



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪090号

深圳市燃气集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“深圳市燃气集团股份有限公司2013年可转换公司债券”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，贵公司本次跟踪主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一四年五月二十三日

深圳市燃气集团股份有限公司 2013 年可转换公司债券跟踪评级报告 (2014)

发行主体	深圳市燃气集团股份有限公司		
发行规模	16 亿元		
存续期限	6 年期:2013/12/13-2019/12/13		
上次评级时间	2013/06/07		
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

深圳燃气	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益 (亿元)	41.15	44.87	52.58	54.42
总资产 (亿元)	92.51	96.79	120.81	120.29
总债务 (亿元)	35.01	34.71	37.14	38.82
营业总收入 (亿元)	81.12	89.68	85.75	21.89
营业毛利率 (%)	15.84	16.77	20.06	20.19
EBITDA (亿元)	8.35	10.28	13.12	-
所有者权益收益率 (%)	10.25	12.12	13.82	11.05
资产负债率 (%)	55.51	53.64	56.48	54.76
总债务/EBITDA (X)	4.19	3.38	2.83	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.33	6.20	8.10	-

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、2014 年一季度的所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

付春香 cxfu@ccxr.com.cn
罗杰 qluo@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2014 年 5 月 23 日

基本观点

2013 年深圳市燃气集团股份有限公司 (以下简称“深圳燃气”或“公司”) 总体保持了良好的发展态势, 其中公司管道燃气业务规模稳步增长; 液化石油气批发及瓶装液化石油气业务规模虽略有下降, 但受益于公司对成本控制力度的加强, 毛利水平均有所上升, 公司整体获利能力良好。同时中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 关注到广东省非居民用增量气门站价格将上调以及液化石油气批发及瓶装液化石油气业务规模下降等因素对公司信用状况的影响。

中诚信证评维持本次可转换公司债券信用等级为 AA⁺, 维持公司主体信用等级 AA⁺, 评级展望稳定。

正面

- 区域专营优势。截至 2014 年 3 月末, 公司已在深圳市及异地 19 个城市取得了城市管道燃气的特许经营权, 拥有的管网长度超过 6,000 公里, 其业务在主要经营区域内地位稳固, 不存在明显的竞争压力。
- 管道燃气业务稳步发展。截至 2013 年末, 公司管道燃气用户及售气量分别达 167.80 万户和 13.01 亿立方米, 同比分别增长 10.08% 和 20.69%, 管道燃气业务规模稳步增长。
- 获利空间上升。2013 年, 公司对成本的控制力度加强, 平均采购价格降幅较大, 使得公司各类业务的盈利空间上升, 当年公司综合毛利率同比上涨 3.29 个百分点, 至 20.06%。
- 现金流对债务的保障能力增强。受益于综合采购成本下降幅度较大, 公司 2013 年经营性净现金流同比大幅增长 109.62% 至 12.93 亿元, 经营活动净现金流对债务的保障能力增强。

关 注

- 广东省非居民用增量气门站价格将上调。2013年6月国家发改委发布《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》，在其他省份天然气价格改革到位后，广东省非居民用增量气门站价格将由目前的2.74元/立方米上调至3.32元/立方米，将对公司的盈利能力带来一定影响。
- 液化石油气批发及瓶装液化石油气业务规模下降。受管道燃气发展及天然气替代影响，公司液化石油气批发及瓶装液化石油气业务规模有所下滑，2013年上述两业务收入分别同比下降32.63%和20.32%。

募集资金使用情况

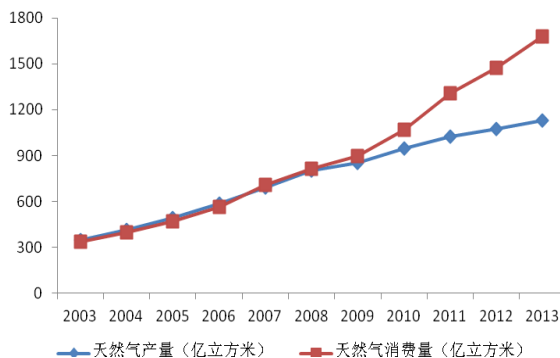
本次可转债于 2013 年 12 月 13 日公开发行，期限为 6 年，转股期为自可转债发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。转股期间第一年至第六年各年的票面利率分别为 0.60%、0.90%、1.20%、1.50%、1.80% 和 2.00%。本次发行共募集资金 16.00 亿元，扣除保荐费、承销费和其他发行费用后的净额为 15.60 亿元，募集资金已于 2013 年 12 月 19 日全部到位。

本次债券募集资金拟用于建设深圳市天然气储备与调峰库工程及天然气高压管道支线项目。截至 2014 年 3 月 31 日，公司已使用募集基金 3,090.72 万元，用于置换预先已投入募集资金投资项目的自筹资金，符合公司的募集资金用途。

行业关注

受益于国家政策支持以及天然气自身具备价格优势，我国天然气消费量快速增长，供应缺口不断上升

图 1: 2003-2013 年我国天然气产量和消费量



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

天然气作为一种清洁能源，对其的开发和利用是我国能源结构优化的重点。2013 年，为了加快我国能源结构调整，国务院出台了《大气污染防治行动计划》（简称“国十条”），国十条明确规定京津冀、长三角、珠三角等区域需通过增加天然气供应等措施替代燃煤，同时，到 2015 年，新增天然气干线管输能力 1,500 亿立方米以上，覆盖京津冀、长三角、珠三角等区域。此后，各省市亦相继出台了一系列实施细则，均在一定程度上致使天然气市场需求增加。此外，天然气与其他替代能源相比价格优

势十分明显，亦推动了天然气消费需求的不断上涨。2013 年，我国天然气表观消费量为 1,676 亿立方米，同比增长 13.9%。

天然气供应方面，2013 年，尽管我国天然气产量同比增长 9.1%，至 1,129.4 亿立方米，但与天然气消费量的快速增长相比，国内气源仍相对有限，行业供需矛盾仍较突出。2013 年为解决我国天然气供应缺口 546.6 亿立方米，进口天然气 529.6 亿立方米，同比增长 29.9%，进口依存度上升至 30.8%。

总体来看，未来随着我国能源结构的持续优化，天然气产业仍具有较大的发展空间，但由于需求增速相对较快，故供需矛盾将进一步加剧。根据《天然气发展“十二五”规划》，预计到 2015 年我国天然气消费量达到 2,300 亿立方米，届时，天然气供应缺口将增至 600 亿立方米。

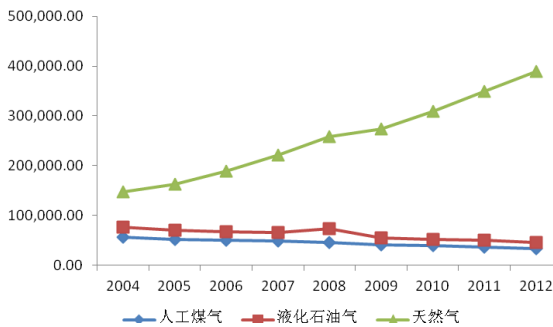
随着居民生活水平的提高，我国城市燃气普及率稳步上升，用气结构不断优化，城市供气管道建设亦日益完善

截至 2012 年末，我国城市用气人口达 39,332.70 万人，燃气普及率为 93.20%，较上年增长 0.80 个百分点。

从城镇燃气用户结构来看，天然气在城市燃燃气源中的占比逐年提高。截至 2012 年末，我国天然气、液化石油气和人工煤气用气人口分别为 21,207.53 万人、15,682.86 万人和 2,442.28 万人，分别占城市用气人口的 53.92%、39.87% 和 6.21%，其中天然气用气人口占比较 2011 年增加 3.58 个百分点。

城市供气管道建设方面，随着天然气应用范围的不断扩大，供气管道长度亦呈现快速增长的态势。2012 年，除对原人工煤气和液化石油气输配系统进行改造外，我国还新建了大量的天然气管道，当年新增城市天然气管道 43,780 公里，总长度达 342,751.81 公里，已覆盖我国大多数市（县），并在重点地区实现天然气全覆盖。但相对于未来在非重点区域大幅增长的用气需求，管网的建设程度仍有待提升。

图 2：2004~2012 年我国城市供气管道长度



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

整体来看，我国城市天然气用气人口占比逐年上升，城市燃气用气类型已初步实现从人工煤气到液化石油气再到天然气的转换，同时天然气基础设施建设亦不断完善。

天然气定价机制不断完善，未来广东省天然气门站价格上调或将使业内企业的盈利空间收窄

长期以来，天然气的低价格是推动下游市场消费的重要因素之一，但目前我国现行的天然气定价制度并不能反映天然气供需市场现状，国内天然气出厂价格明显低于进口天然气价格，造成气价倒挂，影响了天然气行业的长远发展。为理顺天然气定价机制，国家发改委于 2012 年 10 月 14 日出台《天然气利用政策》，明确提出建立并完善天然气上下游价格联动机制。2013 年 5 月 24 日，国务院批转发展改革委发布《关于 2013 年深化经济体制改革重点工作的意见》，提出推进天然气价格改革，逐步理顺天然气与可替代能源的比价关系。

2013 年 6 月，国家发改委发布《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》（以下简称“通知”），自 2013 年 7 月 10 日起，调整非居民用天然气门站价格，居民天然气价格不作调整。通知规定，此次非居民用天然气价格调整，将天然气分为存量气和增量气两部分，各省份门站价格按存量气和增量气区别定价，其中广东增量气为 3.32 元/立方米，但由于广东省系天然气价格形成机制改革试点省份，在其他省份天然气价格改革到位前，该省西气东输二线天然气到广东省最高门站价格仍按照 2.74 元/立方米执行，暂不作调整。

2014 年 3 月 21 日，国家发改委出台《关于建

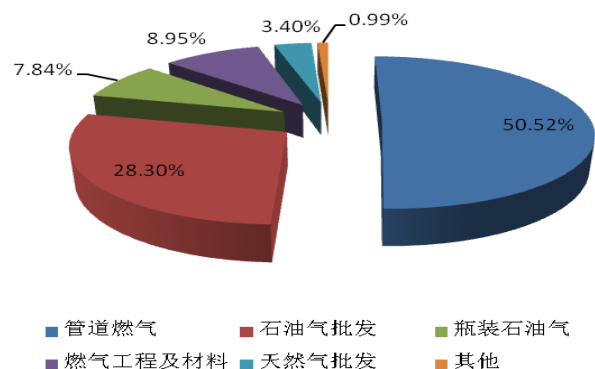
立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》，继续深化天然气价格改革，决定在全国范围内推行居民阶梯气价政策，要求 2015 年底前所有已通气城市均应建立起居民生活用气阶梯价格制度，其中将阶梯气价分为三档，各档气价实行超额累进加价，原则上第一、二、三档气价按 1:1.2:1.5 的比价安排。目前广东省居民生活用气的价格仍按照省物价局 2012 年 12 月 3 日发布的《关于管道燃气价格的管理办法（试行）》（以下简称“办法”）执行，办法规定，在条件成熟时将居民用户推行阶梯式气价管理。

整体来看，我国天然气定价机制不断完善，但短期内对广东省非民用天然气门站价格及民用气价未有影响。未来随着天然气价格改革的持续推进，广东省非居民用增量气门站价格将有所上升，将对业内企业的盈利能力产生重要影响。

业务运营

目前公司业务主要分为管道燃气、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售三大板块。2013 年，公司实现营业总收入 85.75 亿元，其中管道燃气、液化石油气批发、燃气工程及材料收入和瓶装液化石油气零售收入占比分别为 50.52%、28.30%、8.95% 和 7.84%。其中管道燃气仍系公司核心业务，是其收入、利润的重要来源。

图 3：2013 年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司管道燃气业务区域范围不断扩大，用户量及售气量稳步增长，其中深圳市管道燃气仍是公司该业务板块收入及利润的主要来源

2013 年，公司新获得 1 个异地城市的管道燃气

业务特许经营权，截至当年末，其已拥有深圳市以及异地 19 个城市的管道燃气业务特许经营权。受益于经营区域的扩张及我国城市燃气普及率的提高，公司管道燃气用户规模及售气量均实现稳步增长，亦带动该业务板块收入规模同步扩增。截至 2013 年末，公司拥有管道燃气用户 167.80 万户，同比增长 10.08%。2013 年全年，公司完成管道燃气销量 13.01 亿立方米，同比增长 20.69%；实现销售收入 43.32 亿元，同比增长 17.32%。

深圳市管道燃气

2013 年，公司在深圳地区的管道燃气用户新增 11.34 万户，同比增长 9.52%，总用户量达 130.42 万户，在公司管道燃气总用户量中占比为 77.72%。

随着用户量的增加，公司在深圳市区内的管网铺设亦日趋完善，2013 年公司在深圳地区新建高压、次高压管线 9.7 公里，新建市政中压管线 139 公里，接收政府投资管线 132 公里。截至 2013 年末，公司在深圳市拥有管网 4,007 公里，同比增加 437 公里，其中高压、次高压管线 163.19 公里、市政中压管线 2,158 公里（其中 1,320 公里为政府建设移交），总输配能力为 62.50 万吨/年。同期，深圳燃气管道覆盖率已超过 70%，未来随着特区内外一体化的推进，深圳燃气管道的覆盖率还将进一步提升。

气源方面，公司在深圳市区域范围内所供管道气主要来自中石油和广东大鹏，与其均签订了照付不议的天然气采购合同，其中与中石油签订的采购合同规定，正式供气（2012 年 5 月）后至达产期（2016 年）各年公司向中石油采购的天然气照付不议气量分别为 7.5 亿立方米、9.3 亿立方米、18.9 亿立方米、22 亿立方米、36 亿立方米，达产期后照付不议气量为每年 36 亿立方米；与广东大鹏签订的采购合同规定每年的照付不议气量为 27.1 万吨。2013 年，公司向以上两个供应商采购的天然气分别为 55.27 万吨和 28.13 万吨，分别占公司总购气量的 58.15% 和 29.60%，总占比较上年增加 5.67 个百分点。此外出现的供气缺口依靠来自广东、山东、海南、新疆等地的现货采购，主要供应商包括中海石油气电集团有限责任公司广东贸易公司、深

圳大鹏液化天然气销售有限公司（公司参股 10%）等，基本能够满足公司供气需要，但现货采购天然气的价格相对较高。

用气结构方面，随着气化率的提高以及电厂的“油改气”进程的推进，公司的工业客户以及电厂客户的用气量快速增加，2013 年实现向电厂客户销售天然气 3.65 亿立方米，同比增长 45.52%。截至 2013 年 12 月 31 日，公司已与钰湖电力、宝昌电力以及南天电力三家电厂签署了《天然气购销协议》，约定了在西气东输二线向深圳市供气达产之日起至协议期满（2039 年 12 月 31 日）的供应量（详见表 1）。此外，2013 年以来，公司还与钰湖电力和深圳能源集团股份有限公司签订了《天然气购销意向书》（详见表 2）。

表 1：公司已签订电厂购气协议

单位：亿立方米/年

电厂		第一年	第二年	第三年	第四年
钰湖电力	协议气量	3.74	3.74	3.74	3.74
	照付不议气量	2.62	2.81	2.99	3.18
宝昌电力	协议气量	3.7	3.7	3.7	3.7
	照付不议气量	2.59	2.78	2.96	3.15
南天电力	协议气量	0.5	0.64	2.08	2.21
	照付不议气量	0.35	0.64	2.08	2.21
照付不议气量合计		5.56	6.22	8.03	8.53

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

表 2：公司 2013 年以来签订的电厂购气意向情况

单位：亿立方米/年

电厂名称	气量	供气期限
钰湖电力	0.80	2015.1.1~2039.12.31
深圳能源集团股份有限公司	2015~2017 年分别为 0.84、7.87、8.58	2015.1.1~2039.12.31

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

终端销售价格方面，深圳市管道燃气价格较稳定，目前深圳市管道燃气居民用气价格仍为 3.5 元/立方米，商业用气价格和工业用气价格均为 4.8 元/立方米，电厂用气价格 3.16 元/立方米。但需关注的是，未来随着电厂用气量的上升，公司该业务板块的整体毛利率将有所下降。

总体来看，公司在管道燃气经营方面运营情况良好，但中诚信证评也注意到，受经济增速放缓和西电东送进广东电量增加等因素影响，目前电厂客户的用气量与理想状态存在较大差距，将对公司消

化照护不议采购量带来一定压力。此外，未来随着广东省将非居民用增量气门站价格由2.74元/立方米上调至3.32元/立方米，公司亦将面临成本上升压力。

异地管道燃气

2013年，公司新增5个异地燃气投资项目，分别为龙南燃气、九江深港燃气、南京绿源燃气、深圳中油深燃和黟县深燃，其中深圳中油深燃主要开发深圳及周边地区加气站项目，其余则主要负责各自所在区域管道天然气项目的建设及运营。截至2013年末，公司拥有异地燃气用户37.38万户，同比增长24.97%；全年燃气销量3.08亿立方米，同比增长48.08%。

管网建设方面，2013年公司在异地新建高压次高压管线49公里及市政中压管线249公里。截至2013年底公司在异地拥有高压、次高压管线142公里、市政中压管线1,549公里。

气源方面，目前异地管道燃气所供管道燃气大部分来自西气东输一线工程，西气东输一线采购量以照护不议合同锁定。截至2013年末，异地燃气公司已基本落实年采购天然气8.00亿立方米。此外，随着公司投资兴建的宣城和乌审旗两座天然气液化工厂顺利投产，亦为公司异地管道燃气业务气源提供了有效补充，2013年上述两工厂累计向公司供应天然气6.26万吨，占公司当年总采购量的6.52%。

总体来看，公司异地的管道燃气业务仍处于发展初期，业务规模相对较小，但发展速度较快，未来发展空间广阔。

公司液化石油气批发及瓶装液化石油气零售业务规模均有所下降

深圳燃气的液化石油气批发业务主要由控股子公司深圳华安液化石油气有限公司（以下简称“华安公司”）负责运营。华安公司批发业务所需液化石油气全部来自进口，主要销往珠江三角洲和华南沿海地区。2013年受珠三角各城市的管道燃气快速发展及国产液化石油气、二甲醚等替代能源供应增加影响，使得华安公司当年液化石油气业务规模有所下降，当年采购量和批发量分别为48.89万吨

和42.06万吨，分别同比下降31.98%和29.68%。

公司瓶装液化石油气零售业务由其间接控股的深圳市深燃石油气有限公司（以下简称“深燃石油气”）经营。深燃石油气所需液化石油气均从华安公司采购，将采购的液化石油气运送到储配站后进行储存、灌瓶后分送给居民及工商业用户，销售模式以送气上门为主，辅以24小时门市和便民服务点供应瓶装液化石油气。2013年，受天然气对瓶装液化石油气的持续替代影响，公司瓶装石油气销量同比下滑19.82%，至9.06万吨。2014年1~3月，深燃石油气销售瓶装液化石油气2.53万吨。

整体来看，公司液化石油气批发及瓶装液化石油气零售业务分别受管道燃气发展及天然气替代影响，业务规模均有所下滑。未来随着管道燃气的进一步发展以及天然气普及率的上升，公司上述两类业务规模或将进一步下滑。

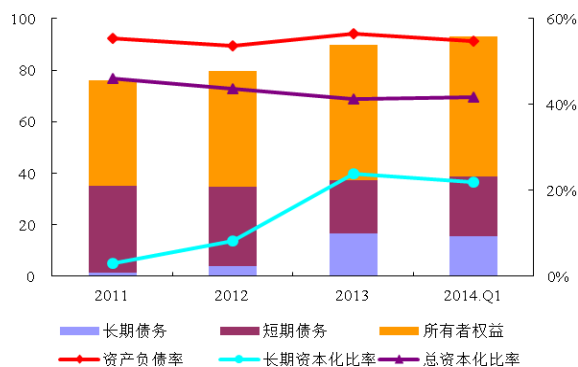
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2011~2013年财务报告，以及未经审计的2014年一季度财务报告。其中，2011年数据为2012年报表合并口径年初数，2012、2013年数据为当年报表合并口径年末数。

资本结构

2013年，受天然气管线工程项目建设的持续推进，公司资产规模稳步增长。截至2013年12月31日，公司资产总额为120.81亿元，同比增长24.81%。同期，为满足在建项目的资金需求，公司债务规模亦大幅增加，年末负债总计68.23亿元，同比大幅增长31.41%。净资产方面，受益于良好的获利能力，截至2013年12月31日，公司所有者权益合计52.58亿元，同比增长17.16%。截至2014年3月31日，公司总资产和所有者权益分别为120.29亿元和54.42亿元。

图 4: 2011~2014.Q1 公司资本结构



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从债务指标来看, 2013 年公司成功发行 16 亿元可转换公司债, 使得其当年末的负债规模有所上升, 负债水平在行业中处于偏高水平。截至 2013 年 12 月 31 日, 公司资产负债率和总资本化率分别为 56.48% 和 41.40%, 其中资产负债率同比上升 2.84 个百分点, 总资本化比率同比回落 2.21 个百分点。截至 2014 年一季度末, 公司资产负债率和总资本化率分别为 54.76% 和 41.64%。

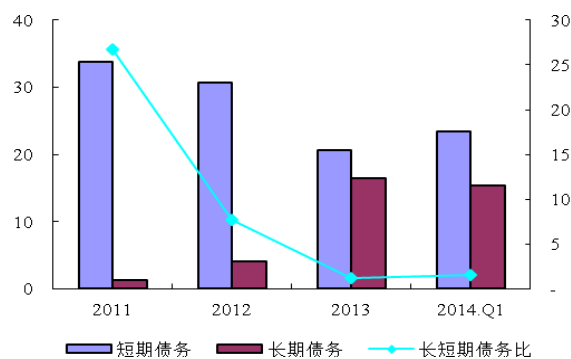
表 3: 截至 2013 年 12 月 31 日燃气上市公司财务指标对比

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
深圳燃气	120.82	56.48	41.40
大众公用	106.84	55.32	35.27
长春燃气	37.48	48.54	29.47

资料来源: 上市公司定期报告, 中诚信证评整理

从债务期限结构来看, 公司 2013 年长期债务规模大幅增加, 同时短期债务有所下降, 整体债务结构得到明显优化, 截至 2013 年 12 月 31 日, 公司长短期债务比为 1.25 倍, 同比下降 6.43 倍。2014 年以来, 受年初的长期借款重分类以及短期借款增加综合影响, 公司短期债务规模较年初有所上涨, 长短期债务比亦随之回升, 截至 2014 年 3 月 31 日, 公司长短期债务比大幅回升至 1.52 倍。总体来看, 公司以长期债务为主的债务结构符合公用事业投资规模大、投资回报期长的特点。

图 5: 2011~2014.Q1 公司债务结构分析

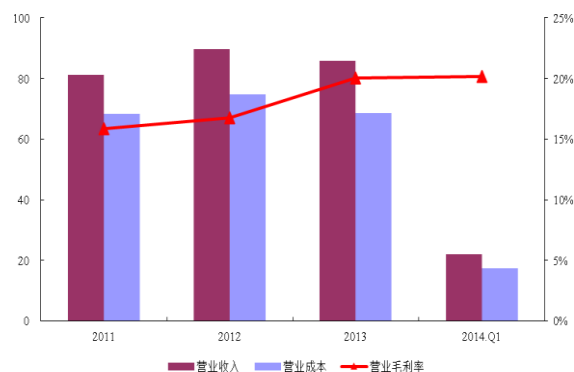


资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

盈利能力

2013 年, 公司管道燃气业务稳步发展, 收入规模较 2012 年略有上升, 但由于液化石油气批发业务和瓶装石油气零售业务收入下降幅度相对较大, 使得公司整体营业收入出现小幅下滑, 全年实现营业收入 85.75 亿元, 同比下降 4.39%。2014 年一季度, 受益于天然气销售量较上年同期增长 12.58%, 公司当期营业总收入同比增长 33.65%, 至 21.89 亿元。

图 6: 2011~2014.Q1 公司收入成本和营业毛利率分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

毛利方面, 2013 年受益于西气东输二线天然气采购占比增加, 公司管道天然气业务毛利率同比微增 0.14 个百分点, 至 27.14%; 液化石油气批发业务和瓶装液化石油气零售业务方面, 均受益于平均采购价格较平均销售价格下降幅度大, 两大业务毛利率均略有上升, 其中液化石油气批发业务毛利率为 2.63%, 同比上升 0.34 个百分点; 瓶装液化石油气零售业务毛利率为 19.14%, 同比上升 0.68 个百分点。2013 年, 公司综合毛利率为 20.06%, 较上年增加 3.29 个百分点, 经营效益有所提升, 且在同

行业中处于较高水平。2014年1~3月，公司综合毛利率进一步上升至20.19%。

表4：公司2012~2013年各类业务毛利率情况

业务类型	2012年毛利率	2013年毛利率
管道燃气	27.27	27.41
石油气批发	2.29	2.63
瓶装石油气	18.46	19.14
燃气工程及材料	41.24	41.24
天然气批发	1.82	1.47
其他	—	—
合计	16.77	20.06

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

表5：截至2013年12月31日燃气上市公司毛利率水平

公司	毛利率	业务结构
深圳燃气	20.06	城市燃气为主
大众公用	10.48	城市燃气为主
长春燃气	18.71	燃气为主

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用以销售费用为主，2013年共计发生销售费用7.24亿元，同比小幅增长2.15%，主要由职工薪酬增加所致。总体来看，公司2013年共计发生期间费用9.62亿元，三费收入占比为11.22%，较上年提高0.88个百分点。2014年第一季度，公司共计发生期间费用2.33亿元，占营业收入的比例为10.64%。

表6：2011~2014.Q1公司三费收入情况

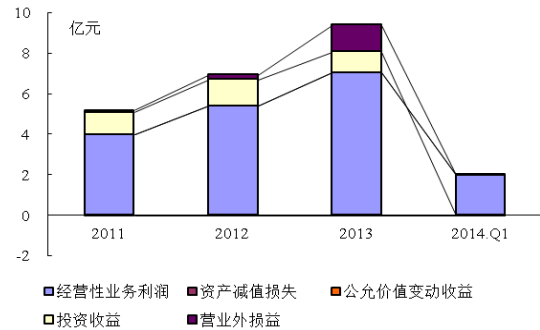
	单位：亿元			
	2011	2012	2013	2014.Q1
销售费用	6.60	7.09	7.24	1.77
管理费用	1.20	1.36	1.54	0.33
财务费用	0.73	0.83	0.84	0.24
三费合计	8.54	9.27	9.62	2.33
营业总收入	81.12	89.68	85.75	21.89
三费收入占比(%)	10.53	10.34	11.22	10.64

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2013年，尽管公司总业务规模略有下降，但受益于整体采购成本下降较多，获利空间上升，公司全年实现经营性业务利润7.05亿元，同比大幅增长30.60%；此外，公司2013年处置了喜年中心、万商大厦以及宏兴苑的多套房产，使得营业外损益大幅增至1.32亿元，同比增加1.09亿元。总体来看，受益于经营性业务利润和营业外损益大幅增长，公司2013年利

润总额同比增长35.37%，至9.36亿元。2014年1季度，公司实现利润总额1.96亿元，净利润1.50亿元。

图7：2011~2014.Q1公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

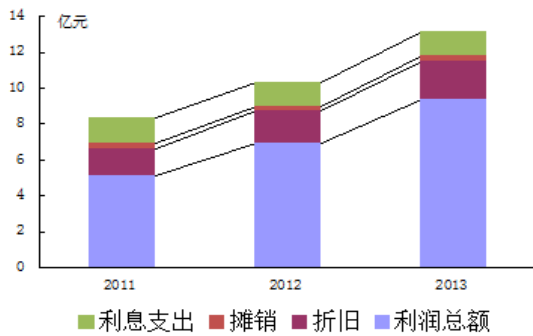
总体来看，受益于对成本控制力度的加强，公司获利空间上升，整体盈利能力良好。不过，中诚信证评也注意到未来广东省将上调非民用增量气门站价格，或将对公司盈利能力产生一定影响。

偿债能力

随着公司天然气利用工程项目的深入和异地项目的拓展，公司营运资金需求增加，债务规模总体呈现上升态势。截至2013年12月31日，公司总债务37.14亿元，同比增长7.02%，其中短期债务20.64亿元，长期债务16.50亿元。截至2014年3月31日，公司总债务规模为38.82亿元，其中短期债务23.43亿元，长期债务15.39亿元。

从EBITDA构成来看，公司EBITDA主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。随着公司获利空间的上升，利润总额较上年大幅增长；同时，天然气利用工程项目的逐步完工亦使得固定资产折旧有所增加，2013年公司EBITDA增至13.12亿元，EBITDA/营业总收入为15.30%，总债务/EBITDA及EBITDA利息倍数分别为2.83倍和8.10倍，EBITDA对总债务和利息支出的保障水平有所优化。

图 8：2011~2013 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2013 年受益于平均采购成本下滑，现金支出大幅减少，当年公司经营活动净现金流同比大幅增长 109.62% 至 12.93 亿元，经营活动净现金流对总债务的和利息支出的覆盖倍数分别增加至 0.35 倍和 8.10 倍，经营活动净现金流对债务的保障能力增强。

表 7：2011~2014.Q1 公司偿债能力指标

指标	2011	2012	2013	2014.Q1
EBITDA (亿元)	8.35	10.28	13.12	-
经营活动净现金流 (亿元)	6.95	6.17	12.93	2.28
资产负债率 (%)	55.51	53.64	56.48	54.76
总资本化比率 (%)	45.97	43.61	41.40	41.40
经营活动净现金流/利息支出 (X)	4.44	3.72	7.99	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.20	0.18	0.35	0.24
EBITDA 利息倍数 (X)	5.33	6.20	8.10	-
总债务/EBITDA (X)	4.19	3.38	2.83	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有事项方面，截至 2014 年 3 月 31 日，公司无对外担保。

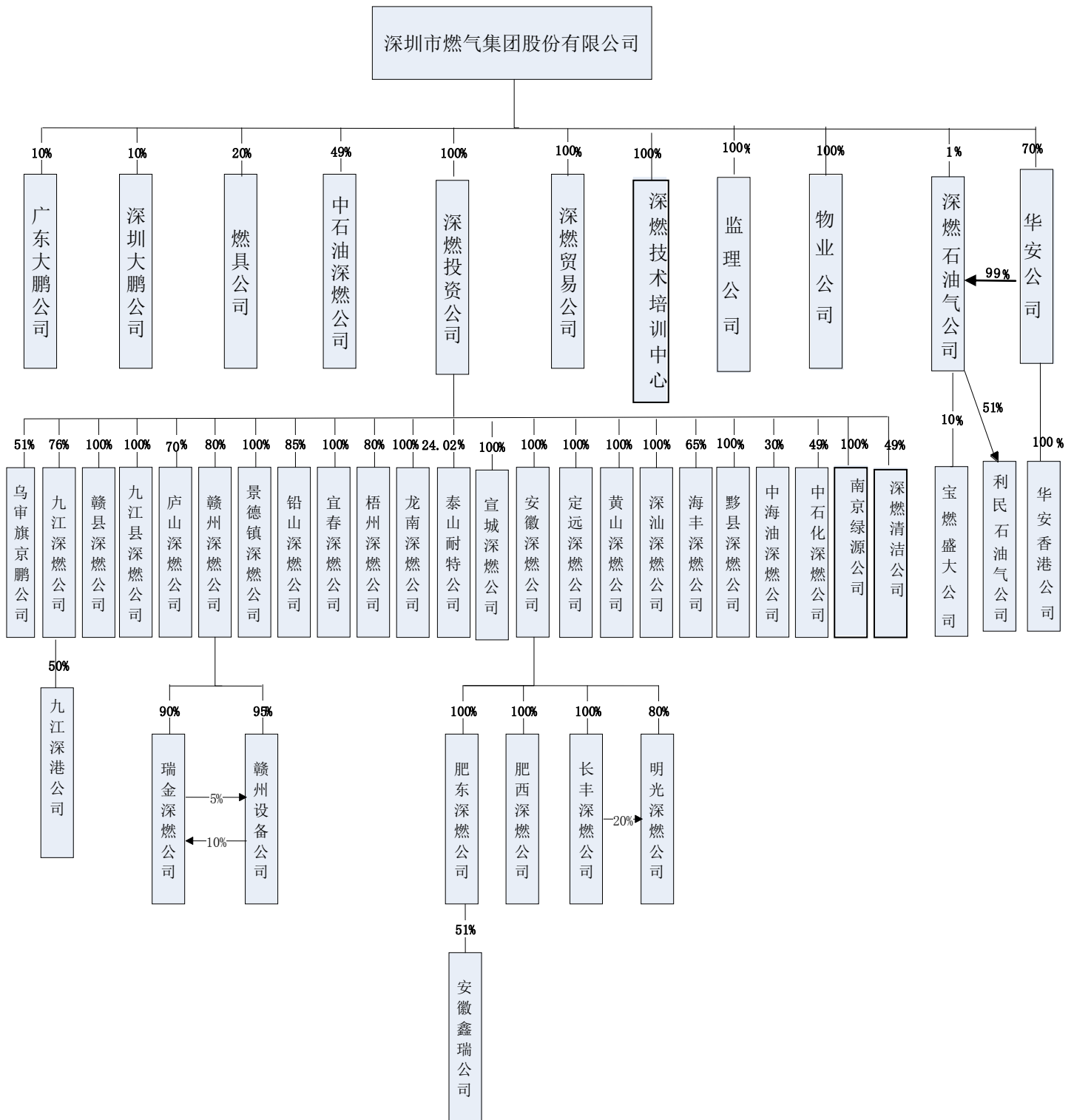
备用流动性方面，公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2014 年 3 月 31 日，公司银行授信总额为 89.42 亿元，尚未使用的授信额度为 67.89 亿元，具有较强的流动性支持。

总体来看，尽管为了不断满足天然气管线工程项目建设带来的资金需求，公司债务规模有所上升，但整体来看其负债水平仍处于可承受范围，加之获利能力和获现能力均较好，经营活动净现金流对债务的保障能力增强，公司整体偿债能力仍很强。

结 论

综上，中诚信证评维持发行主体深圳燃气主体信用等级为 **AA⁺**，本次可转换公司债券信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

附一：深圳燃气股权结构图（截至 2014 年 3 月 31 日）



附二：深圳燃气集团股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	292,030.84	175,631.82	298,104.72	268,608.92
应收账款净额	31,459.91	26,550.90	30,574.97	36,389.45
存货净额	30,411.60	41,921.80	30,721.53	21,591.19
流动资产	393,763.05	289,208.72	386,048.33	357,988.01
长期投资	27,213.46	29,302.36	30,979.78	30,725.20
固定资产合计	436,570.49	584,584.28	711,470.62	733,982.85
总资产	925,089.17	967,946.55	1,208,062.14	1,202,935.69
短期债务	337,454.13	307,064.08	206,421.32	234,288.01
长期债务	12,637.28	40,000.00	164,995.95	153,925.64
总债务(短期债务+长期债务)	350,091.41	347,064.08	371,417.28	388,213.65
总负债	513,554.20	519,204.68	682,295.59	658,759.51
所有者权益(含少数股东权益)	411,534.97	448,741.87	525,766.55	544,176.19
营业总收入	811,245.29	896,788.17	857,454.99	218,864.27
三费前利润	125,135.03	146,717.34	166,688.89	43,048.83
投资收益	11,095.52	12,942.03	10,219.13	-239.60
净利润	42,195.34	54,396.92	72,664.57	15,027.83
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	83,471.26	102,819.03	131,165.82	-
经营活动产生现金净流量	69,500.37	61,690.52	129,315.59	22,824.44
投资活动产生现金净流量	-80,986.91	-104,517.71	-70,214.62	-51,437.62
筹资活动产生现金净流量	142,810.76	-38,593.39	100,436.29	-17,772.99
现金及现金等价物净增加额	131,324.21	-81,420.58	159,537.27	-46,386.16
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	15.84	16.77	20.06	20.19
所有者权益收益率(%)	10.25	12.12	13.82	11.05
EBITDA/营业总收入(%)	10.29	11.47	15.30	-
速动比率(X)	0.73	0.52	0.72	0.70
经营活动净现金/总债务(X)	0.20	0.18	0.35	0.24
经营活动净现金/短期债务(X)	0.21	0.20	0.63	0.39
经营活动净现金/利息支出(X)	4.44	3.72	7.99	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.33	6.20	8.10	-
总债务/EBITDA(X)	4.19	3.38	2.83	-
资产负债率(%)	55.51	53.64	56.48	54.76
总债务/总资本(%)	45.97	43.61	41.40	41.64
长期资本化比率(%)	2.98	8.18	23.89	22.05

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、2014.Q1所有者权益收益率指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

总资产报酬率 = EBIT / 平均资产总额

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 (扣除非付息部分)

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 (付息部分)

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

平均资产总额 = (资产总额年初数 + 资产总额年末数) / 2

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

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

主体信用评级等级符号及定义

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

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

评级展望的含义

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

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。