

上海大众公用事业（集团）股份有限公司

2019 年公开发行公司债券（第一期）

跟踪评级报告（2020）

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 04 月 28 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 0160号

上海大众公用事业(集团)股份有限公司：

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：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 沪众 01”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年四月二十八日

评级观点：中诚信国际维持上海大众公用事业(集团)股份有限公司（以下简称“大众公用”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 沪众 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司燃气业务发展稳定、参股公司及金融创投业务盈利能力强以及融资渠道通畅等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司面临一定定价政策风险、期间费用较高、公司利润依赖投资收益以及公司控股股东所持公司股票质押比率较高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

大众公用（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	207.44	215.92	225.65
所有者权益合计（亿元）	83.59	85.81	92.49
总负债（亿元）	123.85	130.11	133.17
总债务（亿元）	77.96	79.96	77.67
营业总收入（亿元）	47.00	50.68	55.98
经营性业务利润（亿元）	-1.88	-3.03	-0.34
净利润（亿元）	5.56	4.29	6.34
EBITDA（亿元）	12.61	12.40	14.33
经营活动净现金流（亿元）	5.07	2.80	12.18
收现比(X)	1.12	1.06	1.08
营业毛利率(%)	16.39	11.20	16.29
应收类款项/总资产(%)	10.12	9.44	7.13
资产负债率(%)	59.70	60.26	59.01
总资本化比率(%)	48.26	48.24	45.65
总债务/EBITDA(X)	6.18	6.45	5.42
EBITDA 利息倍数(X)	4.76	3.59	4.00

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

正面

- **燃气业务发展稳定。**公司在上海城市燃气市场占有率近 40%，在南通市区燃气市场占有率超过 99%，发达的区域经济有助于公司业务稳定发展。
- **参股公司及金融创投业务盈利能力强。**公司参股的大众交通（集团）股份有限公司（以下简称“大众交通”，股票代码：600611）及创投平台盈利能力较强，为公司带来了可观的投资收益。

同行业比较

2018 年部分燃气企业主要指标对比表

公司名称	售气量（亿立方米）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	总资本化比率(%)	营业总收入（亿元）
大众公用	12.56	215.92	60.26	48.24	50.68
深圳燃气	38.87	197.12	50.91	35.79	127.41

注：“深圳燃气”为“深圳市燃气集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债务融资工具情况

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）	存续期
19 沪众 01	AAA	AAA	8.00	2019/09/25~2022/09/25

- **融资渠道通畅。**截至 2019 年末，公司拥有 94.01 亿元银行授信额度尚未使用，备用流动性较为充足。此外，公司作为 A 股和 H 股上市公司，拥有直接股权融资渠道。

关注

- **面临一定定价政策风险。**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，政府对于燃气价格、污水处理价格的定价模式和定价机制，都可能影响公司的盈利水平。
- **期间费用较高，公司利润依赖投资收益。**2019 年，公司期间费用为 9.37 亿元，当年期间费用占营业总收入比重为 16.73%。同期，公司实现投资收益 6.85 亿元，公司利润依赖投资收益。
- **公司控股股东所持公司股票质押比率较高。**截至 2019 年末，公司控股股东上海大众企业管理有限公司（以下简称“大众企管”）共质押公司股份 3.60 亿股，占其总持股数的 64.62%。公司控股股东质押公司股份比率较高，中诚信国际将持续关注由此引起的股票质押风险。

评级展望

- 中诚信国际认为，上海大众公用事业(集团)股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
- **可能触发评级下调因素。**公司经营恶化或地位下降；股东及相关各方支持意愿减弱；债务杠杆水平大幅提升，融资环境恶化，导致流动性紧张；公司及其子公司盈利能力出现明显下滑等。

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。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019年中国经济增速进一步回落，同比增长6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然2019年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了2020年经济运行不确定性。

2019年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足PPI低位运行，猪价上涨带动CPI上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为2020年中国经济面临的最大的“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，

在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019年12月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确2020年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国

经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

近期关注

我国城市燃气的用气和供气均以天然气为主，作为清洁能源的天然气在城市燃气中得到大力推广；天然气供需缺口呈扩大趋势

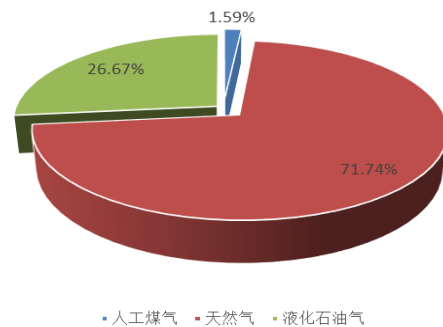
城市燃气行业属于公共事业范畴，是城市基础设施的重要组成部分，为城市工业、商业和居民生活提供优质气体燃料。我国城市燃气主要包括天然气、液化石油气和人工煤气。

随着城市化进程的持续推进，国家环保标准的提高，国民环保意识的增强，以及新能源的不断开发，我国用气类型和供气结构也逐步进行调整，作为清洁能源的天然气已成为我国城市用气和供气的主要产品。2017年4月，国家发改委公布《关于加快推进天然气利用的意见》（征求意见稿，发改能源【2017】1217号），提出将天然气培育成为我国现代清洁能源体系主体能源之一，至2020年，天然气在一次能源消费结构中的占比拟达到10%左右，地下储气库形成有效工作气量达148亿立方米。至2030年，将天然气在一次能源消费中的占比提高至15%左右，地下储气库形成有效工作气量达350亿立方米以上；其中，城镇燃气中天然气利用规模600亿~700亿立方米，车船用天然气利用规模500亿~600亿立方米，配套建设车用加气站1.20万座，船用加注站200座以上。新建燃气电厂项目装机规模总计0.85亿千瓦，总装机规模达到约1.50亿千瓦，天然气利用规模约1,000亿立方米的总体目标。

2017年，我国城市用气人口达到47,301.29万人，燃气普及率达到96.26%，较上年增长0.51个百分点。目前，城市燃气中应用最广泛的是天然气，2017年天然气用气人口33,933.87万人，占城市用气人口的71.74%；其次是液化石油气，2017年液

化石油气用气人口为12,615.70万人，占城市用气人口的26.67%；而人工煤气由于在生产的过程中需要耗费大量能源，且对环境造成一定污染正逐渐被置换，2017年人工煤气用气人口仅为751.72万人，占城市用气人口的1.59%。

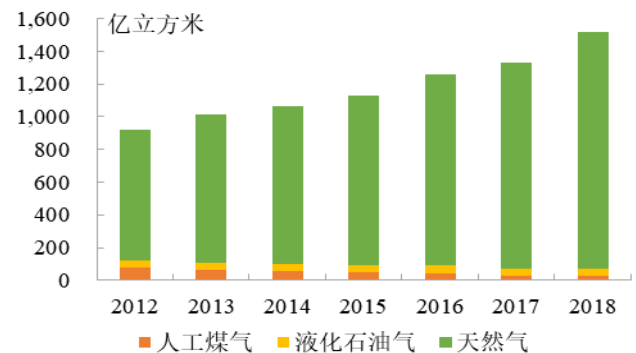
图 1：2017 年我国城市用气结构（按用气人口）



资料来源：2017 年城乡建设统计年鉴、中诚信国际整理

我国城市燃气中天然气供气总量近年来大幅增长，随着作为清洁能源的天然气在城市燃气中得到大力推广，我国已实现以天然气为主的供气结构。2012~2018 年期间，我国城市燃气供应总量由 919.44 亿立方米逐步增长至 1,516.95 亿立方米，其中天然气供应总量几何增长率为 10.46%，而液化石油气和人工煤气的供气增量呈下降趋势。

图 2：2012 年~2018 年我国城市燃气供气总量



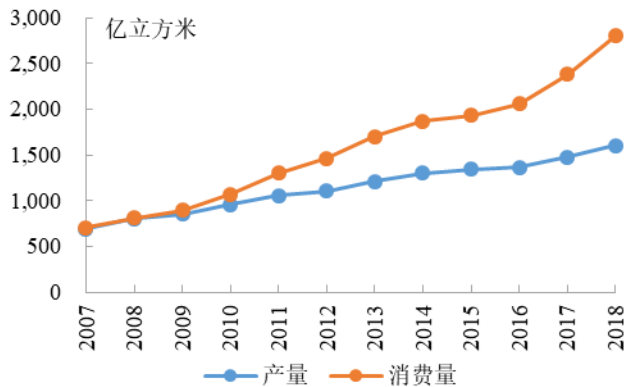
注：液化石油气统计单位为吨，按照密度转化为亿立方米。

资料来源：国家统计局、中诚信国际整理

从供需关系来看，2018 年，我国天然气产量为 1,602.65 亿立方米，天然气消费量为 2,803 亿立方米，供需缺口呈扩大趋势。2018 年，天然气对外依

存度¹约为 45.2%，较上年进一步上升。

图 3：2007~2018 年我国天然气供需关系（产量、消费量）



资料来源：国家统计局、中国天然气发展报告 2019、中国天然气发展报告 2018；中诚信国际整理

我国城市燃气供应以管道天然气为主，LNG 对燃气供应形成有效补充；同时，我国稳步引进境外天然气资源，形成多元化供应格局

我国城市燃气供应仍以天然气为主。目前，按天然气种类划分，我国天然气供应主要分为管道天然气、液化天然气（LNG）和压缩天然气（CNG）。我国天然气生产由中石油、中石化和中海油（以下简称“三桶油”）等大型天然气勘探企业进行，行业壁垒极高。截至 2017 年末，我国天然气基础储量为 55,220.96 亿立方米，我国海气主要在南海海域，陆气主要集中在中西部的塔里木、鄂尔多斯、四川、柴达木盆地、准噶尔盆地，随着天然气管道建设的推进以及境外天然气资源的引进，我国已形成“西气东输、川气东送、海气登陆、就近供应”的供气格局。

上游天然气开采商及供应商基本被“三桶油”垄断；中游天然气输送由拥有跨省及进口长输管网的“三桶油”及经营省内长输管道的省级天然气管输企业负责；天然气运输的下游分销商主要是各个城市的燃气公司。城市管道燃气实行特许经营权政策，具有较强的区域的垄断性，具有稳定的气源供应和销售渠道的城市管道运营商在竞争中占据相对优势地位。截至 2017 年末，我国天然气管道长度为

62.33 万公里，其中已建成投产的长输管道长度 7.4 万公里。目前，我国管道天然气及大多数高压长输管网资源仍然掌握在“三桶油”手中，“三桶油”控制了中下游燃气企业的气源。截至 2017 年末，我国天然气使用区域已扩展至国内 31 个省、市、自治区，已投产的长输管道包括西气东输线、陕京线、川气东送、忠武线、中贵线、中缅线和涩宁兰线等，在建及拟建的长输管道主要有西气东输四线、新粤浙和中俄天然气管线，上述 3 条管线总长度约 1.5 万公里。

表 1：我国主要的天然气长输管道（亿立方米/年）

	主要气源	主干线途经地区	设计输气能力
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	120
西气东输二线	土库曼斯坦、哈萨克斯坦等	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
西气东输三线西段	土库曼斯坦、哈萨克斯坦等	新疆、甘肃、宁夏	300
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	120
陕京三线	长庆气田、土库曼斯坦、哈萨克斯坦等	陕西、山西、河北、北京	150
陕京四线	土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦等	陕西、山西、河北、北京	300
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
忠武线	四川盆地	重庆、湖北、湖南	30
涩宁兰线	柴达木盆地	青海、甘肃、宁夏	30
涩宁兰复线	柴达木盆地	青海、甘肃、宁夏	33
中贵线	塔里木盆地、中亚、俄罗斯	宁夏、甘肃、陕西、四川、重庆、贵州	150
中缅线	缅甸近海油气田	云南、贵州、广西	120

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

LNG 作为对管道天然气的有益补充，目前，在“西气东输、北气南下、海气登陆、就近供应”的基本供气格局基础上，形成 LNG 接收站、地下储气

¹ 天然气对外依存度=天然气进口量/天然气消费量

库两大主力调峰方式。

天然气进口方面，我国从 2006 年开始成为天然气净进口国。中亚、中缅、中俄进口天然气管道以及东南沿海进口 LNG 构成我国天然气进口四大通道。2018 年我国天然气进口量 9,039 万吨，同比增加 31.9%，其中管道气进口量为 3,661 万吨，同比增长 20.3%；LNG 进口量为 5,378 万吨，同比增长 40.5%。天然气进口来源方面，2018 年我国管道天然气进口来源包括土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、缅甸和哈萨克斯坦；LNG 进口来源主要为澳大利亚、卡塔尔、马来西亚及印度尼西亚，其中澳大利亚占比 42%。管道天然气方面，2009 年 12 月 15 日，西气东输二线正式向国内输气，标志着我国开始以管道方式进口中亚天然气。2012 年 10 月，途经我国 10 个省份的西气东输三线工程在北京、新疆以及福建同时开工，其中西气东输三线西段（霍尔果斯-中卫）已于 2014 年 8 月全线贯通，将新增年输气能力 300 亿立方米。2017 年，中亚天然气管道向国内输气 387.38 亿立方米，同比增长 13.37%。2018 年中亚天然气管道向国内输气 474.93 亿立方米，同比增长 23.08%。中缅天然气管道起自缅甸西海岸皎漂港，从云南瑞丽进入我国，终点为广西贵港，设计年输气能力 120 亿立方米，干线已于 2013 年 10 月

投产，并通过中贵线与西气东输二线联网。此外，俄罗斯天然气工业公司(Gazprom)与中石油于 2014 年 5 月签署《中俄东线供气购销合同》，约定从 2018 年起通过中俄天然气管道东线向我国供气，前 5 年渐增期气量为 50~300 亿立方米/年，第 6 年起每年合同气量为 380 亿立方米，累计合同期 30 年；2014 年 11 月，双方签署《关于沿西线管道从俄罗斯向中国供应天然气的框架协议》，俄方将从西伯利亚西部向我国每年额外供应 300 亿立方米天然气（渐增期为 4~6 年），为期 30 年。中俄天然气协议的签订将在未来有效缓解我国东北和华北地区天然气供需缺口。

近年来，我国进口 LNG 接收站及地下储气库建设逐步加速。东南沿海进口 LNG 方面，我国在天津、广东、河北等地新建多个 LNG 接收站项目，截至 2018 年末，国内已投产的进口 LNG 接收站 20 座，总接收能力 6,787 万吨/年；在建 LNG 接收站 14 座，合计总接转能力约 3,555 万吨/年。目前我国拟建 LNG 接收站项目较多。在建、拟建 LNG 接收站项目完工后将极大提升我国进口 LNG 接转能力。为缓解国内天然气供应不足的矛盾，我国将继续争取进口更多的 LNG，并在沿海地区加速建造 LNG 接收终端、天然气管道和贮存设施。

表 2：截至 2018 年末我国 LNG 接收站建设情况（万吨/年）

项目类型	省/市/区	名称	规模	所属公司
已投产	广东	深圳大鹏 LNG 接收站	657	中海油
	福建	福建 LNG 接收站	630	中海油
	上海	上海 LNG 接收站	一期 300	中海油
	江苏	如东 LNG 接收站	一、二期 650	中石油
	辽宁	大连 LNG 接收站	一、二期 600	中石油
	浙江	宁波 LNG 接收站	一期 300	中海油
	广东	珠海 LNG 接收站	一期 350	中海油
	天津	天津浮式 LNG 接收站	一期 220	中海油
	河北	唐山 LNG 接收站	一、二期 650	中石油
	海南	海南 LNG 接收站	一期 300	中海油
	山东	青岛 LNG 接收站	一期 300	中石化
	广西	北海 LNG 接收站	一期 300	中石化
	广东	粤东 LNG 接收站	一期 200	中海油
	广东	九丰 LNG 接收站	一期 100	九丰能源
	江苏	启东 LNG 分销转运站	一期 60	新疆广汇
	海南	海口 LNG 储备库及配套码头	20	中石油
	上海	上海五号沟 LNG 接收站	一期、二期 150	中能、上燃
	天津	南港 LNG 接收站	300	中石化

	广东	深圳迭福 LNG 接收站	一期 400	中海油	
	浙江	新奥舟山 LNG 接收站	一期 300	新奥能源	
	小计		6,787	-	
在建	浙江	温州 LNG 项目	300	中石化	
	广东	深燃 LNG 接收站	80	深圳燃气	
	江苏	江阴 LNG 接收站	100	中天能源、中石油	
	江苏	启东 LNG 项目二期	115	新疆广汇	
	广西	防城港 LNG 储运项目	60	中海油	
	广东	潮州 LNG 储配站一期	100	华丰集团、中天能源	
	江苏	盐城滨海 LNG 项目	300	中海油	
	浙江	宁波 LNG 接收站二期	300	中海油	
	山东	烟台浮式 LNG 接收站	300	中海油	
	福建	漳州龙海 LNG 接收站	300	中海油	
	江苏	滨海 LNG 接收站	300	中海油	
	山东	青岛 LNG 二期	400	中石化	
	山东	东营港 LNG 接收站	300	山东海诺港务	
	江苏	江苏盐城大丰港 LNG 接收站	600	华港燃气、辉丰石化	
		小计		3,555	
	拟建	山东	烟台港龙口港区西突堤 LNG 专区	100	南山集团
山东		蓬莱市 LNG 接收站	260	宝塔石化	
广东		广州 LNG 应急调峰气源站	110	广州燃气	
山东		日照岚山 LNG 接收站	200	太平洋油气	
广东		茂名 LNG 接收站	300	中海油	
河北		山海关港或秦皇岛 LNG 接收站	300	中海油	
广东		粤东 LNG 储备站项目	300	华瀛润裕	
辽宁		绥中港区 LNG 功能区	260	百川能源	
河北		沧州市 LNG 项目	260	金建佳	
河北		曹妃甸港 LNG 码头接收站	一期 300	京能集团	
辽宁		营口 LNG 接收站	-	燊能公司	
福建		莆田 LNG 项目	280	哈纳斯	
山东		烟台港西港区 LNG 接收站	300	保利协鑫	
江苏		镇江市赣榆 LNG 接收站项目	300	华电集团	
海南		海南 LNG 综合能源项目	300	华电集团	
广东		汕头 LNG 接收站	300	粤电集团、赛洛能源	
广东		潮州华丰 LNG 储配站二期	300	华丰集团、中天能源	
江苏		连云港 LNG 接收站	300	中石化	
天津		天津南港 LNG 接收站二期	700	中石化	
江苏		如东 LNG 三期	370	中石油	
天津		天津浮式 LNG 二期	-	中海油	
		小计		5,540	
	合计		15,882		

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

总体来看，包括西气东输、川气东送等在内的国家重点工程建设加快了我国天然气的利用，进口管道气和投产的多个进口 LNG 接收站项目在一定程度上缓解了国内天然气供应紧缺的问题。

随着城市化进程的深入，能源结构的调整以及环保政策的大力推动，天然气需求呈逐年增长趋势，被广泛应用在城市燃气和工业用气等领域

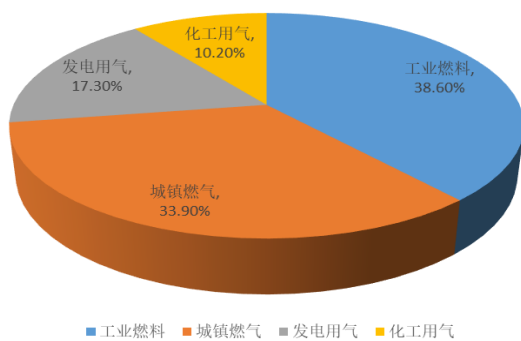
天然气具有热值高、清洁、价格相对低廉等特

性，近年来被广泛用于城市燃气及替代工业燃料等方面，普及率较高，发展前景良好。随着城市化进程的持续推进，清洁能源的不断开发以及国家环保政策的大力引导，我国用气结构也逐步进行调整，天然气需求逐年增长，已成为我国城市用气的主要产品。天然气利用主要分为城市燃气、工业燃料、天然气化工和天然气发电等领域。

按天然气消费结构来看，2018 年我国城镇燃气占比 33.9%，工业燃料占比 38.6%，天然气发电占

比 17.3%，天然气化工占比 10.2%，城镇燃气和工业燃料是天然气需求的主要方向。国家发改委、国家能源局、财政部、环境保护部等 10 部门联合印发的《北方地区冬季清洁取暖规划（2017—2021 年）》提出“2+26”重点城市要率先实现清洁取暖，未来将持续推进采暖煤改气，发展分户式供暖，城镇燃气需求预计将持续上升。此外，环保压力将推动工业领域煤改气工程持续推进，工业用气需求将持续增长。

图 4：2018 年我国天然气消费结构



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

从区域消费看，各省天然气消费水平都有明显提升。2018 年，京津冀地区天然气消费量为 439 亿立方米，占全国天然气消费量的 15.6%。浙江、河北、河南、陕西四省的消费规模均首次超百亿立方米，全国天然气消费规模超过百亿立方米的省份增至 10 个。

根据《能源发展“十三五”规划》（以下简称“能源‘十三五’规划”）、《国家发展改革委关于印发石油天然气发展“十三五”规划的通知》（以下简称“天然气‘十三五’规划”）及《2018 年能源工作指导意见》（以下简称“意见”）等指引，我国拟将天然气树立为煤、石油之后的新一代主体能源，要求到 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。

除整体增速目标外，“十三五”期间相关规划也对天然气行业从勘探开发、供应输送、储气设施建设及促进天然气市场化等方面进行了一系列规划指引。其中，天然气消费量的主要增量将来自燃气发电、工业燃料用天然气，以及交通用天然气等。

天然气价格形成机制的日益完善有利于天然气价格的市场化；同时，随着天然气价格市场化改革持续推进，我国能源领域供给侧结构性改革初见成效

长期以来，我国天然气终端销售价格由天然气出厂价格、长输管道的管输价格以及城市输配价格构成，其定价机制为：天然气出厂价格和跨省的长输管道的管输价格由国家发展改革委制定，终端销售价格由省级发改委和物价部门制定。我国天然气价格与可替代能源价格之间一直缺乏联动，与国际市场价格相比也处于较低的水平。

自 2013 年以来，国家发改委多次调整非居民用天然气价格，有利于按照市场化取向建立起与可替代能源价格挂钩的动态调整机制，逐步理顺与可替代能源的比价关系，逐步放开天然气直供用户（化肥企业除外）用气门站价格，由供需双方协商定价，进行市场化改革试点，并于 2015 年实现存量气、增量气价格并轨，逐步放开非居民用天然气气源价格，落实页岩气、煤层气等非常规天然气价格市场化政策。

同时，国家发改委于 2014 年 4 月指出，对所有已通气城市均应在 2015 年底之前建立起居民生活用气阶梯价格制度，将居民用气价格划分为三档，各档具体气量和气价由各地结合当地实际情况确定。

表 3：近年来我国天然气政策及主要内容

政策名称	实施时间	主要内容
《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》（发改价格[2013]1246 号）	2013.6	将天然气分为存量气、增量气两个部分，调整依据的存量气标准是 2012 年实际使用的天然气数量，存量气门站价格每立方米增幅最高不超过 0.4 元，增量气门站价格按可替代能源（燃料油、液化气）价格的 85% 确定。调整后，全国平均门站价格由每立方米 1.69 元提高到每立方米 1.95 元。

《关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》（发改价格[2014]467号）	2014.4	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，保障居民基本生活用气需求支出大体稳定，发挥价格杠杆的调节作用，引导居民合理用气，保障清洁能源的供给。《指导意见》明确，将居民用气划分为三档，各档具体气量和气价由各地结合当地实际情况确定。
《国家发展改革委关于调整非居民用存量天然气价格的通知》（发改价格[2014]1835号）	2014.8	非居民用存量气最高门站价格每千立方米提高 400 元，居民用气门站价格不作调整。
《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》（国发[2014]60号）	2014.11	进一步推进天然气价格改革，到 2015 年实现存量气和增量气价格并轨，逐步放开非居民用天然气气源价格，落实页岩气、煤层气等非常规天然气价格市场化政策。
《关于理顺非居民用天然气价格的通知》（发改价格[2015]351号）	2015.2	根据 2014 年下半年以来燃料油和液化石油气等可替代能源价格的变化情况，自 2015 年 4 月 1 日起，各省增量气最高门站价格每立方米下降 0.44 元，存量气最高门站价格每立方米上调 0.04 元，实现增量气和存量气价格并轨。此外，还规定了放开天然气直供用户（化肥企业除外）用气门站价格，由供需双方协商定价，进行市场化改革试点。
国家发改委再度下发《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）	2015.11	将并轨后的非居民用气最高门站价格降低 0.7 元/立方米，并将非居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理。降低后的最高门站价格水平作为基准门站价格，供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。
国家发改委《关于加强地方天然气输配价格监管降低企业用气成本的通知》（发改价格[2016]1859号）	2016.8	全面梳理天然气各环节价格；降低过高的省内管道运输价格和配气价格；减少供气中间环节；整顿规范收费行为；建立健全监管长效机制。
国家发展改革委关于印发《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）》的通知（发改价格[2016]1859号）	2016.1	管道运输价格实行政府定价，由国务院价格主管部门制定和调整；管道运输价格按照“准许成本加合理收益”原则制定；管道运输企业的管道运输业务年度准许总收入由准许成本、准许收益及税费组成；管道运输价格原则上每 3 年校核调整一次。管道运输定价成本监审工作由国务院价格主管部门负责组织实施；管道运输定价成本由折旧及摊销费、运行维护费构成。
国家发改委《关于明确储气设施相关价格政策的通知》（发改价格规[2016]2176号）	2016.1	储气服务价格由供需双方协商确定；储气设施天然气购销价格由市场竞争形成；鼓励城镇燃气企业投资建设储气设施。明确储气设施价格市场化政策，对鼓励投资建设储气设施、补储气调峰“短板”，促进天然气行业长期健康发展具有重要意义。
《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》（发改价格规[2017]1581号）	2017.8	核定了中石油北京天然气管道有限公司等 13 家跨省管道运输企业管道运输价格。
《关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》（发改价格规[2017]1582号）	2017.8	提出非居民用气基准门站价格每千立方米降低 100 元，推进天然气公开透明交易。鼓励天然气生产经营企业和用户进入天然气交易平台交易，所有进入上海、重庆石油天然气交易中心等交易平台公开交易的天然气价格由市场形成。
《北方地区冬季清洁取暖规划 2017—2021》（发改能源[2017]2100号）	2017.12	2019 年北方地区清洁取暖率达到 50%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）7400 万吨。2021 年，北方地区清洁取暖率达到 70%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）1.5 亿吨。供热系统平均综合能耗、热网系统失水率、综合热损失明显降低，高效末端散热设备广泛应用，北方城镇地区既有节能居住建筑占比达到 80%；规划期内壁挂炉用户增加 1200 万户，新增用气 90 亿立方米。
《2018 年能源工作指导意见》（国能发规划[2018]22号）	2018.3	2018 年能源消费总量控制在 45.5 亿吨标准煤左右，而天然气消费量占能源消耗总量的比重提升至 7.5%左右，天然气产量 1600 亿立方米左右。加快国内天然气增储上产，全力推进天然气基础设施互联互通，完善天然气储备调峰体系，加快天然气价格改革。
《国家发改委办公厅关于统筹规划做好储气设施建设运行的通知》（发改办运行[2018]563号）	2018.5	储气设施应合理布局、集中建设；尽力而为，切实防范地方政府债务风险；加快项目核准建设手续；储气设施和燃气管网统筹协调运行。
《国家发展改革委关于理顺居民用气门站价格的通知》（发改价格规[2018]794号）	2018.5	将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，供需双方可基准门站价格上浮 20%、下浮不限范围内协商。居民门站价和非居民门站价相衔接。
《关于加快储气设施建设和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见》（发改能源规[2018]637号）	2018.5	到 2020 年，供气企业不低于年合同销售量 10% 的储气能力，城镇燃气企业形成不低于年用气量 5% 的储气能力，县级以上政府日均 3 天需求量储气能力。坚持储气服务和调峰气量市场化定价，储气调峰成本合理疏导，以购销合同为基础规范天然气调峰。
《重点地区应急储气设施建设中央预算内投资（补助）专项管理办法》（发改能源规[2018]1004号）	2018.8	为规范重点地区应急储气设施建设专项中央预算内投资项目，提高中央资金使用效益，推进中央预算内投资管理制度化、规范化、科学化。

《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》（国发[2018]31号）

2018.9

加大国内勘探开发力度，力争 2020 年前产量达到 2000 亿方；健全天然气多元化海外供应体系；构建多层次储备体系；强化天然气基础设施建设与互联互通。深化天然气体制改革，建立健全协调稳定发展体制机制；建立天然气供需预测预警机制；建立天然气发展综合协调机制；建立健全天然气需求侧管理和调峰机制；建立完善天然气供应保障应急体系；理顺天然气价格机制；强化天然气全产业链安全运行机制。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

为推动天然气市场化改革，我国政府近年密集出台多项配套政策，包括开放天然气基础设施、成立并运行上海石油天然气交易中心、天然气价格改革、新疆常规油气田向社会资本公开招标等。但与国外发达国家相比，我国天然气市场在价格管理机制、市场开放度、天然气的竞争性等诸多方面仍任重道远。市场化改革的核心是建立市场发现价格的机制。

近年来，我国天然气价格改革在输配价格监管、储气设施价格明确、化肥企业用气价格放开及上海石油天然气交易中心正式投运等方面取得进展。2016 年 8 月，国家发改委发布《关于加强地方天然气输配价格监管降低企业用气成本的通知》（发改价格【2016】1859 号），要求加强输配价格监管，发布管输价格机制和成本监审办法，严格“管住中间”。2016 年 10 月，国家发改委发布了《国家发展改革委关于印发《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）》的通知》（发改价格规【2016】2142 号）。确立了新的天然气管输定价方法，实行“一企一价”并按照“准许成本加合理收益的原则”制定。同时要求管输信息公开、成本公开、政府监审公开、定价程序公开，以及按 3 年为周期对管输价格进行校核调整等。办法实施后，我国天然气管输价格出现一定幅度下调。2016 年 10 月，国家发改委印发了《关于明确储气设施相关价格政策的通知》（发改价格规【2016】2176 号），规定储气服务价格由供需双方协商确定，储气设施天然气购销价格由市场竞争形成，明确储气设施价格政策，弥补储气库费率缺失。2016 年 11 月初，国家发改委发布《关于推进化肥用气市场化改革的通知》（发改价格【2016】2350 号），确定自 11 月 10 日起，全面放开化肥用气价格，鼓励化肥用气进入石油天然气交易中心等

交易平台，通过市场交易形成价格，实现价格公开透明。2016 年 11 月 26 日，上海石油天然气交易中心正式投运，交易中心正式运行是加快国家能源行业市场化改革的重要举措，有助于推进天然气价格市场化进程。2017 年 8 月，发改委发布《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》（发改价格规【2017】1581 号）和《关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》（发改价格规【2017】1582 号），核定了中石油北京天然气管道有限公司等 13 家跨省管道运输企业管道运输价格，同时提出非居民用气基准门站价格每千立方米降低 100 元。此次基准门站价调整后，要求各省市门站价格同步等额降低，将直接减轻下游工业、发电、集中供热、出租车及服务业等用气行业企业负担。2018 年 5 月，发改委发布《国家发展改革委关于理顺居民用气门站价格的通知》（发改价格规【2018】794 号），将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平按非居民用气基准门站价格水平（增值税税率 10%）安排，同时提出供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格，实现与非居民用气价格机制衔接。方案实施时门站价格暂不上浮，实施一年后允许上浮。居民用气价格理顺后，对城乡低收入群体和北方地区农村“煤改气”家庭等给予适当补贴。补贴由地方政府承担主体责任，中央财政利用大气污染防治等现有资金渠道加大支持力度。

天然气行业已经形成了国有资本、民营资本和境外资本共同竞争的格局

2002 年 12 月，建设部下发《关于加快市政公用行业市场化改革进程的意见》，提出“鼓励社会资金、外国资本采取独资、合资、合作等多种形式，参与市政公用设施的建设，形成多元化的投资结

构”，燃气行业市场化改革由此展开，新奥能源、百江燃气、中华煤气等民营资本和境外资本纷纷进入国内城市管道燃气市场。2007年，中华煤气并购百江燃气，百江燃气更名为“港华燃气”，成为中华煤气在中国的重要投资平台。目前，我国城市燃气行业已经形成了跨区域经营管理的五大燃气集团，即拥有国资背景的华润燃气、昆仑能源以及代表民营资本的新奥能源、中国燃气和代表境外资本的港华燃气。同时，北京燃气、上海燃气、深圳燃气等区域性燃气企业快速发展，并逐渐向周边地区辐射。

表 4：2018 年我国主要城市燃气企业概况

公司简称	城市燃气项目数量 (个)	用户数量 (万户)	管道燃气销售量 (亿立方米)
华润燃气	246	3,464	242.78
新奥能源	187	1,864	174.12
港华燃气	116	1,263	100.04
昆仑能源	—	—	147.12
中国燃气	495	2,475	186.59

注：1、以上统计仅包括中国内地城市管道燃气项目；2、中国燃气为 2017 年数据。

资料来源：中诚信国际整理

2016 年以前，我国天然气生产供应和管道运输均由中石油、中石化和中海油三大公司垄断，三大公司凭借资源优势，实施“以资源换市场”的竞争战略，将业务范围拓展至下游市场，对其他企业的发展形成挤压。以中石油为例，其下属的香港上市公司昆仑能源（00135.HK）主要业务涵盖油气田勘探开发、天然气终端销售和综合利用等。2016 年 5 月，昆仑能源正式完成对昆仑燃气的收购，成为中国石油旗下天然气业务的融资平台和投资主体、天然气终端利用业务的管理平台。

中诚信国际认为，具有稳定气源、市场份额较大、上下游产业链完整、资本实力雄厚、盈利能力强、现金流稳定、融资渠道畅通以及股东实力很强的燃气企业具备较强的信用实力。同时，随着天然气价格市场化改革持续推进，我国能源领域供给侧结构性改革初见成效，为城市天然气行业的发展提供了新的机遇与挑战。

公司作为上海市、南通市重要的管道燃气供应商，为当地经济和民生事业做出了贡献，同时发达的区域经济有助于公司业务稳定发展

上海市是中国最著名的工商业城市、国际都会和国家中心城市，是中国国际经济、金融、贸易、航运、科技创新中心。截至 2019 年末，上海市常住人口为 2,428.14 万人；截至 2019 年末，上海市共有各类市场主体 270.43 万户，比上年末增长 5.8%。其中，企业 220.77 万户，增长 6.5%。2019 年上海市实现地区生产总值（GDP）38,155.32 亿元，同比增长 6%，GDP 总量居中国城市之首。

南通市是江苏省地级市，是国务院批复确定的中国长三角北翼经济中心、现代化港口城市。截至 2019 年末，南通市常住人口 731.8 万人，私营企业累计达 22.91 万家。2019 年南通市实现地区生产总值 9,383.4 亿元，同比增长 6.2%。其中，第一产业增加值 428.8 亿元，增长 2.7%；第二产业增加值 4,602.1 亿元，增长 6.9%；第三产业增加值 4,352.5 亿元，增长 5.7%。全市三次产业结构为 4.6: 49.0: 46.4。

公司是上海浦西南部、江苏省南通市区唯一的管道燃气供应商，分别在当地拥有并维护超过 6,764 公里、2,868 公里的地下管道，在当地燃气市场中占有重要地位，为当地经济和民生事业做出了贡献。同时，发达的区域经济为公司业务发展提供了良好的外部环境，未来随着天然气保供能力和天然气价改市场化改革不断推进，城市气化率有效提升，公司燃气业务或将进一步增长。

公司燃气业务收入稳定增长，是公司主要收入来源，但作为公共产品供应商，公司燃气采购和销售议价能力均较弱

公司天然气业务主要由大众燃气和南通大众负责运营，业务范围包括燃气销售和管道施工。大众燃气由公司和上海燃气（集团）有限公司（以下简称“燃气集团”）分别持股 50%，公司将其纳入合并报表范围；南通大众由公司间接持股 50%，南通

市燃气总公司持股 50%，公司将其纳入合并报表范围。

公司城市燃气业务主要集中在上海市南地区和江苏省南通市。其中公司在上海区域供气范围具体包括黄浦区、静安区、卢湾区、长宁区、徐汇区、闵行区以及普陀区的一部分，并通过参股企业运营松江区和奉贤区的燃气供应业务，在整个上海市区的城市燃气中占有超过 40% 以上的市场份额；公司在南通市区的市场份额超过 99%。

燃气销售业务模式方面，公司购入天然气后，经自建的天然气输送管网系统将天然气输送至终端客户，并根据终端用户实际使用量收取相应的售气费用。截至 2019 年末，大众燃气管网长度约 6,764 公里，日供气能力 800 万立方米；南通大众管网长度约 2,868 公里。

在燃气采购方面，大众燃气主要向燃气集团采购燃气，与燃气集团签订了照付不议合同，合同期限为 2014 年~2033 年，每 5 年与燃气集团协商确定未来年度供气量，并签订相关补充协议。南通大众主要向中国石油天然气股份有限公司采购天然气，与中石油签订了照付不议合同，合同每年签订。此外，公司作为上海天然气交易所 A 类会员，可直接在上海天然气交易所内进行燃气交易，增加了气源多样性。近年来南通大众在中石油供气不足时在上海天然气交易所采购进而保证了气源供应。销售价格方面，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。结算方面，居民及一般工业用户为先气后付费模式，燃气费回收情况较好。2017~2019 年，大众燃气的天然气采购均价在 2.16 元/立方米~3.16 元/立方米，销售均价在 2.51 元/立方米~3.32 元/立方米。同期，南通大众的天然气采购均价为 2.02 元/立方米~3.50 元/立方米，销售均价为 2.40 元/立方米~3.76 元/立方米。作为公共产品供应商，公司燃气采购和销售议价能力均较弱，定价自主性不足，盈利能力提升空间较为有限。

近年来，随着供气户数增加，公司燃气采购量和销售量均保持稳步增长。

表 5：2017 年~2019 年大众燃气供气主要指标

项目	2017	2018	2019
天然气采购量（亿立方米）	10.99	11.29	11.44
天然气销售量（亿立方米）	9.79	10.13	10.34
其中：居民	4.00	4.14	4.34
非居民	5.79	5.99	6.00
供应户数（万户）	182.39	184.39	184.86
其中：居民	179.61	181.40	181.89
非居民	2.78	2.99	2.96

注：尾数差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供

表 6：2017 年~2019 年南通大众供气主要指标

项目	2017	2018	2019
天然气采购量（亿立方米）	2.01	2.52	2.83
天然气销售量（亿立方米）	1.94	2.43	2.74
其中：居民	0.60	0.67	0.85
非居民	1.33	1.63	1.89
供应户数（万户）	42.74	46.17	50.03
其中：居民	42.60	45.99	49.86
非居民	0.14	0.18	0.17

资料来源：公司提供

近年来，公司还通过参股方式将燃气业务范围延伸至长三角地区。其中 2016 年公司通过子公司大众香港参股港股上市企业苏创燃气股份有限公司（以下简称“苏创燃气”，股票代码 01430.HK）进军江苏省太仓市燃气业务，2017 年苏创燃气通过收购昆山安达天然气发展有限公司以及与常熟市城投成立合营公司等方式将业务范围拓展至昆山、常熟等地。2018 年通过股权收购参股江阴天力燃气公司（以下简称“江阴天力”）而进入江阴市、靖江市天然气市场。2019 年，公司确认江阴天力和苏创燃气投资收益分别为 0.93 亿元和 0.13 亿元。

此外，公司还以委托施工形式从事燃气管道施工业务，燃气管道施工收入包括部分燃气设施费、燃气配套费和工程排管收入，主要来自于新设小区开始建设前为达到“七通一平”的要求，公司进行燃气管道施工并向二级开发商收取的燃气管道施工费用。

中诚信国际认为，公司燃气业务发展良好，区域优势明显，同时，公司通过股权收购积极对外扩张业务范围。但作为公共产品供应商，公司燃气采购和销售议价能力均较弱，盈利能力提升空间较为

有限。

公司污水处理业务发展良好，污水处理能力逐年提高，收入稳定增长

公司污水处理业务主要通过子公司大众环境和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，公司污水处理厂均布局在长三角一带。截至 2019 年末，公司在上海、江苏徐州、连云港共运营 7 家污水处理厂，总设计处理能力为 42 万吨/日。近年来，公司污水实际日均处理量接近饱和，公司计划提升连云港等地公司

污水厂的日处理能力。

污水处理价格方面，各地政府按照购买公共服务的运作方式，由各地财政局、水务局核定服务单价，超过保底水量部分按照半价收费，公司各个污水处理厂污水处理价格为 0.96 元/万立方米~3.88 元/万立方米不等。

2018 年以来，公司污水处理收入增长较快主要系嘉定污水处理厂提标改造后污水处理价格提高所致。

表 7：2017 年~2019 年公司主要污水处理厂运营情况

项目	运营期限	处理能力	出水水质	污水处理价格 (元/立方米)	2017 年日处理量	2018 年日处理量	2019 年日处理量
大众嘉定污水处理厂	2006~2036	17.50	一级 A+	1.69~3.88	15.15	17.68	17.52
三八河污水处理厂	2004~2036	7.00	一级 A	0.96~1.20	7.36	6.35	6.68
沛县污水处理厂	2006~2039	5.50	一级 A		5.00	5.00	5.14
东海污水处理厂	2006~2032	2.00	一级 A		2.00	2.00	1.92
邳州污水处理厂	2005~2046	4.00	一级 A		4.00	3.94	3.73
贾汪污水处理厂	2006~2042	5.00	一级 A		5.00	4.28	4.45
青山泉污水处理厂	2019~2049	1.00	一级 A		2.28~2.46	-	-
合计	-	42.00	-	-	38.51	39.25	39.84

资料来源：公司提供

金融创投业务是公司重要的业务板块和利润来源，直投及参股创投业务进展顺利

金融创投业务是公司重要的业务板块和利润来源。公司金融创投业务分为参股创投企业和直接投资两大类。其中直接投资模式主要由公司及下属子公司大众资本和大众香港负责。截至 2019 年末，公司直接投资的创投类项目包括均瑶大健康饮品有限公司、华人文化产业股权投资（上海）中心、斗鱼直播等。目前公司通过大众香港出资 1,000 万美元参股的斗鱼直播已经于 2019 年 7 月在美国纳斯达克上市；公司出资 3,500 万元参股的均瑶大健康饮品有限公司于 2019 年 5 月向中国证监会递交 IPO 申请并获受理。华人文化产业股权投资（上海）中心（有限合伙）投资的上海灿星文化传媒股份有限公司已向中国证监会递交 IPO 申请并完成反馈意见答复。

参股创投企业方面，公司参股的创投平台主要

为深圳市创新投资集团有限公司（以下简称“深创投”）和上海华璨股权投资基金合伙企业（有限合伙）

（以下简称“华璨基金”），持股比例分别为 12.80% 和 49.02%。其中深创投成立于 2002 年，是国内资本规模最大、投资能力最强、最具竞争力的内资创投公司之一。截至 2020 年 2 月末，深创投投资企业数量、投资企业上市数量均居国内创投行业第一位，已投资项目 1,082 个，累计投资金额约 493 亿元，其中 160 家投资企业分别在全球 16 个资本市场上市，263 个项目已退出（含 IPO）。2019 年公司确认深创投投资收益 1.93 亿元。华璨基金所投资的盛大游戏项目已于 2019 年 7 月被上市公司浙江世纪华通集团股份有限公司并购，华璨基金通过上海华翀股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资的上海太和水环境科技发展股份有限公司于 2019 年 6 月收到证监会关于首次公开发行股票并上市申请受理。2019 年公司确认来自华璨基金投资收益-0.91 亿元，较上年大幅下降，主要系受市场波动，华璨

基金所投项目公允价值下降所致。此外，公司还参股上海兴烨创业投资有限公司，大成汇彩（深圳）实业合伙企业（有限合伙）等投资公司，进一步拓展创投业务。

公司市政业务回报稳定，融资租赁不良贷款率有所降低，物流业务进一步延伸公司燃气产业链。同时，公司参股大众交通带来稳定投资收益

市政业务

公司市政设施建设业务由翔殷路隧道公司和大众市政负责运营，主要投资于道路、污水处理等领域，公司投资建造的常州五一路、泡桐路和北广场项目均在 2017 年末收回全部本金和投资回报，上海翔殷路隧道（BOT）项目安全运营，专营收入回报稳定。2019 年，公司市政隧道运营业务的收入为 0.15 亿元，基本与上年持平。此外，杭州萧山污水处理（BT）项目收益稳定，2019 年获得投资收益 0.15 亿元。

金融服务

公司金融服务业务主要包括大众融资租赁的融资租赁业务和大众商务的 e 卡通业务。融资租赁方面，截至 2019 年末，大众融资租赁累计租赁项目 72 笔，合同金额 49.15 亿元，其中直租业务 10 笔、合同金额 5.18 亿元；回租业务 62 笔，合同金额 43.98 亿元，公司融资租赁放款余额为 19.84 亿元，不良贷款率 1.26%，不良贷款率较 2019 年 3 月末上年下降 0.54 个百分点。商业服务方面，大众商务 2019 年积极推进 e 通卡应用场景转换、APP 功能优化、新业务开发、合规管理等各项重点工作。大众商务引入 i 百联、苏宁易购等合作伙伴，新增线上应用，推进银联商户逐步转变为自有商户工作进展。

物流运输

公司物流运输主要由公司 2018 年收购的大众物流运营。大众物流拥有上海市危险品运输（二类易燃气体）资质，拥有各类车辆 900 余量，近千余辆运输车辆资源，主要从事货运出租、搬场搬家、

液化气配送等业务。大众物流是上海市第三方唯一专业配送 LPG 的物流公司，液化气运输车队覆盖中心城区和崇明、松江、浦东等 11 个行政区。大众物流纳入公司合并范围，丰富了公司的收入结构并有利于公司在燃气运输领域等方面的探索。2019 年大众物流运输收入 1.24 亿元，较上年大幅增长，主要系大众物流与 2018 年 7 月纳入公司合并报表，上年收入为半年度发生额。

大众交通

公司通过参股大众交通，涉及出租车业务和汽车租赁业务。截至 2019 年末，公司及子公司大众香港及一致行动人共持有大众交通 6.30 亿股，公司为大众交通第一大股东，直接或间接持有其 26.66% 的股份，但未纳入合并范围。大众交通是上海和长三角区域主要的综合交通服务供应商，拥有出租车、租赁车、旅游车等各类车辆达 13,430 辆，其中出租车数量占上海市出租车总量的 17% 左右。此外，大众交通于 2016 年 3 月末推出了“大众出行”平台，进入网约车这一近年来发展迅猛的细分领域。同时大众交通还在长三角周边进行住宅及商业用房的自主开发、销售和物业管理等业务。凭借突出的市场地位和良好的运营，大众交通盈利状况良好。2019 年公司确认来自大众交通的投资收益 2.63 亿元，同比增长 11.44%。

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 2017 年~2019 年财务报告。公司各期财务报表按新会计准则编制。

公司燃气业务受采购成本影响，毛利率波动明显，进而影响公司整体毛利率水平；公司期间费用较高，经营性业务利润持续为负，但亏损规模有所缩小，利润总额依赖于投资收益

近年来，公司业务毛利率有所波动。分业务来看，公司燃气采购和销售议价能力均较弱，公司燃

气业务毛利率随着燃气采购成本的变动，波动较大；公司施工业务毛利率较为稳定；2019年公司污水处理业务毛利率有所下滑，主要系污泥处置成本、药剂成本等较上年增加所致；公司其他业务毛利率较高，主要系金融业务毛利率较高，且收入规模占其他业务比例较大所致。

表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
燃气销售	12.17	4.61	10.95
施工业务	20.45	21.04	19.21
污水处理业务	48.80	48.70	44.09
其他业务	59.13	59.06	53.90
营业毛利率	16.39	11.20	16.29

资料来源：公司提供

近年来，公司期间费用合计规模有所波动，主要受外汇市场影响，公司在 H 股募集资金汇兑产生收益或损失，财务费用波动所致。同时，较高规模的期间费用，对公司营业利润造成一定影响。

公司经营业务利润持续为负，2018 年受公司燃气业务毛利率下降的影响，公司经营业务亏损规模扩大；2019 年，公司燃气业务毛利率回升，且燃气业务收入同比有所增长，经营业务利润亏损有所减少；公司利润总额主要来自投资收益。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
期间费用合计	9.24	8.53	9.37
期间费用率(%)	19.67	16.84	16.73
经营业务利润	-1.88	-3.03	-0.34
公允价值变动收益	0.18	0.54	0.75
投资收益	8.36	7.72	6.85
利润总额	6.27	4.89	6.89
EBITDA 利润率(%)	26.82	24.47	25.60
总资产收益率(%)	4.67	3.94	4.74

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司资产规模和所有者权益稳步增长，资本实力不断增强，且资本结构较为稳定

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，公司资产规模也相应增长。从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，

主要由公司对大众交通、深创投、苏创燃气等长期股权投资；管网、设备等固定资产；翔殷路隧道 BOT 项目、萧山污水处理 BT 项目、应收融资租赁款等长期应收款构成。公司货币资金以银行存款为主，常年保持较大规模，保证金等受限货币资金占比较低。公司一年内到期的非流动资产主要为一年内到期的应收融资租赁款，近年来随着公司融资租赁业务的持续开展而呈逐年增长趋势。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019
总资产	207.44	215.92	225.65
货币资金	51.32	30.53	30.21
一年内到期的非流动资产	6.57	9.36	15.35
长期应收款	14.60	15.77	12.18
固定资产	41.35	44.43	47.72
长期股权投资	55.58	71.52	78.59

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来公司负债总额小幅增长，主要由短期借款、应付燃气采购款等流动负债构成；公司债务规模总体保持平稳，2019 年，公司为降低融资成本，提前偿还部分长期借款，公司债务结构有所波动；随着利润累计，公司自有资本实力不断增强，公司资产负债率小幅波动，资本化比率有所下降，总体上公司资本结构较为稳定。

表 11：近年来公司主要负债、权益及资本结构情况（亿元）

	2017	2018	2019
总负债	123.85	130.11	133.17
一年内到期非流动负债	24.07	12.76	20.54
短期借款	21.80	21.77	24.59
应付账款	12.64	13.76	19.68
其他应付款	5.60	5.52	5.48
长期借款	8.28	17.54	4.32
应付债券	10.93	27.79	25.67
递延收益	12.18	12.25	14.13
所有者权益合计	83.59	85.81	92.49
实收资本	29.52	29.52	29.52
资本公积	10.99	12.07	13.01
其他综合收益	11.06	5.99	4.42
未分配利润	15.83	21.69	27.81
少数股东权益	11.19	11.21	11.86
总债务	77.96	79.96	77.67
短期债务/总债务(%)	75.36	43.31	60.93
资产负债率(%)	59.70	60.26	59.01
总资本化比率(%)	48.26	48.24	45.65

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司各业务获现能力较好，投资活动现金流缺口有所下降，随着公司部分债务进入偿还期，筹资活动现金流出规模扩大；公司 EBITDA 能对利息形成有效覆盖，FFO 对债务本息覆盖能力有所提升

公司各业务获现能力较好，2019 年公司经营活动净现金流大幅增长，主要系公司本期收到的污水处理费较上年同期增加，以及本期购气款的结算较上年同期减少所致；投资活动现金流方面，由于公司进行金融类投资和股权类投资，公司投资活动现金流持续净流出，2019 年投资规模同比上年有所减少，投资活动现金流缺口有所下降。近年来随着公司部分债务进入偿还期，筹资活动净现金流由净流入转为净流出。

偿债能力方面，公司 EBITDA 对总债务的保障能力有所波动，但可对利息支出可形成有效覆盖。受公司经营活动净现金流增长的影响，2019 年公司 FFO（营运现金流）对债务本息的保障能力均有所提升。截至 2019 年末，公司货币资金/短期债务为 0.64 倍，货币资金对短期债务覆盖水平表现较弱。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019
收现比	1.12	1.06	1.08
付现比	0.98	0.92	0.85
经营活动净现金流	5.07	2.80	12.18
投资活动净现金流	-14.86	-21.78	-5.48
其中：资本支出	30.89	27.05	16.50
筹资活动净现金流	27.46	-0.75	-7.25
FFO/总债务	0.06	0.04	0.08
FFO 利息保障系数	1.81	0.94	1.76
总债务/EBITDA	6.18	6.45	5.42
EBITDA 利息保障倍数	4.76	3.59	4.00
货币资金/短期债务	0.87	0.88	0.64

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司财务弹性较好，备用流动性充足，受限资产规模较小

银行授信方面，截至 2019 年末，公司共获得银行授信额度 126.13 亿元，其中未使用额度为 94.01 亿元，备用流动性充足。此外，公司作为 A+H 股上

市公司，融资渠道畅通。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产金额为 11.14 亿元，主要系融资时抵押的应收融资租赁款，占总资产的比重为 4.94%。

截至 2019 年末，公司无对外担保，公司无重大诉讼或仲裁事项。

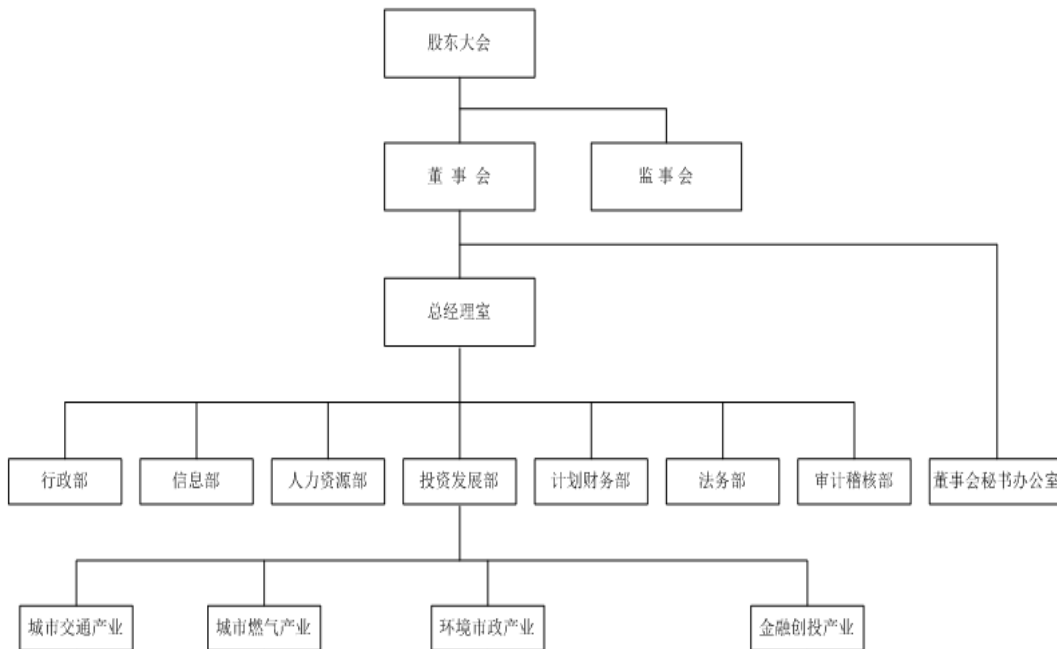
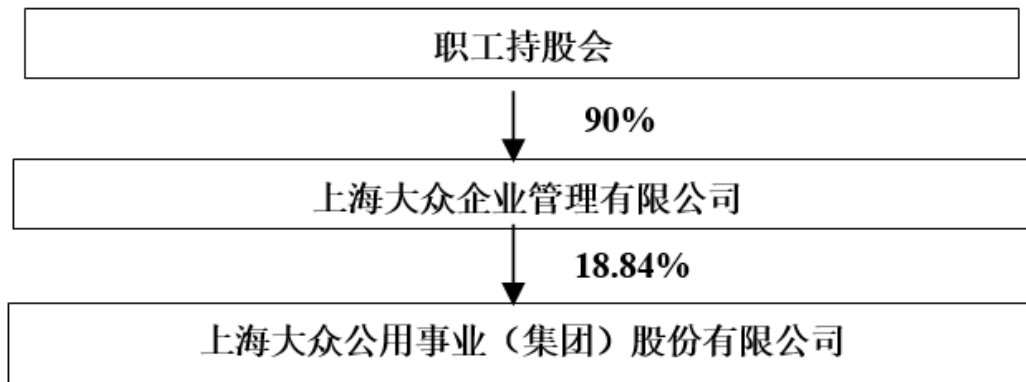
此外，截至 2019 年末，公司控股股东大众企管共质押所持公司股份 3.60 亿股，占其总持股数的 64.62%。公司控股股东质押公司股份比率较高，需持续关注由此引起的股票质押风险。

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，截至 2020 年 3 月 6 日，公司本部无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海大众公用事业（集团）股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 沪众 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：上海大众公用事业(集团)股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至2019年末）



资料来源：公司提供

附二：上海大众公用事业(集团)股份有限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
货币资金	513,198.10	305,261.12	302,091.91
应收账款	30,664.92	42,603.95	35,109.63
其他应收款	33,204.44	3,467.41	4,137.14
存货	31,458.99	35,589.78	31,333.65
长期投资	645,096.03	759,424.54	948,437.95
在建工程	78,334.32	41,098.93	18,134.29
无形资产	65,597.05	102,282.30	101,842.05
总资产	2,074,402.12	2,159,236.28	2,256,539.84
其他应付款	56,024.79	55,199.71	54,899.12
短期债务	587,519.98	346,289.08	473,214.60
长期债务	192,068.08	453,340.65	303,460.47
总债务	779,588.06	799,629.73	776,675.07
总负债	1,238,457.41	1,301,118.97	1,331,659.80
费用化利息支出	26,255.30	34,423.72	35,817.94
资本化利息支出	209.12	138.24	7.52
实收资本	295,243.47	295,243.47	295,243.47
少数股东权益	111,870.44	112,149.17	118,552.24
所有者权益合计	835,944.71	858,117.31	924,880.04
营业总收入	470,013.54	506,775.96	559,831.87
经营性业务利润	-18,822.89	-30,258.98	-3,405.82
投资收益	83,575.50	77,157.11	68,529.05
净利润	55,550.35	42,932.73	63,353.08
EBIT	88,989.78	83,316.29	104,764.24
EBITDA	126,063.49	124,030.82	143,301.98
销售商品、提供劳务收到的现金	513,163.59	526,006.54	591,773.24
收到其他与经营活动有关的现金	6,461.69	4,884.17	10,799.58
购买商品、接受劳务支付的现金	383,668.38	415,957.66	396,373.55
支付其他与经营活动有关的现金	16,687.10	20,737.17	21,327.68
吸收投资收到的现金	20,988.63	5,000.00	0.00
资本支出	92,303.33	74,838.60	68,194.79
经营活动产生现金净流量	50,704.07	28,025.44	121,841.79
投资活动产生现金净流量	-148,564.52	-217,832.08	-54,812.40
筹资活动产生现金净流量	274,579.95	-7,549.84	-72,453.72
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	16.39	11.20	16.29
期间费用率(%)	19.67	16.84	16.73
应收类款项/总资产(%)	10.12	9.44	7.13
收现比(%)	1.12	1.06	1.08
总资产收益率(%)	4.67	3.94	4.74
资产负债率(%)	59.70	60.26	59.01
总资本化比率(%)	48.26	48.24	45.65
短期债务/总债务(%)	75.36	43.31	60.93
FFO/总债务(X)	0.06	0.04	0.08
FFO 利息倍数(X)	1.81	0.94	1.76
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.92	0.81	3.40
总债务/EBITDA(X)	6.18	6.45	5.42
EBITDA/短期债务(X)	0.21	0.36	0.30
货币资金/短期债务(X)	0.87	0.88	0.64
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	4.76	3.59	4.00

注：1、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	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-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+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
	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	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(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)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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”。

附四：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。