍，EBITDA利息倍数分别为2.21倍、2.43倍和2.29倍。

经营性现金流方面，2015~2017年公司经营活动产生的现金流量金额分别为53.73亿元、48.54亿元和84.46亿元，2017年经营性净现金流同比增长73.98%，主要得益于汽车销售收入的大幅增长以及应收账款回款情况较好。同期，公司经营净现金流/总债务分别为0.06倍、0.04倍和0.06倍；经营净现金流/利息支出分别为1.20倍、1.01倍和1.35倍。

表 25: 2015~2018.Q1 公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.Q1
EBITDA (亿元)	99.07	116.33	143.57	-
经营活动净现金流 (亿元)	53.73	48.54	84.46	-92.47
短期债务 (亿元)	626.31	774.31	871.80	782.66
长期债务 (亿元)	295.04	493.46	444.05	431.20
总债务 (亿元)	921.35	1,267.77	1,315.85	1,213.86
经营净现金流/总债务 (X)	0.06	0.04	0.06	-0.30
经营净现金流/利息支出 (X)	1.20	1.01	1.35	-7.19
总债务/EBITDA (X)	9.30	10.90	9.17	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.21	2.43	2.29	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2017 年末, 公司无对外担保余额, 对子公司担保余额为 72.30 亿元; 此外, 公司下属广汇汽车为客户提供购车分期付款担保, 3 月末担保余额为 1.80 亿元。整体来看, 公司对外担保风险小, 但对子公司的大额担保仍使其面临一定的或有负债风险。

未决诉讼方面, 截至 2017 年末, 公司及控股子公司诉讼仲裁案件涉及金额共计 5.22 亿元, 其中: 起诉(申请)案件涉及金额为 3.57 亿元, 诉讼事由主要是买卖、租赁合同纠纷、车辆购买付款纠纷以及交通事故纠纷等, 目前诉讼尚未终结; 应诉(被申请)案件涉及金额为 1.65 亿元, 诉讼事由主要是买卖合同纠纷、交通事故纠纷以及施工合同纠纷等, 目前诉讼尚未终结。公司未决诉讼涉及到的标的金额较小, 对公司影响不大。

备用流动性方面, 公司与金融机构保持良好的合作关系, 截至 2018 年 3 月末, 公司获得国内多家银行的授信总额为 1,115.26 亿元, 未使用授信额度 406.53 亿元, 获得非银行金融机构授信额度 502.17 亿元, 未使用额度 125.14 亿元, 对公司资金需求起到一定的支持作用。此外, 公司控股上市公司广汇能源、广汇汽车及广汇物流, 直接融资渠道畅通。

整体而言, 受整车业务扩张及能源行业回暖影响, 公司业务规模逐年增长, 盈利能力有所波动, 同时公司刚性债务规模持续增长, 具有一定的偿债压力。但公司凭借自身显著的资源优势及规模优势

使其业务运营仍保持很强的竞争实力, 加之财务弹性充足, 其整体具备很强的偿债能力。

## 结 论

综上, 中诚信证评评定新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**, 评级展望稳定; 评定“新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司公开发行 2018 年公司债券(第一期)”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

## 关于新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司 公开发行2018年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

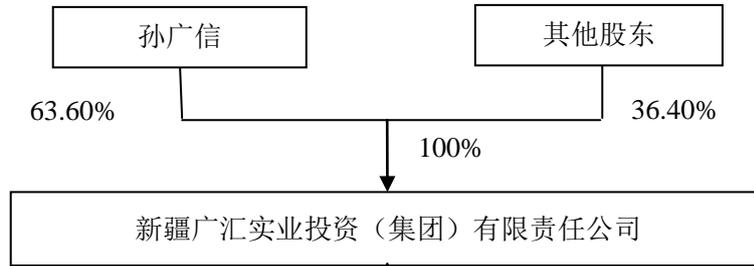
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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。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根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://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不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

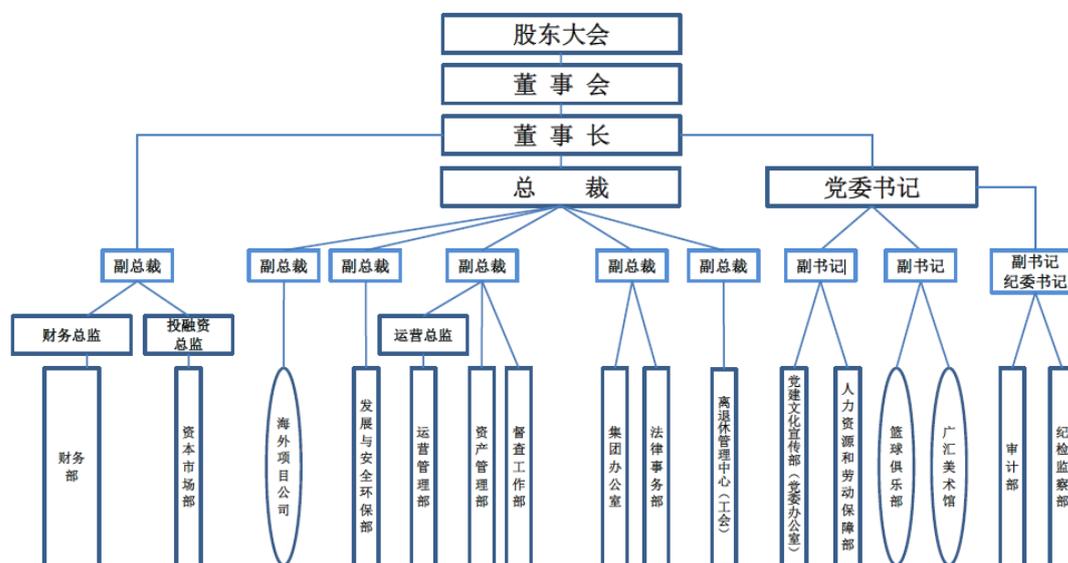
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



序号	公司名称	业务性质	注册资本	持股比例
			(万元)	(%)
1	新疆化工机械有限公司	机械加工	6,681.10	100
2	广汇物流股份有限公司	商贸物流	87,887.48	46.61
3	新疆广汇化工建材有限责任公司	机械加工	5,000.00	100
4	新疆新标紧固件泵业有限责任公司	机械加工	2,000.00	95
5	新疆滚动轴承制造有限责任公司	机械加工	2,600.00	96.15
6	新疆通用机械有限公司	机械加工	3,800.00	97.37
7	新疆东风锅炉制造安装有限责任公司	压力容器制造	4,400.00	96.59
8	新疆大酒店有限公司	餐饮、住宿	600.00 (万美元)	75
9	新疆维吾尔自治区华侨宾馆	餐饮、住宿	2,015.80	100
10	乌鲁木齐高新区进出口有限责任公司	进出口贸易	782.00	60
11	乌鲁木齐五一商场	商品贸易	吊销, 未注销	100
12	新疆雷沃广汇拖拉机有限公司	农机具生产销售	2,790.00	100
13	乌鲁木齐高新技术产业开发区热力公司	供热	2,600.00	100
14	广汇能源股份有限公司	能源	522,142.47	42.99
15	广汇汽车服务股份公司	汽车销售	814,430.97	32.71
16	广汇置业服务有限公司	房地产开发	210,811.27	100
17	新迅电梯有限责任公司	电梯安装	300.00	55
18	福田广汇专用车有限责任公司	汽车改装	6,530.00	37.67
19	新疆汇驰汽车有限公司	汽车销售	560.00	62.6
20	伊吾广汇能源开发有限公司	煤炭资源开发与销售	39,216.00	60
21	新疆广汇雪莲堂近现代艺术馆	艺术品投资展览	10,000.00	100
22	新疆鑫茂源商贸有限公司	商品贸易	2,600.00	100
23	乌鲁木齐市汇信小额贷款有限责任公司	贷款	40,000.00	40
24	新疆汇亿信电子商务有限责任公司	技术服务、商品贸易	10,000.00	100
25	新疆和田广汇汇鑫投资有限公司	股权投资等	195,000.00	57.69
26	新疆和田广汇锌业有限公司	矿产开采	500,000.00	45
27	上海凌鸿贸易发展有限公司	商品贸易	500.00	100
28	厦门大洲矿产资源投资有限公司	矿产资源投资等	1,000.00	82
29	阿克陶中鑫矿业有限公司	矿产开采	24,490.00	100
30	GH AMERICA INVESTMENTS GROUP INC	油气资产开采	23,289.80 (万美元)	100
31	Brazos Highland Holding, LLC	风电开发	10,000.00 (万美元)	100
32	新疆广汇锰业有限公司	矿产开采	500,000.00	100
33	新疆广汇丝路文化旅游投资有限公司	文化旅游	100,000.00	100

附二：新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



**附三：新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	2,367,361.74	3,747,507.40	4,406,022.13	2,451,067.05
应收账款净额	361,281.06	483,074.03	458,636.65	485,142.50
存货净额	2,564,675.14	2,696,345.53	3,101,776.18	3,273,199.35
流动资产	7,909,394.48	10,393,624.49	12,324,862.24	10,911,360.24
长期投资	245,239.75	288,761.34	365,913.28	375,046.75
固定资产	5,598,657.78	6,847,573.94	7,168,111.31	7,216,549.03
总资产	16,494,132.94	22,208,370.37	24,568,073.33	23,749,013.74
短期债务	6,263,140.33	7,743,116.10	8,718,048.35	7,203,888.85
长期债务	2,950,391.31	4,934,603.63	4,440,466.54	4,312,011.98
总债务（短期债务+长期债务）	9,213,531.63	12,677,719.72	13,158,514.89	12,138,618.50
总负债	11,440,984.10	15,540,523.16	16,662,254.33	15,720,703.52
所有者权益（含少数股东权益）	5,053,148.84	6,667,847.21	7,905,819.00	8,028,310.22
营业总收入	10,503,737.94	14,561,731.09	17,644,044.89	4,544,385.37
三费前利润	1,153,996.02	1,446,707.27	2,028,066.57	588,266.82
投资收益	15,191.43	114,413.66	25,763.89	1,425.28
净利润	290,618.62	398,815.85	394,282.00	181,147.34
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	990,683.08	1,163,328.69	1,435,664.45	-
经营活动产生现金净流量	537,290.88	485,433.60	844,553.48	-924,731.25
投资活动产生现金净流量	-652,265.44	-1,910,650.80	-910,208.25	215,888.67
筹资活动产生现金净流量	-34,725.48	2,940,682.19	598,766.58	-617,046.55
现金及现金等价物净增加额	-144,566.29	1,526,388.62	529,650.08	-1,330,329.38
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	11.95	10.50	12.05	13.56
所有者权益收益率（%）	5.75	5.98	4.99	9.03
EBITDA/营业总收入（%）	9.43	7.99	8.14	-
速动比率（X）	0.67	0.77	0.80	0.71
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.04	0.06	-0.30
经营活动净现金/短期债务（X）	0.09	0.06	0.10	-0.47
经营活动净现金/利息支出（X）	1.20	1.01	1.35	-6.15
EBITDA 利息倍数（X）	2.21	2.43	2.29	-
总债务/EBITDA（X）	9.30	10.90	9.17	-
资产负债率（%）	69.36	69.98	67.82	66.20
总资本化比率（%）	64.58	65.53	62.47	60.19
长期资本化比率（%）	36.86	42.53	35.97	34.94

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；2018年一季度财务指标中所有者权益收益率年化。

2、中诚信证评在计算时，将“其他流动负债”中的短期融资债券、非公开定向融资工具和“长期应付款”中的应付融资租赁款、应付融租租赁业务押金、非金融机构长期借款纳入债务指标中；2018年3月末相关数据未取得，中诚信证评将“其他流动负债”和“长期应付款”全部纳入债务指标中计算。

**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+应付短期融资券

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款

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。