



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪757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已发行的“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）”、“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（第二期）”、“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（第三期）”和“新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司公开发行2019年公司债券（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；维持上述债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十五日

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、第二期、第三期）、 公开发行 2019 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司		
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）（品种二）		
债券简称	18 实业 02		
债券代码	143714.SH		
发行规模	人民币 3.66 亿元		
存续期限	2018/7/30~2021/7/30（2+1）		
上次评级时间	2018/5/22		
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 ⁺	

发行主体	新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司		
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（第二期）（品种二）		
债券简称	18 实业 05		
债券代码	143874.SH		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2018/10/23~2021/10/23（2+1）		
上次评级时间	2018/8/6		
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 ⁺	

发行主体	新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司		
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（第三期）（品种二）		
债券简称	18 实业 08		
债券代码	155022.SH		
发行规模	人民币 6.5 亿元		
存续期限	2018/11/14~2021/11/14（2+1）		
上次评级时间	2018/11/2		
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 ⁺	

基本观点

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”）汽车经销业务规模优势突出，2018 年业务布局的扩张带动收入继续增长；同时，2018 年能源行业整体景气度较高，公司营业收入和获现能力进一步提升，带动其整体经营业绩增长。此外，2018 年 11 月恒大集团有限公司（以下简称“恒大集团”）向公司现金注资 78.10 亿元，有力地提升了广汇集团的自有资本实力。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到汽车行业景气度下行、天然气价格波动、公司短期偿债压力较大以及投资需求较大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集团主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定；维持“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⁺；维持“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（第二期）”信用等级为 AA⁺；维持“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（第三期）”信用等级为 AA⁺；维持“新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺。

正 面

- 能源行业经营环境向好。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 年国内能源行业景气度较高，天然气表观消费量同比增长 18.1%至 2,803 亿立方米，煤炭价格亦处于高位运行，公司能源板块实现收入 125.82 亿元，同比增长 59.45%。
- 汽车经销业规模优势突出。广汇集团汽车销售及服务业务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



发行主体	新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司		
债券名称	新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）（品种一）		
债券简称	19 实业 01		
债券代码	155172.SH		
发行规模	人民币 9.84 亿元		
存续期限	2019/1/28~2022/1/28（1+1+1）		
上次评级时间	2018/12/29		
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

广汇集团（合并）	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	666.78	790.58	901.39	913.25
总资产（亿元）	2,220.84	2,456.81	2,637.47	2,644.73
总债务（亿元）	1,271.24	1,322.70	1,354.15	1,334.23
营业总收入（亿元）	1,456.17	1,764.40	1,889.42	432.09
营业毛利率（%）	10.50	12.05	13.11	13.90
EBITDA（亿元）	116.33	143.57	170.11	43.96
所有者权益收益率（%）	5.98	4.99	5.60	6.02
资产负债率（%）	69.98	67.82	65.82	65.47
总债务/EBITDA（X）	10.93	9.21	7.96	7.59
EBITDA 利息倍数（X）	2.25	2.41	2.81	2.58
广汇集团（母公司）	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	240.01	185.78	267.60	263.57
总资产（亿元）	524.68	468.72	517.17	529.46
总债务（亿元）	273.88	257.54	204.05	217.79
营业总收入（亿元）	0.21	0.72	0.37	0.21
营业毛利率（%）	100.00	100.00	100.00	42.93
所有者权益收益率（%）	-2.09	-7.96	-1.70	-6.11
资产负债率（%）	54.26	60.36	48.26	50.22

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、2019 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

优势能一定程度提升公司的整体抗风险能力。

- 盈利水平有所改善。公司汽车经销业务由“重销售”向“重服务”转变，通过发展毛利率较高的乘用车售后及衍生业务，汽车经销业务毛利率水平持续上升；同时，能源业务受益于行业环境的改善，毛利率亦呈现上升态势。2018 年，公司营业毛利率为 13.11%，同比上涨 1.06 个百分点，利润总额同比增长 26.83%至 75.09 亿元，净利润同比增长 27.92%至 50.43 亿元。
- 自有资本实力提升，财务杠杆水平下降。2018 年 11 月，恒大集团投资 144.90 亿元购买公司现有股东股权并向公司增资成为公司第二大股东，其中现金注资 78.10 亿元使公司自有资本实力得到提升，2018 年末所有者权益同比增长 14.02%至 901.39 亿元，期末资产负债率同比下降 2.00 个百分点至 65.82%，财务杠杆水平有所下降。

关注

- 汽车行业景气度下行，汽车经销业务经营压力上升。受宏观经济增速放缓及汽车市场景气度下降的影响，全国汽车行业产销增速有所放缓，或将对公司销售及汽车服务业务长期的稳定经营产生不利影响。2018 年，公司整车销量增速为 0.05%，较上年下降 6.78 个百分点，当年末新车库存量较上年末增长 29.36%。
- 天然气业务盈利稳定性值得关注。国内天然气对外依赖度较高，且天然气价格与原油间存在较大的关联性而波动较大，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。
- 债务规模攀升，短期偿债压力较大。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 1,334.23 亿元，其中短期债务为 811.93 亿元，长短期债务比为 1.55 倍，公司债务规模维持高位的现状未得到改变，且短期债务占比较高，债务压力较大。
- 投资压力较大。公司主要投资集中于能源板块，由于单个项目投资规模较大，未来仍面临较大的资本性支出压力，2018 年末能源板块规

分析师

梅楚霖 chmei@ccxr.com.cn

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月25日

划总投资为 300.90 亿元，剩余投资 95.00 亿元（其中 2019 年及 2020 年将投入 9.97 亿元和 9.85 亿元）；此外，公司房地产业务在建及拟建项目仍有不少于 65.72 亿元的投资需求，未来投资压力仍较大。

- 母公司偿债压力较大。截至 2019 年 3 月末，母公司总债务为 217.79 亿元，其中短期债务为 118.90 亿元，长短期债务比为 1.20 倍，母公司面临的短期偿债压力较大。

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

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”）于 2018 年 7 月 30 日完成“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）”的发行，债券简称为“18 实业 02”，债券代码为“143714”，发行规模为 3.66 亿元，票面利率为 7.50%；2018 年 10 月 23 日，公司完成“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（第二期）”的发行，债券简称为“18 实业 05”，债券代码为“143874”，发行规模为 10 亿元，票面利率为 7.50%；2018 年 11 月 14 日，公司完成“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（第三期）”的发行，债券简称为“18 实业 08”，债券代码为“155022”，发行规模为 6.50 亿元，票面利率为 7.50%；2019 年 1 月 28 日，公司完成“新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”的发行，债券简称为“19 实业 01”，债券代码为“155172”，发行规模为 9.84 亿元，票面利率为 6.80%。本次公司债券发行期限均为 3 年期，其中“18 实业 02”、“18 实业 05”、“18 实业 08”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，“19 实业 01”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，募集资金扣除发行费用后，均用于偿还公司有息债务。截至 2019 年 3 月末，上述债券募集资金均已按照募集说明书中的资金用途使用完毕。

重大事项

2018 年 9 月 29 日，公司发布《关于与恒大集团有限公司签署战略合作协议的重大事项公告》称，公司及实际控制人孙广信于 2018 年 9 月 21 日与恒大集团有限公司（以下简称“恒大集团”）签署了《战略合作协议》和《投资协议》。按照协议书约定，恒大集团以购买公司现有股东股权并向公司增资的方式向公司进行投资，投资总金额为 144.90 亿元。其中，股权转让对价金额为 66.80 亿元（获得公司 23.865% 股权，增资摊薄后为 18.505%）；增资金额为 78.10 亿元（获得公司 22.459% 股权）。2018

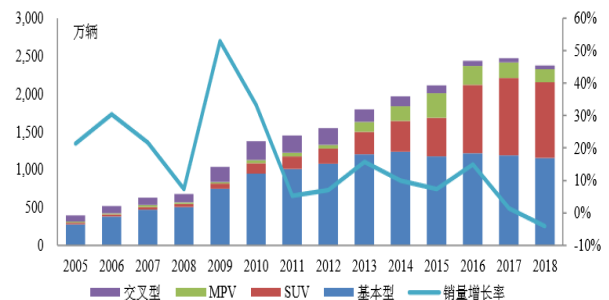
年 10 月 16 日，公司已完成上述协议所涉及的股权转让及增资事项的工商变更手续；截至 2018 年 11 月 6 日，恒大集团已完成全部增资款项的划转，本次交易程序已全部完成。公司注册资本由 40.10 亿元增至 51.71 亿元，孙广信和恒大集团分别持有公司 50.057% 和 40.964% 的股权，孙广信仍为公司控股股东和实际控制人，恒大集团系公司第二大股东。

行业分析

2018 年，受宏观经济增速回落及乘用车购置税优惠政策退出等多因素影响，中国汽车市场销量首次呈现负增长，但豪华车市场在消费升级以及进口关税调整的刺激下，整体表现仍较好

2018 年，受购置税优惠政策全面退出、宏观经济增速回落、中美贸易摩擦以及“国六政策”等因素的影响，我国汽车产业面临较大下行压力。根据中国汽车工业协会数据，2018 年国内汽车产销量分别为 2,780.92 万辆和 2,808.06 万辆，同比分别下滑 4.16% 和 2.76%，为 1990 年来首次出现负增长。

图 1：2005~2018 年我国乘用车销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

乘用车方面，2018 年全国乘用车产销量分别完成 2,352.94 万辆和 2,370.98 万辆，同比分别下降 5.15% 和 4.08%。分车型看，受小排量乘用车购置税政策退出影响，2018 年轿车产销量分别为 1,146.58 万辆和 1,152.78 万辆，同比分别下降 3.95% 和 2.70%；SUV 方面，随着市场趋向饱和及 A 级轿车中低端产品性价比持续提升，SUV 对轿车市场的分流和升级效果减弱，2018 年全年产销量分别为 995.86 万辆和 999.47 万辆，同比分别下滑 3.19% 和 2.52%，国内 SUV 市场由近几年的高速增长进入下

行阶段；此外受紧凑型 MPV（多功能乘用车）市场萎缩影响，2018 年全国 MPV 产销量继续下滑，分别为 168.49 万辆和 173.46 万辆，同比分别下降 17.87% 和 16.22%；2018 年交叉型乘用车产销量分别为 42.01 万辆和 45.26 万辆，同比分别下降 20.75% 和 17.26%，继续呈下滑趋势。从豪华车市场来看，由于豪华品牌汽车中小排量车型占比较小，其销售受购置税政策影响有限。近年来，在国内消费升级、豪华车市场渗透率提升的背景下，奔驰、宝马以及保时捷等豪华品牌陆续进行了产品系列的升级换代，豪华车市场进入强产品周期。上述因素使得豪华车市场表现仍较为优异。根据中国汽车工业协会数据，2018 年，我国豪华车市场累计销量 285 万辆，同比增长 8.5%。

政策方面，财政部及国家税务总局于 2018 年 5 月 22 日发布关于《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》（以下简称“公告”），公告指出，自 2018 年 7 月 1 日起，降低汽车整车及零部件进口关税，将汽车整车税率为 25% 的 135 个税号和税率为 20% 的 4 个税号的税率降至 15%，将汽车零部件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25% 的共 79 个税号的税率降至 6%。

整体来看，2018 年国内乘用车销量低迷，未来低增长或将成为常态。但豪华车市场景气度受消费升级、强产品周期因素的驱动及减税政策的刺激而进一步提升，未来有望保持较为良好的增长趋势。

全国机动车保有量进一步增加，中国乘用车售后服务市场或将实现快速增长

机动车保有量方面，根据中国公安部交通管理局数据统计，截至 2018 年我国机动车保有量达 3.3 亿辆，其中汽车保有量 2.4 亿辆，比上年增加 0.23 亿辆，同比增长 10.60%，其中小型载客汽车首次突破 2 亿辆。从车辆类型来看，小型载客汽车保有量较 2017 年增加 0.21 亿辆，同比增长 11.60%，是汽车保有量增长的主要组成部分；私家车（私人小型载客汽车）持续快速增长，2018 年保有量达 1.89 亿辆，近五年年均增长 1,952 万辆。伴随着机动车保有量持续上升及车辆老化，预计中国乘用车售后服务市场规模有望实现快速增长。

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

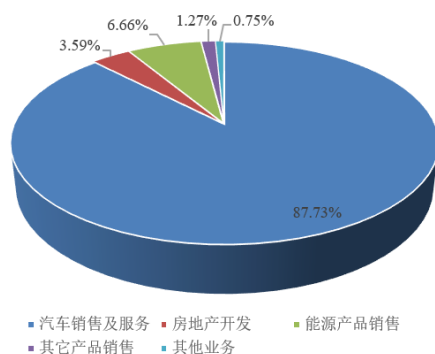
天然气行业是我国国民经济的基础产业，是国家经济发展战略中的重点产业。相比传统化石燃料和其他新能源，天然气具有经济、环保和能源安全等优势。根据国家发改委和国家能源局发布的《能源发展“十三五”规划》，2020 年我国天然气占全国一次性能源消费比例发展目标为 8.3%~10%，天然气消费总量达到 3,600 亿方，大力发展天然气产业、逐步把天然气培育成主体能源之一，成为我国能源发展的重要目标。2017 年以来，受益于原油价格回升、“煤改气”政策的加速推进以及主要用气行业需求改善等因素的推动，国内天然气需求增速显著提升。2018 年，我国天然气表观消费量 2,803 亿立方米，同比增长 18.1%。供应方面，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

业务运营

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。2018年，我国乘用车消费市场发展增速放缓，但能源行业整体处于高景气度运行，全年公司实现营业总收入1,889.42亿元，同比增长7.09%，其中汽车销售及服务、能源产品销售以及房地产开发业务收入占比分别为87.73%、6.66%和3.59%。2019年1~3月，购车市场环境的变化导致公司汽车经销业务规模下滑，当期营业总收入同比下降4.92%至432.09亿元。

图4：2018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

2018年公司汽车经销网点布局进一步扩张，且品牌结构向豪华车品牌提升，但在车市销售低迷的背景下，公司整车销量及收入增速快速下降，未来经营压力或继续上升

公司汽车销售及服务业务的运营主体为广汇汽车股份有限公司（以下简称“广汇汽车”），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业务的协同发展和业务规模的快速扩张。根据中国汽车流通协会2019年6月发布的《2019中国汽车流通行业经销商集团百强排行榜》，广汇汽车位居榜首。但2018年，乘用车市场日趋饱和，车市销售增量放缓，加之同业竞争激烈，公司汽车销售及服务业务实现营业收入1,661.73亿元，同比增长3.40%，增幅较上年下降15.27个百分点。其中，整车销售为公司该板块最重要的收入来源，2018年实现收入1,426.71亿元，收入比重由上年度的87.47%下降至85.86%，维修服务、佣金代理等汽车服务业务比重上升至14.14%。2019年一季度，

公司汽车销售及服务业务实现营业收入373.01亿元，其中整车销售比重进一步下降至85.14%。

表1：2017~2019.Q1公司汽车销售及服务业务收入情况

		单位：亿元、%		
项目		2017	2018	2019.Q1
整车销售	收入	1,405.75	1,426.71	317.57
	毛利率	3.85	3.86	4.44
维修服务	收入	132.06	152.33	35.79
	毛利率	37.47	35.73	33.14
佣金代理	收入	45.84	54.26	12.95
	毛利率	79.53	77.33	77.28
汽车租赁	收入	19.44	23.29	5.68
	毛利率	72.65	73.03	70.88
其他	收入	4.02	5.14	1.02
	毛利率			
合计	收入	1,607.12	1,661.73	373.01
	毛利率	9.72	10.31	10.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司定位于豪华汽车品牌及中高端汽车品牌销售，截至2019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，在全国范围内拥有776家4S经销商。同时，为顺应国内经济发展水平和汽车消费升级的需求，公司已布局超豪华、豪华品牌4S店223家，占比从2017年末的24.37%提升28.74%，目前已位居包括宝马、奥迪、沃尔沃、捷豹路虎、玛莎拉蒂等豪华及超豪华品牌的第一销售阵营。

表2：2017~2019.Q1公司4S店保有量情况

	单位：家		
	2017	2018	2019.Q1
超豪华及豪华品牌	195	221	223
中高端品牌	512	523	525
其他品牌	30	33	28
合计	737	777	776

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整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。2018年，公司实现整车销量88.17万辆，同比增长0.05%，增速较上年下降6.78个百分点；当年实现整车销售收入1,426.71亿元，同比增长1.49%，增速较上年下降15.63个百分点，年末新车库存量为11.05万辆，较

上年末增长 29.36%，库存压力上升。2019 年 1~3 月，公司实现整车销量 20.30 万辆，当期实现整车销售收入 317.57 亿元，同比下降 7.30%。从长远来看，受国内乘用车市场饱和的影响，2018 年车市销售低迷，未来低增长或将成为常态，随着国内汽车经销商之间的竞争日趋激烈，公司面临的去库存压力上升，整车销售业务经营压力凸显。

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公司汽车经销业务仅次于整车销售的第二大收入来源。2018 年，公司实现维修进场台次 803.08 万台，同比增长 11.84%；维修收入实现收入 152.33 亿元，同比增长 15.36%；毛利率为 35.73%，同比下降 1.74 个百分点。2019 年一季度，公司实现维修进场台次 193.00 万台，实现维修收入 35.79 亿元，当期毛利率为 33.14%。

此外，公司继续注重衍生业务的发展，在调研市场需求基础上，结合规模优势，不断创新拓展衍生业务，加速拓展汽车保险、延保、二手车交易、融资租赁等汽车衍生业务，增强盈利能力。2018 年，公司乘用车完成融资租赁台次 23.03 万辆，同比增长 9.33%，截至 2018 年末，公司生息资产规模 174.60 亿元，同比增长 8.07%；同期公司完成二手车代理交易量为 30.27 万辆，同比增长 48.88%，二手车置换率为 18.59%，同比提升 5.99 个百分点。

整体来看，公司系国内领先的汽车经销集团之一，2018 年公司继续拓展经销网络的布局，并提升超豪华、豪华车辆的综合服务能力，全年收入实现小幅增长。但汽车销售市场的整体低迷或将成为常态，公司面临的库存压力增加，未来经营压力或持续上升。

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，加之煤炭和煤化工产品价格上涨，公司能源业务规模继续保持快速扩张

公司能源开发运营板块的经营主体主要为广汇能源股份有限公司（以下简称“广汇能源”），主营业务包括 LNG 产品、煤炭及甲醇、煤基油品等煤炭深加工产品。2018 年，能源行业整体景气度较高，

公司 LNG、煤炭和煤化工产品销量均保持增长，同时价格亦出现不同程度的上涨，全年能源板块实现收入 125.82 亿元，同比增长 59.45%。2019 年 1~3 月，公司能源板块实现收入 32.59 亿元。

液化天然气

2018 年，公司三家 LNG 工厂保持 15 亿方的产能不变，其中哈密和吉木乃两家工厂共实现 LNG 产量 11.89 亿方，同比增长 9.79%，产能利用率¹为 118.90%。销售方面，2018 年，启东港一期工程稳健运行，公司外购 LNG 的销售能力大幅提升，当年启东港安全靠泊 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 51.05%，并推动 LNG 整体销量同比增长 27.03% 至 23.45 亿方。2019 年一季度，公司 LNG 产销量分别为 2.86 亿方和 6.00 亿方，其中自产气和外购气销量分别为 2.84 亿方和 3.16 亿方。公司启东港二期工程 16 万方储罐已于 2018 年 11 月进入试运行阶段，预计将于 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；三期工程 16 万方储罐项目已完成总工程量的 71%。此外，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²签署《LNG 购销协议》，道达尔气电亚洲私人有限公司将以长期合同和现货销售的方式向中国供应液化天然气，未来公司 LNG 销售规模有望进一步扩大。

表 3：2017-2019.Q1 公司 LNG 产销量明细表

项目	2017	2018	2019.Q1
产量（亿方）	10.83	11.89	2.86
销量（亿方）	18.46	23.45	6.00
其中：自产（亿方）	10.83	11.91	2.84
外购（亿方）	7.64	11.54	3.16
平均售价（元/方）	2.20	2.76	2.88

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

售价方面，2017 年以来，受下游需求回暖以及

¹ 鄯善 LNG 工厂出于成本因素考虑维持停产状态，计算产能利用率时未将其产能纳入其中。

² 系全球第四大天然气生产商和全球第二大液化天然生产商。

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 25.45%，2019 年一季度进一步上升至 2.88 元/方。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。

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、中南和东北地区的销售规模有限，2018 年合计销量占比仅为 4.78%。

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，销售收入进一步增加。

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，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，煤炭储量充沛。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。2018 年公司外销煤炭产量为 540.23 万吨，同比增长 42.72%。2019 年 1~3 月，公司外销煤炭产量为 126.68 万吨。

表 4：2017~2019.Q1 公司煤炭产销量明细表

单位：万吨、元/吨

项目	2017	2018	2019.Q1
产量	378.52	540.23	126.68
销量	634.34	842.13	210.57
其中：原煤	531.72	616.12	129.09
提质煤	102.62	226.01	81.52
吨煤销售价格	234.03	314.22	371.62

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

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、钢铁和兰炭厂等大型用煤企业以及煤炭深加工产业客户为主。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，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%。2019 年一季度，公司原煤和提质煤销量分别为 129.09 万吨和 81.52 万吨。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 年和 2019 年一季度公司吨煤销售价格分别为 314.22 元/吨和 371.62 元/吨。

煤化工业务方面，2018 年，新疆广汇新能源有限公司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，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 系列已投产转固；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%；2019 年一季度，公司甲醇、煤基油品和煤化工副产品产量分别为 28.28 万吨、9.30 万吨和 10.19 万吨，其中甲醇和副产品产量分别同比增长 3.21% 和 5.49%。

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%。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。2019年一季度，公司甲醇、煤基油品和煤化工副产品销量分别为26.98万吨、7.81万吨和10.17万吨，其中甲醇和副产品分别同比增长4.05%和3.14%。

表 5：2017~2019.Q1 公司煤化工产销量情况

单位：万吨/年、万吨

		2017	2018	2019.Q1
甲醇	产量	100.67	109.04	28.28
	销量	102.47	108.76	26.98
煤基油品	产量	-	17.14	9.30
	销量	-	21.06	7.81
煤化工副产品	产量	32.76	38.84	10.19
	销量	33.71	38.98	10.17

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，煤炭综合开发是公司能源战略规划中重要的板块，2018年受益于煤炭市场较高的景气度，煤炭销售量价齐增，同时煤化工产品销售价格回升，公司营业收入保持增长。但煤炭开采及煤化工生产均属于高危行业，对企业安全管理要求较高，中诚信证评对公司开采和生产环节面临的潜在安全生产风险予以长期关注。此外，国际油价的波动对公司化工业务的影响较大，需保持长期关注。

2018年公司房地产业务收入规模继续增长，但当年新开工面积减少，且项目开发地理分散度较低，需持续关注其投资资金需求及后续去化情况

2018年及2019年一季度，公司分别实现房地产销售收入67.76亿元和21.01亿元，同比增幅分别为27.97%和-1.18%。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。

广汇房产拥有房地产开发一级资质，截至2019年3月末，累计开发总面积为2,317.32万平方米。其中，2018年在建面积为687.33万平方米，新开工面积为200.93万平方米，实现商品房合同销售金额138.14亿元，完成合同销售面积158.58万平方米；2019年1~3月，广汇房产在建面积350.72万平方米，新开工面积为12.51万平方米，实现商品房合同销售金额11.93亿元，完成合同销售面积20.10万平方米。

表 6：2017~2019.Q1 广汇房产主要经营指标情况

单位：万平方米、亿元

	2017	2018	2019.Q1
在建面积	626.74	687.33	350.72
新开工面积	290.48	200.93	12.51
商品房合同销售金额	88.57	138.14	11.93
完成合同销售面积	121.24	158.58	20.10

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，地理分散度依然较低。2018年，新疆、广西和四川的房产销售收入占比分别为36.20%、20.01%和43.79%；2019年一季度分别为56.41%、34.20%和9.39%。

表 7：2017~2019.Q1 广汇房产销售金额区域分布情况

单位：%

	2017	2018	2019.Q1
新疆	79.14	36.20	56.41
广西	20.86	20.01	34.20
四川	0.00	43.79	9.39
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至2019年3月末，广汇房产在售项目共7个，均为商住两用类型项目，目前待售面积合计34.04万平方米，预计可实现销售收入26.15亿元。

表 8：截至 2019 年 3 月末广汇房产主要在售项目

单位：万平方米、元/平方米或元/间

项目	待售面积	销售均价	预计销售收入
公园柒號	2.66	住宅：8,476	住宅：4,044
香缇雅境二期	2.57	车位：80,000	车位：7,352
宝山壹號	0.56	公寓：8,000	公寓：4,044
伊水湾（二期）	0.43	车位：85,000	车位：1,292
伊水湾（四期）	1.18	住宅：6,200	住宅：3,183
翠竹园	10.82	住宅：12,860 公寓 12,000	住宅：34,717 公寓：15,897
陶菊园	15.82	住宅：10,000 公寓：9,000	住宅：76,728 公寓：29,438

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末，广汇房产在建项目共 12 个，总投资额约 121.57 亿元，后续投资需求约 65.72 亿元，合计建筑面积 263.01 万平方米，预计总收入为 163.86 亿元。整体来看，公司在建项目短期内仍保持较大的资金需求。

表 9：截至 2019 年 3 月末广汇房产主要在建项目

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
陶菊园	14.92	8.10	24.32	19.80
翠竹园	20.35	14.77	29.72	27.11
香缇雅境二期	12.77	4.92	32.66	15.74
伊水湾二期	5.76	0.72	14.83	6.19
伊水湾四期	1.98	1.25	4.25	2.60
公园柒號	10.56	1.44	23.74	13.10
汇悦城	11.48	9.15	25.99	14.24
广汇名都	6.00	2.84	9.22	8.00
东湖城 A2 区 19#-20#楼	1.27	0.13	3.28	1.59
圣湖城 16#-36#	12.22	6.08	35.94	16.81
钰荷园	22.79	15.25	54.74	35.29
东湖城 A2 区 6#、13#	1.47	1.07	4.32	2.39

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，截至 2019 年 3 月末广汇房产土地储备为 670.40 万平方米，多位于乌鲁木齐市，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、莱茵庄园三期、公园尚景小区、米十一项目和圣湖城五期（N8 一期）。

表 10：截至 2019 年 3 月末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	商住	沙依巴克区西山路	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
公园尚景小区	商住	水磨沟区东八家户路佳音医院以东	3 年	正在办理相关手续
米十一项目	商住	米东区振兴南路	3 年	正在办理相关手续
圣湖城五期（N8 一期）	商住	贵港市港北区桂林路与和平路交汇处西南角	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

整体来看，2018 年公司房地产业务收入规模持续增长，但当年新开工面积减少，且项目开发地较为集中，在建项目未来仍面临较大的投资资金需求，需持续关注其投资压力及后续去化情况。

公司根据政策和市场环境变化调整在建项目建设和投资需求，主要投资集中于能源板块，由于单个项目投资规模较大，公司未来仍面临较大的资本性支出压力

由于能源业务处于扩张期，公司投资需求集中于能源板块。公司根据政策和市场环境调整在建项目建设和投资需求，2018 年部分项目已达到试运行阶段，整体投资压力得到一定缓解。截至 2018 年末，公司能源板块规划的投资总额为 300.90 亿元，累计投资为 205.90 亿元，2019 年及 2020 年仍将继续投入 9.97 亿元和 9.85 亿元。整体来看，公司能源开发业务单个项目投资规模较大，未来在建项目仍面临较大的资本性支出压力。

表 11: 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	建设期限	已投资金额	尚需投资金额	
				2019 年	2020 年
哈萨克斯坦斋桑油气项目	84.20	持续性投资	39.63	-	-
哈密煤炭分级提质清洁利用项目	78.08	5 年	59.39	3.90	-
红淖三铁路建设项目	108.68	5 年	84.53	2.00	4.00
江苏南通港吕四港区 LNG 分销转运站项目	24.97	7 年	18.81	4.00	5.00
硫化工项目	4.98	2 年	3.54	0.07	0.85
合计	300.90	-	205.90	9.97	9.85

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

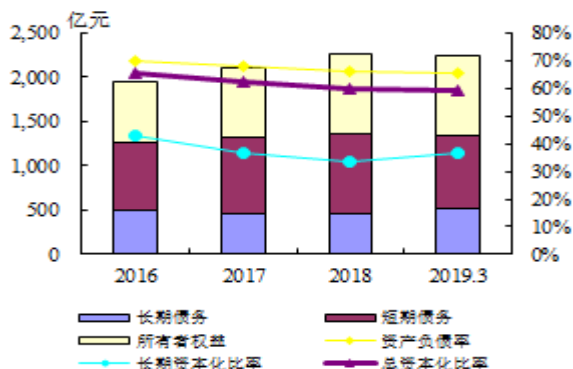
财务分析

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 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

资本结构

随着公司各板块业务的快速发展, 2018 年末公司总资产同比增长 7.35% 至 2,637.47 亿元; 同期, 业务规模的扩张导致公司面临的融资需求上升, 年末负债总额同比上升 4.19% 至 1,736.08 亿元。所有者权益方面, 得益于恒大集团 78.10 亿元增资资金的到位以及公司经营成果的积累, 2018 年公司所有者权益同比增长 14.02% 至 901.39 亿元, 期末资产负债率同比下降 2.00 个百分点至 65.82%。2019 年 3 月末, 公司总资产、总负债和所有者权益分别为 2,644.73 亿元、1,731.48 亿元和 913.25 亿元, 期末资产负债率为 65.47%。整体来看, 恒大集团的增资入股有助于公司财务杠杆水平的下降, 但目前公司负债规模仍较大, 负债水平仍较高。

图 5: 2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

公司流动资产与非流动资产规模相当, 2018 年末流动资产合计 1,307.42 亿元, 占总资产的比重为 49.57%, 主要由货币资金 (361.26 亿元)、应收账款 (48.43 亿元)、预付款项 (222.52 亿元)、其他应收款 (155.71 亿元)、存货 (370.62 亿元)、一年内到期的非流动资产 (111.21 亿元) 和其他流动资产 (32.25 亿元) 构成。公司货币资金主要系银行存款和其他货币资金, 2018 年末受限规模为 164.70 亿元, 占货币资金的比例为 45.59%, 主要系承兑汇票保、融资业务等保证金, 货币资金的流动性受限。预付账款主要系广汇汽车未结算的供应商返利和预付整体及零部件款项, 2018 年末账龄在一年以内的款项占比为 93.55%, 受预付款项增加, 年末余额同比增长 20.46%, 预付资金占款压力上升。其他应收款包括经营性应收款 (133.61 亿元, 包括各类保证金、预付土地款及对拟收购公司的代垫款等) 及非经营性应收款 (21.19 亿元, 主要为应收被收购单位原股东及关联单位款项), 2018 年末余额同比上升 22.51%, 公司按组合计提 (157.46 亿元, 其中按账龄组合计提坏账准备的其他应收款为 124.34 亿元, 占其他应收款总额的 77.86%) 和单项金额虽不重大但单项计提 (2.23 亿元) 的种类对其他应收款进行分类, 其中账龄组合项下账龄在 1 至 3 年及 3 年以上的款项分别占 17.60% 和 28.94%, 其他应收款整体的资金占用周期较长, 截至 2018 年末公司按组合计提和单项金额计提的坏账准备余额分别为 2.24 亿元和 1.90 亿元, 计提比例分别为 1.73% 和 100.00%。存货主要系与旗下房地产业务相关开发成本 (102.43 亿元)、开发产品 (52.20 亿元) 以及库存商品 (170.33 亿元) 等, 2018 年末

存货余额同比增长 19.49%，同期末计提的跌价准备为 0.99 亿元，公司库存商品以汽车库存为主，车市经营环境的下行导致公司汽车经销业务面临的库存压力上升，鉴于汽车产品更新换代周期较短，且根据 2016 年 12 月环保部发布的国家污染物排放标准《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（以下简称“国六”）及后续文件，国内多数城市将在 2019 年 7 月 1 日起实施国六标准，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，公司存货面临的跌价风险仍值得关注。其他流动资产主要为待抵扣及预交税金。一年内到期的非流动资产主要为汽车经销业务发生的应收融资租赁款，其他流动负债主要为待抵扣及预缴税金。

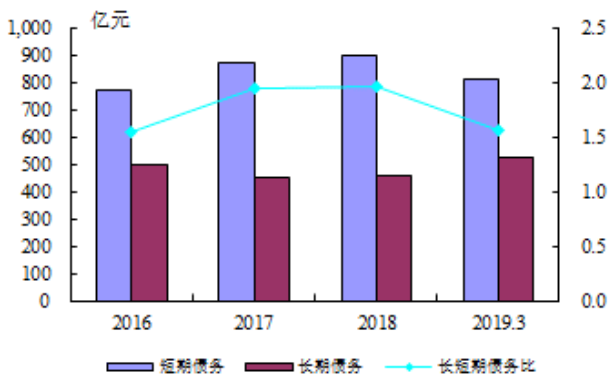
2018 年末公司非流动资产合计 1,330.05 亿元，主要包括可供出售金融资产（40.31 亿元）、长期应收款（81.99 亿元）、投资性房地产（168.14 亿元）、固定资产（348.25 亿元）、在建工程（189.34 亿元）、油气资产（55.02 亿元）、无形资产（131.17 亿元）、商誉（190.62 亿元）和其他非流动资产（87.94 亿元）。2018 年，公司可供出售权益工具的增加导致年末可供出售金融资产同比增长 341.57% 至 40.31 亿元；长期应收款主要为专项资产管理计划的基础资产和银行借款的质押物；投资性房地产主要系广汇房产、广汇物流及其他下属子公司持有、按公允价值计量并用于出租的写字楼和商铺，包括中天大厦、时代广场及美居物流园等；固定资产主要系房屋建筑物、机械设备及运输设备等；在建工程包括红淖三铁路建设项目、哈密煤炭分级提质综合利用项目、富蕴煤炭综合开发项目等，2018 年，受煤炭分级提质项目炭化 I、II 系列等项目转固的影响，当期固定资产同比增长 13.64%，在建工程同比减少 9.62%；无形资产主要系土地使用权、特许经营权、采矿权及探矿权；商誉主要是广汇汽车并购子公司的汽车品牌经销权和相关溢价而形成，随着广汇汽车收购 4S 店的增加，商誉呈增长趋势，2018 年公司计提商誉减值准备 1.93 亿元，包括西北区域（0.98 亿元）和北方区域（0.95 亿元），以汽车销售服务经营分部减值为主，未来若标的企业实际运营状态

弱于交易评估预期，公司仍将继续面临商誉减值风险；其他非流动资产主要为艺术品（26.46 亿元）和预付股权款（42.87 亿元）。

负债结构方面，2018 年末公司负债总额为 1,736.08 亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为 69.77% 和 30.23%，流动负债占比仍较高。2018 年末，公司流动负债总额为 1,211.26 亿元，主要由短期借款（319.65 亿元）、应付票据（299.68 亿元）、应付账款（95.09 亿元）、预收款项（84.22 亿元）、其他应付款（96.46 亿元）、一年内到期的非流动负债（218.31 亿元）和其他流动负债（66.80 亿元）构成。其中，应付票据主要系公司开具的银行承兑汇票，2018 年末余额同比增长 11.02%；预收款项主要为预收的购车款和房款；其他应付款主要系广汇汽车收购 4S 店股权时产生的款项，应付对象以非关联企业为主；一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款；其他流动负债以短期融资债券为主。2018 年末，公司非流动负债合计 524.82 亿元，长期借款（303.05 亿元）、应付债券（124.90 亿元）、长期应付款（28.68 亿元）、递延所得税负债（58.64 亿元）是其主要组成部分，其中长期应付款主要为应付融资租赁款和国开基金借款。

2018 年末公司总债务为 1,354.15 亿元，期末总资本化比率为 60.04%。债务期限结构方面，2018 年末公司短期债务和长期债务分别为 895.14 亿元和 459.01 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.95 倍，较 2017 年增加 0.02 倍。2019 年 3 月末，公司总债务小幅下降至 1,334.23 亿元，总资本化比率为 59.37%，其中应付票据规模下降导致短期债务减少至 811.93 亿元，同时长期借款增加，期末总债务为 1,334.23 亿元，长短期债务比下降至 1.55 倍，公司以短期债务为主的融资结构未发生根本改变，短期偿债压力仍较大。

图6：2016~2019.Q1公司债务结构分析



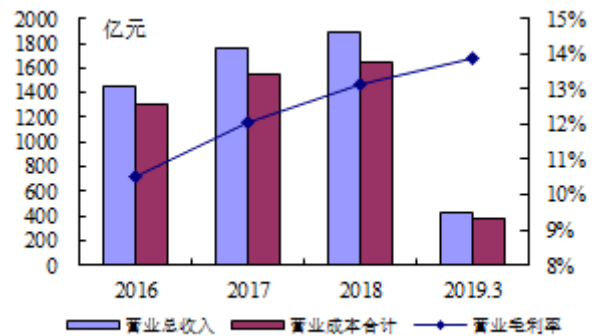
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从母公司层面来看，2018年末母公司总资产为517.17亿元，同比增长10.34%，主要由货币资金（33.45亿元）、其他应收款（110.57亿元）和长期股权投资（321.86亿元）构成，其中其他应收款主要系单位间的往来款，长期股权投资主要为对广汇汽车、广汇能源、广汇物流和广汇房产等子公司的投资。2018年末母公司银行短期借款增加，同时债券发行带动应付债券规模增长，但受长期借款到期偿还的影响，2018年母公司一年内到期的非流动负债和长期借款规模继续下降，期末母公司负债总额同比下降11.79%至249.58亿元。净资产方面，恒大集团的增资入股推动母公司所有者权益同比增长44.04%至267.60亿元。2019年3月末，母公司总资产、负债总额和所有者权益分别为529.46亿元、265.89亿元和263.57亿元。财务杠杆比率方面2018年及2019年3月末，母公司资产负债率分别为48.26%和50.22%；总资本化比率分别为43.26%和45.25%，自有资本实力的提升带动母公司财务杠杆比率下降。

总体来看，随着业务规模稳步增长，2018年公司资产与负债规模继续扩张，同时恒大集团的增资入股使其自有资本实力得到提升，年末财务杠杆水平相应下降。但目前公司负债规模仍较大，负债水平较高，且公司短期债务占比较高，短期偿债压力较大。

盈利能力

图7：2016~2019.Q1公司营业总收入及毛利率分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2018年，公司汽车销售及服务业务规模继续扩张，加之能源行业景气度良好，收入快速增长，全年实现营业总收入1,889.42亿元，同比增长7.09%。2019年1~3月，虽然能源业务继续增长态势，但汽车经销业务收入下滑，当期营业总收入同比下降4.92%至432.06亿元。毛利率方面，公司近年来注重汽车经销业务从重销售向重服务的转变，通过发展毛利率较高的乘用车售后及衍生业务，汽车板块毛利率水平持续上升，并带动综合毛利率水平的提升。近两年及一期，公司营业毛利率为12.05%、13.11%和13.90%。

2018年在车市下行的背景下，公司加大了促销力度，广告宣传费和销售人员奖金等支出增加，公司销售费用同比增长17.21%，加之管理人员薪酬增加，公司管理费用同比增长10.42%，加之债务规模增长导致的财务费用增加，当年公司期间费用支出合计157.60亿元，同比增长11.20%，当年期间费用/营业总收入同比增加0.31个百分点至8.34%。2019年一季度，公司期间费用合计432.09亿元，与当期营业总收入的比率为8.81%，大幅侵蚀其经营所得，费用控制能力有待提升。

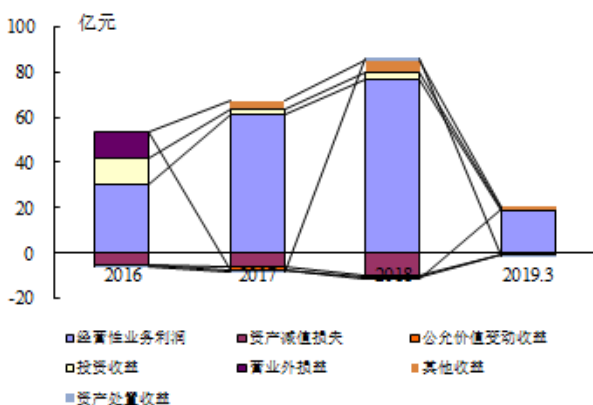
表 12: 2016~2019.Q1 公司期间费用分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	39.61	51.56	60.43	13.88
管理费用	30.63	34.75	38.44	9.95
研发费用	-	0.15	0.12	0.00
财务费用	43.96	55.26	58.62	14.24
期间费用合计	114.20	141.73	157.60	38.06
营业总收入	1,456.17	1,764.40	1,889.42	432.09
期间费用/ 营业总收入 (%)	7.84	8.03	8.34	8.81

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 收入的增长及毛利率的提升带动公司经营业务利润同比增长 25.74% 至 76.80 亿元, 系利润总额的主要构成。同时, 当年公司取得与经营相关的政府补助 4.87 亿元, 并取得投资收益 3.32 亿元, 主要为处置可供金融资产产生的投资收益 (1.41 亿元) 和理财产品收益 (1.54 亿元) 等, 能够对当期盈利形成一定补充。但公司当年发生资产减值损失 10.23 亿元, 同比增长 64.13%, 主要系公司根据市场行情, 对汽车、能源产品计提的坏账准备、存货跌价准备、长期股权投资减值准备和商誉减值准备等, 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。2018 年公司利润总额为 75.09 亿元, 同比增长 26.83%, 当年最终实现净利润 50.43 亿元, 所有者权益收益率为 5.60%。2019 年一季度, 公司实现利润总额 19.31 亿元, 其中经营业务利润为 18.74 亿元, 当期实现净利润 13.75 亿元, 年化净资产收益率为 6.02%。

图 8: 2016~2019.Q1 公司利润总额分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

从母公司层面来看, 作为投资控股型企业, 母

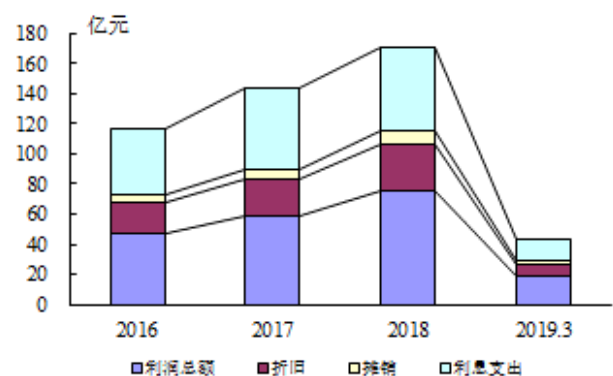
公司以获取对子公司的投资收益为主, 营业收入主要为收取的资金使用费和分红款, 规模有限。2018 年以及 2019 年 1~3 月, 母公司分别实现营业收入 0.37 亿元和 0.21 亿元; 同期投资收益分别为 13.06 亿元和 0.001 亿元, 其中 2018 年投资收益主要为成本法核算的长期股权投资收益 (8.47 亿元) 和处置长期股权投资产生的投资收益 (5.67 亿元)。但受融资规模较大的影响, 母公司财务费用支出较多, 近一年及一期分别为 17.69 亿元和 4.14 亿元, 同期净利润分别为 -4.55 亿元和 -4.03 亿元。

总体来看, 2018 年公司业务规模继续扩张, 毛利率水平上升, 全年盈利情况有所改善, 但当前汽车经销市场景气度低迷, 或对公司未来的业绩增长产生不利影响, 中诚信证评将予以持续关注。

偿债能力

2018 年, 公司 EBITDA 同比增长 18.49% 至 170.11 亿元, 盈利能力的上升带动公司获现能力改善, 当期总债务/EBITDA 从上年的 9.21 倍下降至 7.96 倍, EBITDA 利息倍数从上年的 2.41 倍增至 2.81 倍, EBITDA 对债务本息的保障能力有所上升。2019 年一季度, 公司 EBITDA 为 43.96 亿元, 当期年化总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 7.50 倍和 2.58 倍。

图 9: 2016~2019.Q1 公司 EBITDA 分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

经营性现金流方面, 公司汽车经销业务收现情况良好, 2018 年经营活动净现金流为 78.11 亿元, 同期经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.06 倍和 1.29 倍。受汽车业务年内备货采购的整车增加等因素的影响, 2019 年一季度公司经营活动净现金流为 -110.68 亿元 (上年同期为

-92.47 亿元),经营性现金流无法对债务本息形成保障。

表 13: 2016-2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
EBITDA (亿元)	116.33	143.57	170.11	43.96
经营活动净现金流 (亿元)	48.54	84.46	78.11	-110.68
短期债务 (亿元)	771.36	871.80	895.14	811.93
长期债务 (亿元)	499.88	450.90	459.01	522.29
总债务 (亿元)	1,271.24	1,322.70	1,354.15	1,334.23
经营净现金流/总债务 (X)	0.04	0.06	0.06	-0.33
经营净现金流/利息支出 (X)	0.94	1.42	1.29	-6.49
总债务/EBITDA (X)	10.93	9.21	7.96	7.59
EBITDA 利息倍数 (X)	2.25	2.41	2.81	2.58

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

或有负债方面,截至 2019 年 3 月末,公司对子公司担保余额为 223.40 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,购车人以其所购车辆作为抵押的同时,由广汇汽车为其提供担保,2018 年末的担保余额为 0.62 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 2018 年末,公司及控股子公司诉讼仲裁案件涉及金额共计 8.06 亿元,其中公司及子公司作为原告的诉讼仲裁案件涉及金额为 4.72 亿元,诉讼事由主要是买卖及租赁合同纠纷、财产赔偿纠纷以及交通事故纠纷等,涉及标的金额较小。

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 2019 年 3 月末,公司获得国内多家银行的授信总额为 1,086.71 亿元,未使用授信额度 383.88 亿元;获得证券类金融机构授信额度 137.52 亿元,未使用额度 44.85 亿元;债券类注册额度 342.65 亿元,未使用额度 84.84 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能够在资本市场获取直接融资。

受限资产方面,截至 2018 年末,公司受限资产规模合计 368.85 亿元,占总资产的比例为

13.99%,其中包括货币资金 164.70 亿元、长期应收融资租赁款 72.88 亿元、固定资产 36.93 亿元、在建工程 19.17 亿元、投资性房地产 52.23 亿元、存货 18.05 亿元和无形资产 4.89 亿元,主要系抵押质押给银行用于借款的资产,受限资产规模较大。

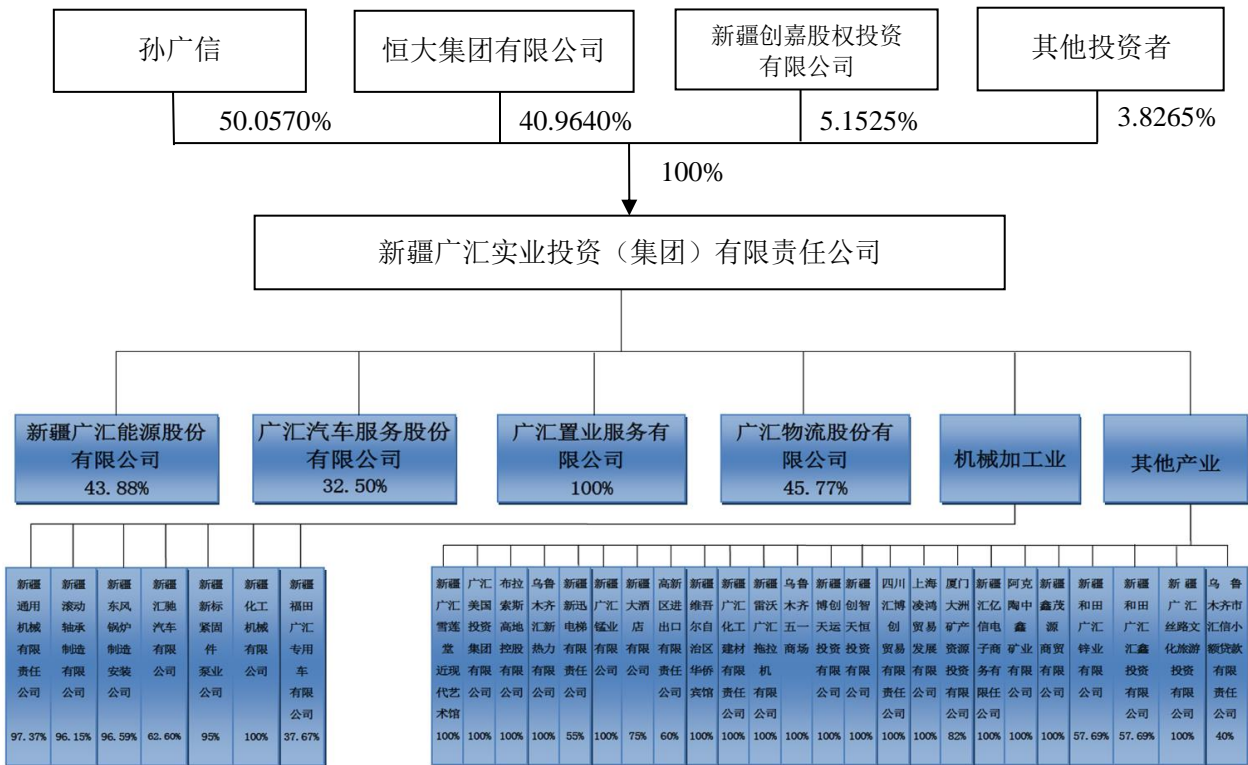
从母公司层面来看,2018 年及 2019 年一季度母公司经营活动净现金流分别为-0.03 亿元和-6.07 亿元;同期投资活动净现金分别为-9.21 亿元和-0.01 亿元,呈持续的净流出状态。

整体而言,2018 年公司业务规模继续增长,盈利表现良好,同时恒大集团的增资入股增强了公司的自有资本实力,财务杠杆水平有所下降。但公司刚性债务规模持续增长,短期偿债压力较大,且作为公司主要业务之一,2019 年汽车市场经营环境不佳,或对公司汽车销售及服务业务的开展带来一定的挑战。

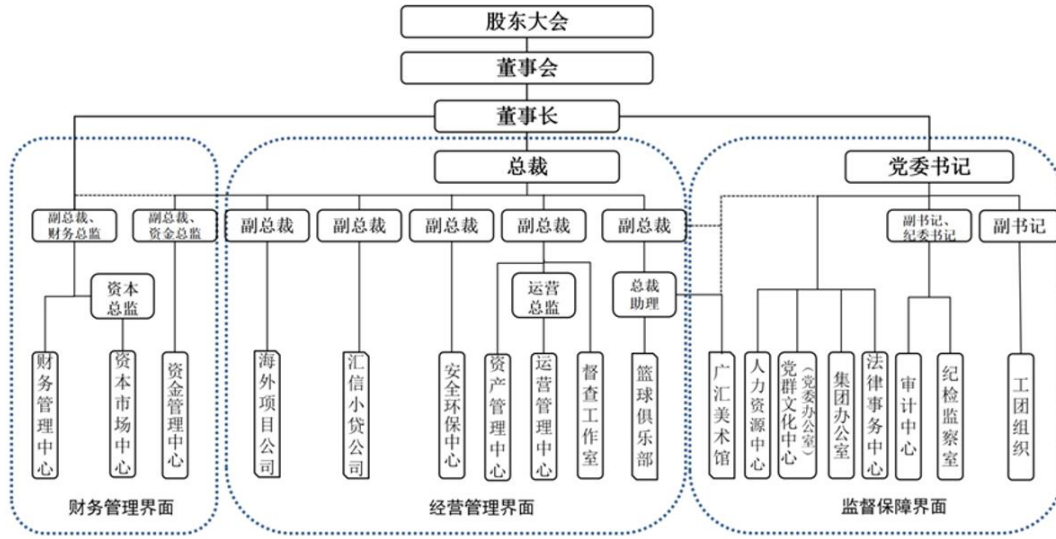
结 论

综上,中诚信证评维持广汇集团主体信用等级为 **AA⁺**,评级展望稳定;维持“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⁺**;维持“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(第二期)”信用等级为 **AA⁺**;维持“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(第三期)”信用等级为 **AA⁺**;维持“新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司公开发行 2019 年公司债券(第一期)”信用等级为 **AA⁺**。

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 2019 年 3 月 31 日）



附二：新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司组织架构图（截至 2019 年 3 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财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	3,747,507.40	4,406,022.13	3,612,576.68	3,148,706.37
应收账款净额	483,074.03	458,636.65	484,331.86	468,466.42
存货净额	2,696,345.53	3,101,776.18	3,706,230.98	3,821,492.78
流动资产	10,393,624.49	12,324,862.24	13,074,216.62	13,052,313.96
长期投资	288,761.34	365,913.28	623,361.36	608,421.05
固定资产	6,847,573.94	7,168,111.31	7,608,948.79	7,610,669.23
总资产	22,208,370.37	24,568,073.33	26,374,696.06	26,447,302.52
短期债务	7,713,575.42	8,718,048.35	8,951,420.87	8,119,329.51
长期债务	4,998,835.19	4,508,995.76	4,590,083.92	5,222,940.04
总债务（短期债务+长期债务）	12,712,410.61	13,227,044.12	13,541,504.78	13,342,269.55
总负债	15,540,523.16	16,662,254.33	17,360,799.73	17,314,777.03
所有者权益（含少数股东权益）	6,667,847.21	7,905,819.00	9,013,896.33	9,132,525.48
营业总收入	14,561,731.09	17,644,044.89	18,894,201.92	4,320,871.24
三费前利润	1,446,707.27	2,028,066.57	2,344,045.31	568,028.10
投资收益	114,413.66	25,763.89	33,210.49	4,080.12
净利润	398,815.85	394,282.00	504,349.41	137,509.45
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,163,328.69	1,435,664.45	1,701,099.04	439,562.79
经营活动产生现金净流量	485,433.60	844,553.48	781,066.63	-1,106,818.21
投资活动产生现金净流量	-1,910,650.80	-910,208.25	-1,436,268.73	440,673.53
筹资活动产生现金净流量	2,940,682.19	598,766.58	-382,128.12	870,138.06
现金及现金等价物净增加额	1,526,388.62	529,650.08	-1,033,009.13	203,433.20
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	10.50	12.05	13.11	13.90
所有者权益收益率（%）	5.98	4.99	5.60	6.02*
EBITDA/营业总收入（%）	7.99	8.14	9.00	10.17
速动比率（X）	0.77	0.80	0.77	0.81
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.06	0.06	-0.33*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.06	0.10	0.09	-0.55*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.94	1.42	1.29	-6.49
EBITDA 利息倍数（X）	2.25	2.41	2.81	2.58
总债务/EBITDA（X）	10.93	9.21	7.96	7.59*
资产负债率（%）	69.98	67.82	65.82	65.47
总资本化比率（%）	65.59	62.59	60.04	59.37
长期资本化比率（%）	42.85	36.32	33.74	36.38

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、2019年一季度财务指标中带“*”的为年化指标；3、2016~2018年及2019年3月末，公司其他流动负债中的短期应付债券余额分别为1,272,296.17万元、659,467.82万元、574,707.57万元和521,532.13万元，中诚信证评将其纳入短期债务指标中计算；2016~2018年末，公司长期应付款中的应付融资租赁款、融资租赁业务押金、非金融机构长期借款和国开基金合计余额分别为145,159.60万元、261,038.11万元和253,374.77万元，其他非流动负债中的资产证券化继续涉入负债余额分别为34,690.88万元、32,529.23万元和57,211.94万元，中诚信证评将其纳入长期债务指标中计算；2019年3月末，公司未提供长期应付款和其他非流动负债中的长期债务明细，中诚信证评以2018年末数据替代。

附四：新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司主要财务数据及财务指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	632,470.77	208,148.36	334,492.43	394,119.00
应收账款净额	2,082.94	2,082.94	2,082.94	2,089.75
存货净额	98.84	98.84	105.86	105.59
流动资产	1,685,191.82	1,301,903.47	1,447,635.90	1,640,559.45
长期投资	2,899,852.37	3,086,788.29	3,374,901.06	3,355,693.72
固定资产	32,599.58	28,127.37	28,899.01	28,610.34
总资产	5,246,845.84	4,687,185.37	5,171,711.99	5,294,559.36
短期债务	1,008,976.31	1,879,752.95	1,084,295.42	1,189,041.87
长期债务	1,729,842.93	695,619.85	956,158.00	988,873.10
总债务（短期债务+长期债务）	2,738,819.24	2,575,372.80	2,040,453.42	2,177,914.97
总负债	2,846,731.46	2,829,395.91	2,495,756.85	2,658,882.01
所有者权益（含少数股东权益）	2,400,114.38	1,857,789.46	2,675,955.14	2,635,677.35
营业总收入	2,104.32	7,226.82	3,749.05	2,137.99
三费前利润	1,093.70	6,563.29	3,034.92	883.97
投资收益	90,406.27	60,065.60	130,640.59	10.11
净利润	-50,183.77	-147,813.71	-45,467.95	-40,277.79
经营活动产生现金净流量	-4,262.61	-1,627.70	-308.51	-60,662.64
投资活动产生现金净流量	-596,193.81	-129,388.69	-92,133.15	-109.63
筹资活动产生现金净流量	1,145,098.55	-289,144.47	76,573.79	120,396.49
现金及现金等价物净增加额	544,642.13	-424,322.41	-14,655.93	59,624.22
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	100.00	100.00	100.00	42.93
所有者权益收益率（%）	-2.09	-7.96	-1.70	-6.11*
速动比率（X）	1.52	0.61	0.94	0.99
经营活动净现金/总债务（X）	0.00	0.00	0.00	-0.11*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.00	0.00	0.00	-0.20*
资产负债率（%）	54.26	60.36	48.26	50.22
总资本化比率（%）	53.30	58.09	43.26	45.25
长期资本化比率（%）	41.89	27.24	26.33	27.28

注：1、2019年一季度财务指标中带“*”的为年化指标；

2、2016~2018年及2019年3月末，公司其他流动负债中的短期应付债券余额分别为1,272,296.17万元、659,467.82万元、574,707.57万元和521,532.13万元，中诚信证评将其纳入短期债务指标中计算。

附五：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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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

期间费用=财务费用+管理费用+研发费用+销售费用

经营性业务利润=三费前利润-期间费用

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

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）

附六：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。