



信用等级通知书

信评委函字[2019]G143-X2号

广汇能源股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“广汇能源股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。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⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年三月十三日

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

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	广汇能源股份有限公司
发行规模	本期债券基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元）。
债券期限	本期债券的期限为 2 年，债券存续期第 1 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券为固定利率品种，票面利率及其支付方式由公司股东大会授权董事会在发行前根据市场情况与主承销商协商确定。
还本付息方式	本期债券采用单利按年付息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本。本期债券本息支付将按照债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体事项按照债券登记机构的相关规定办理。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司及控股子公司有息负债。

概况数据

广汇能源	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益（亿元）	126.99	130.05	143.12	169.74
总资产（亿元）	408.71	433.33	448.06	496.62
总债务（亿元）	232.75	247.66	240.49	250.69
营业总收入（亿元）	48.25	41.94	81.37	92.95
营业毛利率（%）	28.49	30.96	37.79	34.72
EBITDA（亿元）	19.63	18.03	28.43	-
所有者权益收益率（%）	1.81	1.11	3.43	10.21
资产负债率（%）	68.93	69.99	68.06	65.82
总债务/EBITDA（X）	11.86	13.74	8.46	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.44	1.31	2.11	-

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 年前三季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理；
3、中诚信证评在计算债务指标时，将“其他流动负债”中的短期应付债券、“长期应付款”中的融资租赁款、非金融机构长期借款和国开基金借款纳入其中。

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“广汇能源股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定广汇能源股份有限公司（以下简称“广汇能源”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，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。中诚信证评肯定了公司区域资源储备优势显著、能源全产业链布局日益完善、液化天然气（LNG）业务发展空间较大以及盈利能力增强等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到天然气价格稳定性不足、公司债务规模维持高位、资本性支出压力较大以及安全生产风险等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 区域资源储备优势显著。新疆及周边地区天然气和煤炭储量较为充沛，公司在该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。
- 能源全产业链布局日益完善。公司立足新疆本土及中亚丰富的石油、天然气和煤炭资源，确立了以能源产业为经营中心、资源获取与转换为方向的产业发展格局，相继进入液化天然气、煤化工和煤炭采掘、石油天然气勘探等领域。目前，公司已同时拥有煤、气、油三种资源，正积极打造集上游煤炭和油气生产，中游能源运输和物流中转，下游煤化工生产和销售为一体的能源产业链，后续产业链优势将日益显现。
- LNG 业务发展空间较大。公司在陆地非管输 LNG 市场占有率处于行业领先地位，随着 LNG

分析师

徐璐 lxu@ccxr.com.cn乔明星 mxqiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年3月13日

工厂自有气源的提升、终端 LNG 汽车加注业务的推广以及启东港 LNG 接收站的投入使用，公司 LNG 业务将有较大的发展空间。

- 业务规模扩张，盈利能力增强。2017 年以来，公司 LNG 和煤炭销售量价齐增，加之甲醇等煤化工产品价格上涨，经营性盈利能力大幅增强。2015~2017 年以及 2018 年前三季度，公司分别实现经营性业务利润 0.55 亿元、0.32 亿元、11.81 亿元和 18.23 亿元。

关注

- 盈利稳定性有待观察。2017 年能源行业环境回暖推升公司各主要产品价格，其中天然气价格受环保政策的影响快速上涨，带动公司盈利能力的大幅改善。2018 年 3 月以来天然气价格已出现回落，未来公司盈利稳定性仍有待观察。
- 债务规模维持高位，短期偿债压力较大。截至 2018 年 9 月末，公司流动资产占总资产的比重为 12.90%，同期总债务为 250.69 亿元，其中短期债务占比为 45.15%，资产与负债结构欠匹配，短期债务规模较大；期末公司资产负债率和总资本化率分别为 65.82%和 59.63%，财务杠杆水平较高。
- 资本性支出压力较大。近年来公司能源板块在上游资源获取、资源转换和中游能源运输领域处于大规模投资期，当前在建项目投资规模较大，截至 2018 年 9 月末，公司主要在建及拟建项目计划投资总额达 549.39 亿元，已投资 229.76 亿元，2018 年第四季度及 2019 年预计将分别投资 8.50 亿元和 20.30 亿元，未来公司仍面临较大的投资资金需求。
- 安全生产压力。2018 年 12 月 17 日，公司下属子公司新疆信汇峡清洁能源有限公司正在建设的“120 万吨/年粗芳烃加氢项目”在进行脱酚塔调试检查过程中发生事故，造成 1 人死亡、2 人轻伤，根据《生产安全事故报告和调查处理条例》（国务院令第 493 号）本次事故为一般安全事故。中诚信证评对公司生产、运输及储存环节因偶发性因素可能产生的事故对其生产经营产生的影响予以长期关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

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

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

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 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。

概 况

发债主体概况

广汇能源股份有限公司（以下简称“广汇能源”或“公司”）前身为成立于 1995 年 1 月的广汇晨晖花岗岩石材开发有限公司（以下简称“广汇晨晖”），是经乌鲁木齐经济技术开发区管理委员会和自治区对外贸易经济合作厅批准设立的有限责任公司。1999 年 3 月 14 日，经新疆维吾尔自治区人民政府新政函[1999]40 号文批准，广汇晨晖通过整体变更方式发起设立了新疆广汇石材股份有限公司，后者于 2012 年 6 月更为现名。2000 年 4 月，经证监会核准（证监发行字[2000]414 号），公司于 2000 年 4 月 21 日向社会公开发行了人民币普通股股票 5,000 万股，并于 2000 年 5 月 26 日在上海证券交易所挂牌上市交易，股票简称“广汇股份”（后改名“广汇能源”），证券代码“600256”。后经多次增资扩股，截至 2017 年末，公司总股本为 52.21 亿股。2018 年，经中国证监会出具的《关于核准广汇能源股份有限公司配股的批复》（证监许可[2018]157 号）核准，公司以股权登记日 2018 年 3 月 19 日上交所收市后总股本 52.21 亿股为基数，按每 10 股配售 3 股的比例向全体股东配售。截至 4 月 9 日认购缴款结束日，公司合计配售增加股份 15.16 亿股，扣除发行费用后募集资金 38.29 亿元。2018 年 12 月 17 日，公司向 254 名激励对象授予限制性股票 5,687.17 万股，2018 年 12 月 11 日已收到 254 名激励对象缴纳股款 1.29 亿元；同时，公司向 476 名激励对象授予股票期权 7,757.50 万份，于 2019 年 1 月 7 日办理完毕相应的授予登记手续。截至 2019 年 1 月 7 日，公司总股本为 67.94 亿股，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“集团”）及其一致行动人合计持股占公司总股本的 43.88%，系公司的控股股东。公司实际控制人为自然人孙广信。

自上市以来，广汇能源立足于新疆本土及中亚丰富的石油、天然气和煤炭资源，确立了以能源产业为经营中心、资源获取与转换为方向的产业发展格局。相继进入液化天然气（LNG）、煤化工和煤

炭开发、石油天然气勘探开发领域，同时逐步退出了原有的房地产、商品批发零售贸易、商业物业租赁、石材和塑钢门窗等非能源业务，于 2012 年成功转型为以能源物流为支撑的天然气液化（LNG）、煤炭开采、煤化工转换、油气勘探开发四大业务板块的专业化能源开发上市公司，系国内同时具有煤、油、气三种资源的唯一一家民营企业。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产为 448.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益，下同）合计为 143.12 亿元，资产负债率为 68.06%。2017 年，公司实现营业总收入 81.37 亿元，净利润 4.91 亿元，当年经营活动净现金流为 24.62 亿元。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司总资产为 496.62 亿元，所有者权益合计为 169.74 亿元，资产负债率为 65.82%。2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 92.95 亿元，净利润 13.00 亿元，当期经营活动净现金流为 32.41 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
发行主体	广汇能源股份有限公司
债券名称	广汇能源股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元）。
债券期限	本期债券的期限为 2 年，债券存续期第 1 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券为固定利率品种，票面利率及其支付方式由公司股东大会授权董事会在发行前根据市场情况与主承销商协商确定。
还本付息方式	本期债券采用单利按年付息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本。本期债券本息支付将按照债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体事项按照债券登记机构的相关规定办理。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司及控股子公司有息负债。

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%；天然气进口量为 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%。2018 年上半年，我国天然气产量为 779 亿立方米，同比增长 4.9%；天然气进口量 584 亿立方米，同比增长 39.3%；天然气表观消费量 1,348 亿立方米，同比增长 17.5%。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，此举有望较大幅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	主干线途经地区	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,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。2018 年 1~6 月,国内建成投产 LNG 工厂 197 座,产能达到 11,125 万方/天,受上游气源限气较为频繁的影响,国产 LNG 工厂开工负荷不足,LNG 工厂平均开工率为 37.28%。

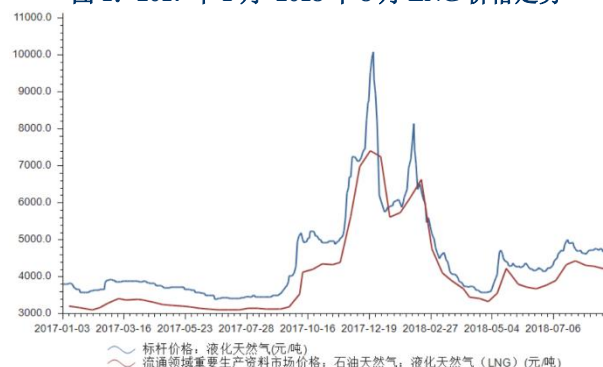
LNG 进口方面,我国 LNG 主要进口来源国为澳大利亚、印度尼西亚、也门、马来西亚和卡塔尔等,其中卡塔尔占进口总量约 50%~60%。受国内产量和管道进口不足的影响,为弥补供需差距,国内 LNG 需求量持续增加,2017 年,中国成为全球 LNG 消费增长的最大驱动力,并超越韩国成为了全球第二大 LNG 进口国。据标普全球普氏分析,中国的 LNG 需求预计将在 2023 年翻倍,达到 6,800 万吨/年,并在 2030 年前超过日本,跃居全球第一大 LNG 消费国。

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。2018 年上半年,国内天然气消费量

持续高增,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。经历短暂的低迷期后,受益于煤改气的稳步推进以及替代燃料价格保持高位提高了天然气的竞争力,LNG 价格在 5 月重新进入上涨态势,2018 年上半年整体价格较 2017 年同期高出 500-800 元/吨,呈现出淡季不淡的价格表现。

图 1: 2017 年 1 月~2018 年 8 月 LNG 价格走势



资料来源: 东方财富 Choice, 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%。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。2017 年 5 月，中共中央、国务院印发了《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，明确了深化石油天然气体制改革的指导思想、基本原则、总体思路和主要任务，提出了完善油气进出口管理体制、改革油气管网运营机制、深化下游竞争性环节改革、改革油气产品定价机制、完善油气储备体系等任务。《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》的发布对天然气体质改革进行了原则上的规定，对此后在全国范围内推进的管网设施开放、配气管网成本监审、非居民价格放开、各级调峰责任等内容，均具有指导价值。2017 年 7 月，国家发改委联合国家能源局等十三部门发布《加快推进天然气利用的意见》（以下简称“《天然气利用意见》”）。《天然气利用意见》指出，要逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一，到 2020 年，天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到 10% 左右，地下储气库形成有效工作气量 148 亿立方米。到 2030 年，力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到 15% 左右，地下储气库形成有效工作气量 350 亿立方米以上。2018 年 9 月，国务院发布关于促进天然气协调稳定发展的若干意见，提出建立以地下储气库和沿海 LNG 接收站为主的多层次储气系统；供气企业到 2020 年形成不低于其年合同销售量 10% 的储气能力；加快 LNG 接收站项目的建设，根据市场发展需求，积极发展沿海，内河小型 LNG 船舶运输；研究根据 LNG 接收站实际接收量实行增值税按比例返还的政策。

表 3：近年天然气行业主要政策

时间	颁发机构	政策名称
2016.8	国家发改委	《天然气管道运输价格管理办法（试行）》
2016.8	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》
2017.1	国家发改委	《天然气发展十三五规划》
2017.5	中共中央、国务院	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》
2017.6	国家发改委、国家能源局等十三部门	《加快推进天然气利用的意见》
2018.9	国务院	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》

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

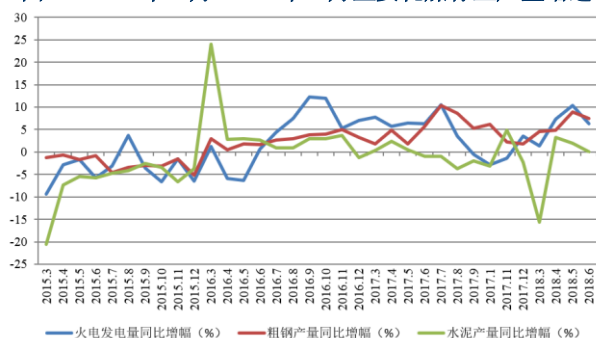
中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体，煤炭在我国能源消费中占比维持在 70% 左右。长期看，随着中国工业化和城镇化的推进，能源消费将保持稳定增长，但是经济增长方式的转变和节能减排政策的实施将使能源消费增速放缓。因此长期来说，煤炭行业仍具有持续增长潜力，但增速将放缓。短期看煤炭行业将受到经济周期波动、行业政策和运输通道建设等因素的影响。

2017 年以来煤炭主要下游行业景气度有所回暖，但长期来看，宏观经济增速的持续放缓和环保政策趋严都将压制煤炭需求增长

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，煤炭行业面临的下滑态势属长周期性的转折，未来煤炭行业增速将放缓。

图 2：2015 年 3 月~2018 年 6 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。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。2018 年上半年，全国火力发电量 2.39 万亿千瓦时，同比增长 8.0%，随着火电发电量的增加，电力行业煤炭消费量同比上升。但从长期来看，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。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%。2018 年 1~6 月，我国粗钢产量为 4.51 亿吨，同比增长 6.0%。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。

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。产量方面，受国际需求减少、行业去产能以及环保政策趋严等因素影响，2016 年和 2017 年我国尿素产量分别为 6,885.10 万吨和 5,758 万吨，同比分别下降 8.35% 和 16.37%。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，预计未来一段时间内化肥行业产能过剩形势仍将延续，对煤炭需求增速也将放缓。

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

为缓解煤炭产能过剩的局面，近年来国家陆续出台相关政策，对供给侧改革力度不断加大，一定程度上推升了煤炭价格的高位运行。为应对煤价的持续攀升，发改委等部门下达政策，放开现金产能生产，新建产能的释放也以产能置换的方式开展，相关审批陆续落地。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。2018 年 2 月，国家发改委、能源局等四部门联合发布了《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放》(发改办能源[2018]151 号)，进一步完善产能置换政策、加快优质产能释放，通过优质产能有序增加，推动落后产能尽早退出，促进煤炭产业结构调整和新旧发展动能转换。

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，煤炭消费总量控制在 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、最高库存制度考核不同时段，科学确定煤炭最低库存和最高库存。
2018.2	四部门《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放》	进一步完善产能置换政策、加快优质产能释放，通过优质产能有序增加，推动落后产能尽

释放》

早退出，促进煤炭产业结构调整和新旧发展动能转换。

2018.3 《政府工作报告》

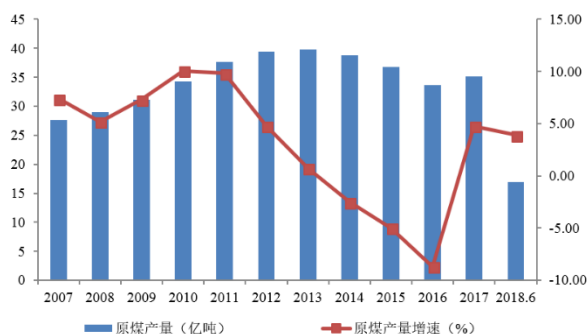
2018 年再压减钢铁产能 3,000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从去产能执行情况看，根据煤炭工业协会的统计，2006~2015 年，全国累计关闭落后煤矿 16,866 处，淘汰落后产能约 11 亿吨/年，其中 2010~2015 年淘汰落后产能约 8 亿吨/年。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。2018 年上半年，全国原煤产量为 16.97 亿吨，同比增长 1.7%。

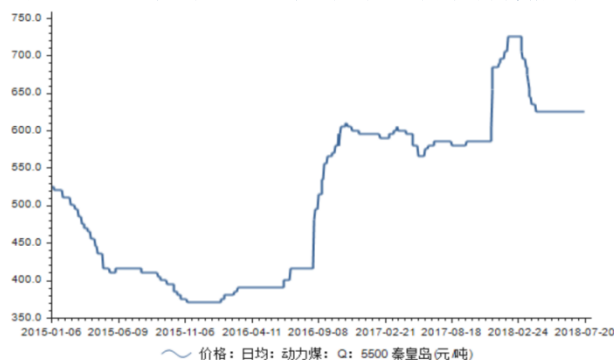
图 3：2007 年~2018 年 6 月全国原煤产量及增速情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从煤炭价格走势来看，2014 年至 2016 年上半年，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 年以来煤炭价格维持高位波动，并逐渐稳定在合理区间。

图 4：2015 年 1 月~2018 年 7 月秦皇岛动力煤价格走势



资料来源：东方财富 Choice，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，短期内煤炭价格将回归合理区间。

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。

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。2018 年上半年，受“煤改气”工业限气和价格回调的影响，甲醇开工率在 58~70% 左右波动，平均开工率为 61.97%。国内甲醇产能合计 8,190.5 万吨/年，同比增长 8.70%；国内甲醇实际产量合计 2,313.36 万吨，同比增长 3.96%。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：

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。

竞争实力

资源储备优势显著

随着公司向清洁能源主业逐步转型，公司对上游资源的需求日益提升，而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。

具体来看，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、吐哈三大盆地天然气预测资源量 10.3 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 1.82~2.19 万亿吨，占全国预测总储量的 40.5%，居全国之首。就公司而言，公司拥有哈密淖毛湖和富蕴县喀木斯特两大煤炭基地，已探明煤炭资源量合计 37.14 亿吨，主要煤炭种类为长焰煤和不粘煤，具有固定碳含量高、气产量高等特点，是优质的气化原料煤和动力煤，且该区域煤炭处于单一中厚近水平煤层，开采条件十分有利。

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 63.6 亿方，控股 TBM 公司将极大增强公司油气资源储备实力。

产业链日益完整

公司是一家以能源物流为支撑的天然气液化（LNG）、煤炭开采、煤化工转换、油气勘探开发四大业务板块的专业化能源开发上市公司。未来随着多个生产项目的分批投产以及能源物流体系的建设，公司将逐步形成具有煤、气、油资源勘探和开发，LNG 加工、煤化工产品生产和煤炭综合利用以及能源运输和终端销售的综合业务框架。

公司能够从上游资源获取、中游加工利用和物流通路到下游市场拓展的整体保障。公司在上游投资建设疆内煤炭综合开发基地和境外油气综合开发基地已初见成效，煤炭开采已具备规模；在中游通过自建公路快速投入疆煤东运，建成贯通中哈跨境天然气管线，修建红淖三铁路，在甘肃省酒泉市、嘉峪关市、宁夏回族自治区中卫市、江苏省南通市

投资建设 LNG 分销转运站等举措完善通路；在下游加大力度建设 LNG 加注站点、推广 LNG 重卡运输车辆，已经基本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（铁路、公路、油气管网、物流基地、中转码头），到下游终端市场销售的完整能源产业链布局。

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，有效地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。在目前国内已建成的陆地非管输 LNG 厂商中，公司业务规模最大，在陆地非管输 LNG 的市场占有率处于行业首位。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 混合制冷剂循环技术，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。

业务运营

公司已陆续取得煤炭、石油、天然气三种基础能源资源，目前主要业务包括 LNG 业务、煤炭开发、煤化工转换和油气勘探开发业务，2015~2017 年以及 2018 年 1~9 月分别实现营业总收入 48.25 亿元、41.94 亿元、81.37 亿元和 92.95 亿元。2017 年，公司 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，全年实现营业收入 81.37 亿元，同比增长 94.01%；其中，LNG、煤炭

和煤化工业务营业收入分别同比增长 87.46%、206.94%和 57.62%，收入占比分别为 50.84%、18.24%和 26.56%。2018 年 1~9 月，公司各主要产品产销量继续保持增长，当期营业总收入同比增长

99.96%至 92.95 亿元，其中 LNG、煤炭和煤化工业务收入分别同比增长 119.65%、89.17%和 76.28%，收入占比分别为 48.89%、19.01%和 26.39%。

表 5：2015~2018.Q3 公司营业总收入构成情况

单位：亿元、%

分产品	2015		2016		2017		2018.Q3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
天然气	24.33	50.44	22.07	52.61	41.37	50.84	45.44	48.89
煤炭	10.83	22.45	4.84	11.53	14.85	18.24	17.67	19.01
煤化工	10.57	21.91	13.71	32.70	21.61	26.56	24.53	26.39
其他	2.50	5.20	1.32	3.16	3.55	4.36	5.31	5.71
合计	48.25	100.00	41.94	100.00	81.37	100.00	92.95	100.00

注：哈密新能源生产的煤制 LNG 产品纳入公司 LNG 业务板块核算。
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

LNG 业务

公司 LNG 业务拥有鄯善、哈密和吉木乃三个生产基地，各基地设计产能均为 5 亿立方米/年，其中鄯善基地出于成本考虑自 2014 年 9 月起处于停产状态。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（以下简称“吐哈油田”），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。此外，公司还与兰州、西安及内蒙古等地区厂商建立了稳固的合作关系，以便调峰期进行零星采购。此外，2012 年公司控股子公司 Volga 拟出资 2 亿美元以增资入股的方式取得 Foren associates B.V.（以下简称“Foren”）56%的股权，从而间接拥有哈萨克斯坦南依玛谢夫油气区块（以下简称“南依玛谢夫项目”）56%的权益。2018 年 12 月 13 日，公司发布公告称，基于国际市场形势复杂、项目实际开采成本较高以及投资风险逐步加大等因素影响，拟终止南依玛谢夫项目的投资。根据公告，南依玛谢夫项目仍处于风险勘探期，尚未产生收入，对公司后续的生产经营以及收入规模的影响不大。控股子公司 Volga 已累计对 Foren 出资 4,562.80 万美元，截至 2018 年 11 月末已累计计提长期股权投资减值准备 4,462.80 万美元，剩余 100 万美元将在该项目确定终止后一次性计提完毕。该事项预计将对公司全年净利润产生一定的影响，中诚信证评将

对此事项后续的落实情况保持关注。

同时，为进一步巩固和开拓市场，公司调整天然气终端加气站的发展策略，重点开发启东港工程项目（即南通港吕四港区 LNG 分销转运站）的建设以引进海外 LNG 资源。项目分为三期，一期工程储罐容量为 10 万立方米，LNG 储存与转运容量为 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 LNG 储存于转运容量扩至 115 万吨，并具备天然气进口接卸能力；三期工程储罐容量为 16 万立方米，项目建成后总设计能力将达到 300 万吨，并具备气化管输系统设施与管道外输能力。随着项目建设的推进，一期工程已于 2017 年 6 月初投入运行。截至 2018 年 9 月末，二期工程 16 万方储罐项目已完成封罐，BOG 压缩机主体就位，正进行配管安装；2018 年 11 月末，二期工程已投入试运行。此外，三期工程 16 万方储罐项目已完成第一层墙体浇筑，开始第二层钢筋绑扎，外罐详细设计已完成，内罐详细设计完成 30%。随着启东港二期、三期工程项目的逐步建成投运，公司 LNG 销售规模有望进一步扩大。

产量方面，哈密 LNG 生产基地于 2012 年 12 月打通全部流程，并成功生产出合格的甲醇、LNG 等全系列产品；2016 年经技术改造后，哈密基地 LNG 日产能提升约 47%。2015~2017 年，哈密基地 LNG 产量分别为 3.78 亿立方米、6.51 亿立方米和 6.12 亿立方米，其中 2017 年受哈密煤化工工厂

发生安全事故的影响，哈密基地全年 LNG 产量同比小幅下降 5.91%。公司吉木乃 LNG 生产基地气源为哈萨克斯坦斋桑气田，斋桑油田开采的天然气通过管道输送至吉木乃生产基地。2016 年吉木乃基地 LNG 产量为 4.38 亿立方米，同比增长 24.02%；2017 年产量为 4.71 亿立方米，同比增长 7.27%。2017 年，公司合计生产 LNG 10.83 亿立方米，较上年的 10.89 亿立方米小幅下降，产能利用率¹为 108.30%。2018 年前三季度，公司 LNG 产量同比增长 14.18% 至 8.85 亿方，其中哈密基地和吉木乃基地产量分别为 5.13 亿方和 3.71 亿方。

表 6：2015~2018.Q3 公司 LNG 产销量明细表

单位：亿方、元/方

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
产量	7.32	10.89	10.83	8.85
销量	9.88	12.27	18.46	16.17
其中：自产	7.27	10.80	10.83	8.84
外购	2.61	1.46	7.64	7.33
平均售价	1.81	1.46	2.24	2.76

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

销售方面，启东港 LNG 接收站投入使用后，公司可通过与中石油等建立战略合作关系引进澳大利亚、卡塔尔、马来西亚、印度尼西亚和尼日利亚等国家的海气资源实现 LNG 的境内销售，大幅提升了公司外购 LNG 的销售能力。2017 年，启东港 LNG 接收站成功靠泊 LNG 外轮 12 艘次，接卸 LNG 47 万吨，推动外购 LNG 销量同比增长 422.48% 至 7.64 亿立方米。截至 2018 年 9 月末，启东港 LNG 接收站安全靠泊 LNG 外轮共计 23 艘次，接卸 LNG 59.61 万吨，累计出库 59.93 万吨，运营情况良好。2015~2017 年以及 2018 年前三季度，公司 LNG 销量分别为 9.88 亿方、12.27 亿方、18.46 亿方和 16.17 亿方，其中自产 LNG 销量分别为 7.27 亿方、10.80 亿方、10.83 亿方和 8.84 亿方，产销率分别为 99.32%、99.17%、100.00% 和 99.89%，整体保持很高的产销率。

售价方面，2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司 LNG 平均售价分别为 1.81 元/方、1.46 元/方、2.24 元/方和 2.76 元/方，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 年以来，受下游需求回暖以及全国大范围内“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，全年平均售价较上年增长 53.42%。2018 年 3 月以来，国内天然气整体价格仍处于高位，公司 LNG 当期平均售价为 2.76 元/方。

运输方式方面，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。在销售模式上，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，公司按照“建站推车，建站优先”的资源配置模式，通过在下游大力建设 LNG 加注站实现销售，推动了 LNG 交通用气业务的快速发展。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。截至 2018 年 9 月末，公司累计现存加注站 199 座，其中累计现存投入运营加注站 123 座。此外，公司全资子公司广汇能源综合物流发展有限责任公司与华电江苏公司等四方于 2018 年 7 月签署了投资协议共同建设启通天然气管线项目，该项目依托启东港 LNG 接收站资源，线路全长 160 公里，设计输量为 40 亿方/年，除接收启东港 LNG 接收站天万起资源并与中石油西气东输管线连通外，还将与中石油南通分输站以及沿海管道互联，实现向苏南地区市场供气。2018 年 7 月，公司与中国华电清洁能源公司、岳阳城投公司就关于共同投资建设岳阳 LNG 项目签订了意向协议书，三方拟采用股权合作方式设立有限公司建设 200 万吨 LNG 接收码头，上游 LNG 来源主要为启东港 LNG 接收站。上述协议的签订有利于发挥启东港 LNG 接收站项目天然气开发利

¹ 计算产能利用率时暂未将鄯善基地产能纳入其中。

用以及能源服务等优势，公司 LNG 销售网络得到进一步拓宽。

从销售区域的分布来看，公司实行以市场为导向的销售策略，运输距离较近的西北地区为公司 LNG 销售的主要区域。2017 年启东港 LNG 接收站项目启用后，大幅提升了公司 LNG 在华东和华北地区的销售能力。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%。此外，公司在西南和中南地区的销售有限，2017 年合计销售占比仅为 6.12%。2018 年 1~9 月，公司在西北地区和华东地区的销量占比分别为 52.91% 和 45.17%，在西南、中南和华北地区的合计销售占比为 1.92%。

表 7：2017~2018.Q3 公司 LNG 销量区域分布情况

单位：亿立方米、亿元

销售区域	2017		2018.Q3	
	销量	收入	销量	收入
华东地区	5.61	13.23	7.30	21.40
西南地区	0.62	1.60	0.18	0.54
西北地区	9.39	20.65	8.56	23.03
中南地区	0.51	1.13	0.05	0.16
华北地区	2.33	4.76	0.08	0.31
合计	18.46	41.37	16.17	45.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 8：截至 2018 年 9 月末公司主要在产煤炭资源情况

单位：万吨

煤矿	持股比例	煤种	资源储量	可采储量	可开采年限
白石湖煤矿、伊吾县煤矿	94%	长焰煤	170,380.91	163,838.64	露天矿 74 年、一号井 41 年、二号井 40 年、二号露天矿 19 年
黑顶山煤矿	94%	长焰煤	6,183.67	6,035.39	20 年
合计	-	-	176,564.58	169,874.03	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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 600 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 年以来，受益于煤炭市场的回暖，煤炭市场需求量增加，2017 年及 2018 年 1~9 月，公司外销煤炭产量分别为 378.52 万吨和 419.46 万吨，分别同比增长 82.23% 和 42.74%。

总体来看，受益于天然气市场需求回暖和启东港工程一期项目的投入运营公司 LNG 销量有所提升，加之天然气价格处于高位，公司天然气业务盈利能力得以增强。

煤炭业务

煤炭业务是公司能源战略规划中重要的业务板块，公司拥有哈密淖毛湖和富蕴县喀木斯特两大煤炭基地，已探明煤炭资源量合计 37.14 亿吨，主要煤炭种类为长焰煤和不粘煤，具有固定碳含量高、气产量高等特点，是优质的气化原料煤和动力煤，且该区域煤炭处于单一中厚近水平煤层，开采条件十分有利。其中，哈密淖毛湖地区煤炭基地共有 3 个煤矿，分别为白石湖煤矿、伊吾县煤矿和黑顶山煤矿，目前开采均为露天煤矿，煤炭资源储量为 17.76 亿吨；富蕴县喀木斯特基地具有 17 个探矿权，其中 6 个矿已探明煤炭储量为 19.48 亿吨，其他矿资源量正在勘探之中。

表 9：2015~2018.Q3 公司煤炭产销量明细表

单位：万吨、元/吨

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
产量	295.93	207.71	378.52	419.46
销量	517.01	255.32	634.34	601.77
吨煤销售价格	209.51	189.43	234.03	293.63

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，公司加强兰州河西走廊一带及川渝地区市场拓展力度，实施区域煤炭销售价格联动机制，实现“疆煤入渝”。从客户结构来看，2017 年及 2018 年前三季度公司煤炭业务前五大客户销售收入占比分别为 86.01% 和 69.51%，客户集中度较高，其中对单一客户酒泉钢铁（集团）有限责任公司较为依赖，一旦酒泉钢铁的采购需求量下滑，或使公司面临较大的潜在业务波动风险。

表 10：2017~2018.Q3 公司煤炭业务前五大客户情况

单位：亿元、%		
2017 年前五大客户	收入	煤炭收入占比
酒泉钢铁（集团）有限责任公司（炉料部）	9.67	65.12
甘肃大唐燃料有限责任公司	2.17	14.65
石嘴山市隆湖车辆物资有限公司	0.40	2.73
国电电力酒泉发电有限公司	0.28	1.89
甘肃电投金昌发电有限责任公司	0.24	1.62
合 计	12.77	86.01
2018 年前三季度前五大客户	收入	煤炭收入占比
酒泉钢铁（集团）有限责任公司（炉料部）	7.86	44.46
甘肃大唐燃料有限责任公司	1.64	9.31
石嘴山市隆湖车辆物资有限公司	1.26	7.15
大唐甘肃发电有限公司景泰发电厂	0.78	4.41
甘肃电投武威热电有限责任公司	0.74	4.18
合 计	12.28	69.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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 年以来，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，2017 年及 2018 年前三季度公司分别实现煤炭销量 634.34 万吨和 601.77 万吨，同比增长 148.45% 和 32.20%。价格方面，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司吨煤销售价格分别为 209.51 元/吨、189.43 元/吨、236.92 元/吨和 293.63 元/吨。其中，2017 年以来煤炭行情的回暖推高了煤炭价格，当年均价涨幅为 25.07%，2018 年前三季度价格较上年度进一步上涨 25.47%。

总体来看，2017 年以来，受益于煤炭市场的回暖，公司煤炭销售量价齐增，推动板块收入大幅增长。

煤化工业务

公司依托丰富的煤炭资源，发展高附加值的煤化工产业，有助于实现对现有煤炭资源的综合利用，提升经营实力。目前公司产品除了煤制 LNG 之外，主要为甲醇，可广泛应用于化工、医药、轻工、纺织及运输业等领域，其余产品包括环烃及其他副产品。截至 2018 年 9 月末，公司控股子公司新疆广汇新能源有限公司（以下简称“哈密新能源”）拥有甲醇 120 万吨/年、煤制 LNG 39.40 万吨/年和副产品 21.03 万吨/年的设计生产能力。

2016 年，哈密新能源实施了 13 项大型技术改造项目。其中，研发配比煤矸石掺烧 13.09 万吨，节约成本约 6,752 万元；《鲁奇炉煤制气协同资源化处理生化污泥技术评估》项目顺利通过新疆维吾尔自治区环保厅组织的专家评审，产生效益约 6,250 万元，填补了煤化工生化污泥资源化、无害化、减量化处置的空白。技改后，公司甲醇日产能增幅约 28%、LNG 日产能增幅约 47%、副产品日产能增幅约 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，哈密新能源全年评审出管理类创新 182 项，技改类创新 498 项，上报实用新型专利项目 33 项，解决了分子筛装填难题，获得国家优惠贷款、直供电优惠；实施汽化工艺，降低入炉煤粒径；开展地下水治理抽采技改，节约水耗成本。投运低温冷冻水装置、氢回收尾气变压吸附提氢装置及硫化氢提浓装置，优化了产品结构，有效提升了装置产能。生产方面，受 2017 年 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，增幅分别下降 6.50%、5.90% 和 0.30%。2018 年 1~9 月，哈密新能源生产装置保持平稳运行，生产效率继续提升，甲醇、煤制 LNG 和副产品产量分别为 79.25 万吨、

36.67 万吨和 27.59 万吨，分别同比增长 9.73%、17.83%和 16.56%。

此外，公司下属新疆广汇煤炭清洁炼化有限责任公司（以下简称“清洁炼化公司”）投资建设的“哈密 1,000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目”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，目前已可产出煤焦油、提质煤和粗酚等产品。2018 年 1~9 月，清洁炼化公司煤焦油、提质煤和粗酚产产品产量分别为 9.13 万吨、40.53 万吨和 0.57 万吨。

表 11：2015~2018.Q3 公司煤化工产销量情况

单位：万吨/年、万吨、元/吨

项目	2015			2016			2017			2018.Q3		
	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	71.50	70.80	1,055	107.67	108.73	1,065	100.67	102.47	1,626	79.25	79.28	1,929
煤制 LNG	27.02	26.82	1.81	46.46	46.11	1,604	43.72	43.90	2,517	36.67	36.78	3,117
副产品	29.28	29.35	1,425	32.86	33.73	791	32.76	33.71	1,394	27.59	27.87	1,688
煤焦油	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.13	8.38	2,314
提质煤	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40.53	42.43	191
粗酚	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.57	0.55	798

注 1：2015 年煤制 LNG 销售均价的单位为元/方；

注 2：煤焦油、提质煤和粗酚产品产量为 2018 年 6 月清洁炼化公司一期炭化 II 系列投产转股后的产销数据，不包括转固前产量。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司 LNG 统一由新疆广汇液化天然气发展有限责任公司负责销售，非 LNG 化工产品则由新疆广汇化工销售有限公司负责销售，下游客户定位于大中型工业企业。目前公司煤化工销售的运输方式主要为客户自提和第三方物流运输，通过公路及铁路运输和实现对全国范围的覆盖。2017 年和 2018 年 1~9 月公司对煤化工业务前五大客户的销售比重分别为 33.48%和 27.23%。

表 12：2017~2018.Q3 公司煤化工业务前五大客户情况

单位：亿元、%

2017 年前五大客户	收入	煤化工收入占比
天津德源浩益科技发展有限公司	1.69	7.80
神华榆林能源化工有限公司	1.53	7.07
张家港保税区汇海源国际贸易有限公司	1.45	6.69
乌鲁木齐浦润发商贸有限公司	1.31	6.07
新疆中天基石能源有限公司	1.26	5.85
合计	7.24	33.48
2018 年前三季度前五大客户	收入	煤化工收入占比
天津德源浩益科技发展有限公司	1.61	6.56
唐山科洁商贸有限公司	1.38	5.63
西安中车罐车租赁有限公司	1.26	5.15
宁津县高科贸易有限公司	1.25	5.10
新能（天津）能源有限公司	1.17	4.78
合计	6.68	27.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，哈密新能源煤化工产品一直保持较高的产销率，其中 2016 年、2017 年和 2018 年 1~9 月均实现了全产全销。2017 年，受产量下降的影响，哈密新能源甲醇、煤制 LNG 和副产品分别实现销量 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 1~9 月，哈密新能源实现甲醇、煤制 LNG 和副产品销量 79.28 万吨、36.78 万吨和 27.87 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 年前三季度，甲醇、煤制 LNG 和副产品均价分别为 1,929 元/吨、3,117 元/吨和 1,688 元/吨，分别较 2017 年增长 18.63%、23.84%和 21.09%。

同时，炭化 II 系列项目转固后，2018 年 1~9 月清洁炼化公司实现煤焦油、提质煤和粗酚销量 8.38 万吨、42.43 万吨和 0.55 万吨，销售均价分别为 2,314 元/吨、191 元/吨和 798 元/吨。

整体来看，随着煤化工项目技改的完成以及清

洁炼化项目的部分达产，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，但随着价格的回升，营业收入保持增长。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。

战略规划

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

项目投资方面，公司对在建项目以加强前期手续办理和基础管理为主，科学合理地规划项目所需资金，适时调整各项目建设进度，稳步推进各重点投资项目的建设，打造能源全产业链，逐步形成以 LNG、煤炭、煤化工和石油为核心产品的专业化能源开发公司。

在上游的资源获取、资源转换方面，公司主要投资建设的项目包括哈萨克斯坦斋桑油气开发项目、哈密 1,000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目、粗芳烃加氢项目、硫化工项目和准东喀木斯特 40 亿方/年煤制天然气项目等；在中游的能源运输方面，公司主要投资项目包括红淖三铁路建设项目和启东港 LNG 接收站项目。目前公司主要在建项目预计总投资 549.39 亿元，截至 2018 年 9 月末累计投资为 229.76 亿元，尚需投入 319.63 亿元，未来投资规模较大。

哈萨克斯坦斋桑油气开发项目目前仍主要处

于勘探评价和稠油试采阶段，天然气投入正常生产并已产生稳定现金流。自 2013 年 6 月 19 日，主块天然气顺利投产并从哈国斋桑输送至新疆吉木乃 LNG 生产基地，目前斋桑现场生产气井 21 口，开井 17 口，日产气 150 万方。2016 年、2017 年及 2018 年 1~9 月分别生产和输送天然气 4.66 亿方、4.99 亿方和 3.94 亿方，累计生产和输送天然气 23.66 亿方。截至 2018 年 9 月末，该项目已完成投资 39.99 亿元，公司将根据经济形势及相关产品市场行情等因素为判断依据，制定后续投资计划。

由于淖毛湖矿区煤炭具有高挥发性、高含油低硫等特性，清洁炼化公司哈密 1,000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目将形成“原煤-半焦-荒煤气制氢-煤焦油加氢-轻质油和酚油”的循环经济产业。该项目计划总投资 78.08 亿元，建设周期为 5 年，建成后预计可年产粗芳烃 112 万吨、煤沥青 40 万吨、精分 6.4 万吨、提质煤 510 万吨。目前该项目炭化 II 系列和炭化 I 系列分别于 2018 年 6 月和 12 月投产转固，可为公司贡献稳定现金流和利润。截至 2018 年 9 月末，该项目累计投资为 66.88 亿元。此外，公司与山东汇东新能源有限公司、重庆三峡油漆股份有限公司签订了《120 万吨/年粗芳烃加氢项目投资合作协议》，三方采用股权合作方式（股权比例为 34%、33%和 33%）设立新疆信汇峡清洁能源有限公司，目前“荒煤气制氢”、“焦油加氢”项目建设正全面开展，截至 2018 年 9 月末，常减压装置除离心机尚未完成施工，其他装置已具备生产条件。加氢及制氢土建和结构安装已完成 90%，电气和设备安装完成将近 50%。值得注意的是，2018 年 12 月 17 日，清洁炼化公司控股子公司新疆信汇峡清洁能源有限公司（以下简称“信汇峡公司”）正在建设的“正 20 万吨/年粗芳烃加氢项目”在进行脱酚塔调试检查过程中发生一般安全事故，事故伤员经送医院救治后确认 1 人死亡、2 人轻伤，无直接经济损失。根据《生产安全事故报告和调查》，本次事故为一般安全事故。事故发生后，公司立即启动应急预案，组织现场救治，并积极配合当地安全生产监督管理部门对本次事故进行调查和善后处理，中诚信证评对该事故的调查处理进展、项目建

设投产进度以及公司面临的安全生产压力予以关注。

此外，为充分发挥新疆阿勒泰地区富蕴县喀木斯特矿区的煤炭资源优势，2013 年 9 月，发改委下发《关于同意新疆准东煤制气示范项目开展前期工作的复函》（发改办能源[2013]2309 号），同意新疆准东煤制气示范项目开展前期工作，其中公司准东喀木斯特煤制天然气项目由控股子公司新疆富蕴广汇新能源有限公司为主体负责具体建设、经营和管理。该项目整体计划总投资 248.48 亿元，截至 2018 年 9 月末累计投资为 18.68 亿元，目前配套净水厂、35KV 变电站、综合管网等工程建设均已全面完工，接续项目为煤制天然气项目公司将根据市场行情推进。

红淖铁路项目位于新疆维吾尔自治区东部的哈密地区，自甘新交界处的兰新铁路红柳河车站引

出，经哈密市星星峡镇、双井子乡，沿东天山边缘西行经伊吾县下马崖乡，至终点伊吾县淖毛湖镇，验收线路全长 435.6km，沿线共设 27 个车站。项目主要工程包括红柳河至淖毛湖段，正线全长 313.09 公里；淖毛湖矿区段线路全长 122.51 公里，其中西部支线长 60.68 公里，东部支线长 53.21 公里，煤化工专用线 8.61 公里。该项目计划总投资 108.68 亿元，截至 2018 年 9 月末累计投入 85.13 亿元。2019 年 1 月 1 日，经乌鲁木齐铁路局确认，红淖铁路开通使用，进入试运营阶段。

启东港 LNG 接收站项目计划总投资为 24.97 亿元，截至 2018 年 9 月末已投入 16.27 亿元，项目一期和二期工程分别于 2017 年 6 月和 2018 年 11 月投入运营，三期工程外罐详细设计已完成，内罐详细设计完成 30%，施工、设计和采购进度正常。

表 13：截至 2018 年 9 月末公司主要在建及拟建项目情况

单位：亿元

项目名称	计划投资	起始时间	建设期限	已投资金额	尚需投资金额	
					2018.10~12	2019 年
哈萨克斯坦斋桑油气项目	84.20	2009 年	持续性投资	39.99	-	-
哈密 1,000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目	78.08	2013 年	5 年	66.88	2.00	5.00
红淖三铁路建设项目	108.68	2011 年	7 年	85.13	5.00	10.00
启东港 LNG 接收站项目	24.97	2013 年	5 年	16.27	1.50	5.00
硫化工项目	4.98	2016 年	2 年	2.81	-	0.30
准东喀木斯特 40 亿方/年煤种天然气项目	248.48	2011 年	6 年	18.68	-	-
合计	549.39	-	-	229.76	8.50	20.30

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

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司投资项目较多，且单个项目投资规模较大，其中 2018 年第四季度和 2019 年预计将分别投资 8.50 亿元和 20.30 亿元，面临较大的资本性支出压力。由于国内宏观经济增速放缓，公司根据市场行情调整未来两年内的投资支出，中诚信证评将持续关注公司投资进度及资金筹集情况。

公司管治

治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》及相关法律法规要求，健全并完善了公司

法人治理结构，规范运作制度。公司建立了股东大会、董事会、监事会、内部问责委员会、经营管理层的法人治理结构，明确了职责权限及运作程序，治理结构较为健全。公司设董事会，对股东大会负责。公司董事会成员 11 名，其中包括独立董事 4 名，设董事长 1 名。董事会下设审计委员会、薪酬与考核委员会、战略委员会、提名委员会。公司设监事会。公司监事会由 5 名监事组成，设主席 1 人，监事 4 人，其中职工监事 2 人。公司设总经理一名，由董事会聘任或者解聘。

内部管理

公司根据产业布局和经营特点，制定了健全有效的内部控制体系，涵盖了生产经营、财务管理、对外担保、投资管理、信息披露、人力资源管理、质量技术管理等各方面。公司下设财务部、运营管理部、人力资源管理部、证券部、综合办公室、安全环保部、招采中心、投资发展部和审计部。其中综合办公室负责组织制定、实施公司行政管理制度与工作计划，安排监督检查、督办办公资产管理，协调公司公共事务，落实领导督办工作。风险控制与审计部负责对公司风险管理机制及内控制度运行的健全性、有效性以及执行情况进行评价；并定期给管理层、风险控制与审计委员会提交风险管理报告；负责建立完善公司内部审计制度及实施。人力资源管理部负责制定公司人力资源管理政策和人力资源战略规划；开发公司人力资源，建立、培养公司高素质员工队伍。财务部负责编制、审核、汇总、合并会计报表，并向公司管理层报告财务状况和经营成果；依法合理筹措和有效使用资金，集中管理，统一调度，加强资金管理。运营管理部负责组织拓展客户与服务客户，进行营销策划和品牌运作，开拓国际国内市场，以最好的价格和最安全的收汇方式销售公司产品。证券部负责公司证券及投资者关系管理方面的计划、咨询、协调等专项工作，为公司的有关决策提供合理化建议。招采中心主要依托广汇集团电子采购系统，对公司及下属子公司招标采购业务进行集中管控，实施两级采购；按照招采网络平台的设定，结合招采业务管理需要，制定公司相关规定与制度。投资发展部主要负责制订公司的中长期发展战略规划，负责宏观政策的收集、整理及解读，研究市场及产品动态，负责公司所有项目过程管控及事后评价。审计部负责组织制定公司的审计工作规划、发展、年度审计工作计划和审计管理制度，对审计、监察报告中存在问题作出处理建议及作出处理决定。

目前，公司的内控制度包括三会运作的相关制度、对控股及参股子公司的管理制度、投资及经营管理制度、财务管理制度等，公司现有内部控制制度已基本建立健全并已得到有效执行，符合有关法

律法规和证券监管部门对上市公司内控制度管理的规范要求。

在会计核算和财务管理方面，公司参照企业会计准则的要求，制定了较完整的内部控制制度，包括《货币资金管理制度》、《全面预算管理制度》、《对外投资管理制度》、《财务管理部门工作组织制度》、《财务负责人委派管理办法实施细则》等。近年来，公司会计核算和财务管理严格按照相关制度执行。

在风险控制控制方面，公司建立健全法人治理结构及内部控制相关制度。为提高风险管理水平，确保公司内部控制制度有效执行，制定了《内部控制检查监督管理办法》，对内部控制制度的落实进行定期和不定期检查。监督检查部门于年度结束后向公司董事会提交年度内部控制检查监督工作管理报告，如发现公司存在重大异常情况，可能或已经造成损失的，应立即报告公司董事会及监事会，公司董事会应立即提出切实可行的解决措施。

在重大事项决策方面，公司建立健全法人治理结构，制定《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理办公会议议事规则》、《总经理工作细则》、《对外担保决策制度》等制度，规范各部门工作内容、职责和权限，公司发生日常经营及财务预算外的重大事项，需要向广汇集团相关职能部门报告，广汇集团相关职能部门再向集团主要领导汇报，经广汇集团主要领导批准后，再提交有权机构审议。

总体看，现阶段公司治理结构完整，内控制度较为严格，能够对资金使用、对外担保、投资管理关键环节进行有效控制，现有内控制度基本涵盖了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行。

财务分析

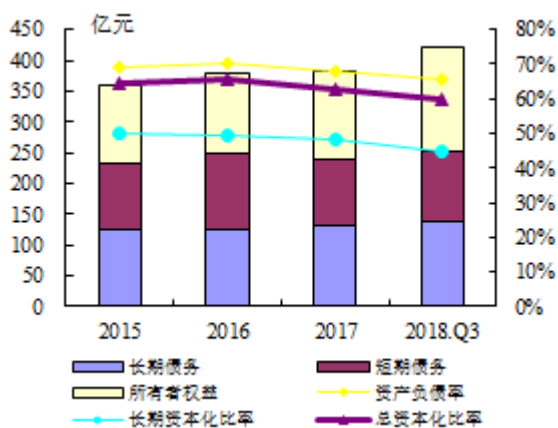
以下财务分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年度审计报告以及未经审计的2018年前三季度财务报告。

资本结构

受各主要子行业行情回暖的影响，公司业务规模保持增长，留存收益进一步积累，自有资本实力

不断增强；2018年4月，随着公司公开配股增发事项的完成，公司权益资本规模进一步扩张。2015~2017年以及2018年9月末，公司所有者权益分别为126.99亿元、130.05亿元、143.12亿元和169.74亿元。负债方面，随着在建项目的推进等，公司负债规模逐年扩张，近三年及一期末负债总额分别为281.72亿元、303.28亿元、304.94亿元和326.88亿元，三年平均复合增长率为4.04%。2015~2017年以及2018年9月末，公司总资产分别为408.71亿元、433.33亿元、448.06亿元和496.62亿元，三年平均复合增长率为4.70%。

图5：2015~2018.Q3公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，近三年及一期，公司资产负债率分别为68.93%、69.99%、68.06%和65.82%，同期总资本化率分别为64.70%、65.57%、62.69%和59.63%。2018年前三季度，随着权益资本的增加，公司负债水平有所回落，但公司现有财务杠杆仍处于较高水平，财务结构稳健性有待进一步提升。

资产结构方面，基于公司的业务特点，非流动资产是公司资产的主要构成，2015~2017年及2018年9月末公司非流动资产占总资产比重分别为87.81%、90.03%、90.10%和87.10%。截至2017年末，公司非流动资产合计403.68亿元，同比增长3.47%，主要由固定资产（147.16亿元）、在建工程（185.83亿元）、油气资产（35.56亿元）和无形资产（12.29亿元）构成。其中，固定资产主要是房屋建筑物以及机器设备；在建工程主要包括红淖铁路、哈密煤炭分级提质综合利用以及启东港工程等

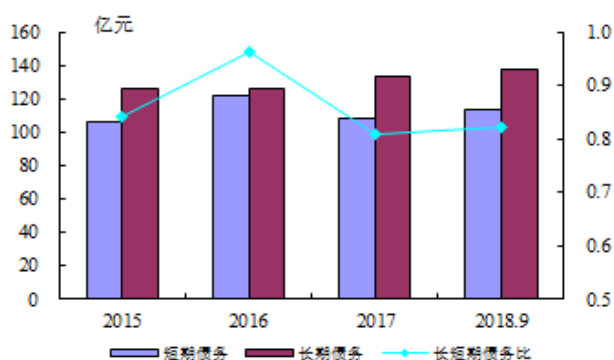
在建油气及天然气开发、铁路及港口工程项目，2018年9月末在建工程进一步增至194.93亿元，中诚信证评对相关项目的投资进度及后续投入使用情况予以关注；油气资产主要是公司拥有的天然气、油气井等；无形资产主要为土地使用权、采矿权和探矿权，2018年9月末无形资产较上年末增长50.11%至18.45亿元，主要系收购广汇集团所持伊吾广汇能源开发有限公司60%股权获得其探矿权所致。流动资产方面，2017年末公司流动资产合计44.38亿元，同比增长2.73%，主要由货币资金（20.06亿元）、应收票据（4.58亿元）、应收账款（2.90亿元）、存货（6.40亿元）和其他流动资产（5.95亿元）构成。其中，货币资金以银行存款为主，整体流动性良好，2018年受配股发行募集资金到位的影响，9月末货币资金增至39.54亿元；应收账款系尚未收取的货款，2018年前三季度随着销售规模的扩张，公司应收账款余额进一步上升至6.27亿元，截至2018年6月末公司已按单项金额重大、信用风险特征组合以及单项金额不重大但单独计提等类别合计计提坏账准备余额为1.84亿元；2017年末公司存货中原材料、在产品、库存商品的比重分别为25.78%、16.59%和53.54%，主要为天然气、煤炭及煤化工产品，存货跌价准备余额为0.24亿元，中诚信证评将持续关注其存货跌价风险；其他流动资产主要是预缴所得税和待抵扣增值税。

负债结构方面，2015~2017年及2018年9月公司流动负债分别占其负债总额的52.87%、56.25%、54.46%和56.08%。2017年末，公司流动负债余额合计166.07亿元，主要为短期借款（49.41亿元）、应付账款（38.29亿元）、一年内到期的非流动负债（27.87亿元）和其他流动负债（24.97亿元）。其中，短期借款主要系保证借款，2018年9月末短期借款规模增至53.75亿元；应付账款主要系应付工程款及设备款；一年内到期的非流动负债主要是将于一到年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款等；其他流动负债系公司发行的短期应付债券。非流动负债方面，2017年末公司非流动负债合计138.88亿元，主要为长期借款（92.49亿元）、应付债券（19.92亿元）和长期应付款（20.47亿元）。

其中，长期借款主要为保证借款；应付债券系公司仍在存续期内的公司债券和中期票据；长期应付款系应付融资租赁款、非金融机构借款和国开基金。

债务期限结构方面，2015~2017 年以及 2018 年 9 月末，公司总债务分别为 232.75 亿元、247.66 亿元、240.49 亿元和 250.69 亿元，其中短期债务分别为 106.34 亿元、121.48 亿元、107.62 亿元和 113.18 亿元，长短期债务比分别为 0.84 倍、0.96 倍、0.81 倍和 0.82 倍。整体来看，公司债务以长期债务为主，但受近年发行多期短期应付债券的影响，公司面临的短期偿债压力仍较大，相较于其资产结构，公司债务结构匹配性有待进一步改善。

图 6：2015~2018.Q3 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于权益资本的积累和在建项目投资进度的放缓，公司自有资本实力进一步提升，财务杠杆比率有所下降。目前公司资产结构与债务结构匹配性欠佳，面临一定的短期偿债压力，未来公司仍面临较大的资本性支出计划，中诚信证评将对公司各资本支出项目的实施进程以及较高的债务规模保持关注。

盈利能力

2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司分别实现营业总收入 48.25 亿元、41.94 亿元、81.37 亿元和 92.95 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，公司营业总收入规模同比减少 13.07%。2017 年以来，受益于行业行情的回暖及吕四港区 LNG 接收站在年中的投入运营，公司各主要产品销售价格及销量不同程度增长，2017 年及 2018 年 1~9 月，公司营业收入分别

同比增长 94.01%和 99.96%。

营业毛利率方面，2015~2017 年公司营业毛利率分别为 28.49%、30.96%和 37.79%，2017 年在行业行情回暖的背景下，公司综合毛利率同比增长 6.83 个百分点。分板块来看，2017 年公司吕四港区 LNG 分销转运站投入运营后，公司外购 LNG 销量大幅增加，加之天然气价格上升，推动板块毛利率同比增长 3.70 个百分点至 36.43%；同时，2017 年煤炭市场回暖，公司煤炭销售业务量价齐增，全年煤炭业务实现毛利率 19.15%，同比增长 14.17 个百分点；煤化工板块方面，受甲醇及副产品价格上升所致，当年公司煤化工业务毛利率同比增长 14.20 个百分点至 49.82%。2018 年 1~9 月，公司营业毛利率分别为 34.72%，其中天然气、煤化工和煤炭业务毛利率分别为 35.13%、46.24%和 20.41%。

表 14：2015~2018.Q3 公司收入结构和毛利率

单位：亿元、%

收入	2015	2016	2017	2018.Q3
天然气	24.33	22.07	41.37	45.44
煤化工	10.57	13.71	21.61	24.53
煤炭	10.83	4.84	14.85	17.67
其他	2.50	1.32	3.55	5.31
合计	48.25	41.94	81.37	92.95
毛利率	2015	2016	2017	2018.Q3
天然气	39.43	32.73	36.43	35.13
煤化工	17.39	35.63	49.82	46.24
煤炭	13.76	4.98	19.15	20.41
合计	28.49	30.96	37.79	34.72

注：哈密新能源生产的煤制 LNG 产品纳入公司天然气业务板块核算。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司销售费用主要为折旧和职工薪酬；管理费用以职工薪酬、咨询费、排污绿化费和物料消耗及摊销为主，财务费用包括利息支出、汇兑损益和融资费用及手续费等。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司期间费用合计分别为 11.88 亿元、11.19 亿元、16.62 亿元和 11.91 亿元，2017 年受利息及汇兑损失增加的影响，公司财务费用大幅提高，使其三费绝对规模同比增长 48.48%，但受益于营业总收入涨幅较大，三费收入比降至 20.42%；2018 年 1~9 月三费收入比进一步下降至 12.81%。整体来看，公司期间费用与营业总收入的

比率有所降低，但绝对规模仍较大，费用控制能力有待进一步加强。

表 15：2015~2018.Q3 公司期间费用分析

单位：亿元、%

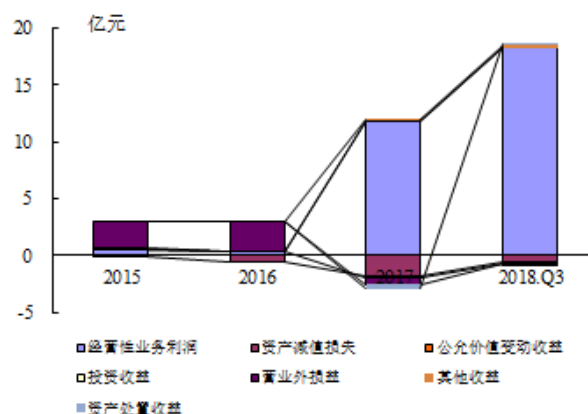
	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	2.12	2.17	2.56	2.00
管理费用	3.78	3.58	4.01	2.40
财务费用	5.98	5.44	10.05	7.51
三费合计	11.88	11.19	16.62	11.91
营业总收入	48.25	41.94	81.37	92.95
三费收入占比	24.62	26.68	20.42	12.81

注：中诚信证评将公司 2018 年前三季度“研发费用”计入“管理费用”。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司利润总额分别为 3.03 亿元、2.42 亿元、8.98 亿元和 17.78 亿元，同期经营性业务利润分别为 0.55 亿元、0.32 亿元、11.81 亿元和 18.23 亿元。受能源行业行情下行的影响，2015~2016 年公司经营性业务利润大幅下滑。2017 年以来，受益于行业环境的回暖，公司盈利能力大幅提升，经营性业务利润大幅增长，系 2017 年及 2018 年前三季度利润总额的主要构成。同时，公司 2017 年及 2018 年前三季度分别取得其他收益 0.08 亿元和 0.27 亿元，主要为经营扶持资金、社保补贴和递延收益转入等政府补助。此外，2017 年及 2018 年 1~9 月公司发生资产减值损失 1.77 亿元和 0.51 亿元，其中 2017 年主要为计提的坏账准备，2018 年主要系公司计划终止南依玛谢夫项目分批确认的资产减值损失；2017 年和 2018 年 1~9 月，受公司权益法核算的长期股权投资收益减少的影响，公司投资收益分别为-0.17 亿元和 -0.16 亿元；2017 年公司发生营业外支出 0.64 亿元，主要为鄯善工厂停工损失，对公司的整体盈利能力仍产生一定的负面影响，中诚信证评将对公司未来的非经常性损益情况予以持续关注。

图 7：2015~2018.Q3 公司利润总额分析



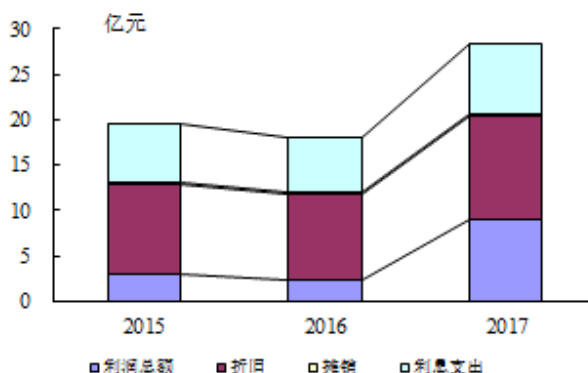
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于能源行业的回暖，2017 年以来公司收入规模和盈利能力有所提升，但非经常性损失的增加仍对其综合盈利产生一定的负面影响，未来盈利稳定性仍值得关注。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 19.63 亿元、18.04 亿元和 28.43 亿元，2017 年以来公司经营获现能力有所提升，利润总额大幅增长推动 EBITDA 同比增长 57.61%，其中利润总额占比为 31.60%。从 EBITDA 对债务本息的覆盖程度来看，近三年，公司总债务/EBITDA 分别为 11.86 倍、13.73 倍和 8.46 倍，EBITDA 利息倍数分别为 1.44 倍、1.31 倍和 2.11 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所提高，但受债务规模较大的影响，整体保障能力仍较低。

图 8：2015~2017 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营性现金流方面，近三年及一期，公司经营性净现金流分别为 6.90 亿元、13.75 亿元、24.62 亿

元和 32.41 亿元，公司盈利能力有所提升，同时采购环节应付票据结算规模增加，加之销售环节资金占用情况好转，2017 年经营活动净现金流同比增长 79.06%。同期，公司经营活动净现金/总债务分别为 0.03 倍、0.06 倍、0.10 倍和 0.20 倍，近三年经营活动净现金/利息支出分别为 0.51 倍、1.00 倍和 1.83 倍，经营性现金流对债务本息的保障能力有所增强。

表 16：2015~2018.Q3 公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.Q3
EBITDA (亿元)	19.63	18.04	28.43	-
经营活动净现金流 (亿元)	6.90	13.75	24.62	32.41
总债务 (亿元)	232.75	247.66	240.49	250.69
资产负债率 (%)	68.93	69.99	68.06	65.82
总资本化比率 (%)	64.70	65.57	62.69	59.63
经营性净现金流/总债务 (X)	0.03	0.06	0.10	0.20
经营性净现金流/利息支出 (X)	0.51	1.00	1.83	-
总债务/EBITDA (X)	11.86	13.73	8.46	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.44	1.31	2.11	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2018 年 9 月末，公司获得多家金融机构综合授信额度为 297.72 亿元（其中银行授信 229.72 亿元），未使用授信额度 76.36 亿元（其中银行授信 50.36 亿元），分别较上年末下降 16.67%和 44.03%，备用流动性有所下降；但公司系 A 股上市公司，能够从资本市场获取直接融资，整体融资渠道仍较为通畅。

受限资产方面，截至 2018 年 9 月末，公司受限资产余额为 53.42 亿元，占期末总资产的 10.76%，其中包括货币资金 4.30 亿元、固定资产 31.22 亿元、无形资产 1.73 亿元和在建工程 16.17 亿元，一定程度上限制了该部分资产对其他债务的保障能力。

对外担保方面，截至 2018 年 9 月末，公司向合营企业甘肃宏汇能源化工有限公司（以下简称“宏汇能源”）提供担保 8.29 亿元，担保期限自 2016 年 3 月起，至 2025 年 1 月止。宏汇能源由公司与酒泉钢铁（集团）有限责任公司于 2014 年共同出资设立，公司持股比例为 50%。截至 2017 年末，宏汇能源总资产 28.70 亿元，净资产 7.65 亿元，其

150 万吨粉煤干馏及焦油加氢项目于 2016 年 12 月完工，目前该项目已打通生产流程并继续进行试生产工作，生产装置负荷逐步提升至设计值的 70%，生产的提质煤、轻质煤焦油等产品指标稳定，但尚未对外销售产品形成收入。中诚信证评对担保对象未来的经营以及对公司形成的或有负债压力保持关注。

或有事项方面，截至 2018 年 6 月末，公司及控股子公司未决诉讼、仲裁涉及金额共计 5.96 亿元，其中起诉（申请）案件涉及金额 3.76 亿元，应诉（申请）案件涉及金额 2.20 亿元，相关事项对公司的日常经营及财务状况的影响暂不明，中诚信证评将对此保持关注。

总体来看，2017 年以来，受益于行业环境的回暖和启东港 LNG 接收站的投产，公司 LNG 和煤炭销售量价齐增，加之煤化工产品价格的上升推动公司业务规模快速扩张，盈利能力好转。同时，权益的积累和在建项目投资进度的放缓使公司财务杠杆比率有所下降，财务结构稳健性有所提升。但中诚信证评仍关注到，目前公司债务规模仍较大，且其债务结构与资产结构匹配程度欠佳，短期内公司仍面临一定的偿债压力。

结 论

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

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

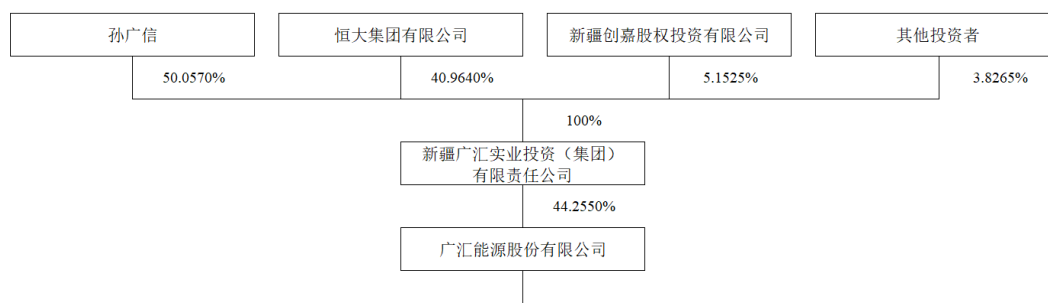
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。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）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。

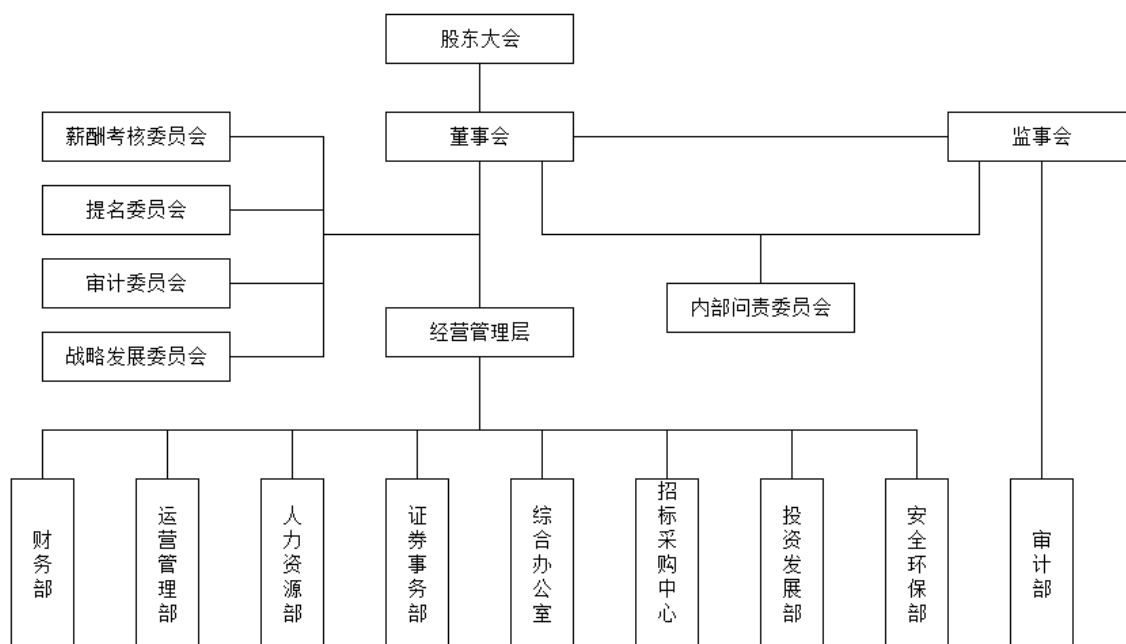
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

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



一级子公司名称	持股比例（%）	一级子公司名称	持股比例（%）
新疆广汇新能源有限公司	94.00	新疆广汇化工销售有限公司	100.00
宁夏中卫广汇能源发展有限公司	90.00	新疆龙汇化工有限公司	44.00
喀什广汇天然气发展有限公司	100.00	伊吾广汇能源物流有限公司	100.00
新疆红淖三铁路有限公司	79.75	新疆广汇陆友硫化工有限公司	65.00
广汇能源综合物流发展有限责任公司	99.00	新疆富蕴广汇新能源有限公司	51.00
新疆广汇液化天然气发展有限责任公司	98.12	新疆广汇石油有限公司	100.00
新疆哈密广汇物流有限公司	100.00	新疆富蕴广汇清洁能源开发有限公司	51.00
新疆广汇温宿建材有限责任公司	71.25	瓜州广汇能源物流有限公司	100.00
新疆广汇煤炭清洁炼化有限责任公司	52.50	新疆广汇中化能源技术开发有限公司	100.00
甘肃汇宏能源化工销售有限公司	50.00	伊吾广汇能源开发有限公司	60.00

附二：广汇能源股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



附三：广汇能源股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	239,438.94	247,238.12	200,630.80	395,395.43
应收账款净额	51,321.47	36,146.10	29,010.89	62,662.36
存货净额	58,595.55	48,678.27	64,046.50	60,550.02
流动资产	498,402.30	432,014.82	443,789.07	640,555.02
长期投资	78,488.92	85,317.27	128,051.51	145,599.17
固定资产合计	3,347,720.20	3,616,426.25	3,707,632.90	3,889,124.58
总资产	4,087,085.86	4,333,266.99	4,480,576.48	4,966,221.33
短期债务	1,063,415.11	1,214,766.15	1,076,169.46	1,131,845.48
长期债务	1,264,122.77	1,261,790.98	1,328,715.29	1,375,056.21
总债务（短期债务+长期债务）	2,327,537.88	2,476,557.14	2,404,884.75	2,506,901.69
总负债	2,817,154.41	3,032,815.20	3,049,414.77	3,268,786.05
所有者权益（含少数股东权益）	1,269,931.46	1,300,451.79	1,431,161.71	1,697,435.28
营业总收入	482,524.45	419,434.64	813,745.64	929,470.41
三费前利润	124,283.03	115,100.39	284,277.35	301,422.73
投资收益	580.33	320.80	-1,657.24	-1,649.16
净利润	22,998.15	14,457.30	49,054.87	130,017.65
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	196,264.76	180,291.65	284,268.07	-
经营活动产生现金净流量	69,036.35	137,511.23	246,224.75	324,074.75
投资活动产生现金净流量	-253,821.06	-119,439.28	-68,416.22	-395,674.67
筹资活动产生现金净流量	156,667.11	-6,969.00	-235,489.78	237,562.13
现金及现金等价物净增加额	-27,345.86	11,171.52	-58,232.95	166,268.90
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	28.49	30.96	37.79	34.72
所有者权益收益率（%）	1.81	1.11	3.43	10.21*
EBITDA/营业总收入（%）	40.67	42.98	34.93	-
速动比率（X）	0.30	0.22	0.23	0.32
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	0.06	0.10	0.20*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.06	0.11	0.23	0.44*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.51	1.00	1.83	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.44	1.31	2.11	-
总债务/EBITDA（X）	11.86	13.74	8.46	-
资产负债率（%）	68.93	69.99	68.06	65.82
总资本化比率（%）	64.70	65.57	62.69	59.63
长期资本化比率（%）	49.89	49.25	48.14	44.75

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 年前三季度带“*”指标经年化处理；

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

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

经营性业务利润=三费前利润-销售费用-管理费用-财务费用

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。