

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） 跟踪评级报告（2020）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：赵紫钰 cyzhao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 07 月 14 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 2529 号

新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“18 实业 02”、“18 实业 05”和“18 实业 08”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月十四日

评级观点：中诚信国际维持新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（以下简称“广汇集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“18 实业 02”、“18 实业 05”和“18 实业 08”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了汽车经销业务丰富的品牌资源、渠道和规模优势，能源板块全产业链经营，收入规模增长和融资渠道畅通等方面的优势对其整体信用实力提供了有利支持。同时，中诚信国际关注到汽车行业景气度下行、化工产品价格下滑，债务规模较大且短期债务占比较高，杠杆水平高、面临一定投资支出压力、受限资产规模大，股权质押比例较高以及 2020 年一季度发生亏损等因素可能对公司经营及整体信用状况产生影响。

概况数据

广汇集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,456.81	2,637.47	2,732.26	2,611.13
所有者权益合计（亿元）	790.58	901.39	886.29	878.72
总负债（亿元）	1,666.23	1,736.08	1,845.97	1,732.41
总债务（亿元）	1,313.86	1,354.15	1,451.17	1,348.47
营业总收入（亿元）	1,764.40	1,889.42	1,983.47	317.14
净利润（亿元）	39.43	50.43	45.24	-5.09
EBIT（亿元）	114.48	132.41	128.55	--
EBITDA（亿元）	145.17	172.09	163.41	--
经营活动净现金流（亿元）	84.46	78.11	142.50	-101.27
营业毛利率(%)	12.05	13.11	12.46	11.14
总资产收益率(%)	4.89	5.20	4.79	--
资产负债率(%)	67.82	65.82	67.56	66.35
总资本化比率(%)	62.43	60.04	62.08	60.55
总债务/EBITDA(X)	9.05	7.87	8.88	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.26	2.76	2.29	--

广汇集团（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	468.72	517.17	561.40	557.17
所有者权益合计（亿元）	185.78	267.60	259.91	258.12
总负债（亿元）	282.94	249.58	301.49	299.05
总债务（亿元）	257.47	204.05	252.76	235.38
营业总收入（亿元）	0.72	0.37	35.15	16.32
净利润（亿元）	-14.78	-4.55	-7.06	-1.79
经营活动净现金流（亿元）	-0.16	-0.03	-4.72	14.83
营业毛利率(%)	100.00	100.00	4.97	1.19
资产负债率(%)	60.36	48.26	53.70	53.67
总资本化比率(%)	58.09	43.26	49.30	47.70

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。公司未提供合并口径 2020 年一季度末长期应付款和其他非流动负债中的带息债务数据，中诚信国际以 2019 年末数据替代。

正面

■ **汽车经销业务拥有丰富的品牌类型、遍布全国的渠道和较强的规模优势。**广汇集团汽车销售及服务业务的运营主体广汇汽车服务集团股份公司（以下简称“广汇汽车”）是目前国内最大的乘用车经销与服务集团，拥有 50 多个乘用车品牌以及 841 家经销网点，覆盖全国 28 个省、自治区、直辖市，2019 年以来继续保持显著规模优势。

■ **能源板块产业链较为完善，新项目投产带动生产规模进一步提升。**公司能源板块已形成上游油气及煤炭资源勘探开发、中游天然气液化及煤化工生产和配套物流中转运输、下游 LNG 加注站等终端市场销售网络为一体的完整的能源产业链。2019 年受益于清洁炼化项目炭化 III 系列投产，煤炭和煤化工生产规模进一步扩大。

■ **多元化战略布局，带动收入规模稳步增长。**公司目前形成了“能源开发、汽车服务、现代物流、置业服务”等多种产业并进的多元化战略布局，有助于分散单一行业风险，2019 年收入规模稳步增长。

■ **融资渠道畅通。**截至 2020 年 3 月末，公司获得银行授信总额 1,556.04 亿元，其中尚未使用的授信额度为 518.12 亿元，具备较强财务弹性。此外，公司下属广汇汽车、广汇能源和广汇物流和广汇宝信为上市公司，股权融资渠道畅通。

关注

■ **汽车和化工行业景气度下行，公司汽车经销业务面临一定经营压力；主要产品价格下降令能源板块盈利能力下滑。**2019 年以来，全国汽车产销量进一步放缓，公司汽车销售和服务业务盈利水平有所下降；化工行业周期性波动明显，LNG 及煤化工产品价格下滑，使得能源板块盈利能力有所弱化。2020 年一季度，叠加新冠肺炎疫情影响，能源板块净利润同比大幅减少，汽车销售与服务业务出现一定亏损。

■ **债务规模较大，杠杆水平高位运行。**截至 2019 年末，公司总债务为 1,451.17 亿元，总资本化比率 62.08%，杠杆水平高位运行，且短期债务在总债务中的占比较高，存在一定短期偿债压力。

■ **资产受限和股权质押比例较高。**截至 2019 年末，公司受限资产账面价值总额为 512.28 亿元，占总资产的比重为 18.75%，其中受限货币资金 221.40 亿元。此外，截至 2020 年 6 月末，母公司持有的 A 股上市公司股票质押比例均超过 60%，质押比例较高。

■ **面临一定投资支出压力。**公司能源板块、房地产板块在建和拟建项目仍需有较大规模资金投入，未来或面临一定投资支出压力，且能源项目未来运营效益存在一定不确定性，需对其运营状况保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力大幅提升，各板块盈利能力显著增强，政府政策及资金支持明显增加，资产质量、偿债能力显著提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**失去重要子公司控制权；债务规模快速上升，融资成本显著升高，偿债能力大幅弱化；发生大额亏损，投资项目收益严重不及预期，资产质量进一步弱化导致流动性压力大幅升高等。

同行业比较
2019 年部分投资控股集团企业主要指标对比表

公司名称	总债务 (亿元)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
紫江集团	140.69	271.11	69.78	81.94	117.25	5.64
悦达集团	387.38	696.04	64.76	245.32	235.90	8.59
广汇集团	1,451.17	2,732.26	67.56	886.29	1,983.47	45.24

注：“紫江集团”为“上海紫江（集团）有限公司”简称；“悦达集团”为“江苏悦达集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
18 实业 02	AA ⁺	AA ⁺	3.66	3.66	2018.07.30~2021.07.30 (2+1)
18 实业 05	AA ⁺	AA ⁺	10.00	10.00	2018.10.23~2021.10.23 (2+1)
18 实业 08	AA ⁺	AA ⁺	6.50	6.50	2018.11.14~2021.11.14 (2+1)

注：“18 实业 02”、“18 实业 05”和“18 实业 08”分别为新疆广汇实业投资（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）和新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司公开发行 2018 年公司债券（第三期）的品种二。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2020 年 3 月末，本次跟踪的债项募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，并已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来

负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将

限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，我国汽车行业景气度持续低迷，新冠肺炎疫情加大了宏观经济短期下行压力，加之物价上涨过快及居民杠杆水平高企等因素影响，汽车市场需求复苏压力犹存

我国汽车行业周期性较强，同时受政策影响显著，产、销量增速波动剧烈。2019 年，我国汽车产销量分别为 2,572.1 万辆和 2,576.9 万辆，同比分别下降 7.5% 和 8.2%，产销量降幅比上年分别扩大 3.3 个百分点和 5.4 个百分点。受乘用车进入传统销售旺季、终端优惠力度较大、商用车市场需求有所改善及基数下降等因素影响，2019 年下半年以来我国汽车市场产销降幅有所收窄，消费信心缓慢修复。

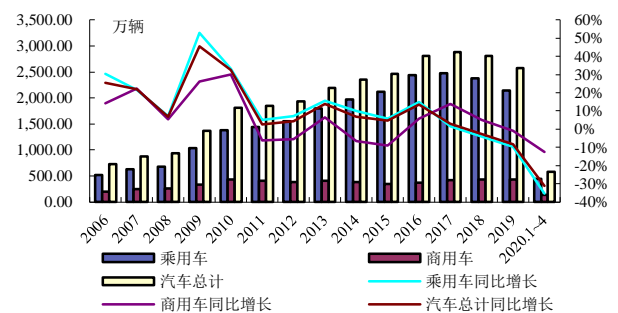
2019 年以来，乘用车市场表现依然较弱，全年我国乘用车产销量分别为 2,136 万辆和 2,144 万辆，同比分别下降 9.2% 和 9.6%。受益于下半年基数较低及进入传统销售旺季等因素影响，乘用车销售环比有所改善。2019 年，商用车市场分别实现产销量 436.0 万辆和 432.4 万辆，受前期基数较高及相关部门治理轻卡“大吨小标”问题等因素影响，同比分别上升 1.9% 和下降 1.1%；其中，卡车产销量分别为 388.8 万辆和 385.0 万辆，产销量同比分别增长 2.6% 和下降 0.9%；客车销量 47.4 万辆，同比下降

2.3%。

新能源汽车方面，2019 年，新能源汽车销量达 120.6 万辆，同比下降 4.0%。其中纯电动汽车和插电式混合动力汽车销量分别为 97.2 万辆和 23.2 万辆，较上年同期分别增长 1.2% 和下降 14.5%。受补贴退坡及排放标准切换等因素影响，自 2019 年 7 月起，新能源汽车市场月销量持续下降，新能源汽车市场进入调整期。短期来看，政策扶持减弱造成的景气度下行或将持续；此外，合资车企加大新能源车型投放造成行业竞争进一步加剧。2020 年 4 月，财政部、工信部、科技部、发改委四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，新能源补贴政策实施期限延长及退坡节奏放缓有助于缓解新能源车企的经营压力。

2020 年以来，新冠肺炎疫情进一步加大了车市复苏的不确定性。在新冠肺炎疫情疫情影响下，车企的经营和资金压力有所增大。2020 年 4 月，随着国内疫情防控形势持续好转，汽车行业产销也逐步恢复到正常水平。当月产销环比继续保持较快增长，同比也结束下降趋势，呈小幅增长。其中，商用车同比增长较为明显，产销量创月度历史新高；乘用车市场尚未完全启动，产销量仍低于上年同期水平。2020 年 1~4 月，汽车产销 559.6 万辆和 576.1 万辆，同比下降 33.4% 和 31.1%，降幅与 1~3 月相比，收窄 11.8 个百分点和 11.3 个百分点。

图1：近年来中国汽车销量及增速情况（万辆，%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为：2019年以来受购置税优惠政策全面退出、前期销量透支、房地产挤出效应及经

济增长放缓等因素影响，汽车行业景气度持续低迷。在新冠肺炎疫情疫情影响下，汽车市场调整周期将被拉长。我国中长期汽车市场仍具有增长潜力，但短期内受宏观经济增速放缓、物价上涨过快、居民杠杆水平高企叠加疫情因素影响，汽车市场复苏压力犹存。

2019 年以来，化工¹产品产量稳步增长，但国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化；预计 2020 年下游需求难以明显改善，加之中美贸易摩擦后续发展的不确定性及疫情等影响，行业景气度将承受一定压力，同时原油价格的大幅波动将影响子行业盈利格局

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，部分落后不达标企业进一步淘汰，国家统计局数据显示，年末化工行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除硫酸、烧碱等因需求影响增长率同比有所下降外，其他多数产品产量增幅均较上年有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发。短期来看，安全环保事故及督查引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式将从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

¹ 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油

表 1：我国部分化工产品产量（万吨、亿立方米、万条、%）

收入	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8
原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸（折 100%）	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱（折 100%）	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱（碳酸钠）	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6
化学农药原药（折有效成分 100%）	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019 年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平。中美两国于 2020 年 1 月 15 日签署第一阶段经贸协议，目前来看摩擦有所缓和，但后续发展仍存在一定的不确定性。

新型冠状病毒肺炎疫情自 1 月 20 日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。

加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

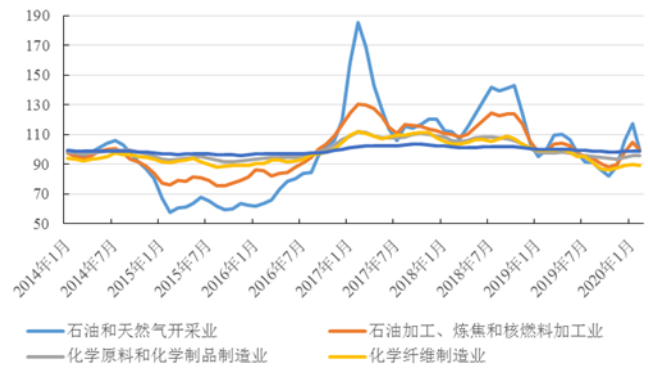
具体来说，国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求；新型冠状病毒肺炎在国外的快速蔓延令国际经济面临下行风险，使得出口进一步承压；而医疗行业需要的部分化工品的需求大幅增加，但其产值有限。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较小，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019年布伦特原油价格在50~70美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。化工行业基础原材料价格下降有利于下游企业对生产成本的控制，但价格的下跌也给相关上游企业带来负面影响，进而传导至终端化工产品，拥有规模优势或较高议价能力的企业有望形成利润空间。2020年2月以来受OPEC+减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至2020年3月末，布伦特和WTI原油期货结算价分别降至22.74美元/桶和20.48美元/桶。低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲击，而接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019年化工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自2018年10月开始大幅回落，并于2019年1月同比增速首次由正转负，之后化工产品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压

力叠加下游需求持续疲软，PPI持续下滑，价格处于相对低位区间。2020年3月以来，受原油价格大幅下跌及疫情抑制需求等影响，预计多数化工产品价格同比将进一步下降。

图2：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2019年化工行业景气度下行，营业收入虽然仍呈增长态势，但增速大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑25.6%和19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升12%。国内经济稳中向好、长期向好的基本趋势不会改变，但短期内受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等影响，2020年化工行业业绩可能受到一定冲击。

表 2：2019 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业占比(%)		营业收入(亿元)		利润总额(亿元)	
	2019	同比(%)	2019	同比(%)	2019	同比(%)
石油和天然气开采业	35.65	-5	8,675.6	-0.8	1,606.1	1.8
石油加工、煤炭及核燃料加工业	25.91	3.52	48,378.3	4	1,279	-42.5
化学原料及化学制品制造业	16.77	1.12	65,776.2	-1	3,481	-25.6
化学纤维制造业	22.11	3.87	8,571.2	4	311	-19.8
橡胶和塑料制品业	13.77	-0.007	25,426.1	2	1,374.8	12
化工行业	16.19	0.005	156,827.4	1.29	8,051.9	-20.26

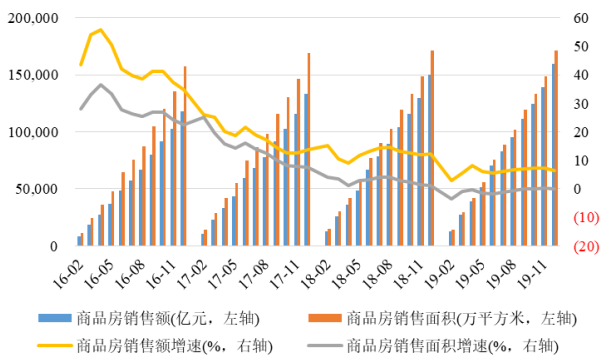
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等因素影响，2020年化工产品下游终端需求或将先抑后扬，但大幅改善的难度较大，行业景气度将承受一定压力。

2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 3：近年来全国商品房销售情况
(亿元、万平方米、%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待

售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

2019 年，公司汽车经销业务继续保持较强规模优势，但维修服务和汽车租赁业务毛利降幅较大，同时财务费用和资产减值损失有所增加，盈利水平有所下降；2020 年一季度，受疫情影响，汽车板块出现亏损，后续盈利修复情况值得关注

公司汽车销售及服务业务的运营主体为广汇汽车（600297.SH），近年来通过兼并收购实现了业务规模的快速扩张，连续多年蝉联全国乘用车行业销量第一，具备较强规模优势。截至 2019 年末，广汇汽车拥有超豪华、豪华和中高端等不同档次的 50 多个乘用车品牌，841 家经销网点，覆盖全国 28 个省、自治区和直辖市。较为完善的品牌和区域布局为其抗风险能力提供了一定支撑。跟踪期内，广汇汽车经营策略趋于稳健，2019 年和 2020 年一季度共收购 4 家 4S 店，收并购步伐进一步放缓；同期，新建（含升级改造）4S 店 16 家；由于拆迁和策略调整关闭 4S 店（含降级为维修网点）21 家。截至 2020 年 3 月末，广汇汽车 4S 店保有量 776 家，其中超豪华及豪华品牌、中高端品牌占比分别约为

30%和67%。

经营方面，2019年，广汇汽车完成新车销售89.67万台，同比小幅增长1.71%；售后维修业务进场823.42万台，同比微增2.53%；融资租赁业务受资金环境趋紧、公司战略调整等因素的影响，租赁台次20.85万台，同比下降9.46%；二手车代理交易业务快速发展，当年交易量为32.84万台，同比增长8.47%；保险业务方面，新车首保率76.6%，同比提升2.6个百分点，续保率69.5%，与去年同期基本持平。

2019，受益于整车销售收入的增加，广汇汽车整体营业收入同比小幅增长；但受维修保养业务促销力度加大、融资租赁业务资金成本上升和产品结构调整、应收融资租赁款催收成功率下降和《新金融工具准则》实施带来的资产和信用减值损失增加

等因素的影响，广汇汽车当年实现净利润33.15亿元，同比下降16.58%。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，广汇汽车线下门店延迟复工，叠加整车市场需求推迟释放，其整车销售和维修服务业务收入同比均大幅下降，当期营业收入同比减少31.36%；同时，受促销力度加大和生息资产规模控制等因素的影响，各板块毛利率均有所下降，当期整体亏损3.86亿元。随着疫情形势的好转和中央及各地方政府包括购车补贴、限购松绑等促进汽车消费政策的出台，叠加各大车企采取汽车下乡、官降、打折促销等活动，未来国内购车需求或将逐步回暖，广汇汽车盈利有望修复，中诚信国际将对其后续经营情况保持关注。此外，广汇汽车融资租赁业务生息资产余额较大，未来资金回收和业务开展中风险控制情况值得关注。

表 3：近年来广汇汽车营业收入和毛利率情况（亿元、%）

项目	2017		2018		2019		2020.1-3		
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	
汽车销售	1,405.75	3.85	1,426.71	3.86	1,467.41	3.82	215.24	2.46	
汽车（后市场）服务	维修保养	132.06	37.47	152.33	35.73	155.83	34.02	24.34	27.36
	佣金代理	45.84	79.53	54.26	77.33	54.30	77.33	10.63	76.35
	融资租赁	19.44	72.65	23.29	73.03	21.86	65.56	4.90	60.11
营业收入合计/营业毛利率	1,607.12	9.72	1,661.73	10.31	1,704.56	9.84	256.05	9.15	

注：广汇汽车其他业务收入包括租赁贷后业务、租赁及物业、广告费和服务费收入等，规模较小，未在表中列示。

资料来源：公司提供

受益于2019年启东LNG接收站项目、清洁炼化项目炭化I、II系列平稳运营、III系列顺利投产，公司能源板块业务规模进一步扩大；但LNG及煤化工产品价格持续下滑，板块盈利能力有所弱化

公司能源开发运营板块的经营主体为广汇能源股份有限公司（以下简称“广汇能源”，600256.SH），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，具备从上游资源勘探开发、中游资源加工转换和物流中转运输、直至下游终端市场销售的完整、配套的全产业链。

广汇能源LNG业务包括鄯善、哈密和吉木乃三个生产基地，设计产能均为5亿立方米/年，其中

鄯善基地从2014年9月开始处于停产状态。2019年10月，鄯善基地闲置的3万立方米LNG储罐及配套设施被列入乌鲁木齐储气调峰建设项目，对提升资产收益起到一定积极影响。广汇能源LNG产量较为稳定，自产LNG保持了较高的产销率；2020年2月，为应对疫情产生的不利影响，广汇能源主动降低哈密和吉木乃工厂生产负荷，一季度LNG产销量分别同比下降13.73%和11.97%；随着疫情的好转，LNG生产于3月末恢复满负荷运营，产销逐步恢复至正常水平。销售价格方面，2019年以来受煤改气逐步放缓、宏观经济增速回落以及化工行业景气度下行等影响，LNG下游需求亦有所放缓，加之2020年一季度新冠疫情对LNG运输和需求均产

生较大影响，广汇能源 LNG 销售均价不断下滑，中诚信国际将对 LNG 价格走势保持关注。

表 4：近年来公司 LNG 产销情况（亿立方米，元/立方米）

LNG	2017	2018	2019	2020.1~3
产量	10.83	11.89	11.25	2.46
自产部分销量	10.83	11.91	11.22	2.50
销售均价	2.20	2.76	2.58	2.11

注：公司同时外购 LNG 对外销售，销售均价为包含外购部分的平均销售价格，销售均价不含接驳费用。

资料来源：公司提供

煤炭方面，2019 年煤炭行业运行良好，广汇能源加大煤炭开采力度，加之清洁炼化项目炭化 II 系列、I 系列和 III 系列分别于 2018 年 6 月、12 月和 2019 年 11 月投产转固，可产出提质煤、煤焦油和粗酚等产品，煤炭产量（不含自用量）进一步增加。广汇能源主要向周边的电力、钢铁及兰炭厂等大宗用煤企业以及煤炭深加工产业客户提供原料，其中 2019 年向酒泉钢铁(集团)有限责任公司(炉料部)的销售额占煤炭销售收入的 30.87%，较高的集中度易使其面临单一客户需求量波动风险。受益于单价较高的提质煤产量增加等，2019 年以来广汇能源煤炭销售价格大幅上升。

表 5：近年来公司煤炭产销情况（万吨、元/吨）

产品	2017	2018	2019	2020.1~3
产量	378.52	618.91	821.37	239.04
其中：原煤	378.52	540.23	544.26	144.93
提质煤	-	78.68	277.11	94.11
销量	634.34	842.13	889.62	325.35
销售价格	234.02	314.22	365.91	391.49

注：产量数据不包含自用量；公司同时外购部分煤炭对外销售，因此销量大于产量。

资料来源：公司提供

煤化工业务方面，公司具备甲醇设计产能 120 万吨/年，煤制 LNG 设计产能 5 亿方/年；清洁炼化项目陆续建成投产令煤化工产品进一步丰富，2019 年产销量有所提升且保持了较高的产销率。但受下游需求低迷以及油价下滑等影响，2019 年以来各产品销售均价大幅下滑。

表 6：近年来公司煤化工生产情况（万吨、元/吨）

产量	2017	2018	2019	2020.1~3
甲醇	100.67	109.04	112.88	26.98

煤基油品	-	17.14	50.18	16.24
副产品	32.76	38.84	40.32	10.14
销量	2017	2018	2019	2020.1~3
甲醇	102.47	108.76	112.58	25.99
煤基油品	-	21.06	49.17	10.92
副产品	33.71	38.98	40.58	10.16
销售均价	2017	2018	2019	2020.1~3
甲醇	1,412	1,650	1,138	956
煤基油品	-	2,420	1,701	1,447
副产品	1,195	1,491	1,295	1,136

注：销售均价均不含税及运费；2018 年煤基油品及副产品产量不包含煤炭分级提质综合利用项目试生产量。

资料来源：公司提供

此外，广汇能源通过启东 LNG 接收站项目引入海外 LNG 资源，所外购的 LNG 主要销售给贸易商。启东 LNG 接收站项目（即南通港吕四港区 LNG 分销转运站项目）初始计划分为三期，一期工程储罐容量为 10 万立方米，液化天然气周转能力达 60 万吨，二期工程储罐容量为 16 万立方米，在一期项目的基础上将液化天然气周转能力扩至 115 万吨，并具备天然气进口接卸能力，项目三期储罐容量为 16 万立方米，项目建成后总周转能力将达到 300 万吨，同时具备气化管输系统设施与管道外输能力。2019 年公司计划在三期项目的基础上启动 5#20 万方 LNG 储罐扩建项目，该项目建设完成后，总设计周转能力将达到 500 万吨。一期项目和二期项目分别于 2017 年和 2019 年顺利投用；三期项目于 2020 年 6 月进入试运行阶段；扩建项目已获江苏省发展和改革委员会核准，预计于 2022 年 8 月投产。2019 年，启东港 LNG 接收站共累计接卸 25 船，接卸 LNG 合计 130.38 万吨。目前，启东 LNG 接收站进口气主要来源国包括澳大利亚、卡塔尔、马来西亚、印度尼西亚以及尼日利亚等。2019 年 4 月 4 日，公司公告称，已与道达尔气电亚洲私人有限公司签署 LNG 购销协议，每年购销 70 万吨 LNG，供货周期为 10 年，该协议的签订有助于提高 LNG 供应的稳定性。受益于周转能力的提升，2019 年外购气销量同比增长 54.87%。2020 年一季度，启东 LNG 接收站累计接卸 LNG 17.62 万吨，同比下降 35.55%，主要系 2 月份接卸受阻所致。同期 LNG 出库量和销量变化不大。

表 7：近年来公司外购 LNG 销售情况（亿立方米）

	2017	2018	2019	2020.1~3
外购销量	7.64	11.54	17.87	3.13

资料来源：公司提供

在建项目方面，广汇能源目前主要在建项目为

表 8：截至 2020 年 3 月末广汇能源主要在建、拟建项目情况（亿元）

在建项目名称	项目总投资	建设期限	截至 2020 年 3 月末 已投资	2020.4~12 计划投入	2021 年计划投入	进展情况
红淖铁路项目	108.68	7 年	88.52	1.24	2.00	2019 年 1 月 1 日进入试运营
启东 LNG 接收站项目	45.61	7 年	24.03	2.89	6.00	三期工程已进入试运营 5#20 万立方米储罐完成初步 设计、试桩、桩基检测
哈密 1,000 万吨/年煤炭分级 提质清洁利用项目	78.08	5 年	64.35	3.43	1.00	目前已全部投产
哈萨克斯坦斋桑油气田项目	84.20	持续性投资	39.70	-	-	持续性投资
硫化工项目	4.98	2 年	3.69	0.14	0.86	目前已进行试生产
荒煤气综合利用年产 40 万吨 乙二醇项目	35.60	2 年	0.53	14.00	14.00	目前已完成基础施工
合计	357.15	--	220.82	21.70	23.86	

资料来源：公司提供

整体来看，2019 年，广汇能源实现营业收入同比小幅增长，但受主要产品价格下降等因素的影响，净利润略有减少。2020 年一季度，受疫情等因素影响，广汇能源实现营业收入 31.14 亿元，净利润 2.18 亿元，同比分别下降 4.43% 和 47.22%。**中诚信国际注意到**，化工行业周期性较强，受近期油价大幅下跌、全球新冠疫情爆发等因素影响，化工产品出现不同程度下滑。中诚信国际将对相关产品价格变化及其对公司盈利水平的影响保持关注。

公司房地产板块在新疆区域内具备较强竞争优势，土地储备较为充足；公司在建项目较多，未来仍有一定收入和利润释放空间，但去化情况需持续关注

公司房地产业务的运营主体为新疆广汇置业服务有限公司（以下简称“广汇置业”），2019 年及 2020 年一季度，广汇置业分别实现营业收入 65.60 亿元和 6.67 亿元；净利润 9.36 亿元和 46.20 万元；经营活动净现金流-1.16 亿元和-1.25 亿元，由于项目开发等支出保持在较大规模，经营活动现金流呈净流出状态。公司地产业务开发区域主要为新疆乌鲁木齐、广西南宁、桂林、贵港以及四川成都，以自主开发为主。同时，广汇物流股份有限公司（以

启东 LNG 接收站项目和荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目。由于项目投资规模大，建设周期长，未来运营情况尚需持续关注。

下简称“广汇物流”，600603.SH）为补足传统商贸物流园区租赁业务、冷链业务和保理业务增长放缓或培育期业绩增长空间，阶段性开展房地产业务，收购广汇置业下属项目公司，从事汇悦城、美居美尚、汇茗轩等项目的开发。2019 年以来，在政策环境变化等因素的影响下，公司整体地产业务周转速度有所加快，竣工面积同比大幅增长，同时开发进度有所放缓，新开工面积同比有所下降。2020 年一季度，新冠肺炎疫情爆发期间正值新疆冬歇，对公司地产开发进度影响较小。

表 9：近年来公司房地产板块开工及竣工情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2017	2018	2019	2020.1~3
开发总面积	666.53	823.50	542.30	544.99
新开工面积	330.27	297.31	269.95	44.92
竣工面积	95.88	115.42	148.55	81.99

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2020 年 3 月末，公司主要在建房地产项目 18 个，分布在乌鲁木齐、成都、眉山、桂林、南宁、贵港等城市，总投资 272.69 亿元，后续需投资超过 130 亿元，未来存在较大投资支出。

土地储备方面，2020年3月末，广汇置业和广汇物流土地储备面积合计656.75万平方米，均位于乌鲁木齐，主要为商业、住宅和工业用地，具体开发计划视市场情况而定。整体来看，公司拿地成本较低，土地储备较为丰富，为其后续业务发展提供了一定支撑。

房地产销售方面，广汇置业凭借区域内较强的品牌优势，主要采用自主销售方式，近年来合同销售金额规模较大，但受项目开发周期影响呈波动态势，其中2019年广汇置业和广汇物流共实现销售金额99.06亿元²，销售面积120.96万平方米，同比降幅较大。此外，新疆地区房价涨幅较为有限，项目去化程度亦与当地区域经济发展状况密切相关。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司房地产板块销售面积同比下降11.29%，但受益于销售均价的提升，整体销售金额较上年同期有所增长。

表 10: 近年来公司商品房项目开工及竣工情况
(万平方米、亿元、元/平方米)

	2017	2018	2019	2020.1~3
合同销售金额	88.57	138.14	99.06	14.54
合同销售面积	121.24	158.58	120.96	17.83
合同销售均价	7,306.00	8,711.00	8,189.48	8,155.40

注：上表数据为根据广汇物流定期报告和公司提供的广汇置业数据加总所得。

资料来源：广汇物流定期报告，公司提供

在售项目方面，截至2020年3月末，广汇置业主要在售项目14个，可供出售面积176.34万平方米，预计可实现销售收入53.39亿元；截至2019年末，广汇物流主要在售项目5个，可供出售面积90.26万平方米。

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2017~2019年审计报告期末数以及未经审计的2020年一季度财务报表。

2019年，公司营业收入保持增长态势，多元化格局

² 广汇物流地产销售数据来自其定期报告。

稳定，但毛利率同比下降，盈利水平有所弱化；2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司出现一定亏损；母公司2019年新增贸易业务，主要客户为关联方

2019年，公司营业总收入保持增长态势，且保持了多元化的业务格局，能一定程度上分散单一行业波动的风险。具体来看，汽车销售及服务业务收入在整车销售业务等的带动下继续增长；房地产开发业务随着竣工面积的增加，结转收入同比有所上升；能源业务受益于天然气和煤炭板块收入的提升整体收入进一步增长。毛利率方面，当年公司营业毛利率同比微降0.65个百分点，其中汽车销售及服务板块在行业竞争加剧、促销力度加大和融资租赁业务资金成本上升等因素的影响下毛利率同比略有下降；房地产开发业务受益于结转项目利润水平较高，毛利率同比提升4.79个百分点；能源业务受LNG、甲醇、煤基油品等产品价格下降等因素的影响，毛利率同比大幅下滑。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司汽车和能源等主营业务板块收入同比均有所下降，整体营业收入同比下降26.60%，毛利率亦较上年同期下降2.76个百分点。

表 11: 近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

收入	2017	2018	2019
汽车销售及服务	1,603.37	1,657.59	1,700.30
房地产开发业务	52.95	67.76	72.69
能源业务	78.91	125.82	137.16
其他产品销售	19.81	24.08	56.25
其他业务	9.35	14.17	17.08
营业总收入	1,764.40	1,889.42	1,983.47
毛利率	2017	2018	2019
汽车销售及服务	9.61	10.19	9.75
房地产开发业务	34.43	31.67	36.46
能源业务	36.86	36.68	30.52
其他产品销售	31.83	25.89	10.80
其他业务	52.49	34.82	40.41
营业毛利率	12.05	13.11	12.46

注：其他产品销售业务主要是商品贸易、机械加工、热力、施工工程等业务；其他业务收入主要来源于煤矿的油品销售和火供品（炸药）销售、销售旧件、租金收入、提供附加服务（例如洗车）和出售材料收入等。
资料来源：公司提供

期间费用方面，2019年，公司继续加大促销力

度，市场推广费、佣金服务费等支出增加，销售费用持续增长；业务规模扩大令管理费用亦有所上升；债务规模上行和融资成本处于相对高位导致财务费用同比小幅增加。整体来看，虽然当年公司费用控制成效有所显现，期间费用率较 2018 年小幅下降 0.16 个百分点，但期间费用规模仍然较大，对其利润构成一定侵蚀，费用控制能力有待进一步提升。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1-3
销售费用	51.56	60.43	61.15	11.29
管理费用（含研发费用）	34.91	38.56	40.35	8.73
财务费用	55.26	58.62	60.80	15.13
期间费用合计	141.73	157.60	162.31	35.15
期间费用率	8.03	8.34	8.18	11.08
经营性业务利润	64.66	81.67	73.38	-1.87
资产减值损失 （含信用减值损失）	6.23	10.23	13.60	0.60
公允价值变动收益	-1.23	-0.46	8.40	0.00
投资收益	2.58	3.32	1.65	0.16
营业外损益	-0.19	-0.49	-1.05	-0.18
利润总额	59.20	75.09	68.89	-2.63
EBITDA 利润率	8.23	9.11	8.24	--
总资产收益率	4.89	5.20	4.79	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

利润构成方面，2019 年，毛利率下行使得公司经营业务利润同比下降 10.15%。同时，广汇汽车等对商誉计提减值准备 2.47 亿元以及以应收融资租赁款为主的长期应收款和其他应收款发生减值损失 4.98 亿元和 2.37 亿元使得当期资产减值损失规模较大，对公司利润构成一定侵蚀。但当期公司位于经济示范区的土地得到关于用地性质、规划控制等事项的批复，投资性房地产公允价值提升带来的公允价值变动收益大幅增长。同期，公司确认对陕西长银消费金融有限公司等合营、联营企业的投资收益，对其盈利水平形成一定补充。整体来看，2019 年，公司利润总额同比下降 8.26%，总资产收益率和 EBITDA 利润率亦小幅下行，盈利水平有所弱化。2020 年一季度，受疫情影响，公司出现一定亏损，后续盈利修复情况有待关注。

母公司方面，公司母公司主要行使管理职能，

以获取对子公司投资的收益为主。2019 年，为优化自身利润水平，母公司开始拓展贸易业务，主要经营钢材、水泥等甲方供应材料和装修材料集中采购业务，客户主要为房地产板块子公司及恒大集团。当年，母公司实现营业收入 35.15 亿元，同比大幅增长，但由于成本法核算的长期股权投资收益同比大幅减少，且债务规模较大令其承担的财务费用较高，当年实现净利润-7.06 亿元，亏损幅度进一步扩大。

公司资产规模保持增长态势，货币资金受限规模较大，长期应收款和商誉存在一定减值风险，需对其相关业务经营状况保持关注；同时，公司债务规模较大，且以短期债务为主，杠杆水平处于高位，其资金周转能力面临一定挑战

2019 年末，公司资产总额保持增长，其中流动资产在总资产中的占比为 52.23%，主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。具体来看，截至 2019 年末，其货币资金保持在较大规模，但其中承兑汇票保证金、用于担保的定期存款或通知存款等受限货币资金余额 221.40 亿元，受限比例很高，削弱了公司流动性。2020 年一季度，受广汇汽车集中兑付较大规模到期票据等因素的影响，期末货币资金较 2019 年末大幅下降。公司预付款项主要为广汇汽车未结算供应商返利和预付整车及零部件款项，受整车销量增加应收返利规模增加和汽车制造商对返利结算周期有所延长等因素的影响，2019 年末同比大幅增长。其他应收款包括各类保证金、预付土地款、对拟收购公司的代垫款及应收被收购单位原股东和关联单位款项，受广汇能源转让子公司影响，2019 年末往来款余额同比大幅增加。在该转让事项中，公司已就其中 26.66 亿元往来款签订还款说明以及抵押协议，约定 2020 年 12 月底前收回上述款项，若到期未支付则以新疆伊吾县淖毛湖矿区马朗一号矿井探矿权和新疆伊吾县淖毛湖矿区马朗露天矿探矿权作为偿还，中诚信国际将对上述款项回收情况保持关注。公司账龄在 1 年以内和 1 至 2 年的其他应收款项余额占比分别为

10.79%和54.34%，当期按照预期信用损失法计提坏账准备2.37亿元。公司存货主要系与旗下房地产业务相关的开发成本（129.24亿元）、开发产品（47.54亿元）以及主要与汽车业务相关的库存商品（140.76亿元）等，2019年以来，主机厂调整年度生产计划，加之广汇汽车加大库存效率管控力度，整车库存减少使得存货同比小幅下降。由于货币资金和存货等减少，2020年3月末总资产有所下降。

表 13：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	440.60	361.26	362.10	288.34
预付款项	184.73	222.52	279.96	279.99
其他应收款	126.84	155.71	194.16	190.77
存货	310.18	370.62	366.28	354.21
流动资产	1,232.49	1,307.42	1,427.07	1,318.39
长期应收款	82.25	81.99	70.03	59.95
投资性房地产	145.73	168.14	187.17	187.31
固定资产	306.33	348.25	357.78	351.28
在建工程	207.28	189.34	142.24	144.90
无形资产	101.86	121.17	118.07	116.88
商誉	182.71	190.62	190.86	190.87
非流动资产	1,224.32	1,330.05	1,305.18	1,292.74
总资产	2,456.81	2,637.47	2,732.26	2,611.13

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司非流动资产主要包括长期应收款、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和商誉等。公司长期应收款主要为应收融资租赁款，公司近年来控制生息资产规模，长期应收款持续下降，截至2019年末余额为187.26亿元，其中于一年内到期的应收融资租赁款120.79亿元；受经济环境变化等因素的影响，当年融资租赁款回收难度有所增加，计提坏账准备6.85亿元，转回1.88亿元。公司投资性房地产主要为广汇置业、广汇物流及其他下属子公司持有的、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，2019年，部分固定资产或存货转入叠加相关土地使用权公允价值提升使得其年末账面价值增幅较大。固定资产主要为房屋建筑物、机械设备及运输设备等，2019年末同比有所增长主要系部分在建项目完工转入所致。公司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、启东

港口工程项目等。2019年，广汇能源向宁夏恒有能源化工科技有限公司转让新疆富蕴广汇新能源有限公司（以下简称“富蕴新能源公司”）和新疆富蕴广汇清洁能源开发有限公司（以下简称“富蕴清洁能源公司”）51%的股权以及解除新疆信汇峡清洁能源有限公司（以下简称“信汇峡公司”）的一致行动人协议，相关在建工程亦随之转出，加之清洁炼化项目全部转固和启东LNG接收站项目部分转固，当年末在建工程同比大幅下降。无形资产主要系土地使用权、特许经营权、采矿权及探矿权，规模随摊销小幅下降。公司商誉主要由广汇汽车和广汇能源并购业务产生，近年来保持很大规模，其中2019年末广汇宝信、西北和华北区域公司商誉余额分别为66.89亿元、24.47亿元和27.33亿元；2019年，广汇汽车对北方区域和西北区域公司计提减值准备2.47亿元。若标的企业未来运营状态仍不及预期，公司将继续面临商誉减值风险。

表 14：近年来公司负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
预收款项	63.36	84.22	103.84	122.48
其他应付款	79.03	96.46	78.21	89.43
流动负债	1,155.70	1,211.26	1,352.92	1,249.01
非流动负债	510.53	524.82	493.04	483.39
总负债	1,666.23	1,736.08	1,845.97	1,732.41
短期债务	871.80	895.14	1,032.21	934.29
长期债务	442.06	459.01	418.97	414.18
总债务	1,313.86	1,354.15	1,451.17	1,348.47
少数股东权益	497.65	525.68	505.64	501.57
所有者权益合计	790.58	901.39	886.29	878.72
资产负债率	67.82	65.82	67.56	66.35
总资本化比率	62.43	60.04	62.08	60.55

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年末，公司负债总额继续上升，其中流动负债占比超过70%。具体来看，公司预收款项主要由房地产板块预收购房款构成，2019年保持增长态势，可为其未来收入和利润提供一定支撑。其他应付款主要系应付各项保证金及广汇汽车收购4S店股权时产生的款项，应付对象以非关联企业为主。有息债务方面，2019年末公司总债务在短期债务快速增长的带动下同比上升7.16%，短期债务/长期债务为2.46倍，债务结构有待优化。2020年一季度，

受公司偿还较大规模到期票据、美元债到期等因素的影响，期末债务规模有所下降。

所有者权益方面，截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益中少数股东权益占比超过 50%，整体权益稳定性一般。2019 年，受新金融工具准则执行及下属上市公司回购股票等因素的影响，年末公司少数股东权益有所减少，所有者权益同比小幅下降，整体资产负债率和总资本化比率有所上升。2020 年 3 月末，公司所有者权益受业务亏损、股票回购等因素的影响较 2019 年末继续下行，但受益于债务规模的下降，杠杆水平略有改善，但仍处于高位。

母公司方面，总资产主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成。其他应收款主要为单位往来款，2019 年末同比增幅较大，其中账龄在 2 年以内的其他应收款余额占比约为 78%。长期股权投资主要为对子公司的投资，2019 年，母公司获得子公司分红 6.20 亿元。债务方面，当年末母公司短期债务规模大幅增长，一方面由于应付债券和长期借款临近到期重分类至一年内到期的非流动负债；另一方面由于公司正在进行债务结构调整，短期借款阶段性增长。整体来看，母公司总债务规模同比大幅上升，杠杆水平处于相对高位。

表 15：近年来母公司主要资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	20.81	33.45	37.78	30.00
其他应收款	108.40	110.57	128.92	128.68
长期股权投资	306.19	321.86	327.99	326.52
短期债务	187.98	108.43	168.53	154.54
长期债务	69.49	95.62	84.23	80.83
总债务	257.47	204.05	252.76	235.38
资产负债率	60.36	48.26	53.70	53.67
总资本化比率	58.09	43.26	49.30	47.70

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年，公司经营获现水平显著提高，但由于债务规模较大，且盈利状况有所弱化，偿债能力仍有待改善；母公司短期内到期债务规模较大，货币资金对其覆盖能力较弱，面临一定偿债压力

2019 年，公司经营活动净现金流同比大幅增长，主要受益于汽车板块消化库存策略的实施等。

由于在建项目较多，加之股权投资、保证金支付等仍有较大规模支出，公司投资活动现金流呈持续净流出状态，2019 年由于部分项目完工投产，净流出敞口有所收窄。公司偿还债务支付的现金保持在较大规模，但 2019 年由于公司未进行大规模股权融资，当期筹资活动现金净流出规模大幅扩大。2020 年一季度，公司经营活动现金流季节性净流出；投资活动现金流受益于受限货币资金解除限制以及投资支出的减少呈大幅净流入状态。

偿债指标方面，盈利水平弱化使得 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所弱化，但经营活动净现金流显著改善，经调整的经营净现金流对债务的覆盖能力大幅增强。整体来看，由于公司债务规模较大，其偿债能力仍有待提升。中诚信国际将持续关注其债务周转、资金平衡以及授信变化情况。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	84.46	78.11	142.50	-101.27
投资活动净现金流	-91.02	-143.63	-104.99	100.30
筹资活动净现金流	59.88	-38.21	-82.84	40.91
总债务/EBITDA	9.05	7.87	8.88	-
EBITDA 利息保障倍数	2.26	2.76	2.29	-
经调整的经营净现金流/总债务	0.53	-0.13	4.55	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，短期内到期债务规模较大，货币资金对其短期债务的覆盖能力较弱，面临一定偿债压力。公司计划 2020 年下半年主要通过自有资金和债券融资偿还到期债务，中诚信国际将对其偿付资金安排保持关注。

表 17：截至 2020 年 3 月末母公司到期债务分布（亿元）

	2020.4-12	2021	2022	2023 年及以后
到期债务	97.18	73.88	25.75	15.10

注：上表中债务不含应付票据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司合并口径近年来到期及临近回售的债券规模较大，对其资金周转能力提出了更高要求。

表 18: 截至 2020 年 3 月末公司到期债券分布 (亿元)

	2020.4~12	2021	2022	2023 年及以后
到期债券	60.18	110.64	81.50	19.50

注: 合计数中美元债余额按 1 美元=7 元人民币计算; 计算时假设债券均不回售。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

公司尚未使用授信额度较为充足, 融资渠道畅通; 但受限资产规模较大, 下属上市公司股票质押比例较高, 一定程度上削弱了其资产流动性

截至 2020 年 3 月末, 公司获得银行及其他金融机构授信总额 1,556.04 亿元, 其中尚未使用的授信额度为 518.12 亿元, 具备较强财务弹性。此外, 公司下属广汇汽车、广汇能源、广汇物流和广汇宝信汽车集团有限公司 (以下简称“广汇宝信”, HK1293) 为上市公司, 股权融资渠道通畅。母公司方面, 截至 2020 年 3 月末, 母公司获得金融机构授信额度 140.81 亿元, 其中尚未使用的授信额度 21.99 亿元, 财务弹性较为有限。

截至 2019 年末, 公司受限资产账面价值总额为 512.28 亿元, 占总资产的比重为 18.75%, 其中受限货币资金 221.40 亿元; 长期应收融资租赁款 109.56 亿元; 投资性房地产 95.94 亿元; 固定资产 64.09 亿元, 在一定程度上降低了资产流动性。此外, 截至 2020 年 6 月末, 母公司持有的 A 股上市公司股票质押比例均超过 60%, 质押比例较高。

表 19: 截至 2020 年 6 月末公司所持下属上市公司股票情况 (亿股、%、亿元)

	持有股票数量	质押股票数量	持有股权中质押比例	持有股票市值
广汇能源	29.82	20.23	67.86	81.10
广汇汽车	26.71	18.37	68.77	84.67
广汇物流	5.73	3.92	68.39	26.67
合计	-	-	-	192.44

注: 市值根据 2020 年 6 月 29 日收盘价计算; 表中持股数含间接持股; 广汇宝信股票系通过广汇汽车持有, 未在表中列示。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

或有事项方面, 截至 2020 年 3 月末, 公司对外担保余额为 3.49 亿元, 主要系原子公司富蕴新能源公司、富蕴清洁能源公司和新疆大西部旅游股份有限公司不再纳入合并报表范围, 前期对其提供的金融机构借款担保转为对外担保所致。未决诉讼方

面, 截至 2019 年末, 公司作为被告的诉讼涉案金额合计 10.67 亿元。

过往债务履约情况: 根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料, 2017~2020 年 6 月 8 日, 公司借款均能够到期还本、按期付息, 未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示, 截至报告出具日, 公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

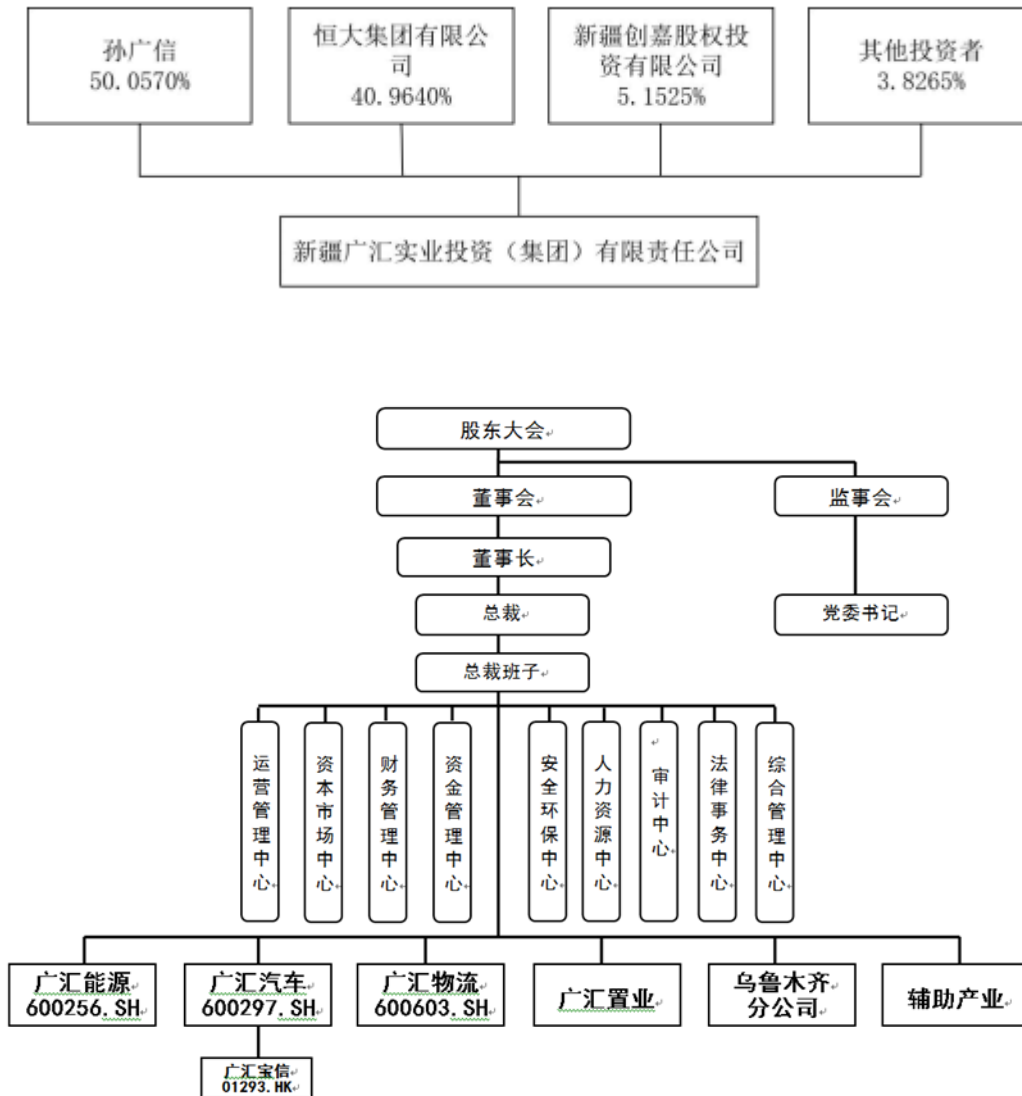
公司享受多项国家优惠政策, 但控股股东为自然人且所持公司部分股份存在质押, 支持能力较弱

2019 年度, 公司下属百余家子公司满足西部大开发、新疆困难地区重点股利发展企业等条件, 享受税收优惠政策; 当年包括热计量改造、LNG 应急储罐等项目新增政府补助 3,166 万元; 收到其他经营活动现金流中政府补助收入 3.13 亿元, 为公司现金流提供了一定支撑。此外, 公司第二大股东恒大集团有限公司 (以下简称“恒大集团”) 是以民生地产为基础的行业内龙头企业, 2019 年位列“世界 500 强”第 138 位。2018 年, 恒大集团以 144.90 亿元购买公司现有股东股权并增资成为公司第二大股东, 其中现金注资 78.10 亿元, 公司资本实力得到有效提升。同时, 公司与控股股东保持较高关联度, 其信用恶化对股东信誉影响很大, 因此控股股东对公司支持意愿极强。但由于控股股东为自然人, 对当地政府和金融机构等资源协调能力有限, 且其所持公司股份约 20% 已出质, 对公司支持能力较弱。

评级结论

综上所述, 中诚信国际维持新疆广汇实业投资 (集团) 有限责任公司的主体信用等级为 **AA+**, 评级展望为稳定; 维持“18 实业 02”、“18 实业 05”和“18 实业 08”的债项信用等级为 **AA+**。

附一：新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至2020年3月末）



资料来源：公司提供

附二：新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	4,406,022.13	3,612,576.68	3,620,972.05	2,883,400.35
应收账款净额	458,636.65	484,331.86	583,224.26	443,039.11
其他应收款	1,268,351.92	1,557,129.29	1,941,647.40	1,907,690.23
存货净额	3,101,776.18	3,706,230.98	3,662,821.42	3,542,093.90
长期投资	365,913.28	623,361.36	717,043.17	727,604.32
固定资产	3,063,254.16	3,482,518.41	3,577,760.77	3,512,754.58
在建工程	2,072,835.99	1,893,422.91	1,422,415.29	1,449,033.09
无形资产	1,018,553.16	1,211,707.18	1,180,679.81	1,168,824.83
总资产	24,568,073.33	26,374,696.06	27,322,552.12	26,111,307.11
其他应付款	790,336.91	964,607.30	782,099.79	894,291.61
短期债务	8,718,048.35	8,951,420.87	10,322,081.51	9,342,939.56
长期债务	4,420,600.16	4,590,083.92	4,189,651.94	4,141,763.33
总债务	13,138,648.51	13,541,504.78	14,511,733.45	13,484,702.89
净债务	8,732,626.39	9,928,928.11	10,890,761.40	10,601,302.54
总负债	16,662,254.33	17,360,799.73	18,459,673.05	17,324,074.77
费用化利息支出	552,758.19	573,179.65	596,579.57	148,049.73
资本化利息支出	88,955.31	51,095.01	117,823.68	--
所有者权益合计	7,905,819.00	9,013,896.33	8,862,879.07	8,787,232.34
营业总收入	17,644,044.89	18,894,201.92	19,834,749.31	3,171,442.64
经营性业务利润	646,606.41	816,678.04	733,821.64	-18,668.77
投资收益	25,763.89	33,210.49	16,517.99	1,568.45
净利润	394,282.00	504,349.41	452,360.60	-50,938.89
EBIT	1,144,796.16	1,324,063.43	1,285,453.58	121,793.98
EBITDA	1,451,705.38	1,720,872.97	1,634,091.82	--
经营活动产生现金净流量	844,553.48	781,066.63	1,424,977.39	-1,012,706.50
投资活动产生现金净流量	-910,208.25	-1,436,268.73	-1,049,878.23	1,003,033.64
筹资活动产生现金净流量	598,766.58	-382,128.12	-828,435.66	409,121.91
资本支出	589,652.00	482,366.78	598,205.93	92,184.36

财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	12.05	13.11	12.46	11.14
期间费用率(%)	8.03	8.34	8.18	11.08
EBITDA 利润率(%)	8.23	9.11	8.24	--
总资产收益率(%)	4.89	5.20	4.79	--
净资产收益率(%)	5.41	5.96	5.06	-2.31*
流动比率(X)	1.07	1.08	1.05	1.06
速动比率(X)	0.80	0.77	0.78	0.77
存货周转率(X)	5.35	4.82	4.71	3.13*
应收账款周转率(X)	37.47	40.07	35.22	22.91*
资产负债率(%)	67.82	65.82	67.56	66.35
总资本化比率(%)	62.43	60.04	62.08	60.55
短期债务/总债务(%)	66.35	66.10	71.13	69.29
经营活动净现金流/总债务(X)	0.06	0.06	0.10	-0.30*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.10	0.09	0.14	-0.43*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.32	1.25	1.99	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	0.53	-0.13	4.55	--
总债务/EBITDA(X)	9.05	7.87	8.88	--
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.19	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.26	2.76	2.29	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.78	2.12	1.80	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”和“其他流动负债”中的带息债务计入总债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款；4、带*指标已经年化处理。

附三：新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	208,148.36	334,492.43	377,774.52	300,021.13
应收账款净额	2,082.94	2,082.94	91,685.04	59,289.61
其他应收款	1,084,024.46	1,105,661.87	1,289,159.62	1,286,782.00
存货净额	98.84	105.86	659.07	651.87
长期投资	3,086,788.29	3,374,901.06	3,402,190.86	3,387,557.54
固定资产	28,041.74	28,808.08	28,193.92	27,965.98
在建工程	85.64	90.93	316.96	316.96
无形资产	3,442.76	3,352.56	2,653.00	2,652.46
总资产	4,687,185.37	5,171,711.99	5,613,971.18	5,571,685.56
其他应付款	197,953.72	444,162.66	429,988.82	493,344.83
短期债务	1,879,752.95	1,084,295.42	1,685,291.56	1,545,445.00
长期债务	694,903.80	956,158.00	842,335.59	808,311.81
总债务	2,574,656.75	2,040,453.42	2,527,627.15	2,353,756.81
净债务	2,366,508.39	1,705,960.98	2,149,852.63	2,053,735.68
总负债	2,829,395.91	2,495,756.85	3,014,864.47	2,990,457.13
费用化利息支出	--	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	1,857,789.46	2,675,955.14	2,599,106.71	2,581,228.43
营业总收入	7,226.82	3,749.05	351,505.87	163,240.45
经营性业务利润	-202,509.85	-173,865.88	-170,663.81	-45,161.66
投资收益	60,065.60	130,640.59	95,714.56	26,927.48
净利润	-147,813.71	-45,467.95	-70,568.07	-17,878.28
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	-1,627.70	-308.51	-47,153.38	148,294.57
投资活动产生现金净流量	-129,388.69	-92,133.15	64,123.16	14,420.48
筹资活动产生现金净流量	-289,144.47	76,573.79	-106,663.20	-102,768.44
资本支出	334.62	2,550.02	702.91	79.52

财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	4.97	1.19
期间费用率(%)	2,893.02	4,719.41	53.28	28.77
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	-6.94	-2.01	-2.68	-2.76*
流动比率(X)	0.61	0.94	0.87	0.85
速动比率(X)	0.61	0.94	0.87	0.85
存货周转率(X)	0.00	0.00	873.36	984.30*
应收账款周转率(X)	3.47	1.80	7.50	8.65*
资产负债率(%)	60.36	48.26	53.70	53.67
总资本化比率(%)	58.09	43.26	49.30	47.70
短期债务/总债务(%)	73.01	53.14	66.67	65.66
经营活动净现金流/总债务(X)	0.00	0.00	-0.02	0.25*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.00	0.00	-0.03	0.38*
经营活动净现金流/利息支出(X)	--	--	--	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-9.17	-10.66	-7.59	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	--	--	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”和“其他流动负债”中的带息债务计入总债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款；4、带*指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。