



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪222号

上海大众公用事业（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“上海大众公用事业（集团）股份有限公司2018年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，上调贵公司主体信用等级至**AAA**，评级展望稳定；上调本期债券的信用等级至**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年五月二十九日

上海大众公用事业（集团）股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	上海大众公用事业（集团）股份有限公司		
债券简称	18 公用 01		
债券代码	143500.SH		
发行规模	人民币 5 亿元		
存续期限	2018/3/13-2023/3/13		
上次评级时间	2018/3/5		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

概况数据

大众公用	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	68.35	82.51	83.59
总资产（亿元）	144.93	173.55	207.44
总债务（亿元）	35.27	42.20	75.38
营业总收入（亿元）	45.71	45.35	47.00
营业毛利率（%）	13.95	14.02	14.61
EBITDA（亿元）	10.74	12.17	12.61
所有者权益收益率（%）	7.80	7.68	6.65
资产负债率（%）	52.84	52.46	59.70
总债务/EBITDA（X）	3.28	3.47	5.98
EBITDA 利息倍数（X）	5.97	6.74	4.76

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、将公司 2016 年及 2017 年财务报表中“其他流动负债”中的超短期融资券纳入短期债务核算；
3、总债务中一年内到期的非流动负债只包含一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券。

分析师

张江卡 kzhang@ccxr.com.cn

李白涵 bhli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 5 月 29 日

基本观点

上海大众公用事业（集团）股份有限公司（以下简称“大众公用”或“公司”）主要经营公用事业、金融创投业务，2017 年，公司各项业务均积极稳定发展，主营业务燃气销售、污水处理板块通过市场拓展、工程建设等实现良好的经营业绩，此外公司积极布局金融创投平台以及境外业务，取得良好进展。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了燃气业务发展稳定、品牌优势明显、金融创投业务盈利能力强、外延并购积极开展等有利因素对公司经营发展的积极作用；同时，中诚信证评也关注到公司面临一定政策风险和盈利依赖投资收益等因素对公司信用水平的影响。

综上，中诚信证评上调大众公用主体信用等级至 AAA，评级展望为稳定，上调“上海大众公用事业（集团）股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级至 AAA。

正 面

- 燃气业务发展稳定，并购拓展积极。公司管道天然气业务覆盖上海、南通、太仓，是上海浦西南部唯一管道燃气供应商，是南通市占主导地位的天然气的供应商，并通过持有苏创燃气覆盖太仓市 90% 以上的天然气管道，此外，2018 年，公司通过间接持有江阴天力股权，已将燃气业务扩展至江阴地区；通过收购大众物流股权，进一步完善燃气业务产业链。
- 品牌优势明显。“大众”是上海市著名商标，在公用事业行业中具有较强的品牌优势，并且拥有广泛的客户认可度。大众的几大核心品牌“大众出租”、“大众燃气”、“大众租赁”、“大众物流”等无论是市场份额，还是经营业绩，均处在市场的领先地位。
- 金融创投业务盈利能力强，成为新的盈利增长点。公司拥有大众资本、深创投、杭信投资、兴烨创投四个创投平台，同时投资华臻股权投资

资基金、融资租赁等金融类企业股权，参股的创投平台运营良好，盈利能力较强，为公司带来了可观的投资收益。

- 资金充足，外延并购积极开展。2017年，公司顺利完成大众越南公司在胡志明市的注册、潜在主业项目对接等一系列筹建工作。未来，公司将借助“A+H”上市平台，围绕“一带一路”战略，对海外的公用事业类资产进行外延并购。

关 注

- 面临一定政策风险。公司处于燃气产业链中下游，面临天然气采购价格上涨风险；同时，面向居民的燃气销售价格仍由政府统一制定，公司自身对终端燃气售价没有控制权。
- 盈利依赖投资收益。公司目前主营业务为公用事业，创投业务发展迅猛，投资收益为公司盈利贡献较大，考虑到创投行业的利润具有一定的不稳定性，可能对公司未来盈利水平产生一定影响。

资基金、融资租赁等金融类企业股权，参股的创投平台运营良好，盈利能力较强，为公司带来了可观的投资收益。

- 资金充足，外延并购积极开展。2017 年，公司顺利完成大众越南公司在胡志明市的注册、潜在主业项目对接等一系列筹建工作。未来，公司将借助“A+H”上市平台，围绕“一带一路”战略，对海外的公用事业类资产进行外延并购。

关 注

- 面临一定政策风险。公司处于燃气产业链中下游，面临天然气采购价格上涨风险；同时，面向居民的燃气销售价格仍由政府统一制定，公司自身对终端燃气售价没有控制权。
- 盈利依赖投资收益。公司目前主营业务为公用事业，创投业务发展迅猛，投资收益为公司盈利贡献较大，考虑到创投行业的利润具有一定的不稳定性，可能对公司未来盈利水平产生一定影响。

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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

天然气行业

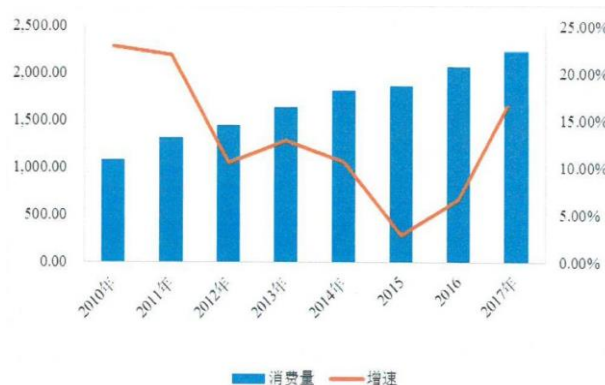
近年来，我国经济持续增长，城市化水平逐步提高，持续增长的工业规模和庞大的城镇人口规模为燃气生产和供应行业提供了良好的市场基础。目前发达国家的城市气化率在 85% 左右，北京、上海、深圳等国内发达城市气化率均已超过 90%，但我国城镇平均气化率仅为 40% 左右，我国燃气供应行业蕴藏着较大的市场空间。同时，随着国民环保意识的增强、国家环保标准的提高以及新能源的开发，我国用气类型和供气结构也正在逐步进行调整，天然气正逐步取代液化石油气成为我国城市用气和供气的主要产品。目前天然气已成为我国城市燃气中应用最广泛的品种。

从天然气需求来看，天然气具有热值高、清洁、价格相对低廉等特性，近年来被广泛用于城市燃气及替代工业燃料，普及率快速提高，具有良好的发展前景。我国天然气主要用于工业燃料和城市燃气，近年来受我国整体经济增速放缓影响，天然气下游消费市场需求增长动力不足，2014-2016 年，由于国际原油价格暴跌，天然气经济性降低，国内天然气需求增速放缓至个位数，2016 年我国天然气表观消费量为 2,058 亿立方米，同比增长 6.6%，增速较 2015 年增长约 1 个百分点。2017 年以来，随着经济的回升，天然气消费增长明显加快，工业、发电等用气需求显著回升。2017 年我国天然气消费量达到 2,373 亿立方米，同比增长 15.30%，天然气消费回暖势头强劲。

但是我国天然气消费在一次能源消费中的占比仍旧较低，2016 年仅为 6.40%，与较发达国家的消费水平仍存在较大差距；且天然气作为一种优质、高效、清洁的低碳能源，提高天然气在一次能源消费中的比重对我国调整能源结构、促进节能减排等方面具有重要的战略意义。根据《天然气“十三五”规划》，到 2020 年天然气占我国能源消费比重将达 8.3~10%。据此测算，到 2020 年我国年天然气消费量将超过 3,000 亿立方米。2017 年 7 月，国家发布了《加快推进天然气利用的意见》，我国将

大力实施城镇燃气、天然气发电、工业燃料升级、交通燃料升级等四项重大工程，将天然气在一次能源结构中的比重从 6% 提高至 2020 年的 10% 和 2030 年的 15%。同时，随着我国城市化进程的推进，城镇人口数量持续增长，对提高城市燃气普及水平以及能源利用效率的要求不断加深，未来天然气消费市场增长空间仍旧较大。

图 1：近年来我国天然气消费量（单位：亿立方米）



资料来源：WIND

我国天然气生产由中石油、中石化和中海油等大型天然气勘探企业进行，行业壁垒极高。由于中游管道输送企业与上游天然气供应商的紧密性，通常天然气生产企业直接参与中游输送，全国天然气长输管道 80% 左右为中石油所有。少数拥有区域天然气长输管网的公司对地方政府和资源拥有一定的依赖性，地方优势明显。天然气运输的下游分销主要是由各城市燃气公司运营，市场化程度相对较高。由于上游天然气开采行业基本被中石油、中石化和中海油垄断，因此燃气分销商在议价中处于相对弱势对位。城市管道燃气实行特许经营权政策，具有较强的区域垄断性，拥有较稳定的气源供应和销售渠道的城市管道运营商将在竞争中得以保持相对优势的竞争地位。

2017 年国际油价逐步走出低位上行并震荡，但受国际政治、经济的不确定影响及地区冲突战争的冲击，未来油价走势仍具有很大的不确定性，液化石油气和天然气价格仍将深受油价的影响。另外、页岩气、煤制气、新的电池技术的发展也进一步冲击着燃气市场。国内方面，中国经济进入转型升级动力换挡的新常态。传统产业产能过剩的结构性矛盾仍然突出，企业发展的经营成本仍然偏高。燃气

价格在宏观经济调控中仍将受到冲击。国家和地方进一步加快市场化改革进程，天然气价格正式并轨、区域燃气按需定价及协商定价在各地实施，中央和地方也在进一步为企业降成本，如降低能源（工业用电、工业用气）价格。2017 年发改委出台《关于加强配气价格监管的指导意见》（发改价格〔2017〕1171 号）提出，配气价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定，准许成本的核定原则上根据政府制定价格成本监审办法等有关规定执行。其中，供销差率（含损耗）原则上不超过 5%，三年内降低至不超过 4%；管网折旧年限不低于 30 年；准许收益按有效资产乘以准许收益率计算确定。其中，准许收益率为税后全投资收益率，按不超过 7% 确定。这将对未来燃气经营市场产生深远影响。

长期来看，燃气市场的市场化改革将进一步加快，燃气的进销价差及盈利或将进一步被压缩。今后将有更多的第三方企业进入中上游领域，终端用户面临的选择越来越多，市场竞争将越发激烈。

上海市经济及财政实力继续保持全国领先地位，为企业发展提供良好的经济环境

上海市是中国第一大城市，四大直辖市之一，位于中国大陆海岸线中心的长江入海口，东临东海，隔海与日本九州岛相望，南濒杭州湾，西与江苏、浙江两省相接，共同构成以上海为龙头的中国第一大经济区“长三角经济圈”。

上海市是中国最著名的工商业城市、国际都会、国家中心城市，中国的经济、交通、科技、工业、金融、贸易、会展和航运中心，港货物吞吐量和集装箱吞吐量均居世界第一，GDP 总量居中国城市之首。上海市具有深厚近代城市文化底蕴和众多历史古迹，成功举办了 2010 年世界博览会，并致力于在 2020 年建成国际金融、航运和贸易中心。

作为全国经济实力最雄厚和最发达的中心城市，尽管面临着国内外经济趋缓的严峻挑战，但上海市经济始终保持较快的发展势头，第三产业已成为经济增长的重要驱动力。2017 年，上海市实现生产总值（GDP）30,133.86 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.9%。其中，第一产业增加值 98.99 亿元，下降 9.5%；第二产业增加值 9,251.40 亿元，增

长 5.8%；第三产业增加值 20,783.47 亿元，增长 7.5%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 69.0%。按常住人口计算的上海市人均生产总值为 12.46 万元。

固定资产投资方面，2017 年，上海市完成全社会固定资产投资总额 7,246.60 亿元，比上年增长 7.3%。其中，第三产业投资占全社会固定资产投资总额的比重为 85.7%，非国有经济投资占全社会固定资产投资总额的比重为 69.7%。

上海市经济增长带来财政收入规模不断扩大。2017 年，上海市实现一般公共预算收入 6,642.3 亿元，较 2016 年增长 9.1%。税收收入是上海市公共财政预算收入的主要构成，近年来占比均在 90% 以上，主要由增值税、企业所得税和个人所得税构成，2017 年，增值税 1,084.8 亿元，为预算的 105.7%，主要是经济平稳运行，内外需求稳步回升，工业生产企稳向好，商品销售持续增长，带动增值税增长高于年初预期。企业所得税 803 亿元，为预算的 94.2%，主要是银行、证券等金融企业利润下滑，导致企业所得税增长低于年初预期。个人所得税 343.9 亿元，为预算的 104.2%，主要是职工工资等收入增加，带动个人所得税增长高于年初预期。

总体来看，近年来，上海市经济始终保持较快的发展势头，其经济总量和综合竞争力仍然处于全国领先地位。鉴于国家对上海市重要的战略定位，中诚信证评认为，上海市经济总量和财政实力必将得到进一步巩固和加强，这也将为企业的发展创造更加优越的环境。

业务运营

公司作为上海市重要的公用事业经营主体，主要经营燃气供应、污水处理、公共交通等公用事业业务板块，业务延伸至长三角地区，此外，公司同时经营市政项目建设、金融创投等业务。2017 年，公司总体业务保持平稳发展，实现营业收入 46.02 亿元，同比增长 3.57%，主要业务板块燃气销售、施工业务、污水处理业务均有一定幅度增长，整体业务发展良好。

表 1：2015~2017 年公司营业收入情况

单位：亿元、%

板块	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
燃气销售	38.46	85.07	37.64	84.70	39.02	84.79
施工业	3.94	8.72	3.51	7.89	4.09	8.89
污水处理	1.12	2.48	1.45	3.27	1.75	3.80
市政隧道运营	0.13	0.28	0.15	0.33	0.15	0.33
其他	1.56	3.44	1.69	3.80	1.01	2.19
合计	45.21	100.00	44.43	100.00	46.02	100.00

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

公司天然气业务在原业务范围内稳定增长，同时积极对外扩张，拓展至周边地区，供气范围持续扩大，用户数量不断增加

公司天然气业务主要由公司控股的上海大众燃气有限公司（以下简称“大众燃气”）、南通大众燃气有限公司（以下简称“南通大众”）以及苏创燃气股份有限公司（以下简称“苏创燃气”）负责运营，业务范围包括燃气销售和管道施工，业务区域主要集中在上海市西南地区 and 江苏南通市，2016 年，公司参股苏创燃气，进军江苏省太仓市的燃气业务，2017 年，苏创燃气通过收购昆山安达天然气发展有限公司、与常熟市城投成立合营公司等方式，业务覆盖范围已扩展至昆山、常熟等地。

2018 年 5 月，公司通过收购上海儒驭能源投资有限公司（以下简称“上海儒驭”）100%股权以及上海慧冉投资有限公司（以下简称“上海慧冉”）49%股权，从而持有江阴天力燃气公司 37.2255%股权，江阴天力燃气有限公司（以下简称“江阴天力”）是江苏省江阴市以城市管道燃气经营为主业的公司，截至 2017 年末，江阴天力总资产 17.08 亿元，所有者权益 8.72 亿元，总负债 8.36 亿元，2017 年 1~12 月，实现营业收入 23.44 亿元，净利润 3.38 亿元。

截至 2017 年末，公司在上海地区拥有 6,562 余公里地下管网，较上年增加 162 余公里；燃气用户 182.39 万余户，较上年略有增加；市场占有率近 40%，管理着分布于黄浦、静安、徐汇、长宁、闵行、普陀等区的天然气用户；在南通地区，南通大众共拥有近 2,600 公里的燃气地下管网和 2 座储配站，燃气用户达 43.10 万户，燃气销售规模占南通市燃气销售市场比例超过 99%。在太仓地区，苏创

燃气共拥有 594.70 公里的燃气管道，覆盖太仓市主要区域，按长度计已覆盖太仓市天然气管道的 90% 以上，拥有燃气用户 22.06 万户。

在燃气采购方面，大众燃气主要向上海燃气（集团）有限公司（以下简称“燃气集团”）采购燃气，主要包括人工煤气和天然气。南通大众的燃气主要采购自中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）。2017 年，大众燃气天然气采购数量为 10.99 亿立方米；销售量为 9.79 亿立方米，供应用户 182.39 万户；而南通大众天然气采购数量为 2.10 亿立方米；销售量为 2.02 亿立方米，供应用户 42.74 万户；苏创燃气方面，2017 年，天然气采购数量为 3.40 亿立方米；销售量为 3.38 亿立方米，供应用户 22.06 万户；公司燃气销售量以及供应用户均处于持续增长过程中。此外，公司作为上海天然气交易所会员，可直接在天然气交易所内进行燃气交易，解决了燃气不足的可能性。

表 2：2015~2017 年公司天然气供销情况

单位：亿立方米、万户			
项目	2015	2016	2017
大众燃气			
采购数量	10.22	10.60	10.99
销售数量	9.10	9.44	9.79
供应户数	175.54	180.00	182.39
其中：居民	174.89	177.30	179.61
非居民	2.65	2.70	2.78
南通燃气			
采购数量	1.69	1.83	2.10
销售数量	1.58	1.76	2.02
供应户数	29.86	38.85	42.74
其中：居民	29.73	38.70	42.60
非居民	0.13	0.15	0.14
苏创燃气			
采购数量	-	2.57	3.40
销售数量	-	2.60	3.38
供应户数	-	18.06	22.06
其中：居民	-	18.00	22.00
非居民（户）	-	550.00	585.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格定价以及结算模式方面，由于受当地物价局监管，目前民用燃气价格还不能自主定价。居民用户天然气销售价格方面，上海市自 2014 年 9 月 1 日起施行居民天然气阶梯气价制度，调整后的三档户年用气量分别为 0~310(含)立方米、310~520(含)立方米和 520 立方米以上，三档气价分别为每立方米 3.00 元、3.30 元和 4.20 元，其中首档价格较原价格提高 0.50 元/立方米。非居民燃气销售价格方面，2015 年 11 月 30 日，根据《国家发展改革委关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》（发改价格〔2015〕2688 号）以及《关于建立完善本市非居民用户燃气价格形成机制的通知》（沪价公〔2006〕020 号），各类非居民用户天然气销售（基准）价格每立方米均降低 0.42 元，目前销售价格如下表 3 所示。

结算方面，大众燃气根据上海市发改委制定的燃气销售价格与用户进行结算。结算方式为“先用气后付款”，抄表人员定期上门抄表或使用远程无线抄表方式抄录用户的燃气表指数，计算用户使用的燃气量，三日后寄送账单，逾期交费将缴纳滞纳金。

表 3：上海地区燃气业务收费标准

业务名称	年用量 (立方米)	收费标准 (元)	收费依据
一户一表管道 天然气	0-310 (含)	3.00	市价格主 管部门
	310-520 (含)	3.30	
	520 以上	4.20	
非居民用户(学 校、福利机构、 养老院等)		3.05	
城市燃气公司 供应的工业用 户	500 万以上	3.57	沪价管 (2015) 11 号
	120-500 万	4.07	
	120 万以下	4.37	
城市燃气公司 供应的营事团 用户	500 万以上	3.17	
	120-500 万	3.67	
	120 万以下	3.97	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

自 2016 年 1 月 1 日开始，南通市区居民生活用管道天然气实施阶梯价格制度，年用量在 0~300 立方米的居民用户收费标准为 2.4 元/立方米，300~600 立方米的居民用户收费标准为 2.8 元/立方米，600 立方米以上的居民用户收费标准为 3.6 元/立方米。结算方面，南通大众根据南通市物价局制定的燃气销售价格与用户进行结算。结算方式为“先用气后付款”，由抄表人员定期上门抄表、有线脉冲抄表或远程无线抄表方式抄录用户的燃气表指数，计算用户使用的燃气量，十五日内寄送账单，逾期交费将缴纳滞纳金。南通大众根据南通市物价局制定的燃气销售价格与用户进行结算。结算方式为“先用气后付款”，由抄表人员定期上门抄表、有线脉冲抄表或远程无线抄表方式抄录用户的燃气表指数，计算用户使用的燃气量，十五日内寄送账单，逾期交费将缴纳滞纳金。

表 4：南通地区燃气业务收费标准

业务名称	年用量 (立方米)	收费标 准(元)	收费依据
居民用户	0-300	2.4	通价行[2015]181 号
	300-600	2.8	文件另规定，家庭户
	600 以 上	3.6	籍 4 人以上的，每户 增加 1 人，每年各档 阶梯气量基数分别 增加 75 立方米
学校、幼儿 园、养老福 利、社区公 共设施	-	2.4	通价行[2015]181 号
车用天然气	-	3.9	通价产[2015]203 号
燃煤锅炉改 造用天然气	-	3.1	通价产[2015]202 号
非居用户	-	3.36	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

燃气管道施工业务板块，2017 年，公司业务范围拓展至昆山、太仓等区域，供气范围的扩大带来管道铺设量的增加，公司实现燃气管道施工收入 4.09 亿元。

燃气运输方面，为进一步完善公司燃气业务的产业链，2018 年 3 月，公司与上海大众企业管理有限公司、上海怡阳园林绿化有限公司签署《上海市产权交易合同》，分别受让大众企管、怡阳园林所持有的上海大众运行物流股份有限公司（以下简称“大众物流”）61.67%、18.33%股权，此后，公司直接持有大众物流 80% 的股份。大众物流是具有国家一级货运经营资质的运输企业，拥有近千余辆运输车辆资源，拥有上海市内唯一的燃气运输牌照（燃气钢瓶），可进一步完善公司燃气产业链。截至 2017 年末，大众物流总资产为 1.03 亿元，2017 年 1~12 月，实现营业收入 0.84 亿元，净利润 0.10 亿元。

总体来看，公司在原有业务范围内保持稳定增长外，积极对外拓展业务，将供气业务范围逐渐延伸至周边地区，公司燃气用户呈现增加趋势；未来，随着城镇化推进、天然气能源的推广以及民用端煤改气的推进，公司天然气业务仍有较大的发展机遇。

得益于投产工程的完工，以及新增污水处理厂，公司污水处理能力有所提升；市政业务收入稳定

公司市政环境业务包括污水处理以及市政设施建设两个板块。

公司污水处理业务主要通过两家子公司，上海大众环境产业有限公司（以下简称“大众环境”）和江苏大众水务集团有限公司（以下简称“江苏大众”）对污水处理厂进行设计、投资，并设立项目公司负责运营污水处理厂。2017 年，公司部分投产的污水处理工程完工并投入使用，实现污水处理营业收入为 1.75 亿元，较上年有所增加。

截至 2017 年末，公司拥有的污水处理厂 6 家，新增徐州市贾汪大众水务运营有限公司，由下属子公司大众环境和江苏大众负责运营管理。大众环境下属嘉定污水处理厂总投资 4.2 亿元的一级 A+提标改造工程实现通水，污泥干化工程顺利竣工并投入

试运行；江苏大众下属贾汪污水处理厂二期扩建工程、东海提标改造工程建成通水，公司整体污水处理能力进一步提升。2017 年，公司总处理能力为 43.5 万立方米/日，服务面积约为 484 平方公里，服务人口约 219 万人，业务区域主要集中于嘉定地区、徐州、连云港等地区，主要业务范围为处理生活及城市污水。

表 5：截至 2017 年末公司主要污水处理厂情况

单位：万立方米/日

子公司	污水处理厂	服务面积 (平方公里)	服务人口 (万人)	总处理能力	实际处理量
大众环境	嘉定污水处理厂(第一、二期)	37	24	13	8~9
	嘉定污水处理厂(第三期)	153	60	7.5	7.5
江苏大众	三八河污水处理厂	30	40	7	7.62
	沛县污水处理厂	40	30	5	5
	东海污水处理厂	25	20	2	2
	邳州污水处理厂	40	30	4	3.88
	贾汪污水处理厂	123	15	5	4.1

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

市政工程业务方面，截至 2017 年末，公司投资建造的常州五一路、泡桐路和北广场项目均在 2017 年 6 月末收回全部本金和投资回报，市政工程项目翔殷路隧道安全运营，收入维持稳定。2017 年，公司市政隧道运营业务的收入为 1,471.18 万元，基本与上年维持平稳。

总体来看，公司污水处理能力进一步提升，污水处理业务稳定发展，同时公司投资建设的市政设施建设项目均已进入运营期或回购期，将获得稳定的收入和投资收益。

公司新入伙华璨股权投资基金，同时进一步增持大众租赁公司股权，积极拓展海外市场业务，在保持主营业务稳定情况下，金融业务也在积极有序发展中

金融创投方面，2017 年，公司通过受让认缴出资份额，并新增货币认缴出资的方式入伙上海华璨股权投资基金合伙企业（有限合伙），该基金对外

投资项目聚焦上海本地国资国企混改、互联网科技等领域，目前已募集金额达 8 亿元，公司出资额占首期募集资金规模的 60.24%，已完成盛大游戏项目的投资工作。

融资租赁方面，2017 年，公司进一步增持大众租赁公司股份，截至年末，持股比例已达 80%。大众租赁积极推进重点行业头部企业突破，央行征信系统接入等工作开展，已荣获上海市融资租赁行业 2017 年度优秀企业称号。截至 2017 年末，大众融资租赁累计租赁项 42 笔，合同金额 26.47 亿元，其中直租业务 5 笔，合同金额 3.86 亿元；回租业务 37 笔，合同金额 22.62 亿元。本息到账率为 96%，不良贷款率 1.3%。公司融资租赁业务风险控制体系较为完善，管理有效。

此外，基于优化公司战略布局以及资本向主业集中，2017 年 12 月 8 日，公司向大众交通出让所持有上海闵行大众小额贷款股份有限公司的所有股份。

海外业务方面，2017 年，公司顺利完成大众越南公司在胡志明市的注册、潜在主业项目对接等一系列筹建工作。大众越南未来主要从事与公司主业相关的项目投资，有利于加快公司海外市场拓展和国际化进程，拓展公司主业，促进公司可持续发展。

总体来看，公司公用事业与金融创投齐头并进，主营业务燃气和市政环境业务稳健发展，在一定区域优势下，积极开拓其他区域市场；金融创投业务运营良好，盈利能力较强，为公司带来了可观的投资收益及分红。

财务分析

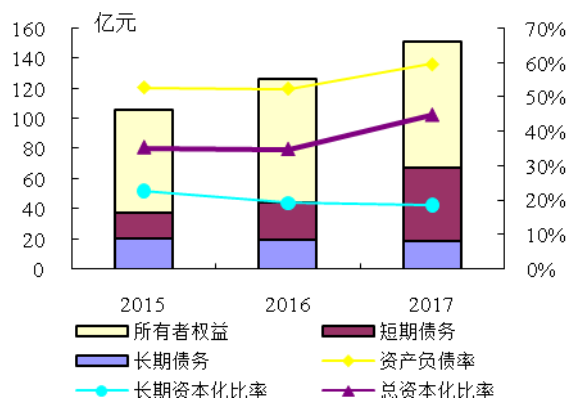
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2017 年财务报告。

资本结构

近年来，公司各业务板块稳步发展，金融业务项目投资规模不断扩大，其资产和负债规模也相应增长。2015 年~2017 年末，公司资产总额分别为 144.93 亿元、173.55 亿元和 207.44 亿元。随着近年来留存收益的累积和其他综合收益的增长，公司自

有资本实力不断增强。2015 年~2017 年末，公司所有者权益分别为 68.35 亿元、82.51 亿元和 83.59 亿元；同期，公司总负债为 76.58 亿元、91.05 亿元和 123.85 亿元。财务杠杆方面，2017 年，由于“11 沪大众”将于 2018 年年初到期，公司新增债务作为该债券的偿还补充，融资规模临时扩大，导致公司财务杠杆稍有上升，2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 52.84%、52.46%和 59.70%，总资本化比率分别为 34.04%、33.84%和 47.42%，财务结构较为稳健。

图 2：2015 年~2017 年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主。流动资产比重较小，截至 2017 年末，公司流动资产为 70.19 亿元，主要由货币资金、一年内到期的非流动资产和其他应收款构成，截至 2017 年末，占当期末公司流动资产的比重分别为 73.11%、9.36%和 4.73%。截至 2017 年末，公司货币资金为 51.32 亿元，较上年增加 50.16%，主要系由于公司新增发债收到的融资资金增加；其他应收款 3.32 亿元，较上年增加 2.75 亿元，增加的主要为对上海世合实业有限公司的暂借款，账龄在一年内；一年内到期的非流动资产为 6.57 亿元，较上年增加 48.57%，主要为一年内到期的融资租赁款增加。

截至 2017 年末，公司非流动资产为 137.25 亿元，较上年增加 9.25%，主要由长期股权投资、固定资产和长期应收款构成，占当期末公司非流动资产的比重分别为 40.49%、30.13%和 10.64%。截至 2017 年末，公司长期股权投资为 55.58 亿元，较上年增加 17.24%，主要为对大众交通、深圳创投、苏创燃气等联营企业的投资，2017 年新增对上海华璨

股权投资基金合伙企业的投资；同期固定资产为 41.35 亿元，较上年增加 2.12%，主要为公司开展业务的专用设备及房屋建筑物等；长期应收款为 14.60 亿元，较上年减少 13.96%，主要系由于 BOT、BT 项目进入回报期，逐渐收回本金。

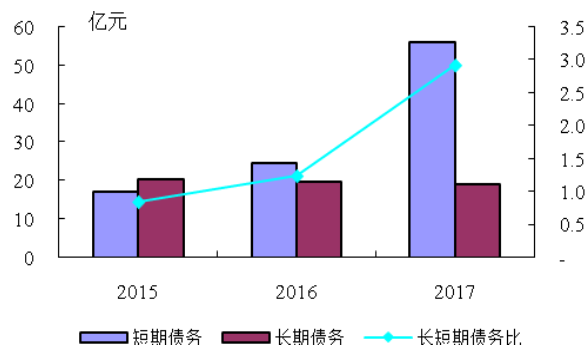
截至 2017 年末，公司负债总额为 123.85 亿元。负债结构主要以流动负债为主，其中，公司流动负债为 55.82 亿元，主要包括短期借款、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债，占当期末流动负债的比重分别为 27.62%、14.20%、12.04%和 27.04%。截至 2017 年末，公司短期借款为 24.86 亿元，较上年增加 36.17%，主要系信用借款增加导致；应付账款为 12.64 亿元，较上年稍有减少；预收款项为 10.72 亿元，较上年增加 14.02%；一年内到期的非流动负债为 24.07 亿元，较上年增加 17.54 亿元，主要系即将到期的“11 沪大众”转入所致。

非流动负债方面，截至 2017 年末，公司非流动负债 34.84 亿元，主要由应付债券和递延收益构成，其中，应付债券为 10.93 亿元，较上年减少 31.49%，主要系“11 沪大众”转入一年内到期非流动负债；递延收益包括政府补助和一次性入网费。

有息债务方面，截至 2017 年末，公司总债务为 75.38 亿元，较上年增加 70.12%，主要系由于“11 沪大众”即将到期，公司新增债务作为补充，导致融资规模短期内增加；从债务结构上看，公司债务以短期债务为主，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 2.92 倍，2017 年的短期债务在公司总债务中的比重上升主要系由于公司即将兑付的“11 沪大众”转入一年内到期的非流动负债以及新增短期借款和超短期融资券所致。总体来看，公司短期内仍存在一定的短期偿债压力，但在偿还完“11 沪大众”

后，公司短期偿债压力将有所缓解。

图 3：2015 年~2017 年公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模和所有者权益稳步增长，资本实力不断增强，公司资本结构近年来较为稳定。但公司近年来短期债务比重较大，仍存在一定的短期偿债压力。

盈利能力

2015 年~2017 年，公司分别实现营业收入 45.21 亿元、44.43 亿元和 46.02 亿元，主要来自于燃气销售。2017 年公司实现燃气销售收入 39.02 亿元，占当期营业收入的 84.79%，销售收入较上年有所上升。2017 年，公司施工业务收入为 4.09 亿元，较上年增加 16.52%，主要系新铺设管道增加；同期污水处理收入 1.75 亿元，较上年有所增加，主要系新的污水处理工程完工投产所致。

毛利率方面，2017 年，公司营业毛利率为 14.61%，较上年稍有增加。从业务板块来看，公司燃气业务毛利率回升至 12.17%，污水处理板块，由于部分地区污水处理费单价有所调整，毛利率上升至 48.80%。

表 6：2015 年~2017 年公司营业收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

板块	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
燃气销售	38.46	12.33	37.64	11.33	39.02	12.17
施工业	3.94	14.14	3.51	21.32	4.09	20.45
污水处理	1.12	46.86	1.45	43.44	1.75	48.80
市政隧道运营	0.13	12.10	0.15	17.63	0.15	15.68
其他	1.56	29.75	1.69	33.11	1.01	25.78
合计	45.21	13.95	44.43	14.02	46.02	14.61

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年，公司三费合计支出为 9.24 亿元，较上年增加 30.77%，主要来源于财务费用的增加。2017 年，公司财务费用为 3.54 亿元，较上年增加 128.88%，主要是 H 股募集资金的期末汇率折算损失，以及公司融资增加导致的利息支出增加；同期，公司销售费用为 1.87 亿元，较上年稍有增加，主要来源于人工成本的增加。公司三费收入占比为 19.67%，占比稍有增加，但总体仍控制在较好水平。

表 7：2015 年~2017 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

	2015	2016	2017
销售费用	1.43	1.68	1.87
管理费用	2.96	3.84	3.84
财务费用	1.57	1.55	3.54
三费合计	5.96	7.07	9.24
营业总收入	45.71	45.35	47.00
三费收入占比	13.05	15.59	19.67

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2017 年，受外汇市场影响，公司发行 H 股募集资金产生一定的汇兑损失，直接影响了公司利润总额，使得当期利润总额有所减少。当期公司利润总额为 6.27 亿元，较上年减少 7.81%，同时受汇兑损失影响，公司财务费用增加明显导致经营性业务利润较低。公司利润总额主要来自投资收益，同期，公司实现投资收益 8.36 亿元，较上年增加 21.57%，主要系公司当期处理了部分可供出售金融资产所得。

总体来看，公司整体营业收入维持稳定发展的状态，燃气、环境市政业务发展较为平稳，金融创投业务增长迅速，投资收益对利润总额贡献很大。随着公司在金融投资业务方面的拓展，多元化的投资布局或将进一步提升公司盈利能力。

偿债能力

从偿债能力指标来看，公司 EBITDA 近年来不断增长，对当期利息的保障能力逐年增强，但由于总债务规模增长较快，EBITDA 对债务本金的保障能力有所弱化。2017 年，公司 EBITDA 为 12.61 亿元，同期，总债务/EBITDA 分别为 5.98 倍，EBITDA 利息保障系数为 4.76 倍，对债务以及借款利息的保

障能力均在弱化；2017 年，公司经营活动净现金流为 5.07 亿元，较上年稍有减少，但仍维持在净流入水平。

表 8：2015 年~2017 年公司偿债能力指标

	2015	2016	2017
总债务（亿元）	35.27	42.20	75.38
短期债务（亿元）	14.98	22.47	56.18
货币资金（亿元）	15.53	34.18	51.32
经营活动净现金流（亿元）	3.07	5.95	5.07
EBITDA（亿元）	10.74	12.17	12.61
总债务/EBITDA（X）	3.28	3.47	5.98
经营活动净现金流/总债务（X）	0.08	0.13	0.07
EBITDA 利息保障系数（X）	5.97	6.74	4.76
经营活动净现金流利息保障系数（X）	1.71	3.30	1.92

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

银行授信方面，公司与银行保持良好的合作关系，截至 2017 年 12 月 31 日，公司共获得银行授信额度总计 83.90 亿元，其中未使用授信额度 45.54 亿元，良好的财务弹性为公司未来资本支出和资金周转提供了较好支撑。

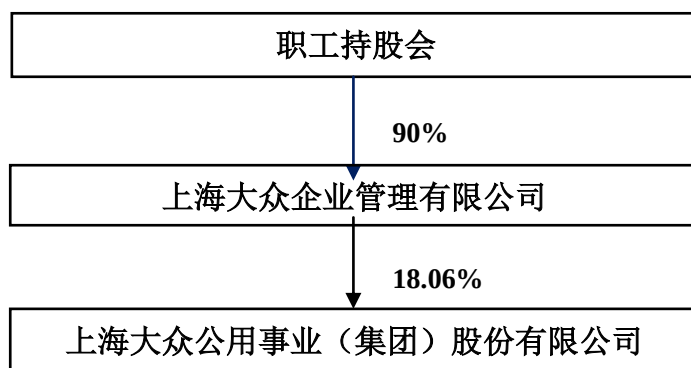
或有负债方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司无对外担保业务。

受限资产方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司用于抵押、质押受限资产账面价值合计 12.45 亿元，占当前期总资产的 6.00%，受限资产比例较低。

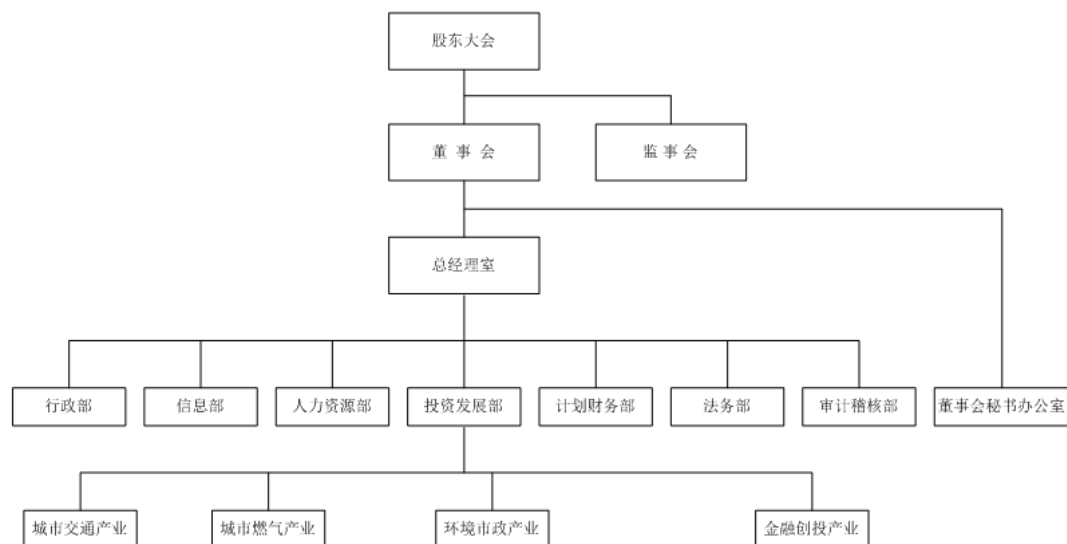
结 论

综上，中诚信证评上调上海大众公用事业（集团）股份有限公司主体信用等级至 **AAA**，评级展望为稳定；上调“上海大众公用事业（集团）股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级至 **AAA**。

附一：上海大众公用事业（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：上海大众公用事业（集团）股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附三：上海大众公用事业（集团）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
货币资金	155,305.17	341,773.29	513,198.10
应收账款净额	31,239.28	30,016.00	30,664.92
存货净额	27,861.50	31,724.28	31,458.99
流动资产	303,761.62	479,277.84	701,914.93
长期投资	497,210.49	553,264.17	645,096.03
固定资产合计	373,766.91	404,943.89	413,511.91
总资产	1,449,300.28	1,735,538.95	2,074,402.12
短期债务	149,770.85	224,708.82	561,766.63
长期债务	202,917.53	197,320.71	192,068.08
总债务（短期债务+长期债务）	352,688.38	422,029.53	753,834.72
总负债	765,765.16	910,480.18	1,238,457.41
所有者权益（含少数股东权益）	683,535.12	825,058.77	835,944.71
营业总收入	457,136.22	453,468.04	470,013.54
三费前利润	65,950.13	68,223.49	72,901.96
投资收益	65,676.60	68,745.93	83,575.50
净利润	53,305.98	63,381.21	55,550.35
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	107,403.37	121,675.41	126,063.49
经营活动产生现金净流量	30,707.19	59,470.81	50,704.07
投资活动产生现金净流量	-85,406.23	-61,982.66	-148,564.52
筹资活动产生现金净流量	56,215.93	171,611.16	274,579.95
现金及现金等价物净增加额	1,957.57	170,907.82	165,410.99
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	13.95	14.02	14.61
所有者权益收益率（%）	7.80	7.68	6.65
EBITDA/营业总收入（%）	23.49	26.83	26.82
速动比率（X）	0.65	0.80	0.75
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	0.13	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.18	0.24	0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	1.71	3.30	1.92
EBITDA 利息倍数（X）	5.97	6.74	4.76
总债务/EBITDA（X）	3.28	3.47	5.98
资产负债率（%）	52.84	52.46	59.70
总资本化比率（%）	34.04	33.84	47.42
长期资本化比率（%）	22.89	19.30	18.68

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、将公司 2016 年及 2017 年财务报表中“其他流动负债”中的超短期融资券纳入短期债务核算；3、总债务中一年内到期的非流动负债只包含一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券。

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-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

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

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

主体信用评级等级符号及定义

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

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

评级展望的含义

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

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