

信用等级公告

联合[2015] 2194 号

联合资信评估有限公司通过对新奥（中国）燃气投资有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

新奥（中国）燃气投资有限公司
主体长期信用等级为
AAA

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一五年十月二十日

新奥（中国）燃气投资有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2015 年 10 月 20 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	279.85	335.65	361.39	370.08
所有者权益(亿元)	111.96	133.61	149.46	171.49
长期债务(亿元)	55.77	81.13	75.36	58.14
全部债务(亿元)	94.41	87.15	84.06	68.11
营业收入(亿元)	193.73	253.93	314.93	169.59
利润总额(亿元)	27.74	34.91	42.05	27.48
EBITDA(亿元)	38.29	47.70	54.09	--
经营性净现金流(亿元)	34.51	58.80	38.50	4.70
营业利润率(%)	25.25	22.95	19.48	22.07
净资产收益率(%)	18.07	19.95	21.66	--
资产负债率(%)	59.99	60.19	58.64	53.66
全部债务资本化比(%)	45.75	39.48	36.00	28.43
流动比率(%)	100.94	114.63	105.96	103.26
全部债务/EBITDA(倍)	2.47	1.83	1.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.92	9.62	13.23	--

注：1. 2015 年上半年财务数据未经审计；

2. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。

分析师

祖 宇 牛文婧

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对新奥（中国）燃气投资有限公司（以下简称“新奥燃气”或“公司”）的评级，反映了公司作为国内大型的城市燃气分销商之一，在区域市场竞争力、气源供应、资产规模和盈利能力等方面具备的突出优势。同时，联合资信也关注到，受天然气采购价格影响，公司综合毛利率有所下降，以及子公司较多所致的管理费用占比高等带来的不利影响。

随着中国天然气需求的日益增长和公司业务规模的不断拓展，公司未来营业收入和利润总额将有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为国内大型的城市燃气分销商之一，规模优势明显。
2. 城市管道燃气实行特许经营权政策，公司在区域内具有经营优势。
3. 公司与上游供应商建立良好的合作关系，气源供应较为稳定。
4. 近年来，公司燃气业务稳步发展，营业收入不断增长，整体盈利能力强。
5. 公司整体资产质量较好，经营性现金流状况良好。

关注

1. 近年来，受天然气采购价格上升以及工程安装业务人工成本、材料成本上升影响，公司综合毛利率有所降低。
2. 由于天然气销售价格由相关政府部门制定，盈利空间受政策影响大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与新奥（中国）燃气投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与新奥（中国）燃气投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因新奥（中国）燃气投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由新奥（中国）燃气投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、新奥（中国）燃气投资有限公司主体长期信用等级自 2015 年 10 月 20 日至 2016 年 10 月 19 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

新奥（中国）燃气投资有限公司（以下简称“新奥燃气”或“公司”）于 2003 年 12 月 16 日经国家商务部批准设立，由香港上市公司新奥燃气控股有限公司（HK2688）全资控股，初期注册资本为 3000 万美元。2004 年 1 月 8 日，在中国国家工商管理总局登记注册，经营期限 30 年。2005 年 9 月 9 日，经国家商务部批准，公司注册资本由 3000 万美元增加到 10000 万美元；2006 年 3 月 28 日，公司注册资本由 10000 万美元增加到 23177.81 万美元；2007 年 5 月 11 日，按照国家工商总局的要求，将登记机关变更为北京市工商行政管理局；2010 年 9 月 8 日，公司股东新奥燃气控股有限公司更名为新奥能源控股有限公司（以下简称“新奥能源”）。截至 2015 年 6 月底，公司注册资本为 2.32 亿美元，控股股东为新奥能源控股有限公司，持股比例为 100%。

公司从事燃气分销业务，包括城市管道天然气、液化石油气、车用燃气和管道接驳等业务。

截至 2015 年 6 月底，公司合并范围子公司 291 家；公司下设财务部、投资管理部、风险管理部和办公室等职能部门以及运营中心和专业中心。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 361.39 亿元，所有者权益合计为 149.46 亿元（其中少数股东权益 28.97 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 314.93 亿元，利润总额 42.05 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 370.08 亿元，所有者权益合计为 171.49 亿元（其中少数股东权益 36.01 亿元）；2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 169.59 亿元，利润总额 27.48 亿元。

公司注册地址：北京市西城区锦什坊街 26 号楼恒奥中心写字楼 C 座 501-2；法定代表人：王玉锁。

二、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长

7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业及区域经济环境

1. 行业概况

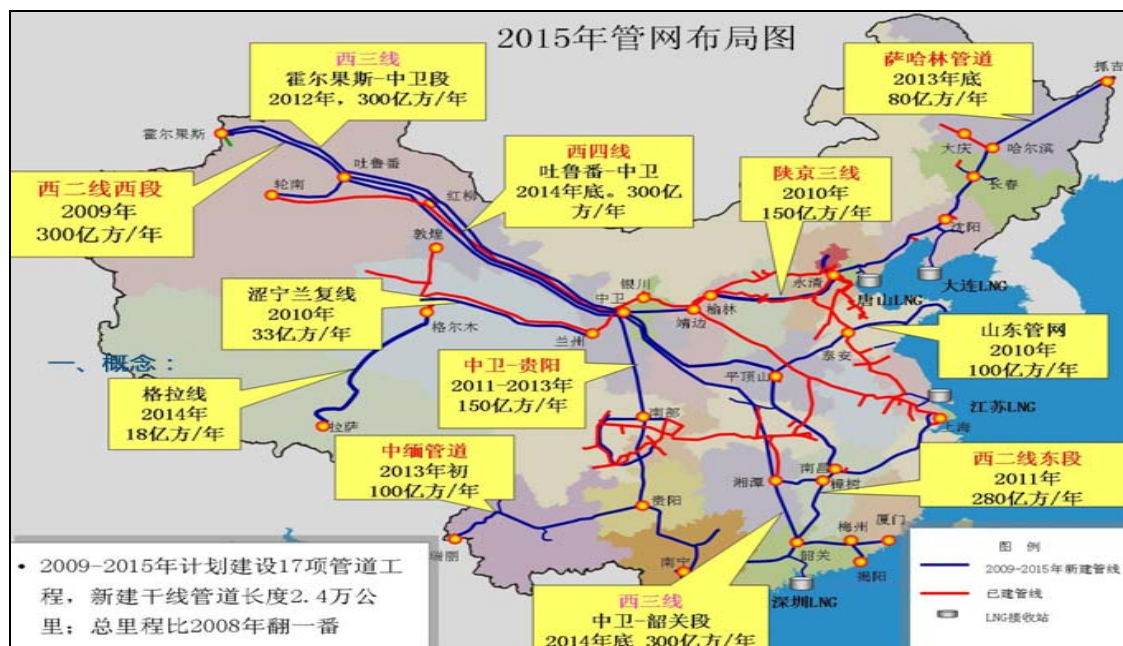
目前天然气与石油、煤炭共同构成一次能源的三大支柱，由于天然气在燃烧过程中产生的能影响人类呼吸系统健康的物质极少，产生的二氧化碳仅为煤的 40% 左右，产生的二氧化硫也很少，燃烧后无废渣、废水产生，相较于煤炭、石油等能源具有使用安全、热值高、洁净等优势，因此近年来天然气成为全球各国大力开发的新能源之一。

长输管线

中国天然气资源地域分布不均衡，主要集中在在中国西部地区的塔里木盆地、柴达木盆地、陕甘宁和四川盆地等中西部地区，共蕴藏 26 万亿立方米的天然气资源和石油资源，约占全国陆上天然气资源的 87% 左右。随着中国天然气地域的不均衡性和用气区域、规模的不断扩大，为实现天然气资源与市场的衔接，中国积极推进东北、西北、西南、海上四大天然气进口通道建设。2000 年国务院第一次会议批准启动“西气东输”工程，将新疆塔里木盆地的天然气输往长江三角洲地区。继“西气东输”之后，2007 年中国正式启动“川气东送”工程，2013 年随着中贵天然气管道的建成投产，中国基本实现天然气管网化和气源地多元化。目前，中国已建天然气管线包括西气东输一线、西气东输二线、川气东送管道工程、陕京线、广东 LNG、福建 LNG 等大中型输气管道工程。截至 2013 年底，中国已建成天然气管道长度 6.2 万千米，2014 年建成投产管道长度达到 8.3 万公里，新增管道长度 5013 公里，主要投产的管道包括西三线西段、中贵联络线陇南支线、中缅天然气管道支线等；截至 2014 年底，中国地下储气库达到 20 座，设计工作气量总计达 151 亿立方米，有效工作气量 42 亿立方米，调峰气量为 28 亿立方米；LNG 接收站投产 11 座，接收能力 3740 万吨/年，2014 年青岛 LNG 和海南 LNG 接收站投产。目前，中国天然气管道已形成纵贯南北、横贯东西和联通海外的全国性供气网络，并形成“西气东输、缅气北上、海气登陆、就近外供”的供气格局，初步实现天然气在全国范围统一调度、合理配置。

“十二五”期间，国家能源局规划新建天然气管道（含支线）4.4 万公里，重点建设中亚天然气管道 C 线、西气东输三线、中卫—贵阳、鄂尔多斯—安平以及新疆煤制气等西北通道管网，建设陕京四线、实施已建长输管道增输和新建支线工程，积极推进省内管网互联互通。

图1 2015年中国主要天然气管道布局图



资料来源：中商情报网

城市燃气

城市燃气（包括民用、商业和工业燃气）是由几种气体组成的混合气体，目前主要使用的城市燃气种类包括天然气（NG）、人工燃气（MG）和液化石油气（LPG），三种业态并存是中国城市燃气的主要特点，其中天然气约占60~70%。天然气来源于气田，其中管输天然气供应系统由天然气的开采与生产（上游）、长输管线（中游）和城市输配气系统（下游）组成。公司主要经营品种为天然气。

近20年中国城市化率持续提高，中国城市化率不断提高，城镇人口持续增长，为燃气供应行业提供了可观的市场基础。发达国家的城市气化率85%左右，北京、上海、深圳等国内发达城市气化率均已超过90%，而中国城镇平均气化率约为15%左右，燃气供应行业蕴藏着较大的市场空间。

城市管道燃气供应具有以下特点：①自然垄断的特性，城市管道燃气实行特许经营制，具有自然垄断性。②固定资产投资大，边际成本较低；城市管道燃气企业的主要成本是建网、维护、折旧、摊销等固定费用，其成本结

构与传统制造业有明显的差异。相对其固定成本，每增加一个客户所要支出的边际成本较低。③具有公用事业的特性；城市管道燃气是城市基础设施，为广大居民及工商业主提供燃气供应服务，属于公用事业类行业，销售价格受到政府一定的管制，但收益具有稳定性特征。

从城镇管网建设来看，近年来，中国城镇燃气管网发展迅速，2012年全国城市燃气配气管道总里程超过46万千米，与2000年相比年均增速达到13.9%，且将继续呈现快速增长的态势。其中，天然气配气管道里程为40.9万千米，已占到全国城市配气管道总里程的89%，增长速度与2000年相比更是达到21.6%。到“十二五”期末，城镇燃气管道总长度将达到60万公里。

从区域来看，中国城市燃气普及率整体较高，但区域发展不平衡。国家统计局数据显示，中国城市燃气普及率从2007年的87.4%上升到2014年的94.6%。但由于各区域经济发展水平、气源供应等问题，区域发展不平衡，如广东、北京、江苏、四川、上海、山东等地年用

气量在 40 亿立方米以上，合计需求量占到全国 60% 的水平。整体来看，东部及南部沿海省市燃气普及率高于全国平均，而大多数中西部省市、以及东北地区由于设施建设不完备、气源不足等问题，导致普及率偏低。

从消费结构总体来看，中国天然气消费结构逐步趋于合理，消费结构逐渐由以化工为主的单一结构向城市燃气、工业燃料为主的多元结构转变。2000 年中国天然气的消费结构为：城市燃气 12%、发电 14%、化工 38%、工业燃料 36%；2010 年中国天然气的消费结构变为：城市燃气 30%、工业燃料 32%、发电 20%、化工 18%，工业燃料和城市燃气为两大需求主体。随着天然气供给日益增加，天然气凭借其经济性、环保性，在工业、城市用能领域逐步替代石油、煤炭，预计到 2015 年底工业燃料用气、城市燃气、发电用气占比将进一步上升，分别为 34%、31% 和 21%。

CNG 和 LNG 业务

近年来，车用 CNG 业务和 LNG（液化石油气）工业也逐步发展。

随着国家推广天然气汽车的鼓励政策不断出台，中国天然气汽车发展突飞猛进。2013 年，国内天然气汽车保有量居世界第二位，达到 336.5 万辆，当年新增 120 万辆，增幅 55%；其中 CNGV（压缩天然气汽车）保有量 323.5 万辆，比上年增长 55%，LNGV（液化天然气汽车）保有量 13 万辆，增长 63%；加气站总数增至 3732 座，车用天然气消费量增至 200 亿立方米。全国车用天然气价格普遍进入 4 元/立方米时代，气油比价逐步接近（0.75:1）的调整目标。2014 年年会暨第三届中国 LNG 行业年度论坛预测，到 2020 年，中国 LNG 产业规模是 2013 年的 4~5 倍，中国 LNG 工业将迎来发展黄金期。

2014 年，中国 LNG 工厂投产势头继续扩张，但由于资源勘探落后，未能有效利用，以及政策不配套，造成用气结构不合理，在一定程度上制约了中国天然气工业的健康发展。目

前以交通运输为代表的 LNG 下游市场开拓亦并不理想；一是国家只注重电动汽车补贴，对 LNG 车船补贴有限，高价格和高故障率影响使用；二是加气网络不完善，省际之间公路 LNG 加气站太少，建站征地难，手续太多。从 2013 年开始，中国 LNG 市场逐步迈入一个“怪圈”，即上游产能的爆发式增长和下游需求发展的逐渐放缓，使得整个市场产能出现严重过剩，2014 年 LNG 市场已经进入“寒冬”。据国际能源署预测，到 2015 年中国 LNG 年进口量将达到 5000 万吨规模，折合天然气 700 亿立方米。随着中国进口 LNG 总量的持续增加，以及天然气厂上游产能的爆发式增长，中国 LNG 市场竞争愈演愈烈。

总体来看，未来随着中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；中国已基本形成资源多元、调度灵活、供应稳定的全国性管网和天然气供应，城市燃气普及率较高；LNG 和 CNG 业务也将逐步发展。

2. 行业上下游

天然气行业分为上游生产、中游输送及下游分销三个环节。上游生产主要包括天然气开采、净化，以及进一步进行压缩或液化加工。由于天然气属于重要的资源，目前中国天然气生产只能由中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团公司（以下简称“中石化”）和中国海洋石油集团公司（以下简称“中海油”）等大型天然气勘探企业垄断，行业壁垒非常高；中游输送主要为天然气储运、输配，包括天然气的干线、中长线管道输送、储存与调峰，以及液化天然气的运输、接收、储存和气化，体现出一定的垄断性和区域专属性，对地方政府和资源存在一定的依赖性，主要为中石油、中石化、中海油和地方燃气公司控制。下游分销主要由各城市燃气公司运营，市场化程度在天然气产业链中相对要高。

公司处于外购燃气后进行储存、输配，

并向用户销售燃气，以及在燃气输配及使用过程中进行维修和管理的下游环节，并涉及小部分长输管线的建设和运营。

天然气供给

国家统计局数据显示，2014 年，中国天然气产量达 1234 亿立方米，较 2013 年增长 101 亿立方米，同比增长 9.30%，较 2009 年增加 48.69%。尽管国内天然气产量大幅增加，但相较于消费量的增长，国内气源仍相对有限，行业供需矛盾仍较突出。2014 年全年天然气进口量达到 595 亿立方米，较 2013 年增加 59 亿立方米，增长 11.0%，其中进口管道气为 330 亿立方米，占天然气进口总量的 55.5%；以土库曼斯坦天然气资源为主，少量的从乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦、缅甸等国家进口；进口 LNG 为 1893 万吨（合 265 亿立方米），占进口天然气总量的 44.5%，主要来自澳大利亚、印度尼西亚、马来西亚、卡塔尔四国；天然气进口依存度进一步上升。随着西气东输二线逐步达产，以及西气东输三线、中缅线、正在商谈中的中俄线的投运，未来管道天然气将占到进口天然气量的 70%以上；目前已建成的 6 个 LNG 接收站共 1880 万吨/年的受气能力，到 2015 年将新增 3 座 LNG 接收站投产，届时受气能力将达到 3110 万吨/年。随着进口数量逐步增加，天然气对外依存度不断上升，预计到 2015 年将达到 41%。

天然气需求

随着中国天然气气源的多元化和城镇天然气管道的完善，近几年中国天然气需求快速发展。2013 年，中国为了加快能源结构调整，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，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；同时，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。2014 年，天然气表观消费量

1804.26 亿立方米，同比增长 10.59%，继续保持两位数的增长速度。截至 2013 年底，中国城市用气人口达 23783.44 万人，燃气普及率为 94.2%，较上年增长 1.00 个百分点。国际能源署(IEA)预测，到 2019 年，中国电力、工业和交通部门将推动中国的天然气需求量增至 3150 亿立方米。

总体来看，未来随着中国能源结构的持续优化和天然气管网建设进一步完善，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。

3. 天然气价格

天然气价格分为城市门站价格和销售价格。门站价格实行政府指导价，供需双方可以国家规定的出厂基准价为基础，在规定的浮动幅度内协商确定具体结算价格；城市燃气销售价格由省级价格行政主管部门制定。

为理顺天然气定价机制，国家发改委于 2012 年 10 月出台《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 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》，自 2013 年 7 月起，调整非居民用天然气门站价格，居民天然气价格不作调整；此次非居民用天然气价格调整，将天然气分为存量气（2012 年实际使用气量）和增量气（2013 年超出 2012 年实际使用气量的部分），各省份门站价格按存量气和增量气区别定价；对门站价格（出厂价+管道运输价）执行政府指导价。2014 年 8 月国家发改委出台了《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），这次非居民用存量气价格调整是分步理顺存量天然气价格的第二步。2015 年 2 月，国家发改委发布《关于理顺非居民用天然气价格的通知》，按照现行天然气价格机制，增量气最高门站价格每立方米降低 0.44 元，存量气最高门站价格每立方米提高 0.4 元，实现存量气与增量气的价格并轨，理顺非居民用天然气价格；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。

根据《中华人民共和国价格法》的有关规定，中国目前的城市燃气销售价格由省级价格行政主管部门制定。在销售定价方式上，居民用户基本为固定价格，主要以当地政府核准价为准，若需上调，目前尚需经过听证会程序；对工商业用户的销售价格最高价由当地政府确定，但燃气企业通常有一定比例的浮动权利，可由企业根据市场情况灵活掌握。根据国家对公用事业企业的价格管理政策，管道燃气价格实行全成本定价和联动机制，即管道燃气价格由进货成本、经营管理费用、税金、利润四部分组成。物价部门按一定的利润率核定公司合理利润，同时及时根据燃气进货成本调整管道燃气价格。

整体来看，中国天然气定价机制不断完善，未来随着天然气价格改革的持续推进；城市门站的价格形成机制及价格的变化会使下游分销商面临采购成本上涨的风险，当下游需求偏弱时，公司存在成本上涨无法完全通过售价传导的风险。

4. 市场竞争

中国城市管道燃气实行管道燃气特许经营，即由当地政府建设行政主管部门以一定方式选择符合条件的管道燃气经营企业，与其签订《特许经营协议》，企业按照协议约定规范经营。因此，城市管道燃气运营在特许经营地域内具有垄断性。中国城市燃气行业中的企业主要有三种类型：地方政府控制下的国有燃气公司、全国布局的民营燃气公司和三大石油公司下设的燃气公司。

近年来，中国城市燃气公司市场集中程度不断提高，城市燃气行业市场格局基本成形。城市燃气行业从最初的“跑马圈地”到“群雄逐鹿”，再发展到目前国有燃气企业、外资（港资）燃气企业和民营燃气企业“三足鼎立”的局面，市场竞争格局基本形成。各城市为引入

天然气，吸引有实力的企业进行城市燃气基础设施建设，通过引资改制、并购重组、授予城市燃气专营权等市场化的方式，快速推进城市气化。目前，全国共有 800 多家燃气经营企业，已形成跨区经营的燃气公司以昆仑燃气、中华煤气、中国燃气、新奥燃气、华润燃气五家为主。在全国 337 个地级区划以上区域中（含北京、天津、重庆、上海四个直辖市），仅有西藏、云南、青海所辖 12 个经济欠发达地级区划没有燃气企业经营。五大跨区燃气企业进入地级区划 239 个，占比 71%。在全国 31 个省会城市和直辖市中，有 16 个以地方燃气企业为主，有 13 个以五大跨区燃气企业经营为主，有 2 个以其他跨区燃气企业经营为主。

2014 年，国家能源局发布《油气管网设施公平开放监管办法(试行)》（以下简称《办法》），旨在鼓励和引导民间资本进入石油天然气领域，提高管网设施利用效率，保障油气安全稳定供应，规范油气管网设施开放相关市场行为，在目前油气行业纵向一体化的体制下，解决上、下游多元化市场主体的开放需求问题。《办法》规定，油气管网设施开放的范围为油气管道干线和支线（含省内承担运输功能的油气管网），以及与管道配套的相关设施；在有剩余能力的情况下，油气管网设施运营企业应向第三方市场主体平等开放管网设施，按签订合同的先后次序向新增用户公平、无歧视地提供输送、储存、气化、液化和压缩等服务。《办法》在一定程度上削弱天然气中游输配的垄断性，市场将更为开放，竞争将更为激烈。

总体看，中国城市燃气业务具有明显的区域垄断性；随着近几年企业兼并重组，市场集中度不断提高；中国对天然气中游输配行业的监管将进一步加强，中游行业垄断性将被减弱。

5. 行业政策

2012 年 10 月，国家发改委发布了《天然气利用政策》（以下简称《政策》），并于 12 月

1 日起正式实施。《政策》对天然气用户分为优先类、允许类、限制类和禁止类四类。根据《政策》规定，居民用气、公共设施用气以及车船用气都被列入优先类用气名单，而包括陕、蒙、晋、皖等十三个大型煤炭基地所在地区建设基荷燃气发电和天然气制甲醇都被列入禁止类。

《政策》还提出继续深化天然气价格改革，完善价格形成机制，提出了季节价差、差别性气价等政策，显示出天然气产品逐步向市场化转变。

2012 年 7 月，住房和城乡建设部发布了《全国城镇燃气发展“十二五”规划》，该规划强调应完善城镇燃气供气安全保障机制、调节机制和气源多元化供给机制，加强城镇燃气安全生产和使用工作，预防和减少各类燃气事故的发生，提高燃气供应的安全性和可靠性，保障经济社会稳定和人民群众生命财产安全。

为扩大天然气利用规模，促进天然气产业有序、健康发展，2012 年 12 月，国家发改委、能源局发布了《天然气发展“十二五”规划》，该规划以天然气基础设施为重点，加快天然气管网建设，兼顾天然气上游资源勘查开发和下游市场利用，稳步推进 LNG 接收站建设，抓紧建设储气工程设施等，涵盖了煤层气、页岩气和煤制气等内容，为中国天然气发展提供了发展方向。

2014 年，国家相关部门先后颁布了《天然气购销合同(标准文本)》、《天然气基础设施建设与运营管理办法》、《关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》、《能源行业加强大气污染防治工作方案》、《关于建立保障天然气稳定供应长效机制若干意见的通知》和《能源发展战略行动计划(2014-2020 年)》等一系列相关制度和指导意见，进一步加强了天然气使用监管、规范了天然气购销秩序；提出加快主干天然气管网等基础设施建设，鼓励、支持天然气基础设施相互连接；增加常规天然气生产，加快开发煤层气、页岩气等非常规天然气；明确了各档气量和气价，优先保障民用气、

供暖用气和民用、采暖的“煤改气”。

总体看，天然气行业受到国家一系列政策支持，行业面临较好的政策环境。

6. 行业关注

城市门站价格与销售价格调整不匹配

天然气定价机制导致城市门站价格及价格的变化会使下游分销商面临采购成本上涨的风险，当下游需求偏弱或当地主管部门不能同步、顺价调整终端销售价格（包括居民和非居民用气价格），城市燃气分销商存在成本上涨无法完全通过售价传导的风险。

燃气是易燃、易爆气体，安全管理技术至关重要

作为城市生命线工程的城市供气系统，安全管理贯穿了施工、验收、运行、维护等各个环节。燃气安全技术的发展主要体现在安全供气技术、调压技术、应用于不同条件的燃气检漏技术、防灾系统和抢修技术等方面。

气源供应不足、对进口天然气的依赖度偏高

中国天然气资源较为贫乏，发展天然气工业必须充分利用国外气源，随着中国天然气消费量的快速增长，天然气进口数量不断增加，中国对进口天然气的依赖程度上升。城市分销商面临上游企业多为三大石油公司，其话语权强，加之天然气需求不断增长，若天然气气源紧张，城市分销商将面临气源供应不足，影响用户需求的形势。

国内上游天然气价格呈上升趋势

天然气已成为全球消费增长最快的一次性能源，从市场供求发展趋势看，虽然国际市场天然气供给量逐渐增多、气价呈下降趋势，但国内上游天然气价格长期被压制、大幅低于国际市场天然气价格；近两年，国家发改委等有关部门正在按照市场经济规律，逐步理顺国内上游天然气价格，加上国内天然气供需市场巨大的缺口，使国内上游天然气价格存在长期上升趋势。

应急储气能力不足

目前,中国部分城市燃气企业没有能力用储气、补充气源和调节用户等方式来应对可能存在的供需矛盾或紧急状况。随着管道天然气用户的增多,如何保障安全稳定供气将成为各大燃气公司未来需要考虑的重中之重。中国《天然气基础设施建设与运营管理条例》明确提出,“县级以上地方人民政府应当建立健全燃气应急储备制度,组织编制燃气应急预案,采取综合措施提高燃气应急保障能力,至少形成不低于保障本行政区域平均3天需求量的应急储气能力”。目前中国多数企业主要依靠长输天然气管道保证气量供应、调峰和应急,自有储气设施能力严重不足。

总体看,中国城市燃气行业作为天然气产业链的下游行业,受上游价格影响较大,存在气源不足、对进口天然气依赖程度偏高以及安全管理风险。

7. 未来发展

根据《天然气发展“十二五”规划》,到2015年底,中国天然气供给预计可达到2695亿立方米,其中国产天然气1760亿立方米(其中常规天然气1385亿立方米、非常规天然气(包括煤层气、煤制气、页岩气)375亿立方米),进口天然气935亿立方米;预计2015年中国天然气消费量达到2300亿立方米。到2015年天然气占一次能源消费总量的比重达到7.5%,意味着,“十三五”期间将新增天然气供应能力1400亿至1600亿立方米,每年新增300亿立方米左右的供应能力。

天然气资源稳步增长,城市燃气行业供应条件改善

《能源行业加强大气污染防治工作方案》提出,2015年全国天然气供应能力达到2500亿立方米;2017年全国天然气供应能力达到3300亿立方米。并提出了着力增强气源保障能力的措施。2014年4月,国家发改委发布《关于建立保障天然气稳定供应长效机制的意

见》,要求增加天然气供应,到2020年天然气供应能力达到4000亿立方米,力争达到4200亿立方米。

储运设施逐步完善

根据国家《天然气发展“十二五”规划》,“十二五”期间,中国将新建天然气管道(含支线)4.4万千米,新增干线管输能力约1500亿立方米/年;新增储气库工作气量约220亿立方米,约占2015年天然气消费总量的9%;城市应急和调峰储气能力达到15亿立方米。未来随着中国天然气基础设施的不断完善和成熟,下游用户使用天然气将更加方便、安全、高效,下游用气需求量将持续攀升,城市燃气行业规模将不断扩大。

天然气需求仍将保持快速增长

随着中国城市人口的快速增加,用气人口基数将不断扩大,城市燃气接驳业务需求量和人均燃气消费量将会增加。此外,中国城市管道天然气使用率仅为30%左右,较发达国家乃至中国部分城市接近80%的管道天然气使用率尚有巨大的提升空间。预计2014~2020年,中国天然气市场需求仍将快速增长,2020年全国天然气需求将达到3600亿立方米左右,年均增长约270亿立方米,年均增速约11%,主要集中在环渤海、东南沿海和长三角等地区。天然气占全国能源消费的比例也将由2013年的5.9%提高到2020年的10%(全国按47.5亿吨标煤当量进行测算)。

燃气企业数量不断减少,市场集中度不断提高

由于燃气的区域性特点,未来城市燃气企业的经营模式将由之前的全国多点布局转变为由中心区域向周边扩展形成规模,由原来一城一域的竞争向相互渗透和周边包围转变,守土扩疆和传统开发策略均面临挑战。未来燃气企业将通过区域合作、同行联盟、兼并重组、参股、股权并购、整体收购、资产转换等方式,以产业化为方向,或进行区域之间的相互渗透,或组建全国性或区域性企业集团,从而实

现规模化经营。与此同时，燃气企业的数量将出现下降，市场集中度将不断提高。

总体看，未来随着中国天然气资源的稳步增长，储运设施不断完善，天然气需求快速增长，作为下游的城市燃气行业将获得较好的发展机遇；但也存在市场集中度不断提高，中小企业面临被兼并收购的风险。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司是新奥能源全资设立的外商独资企业，是新奥能源在中国境内的经营总部。截至2015年6月底，公司注册资本为2.32亿美元。新奥能源为公司的唯一股东，自然人王玉锁及其配偶（赵宝菊）共同间接持有新奥能源30.40%的股权，是新奥能源的第一大股东，公司实际控制人为王玉锁。

2. 企业规模

公司进入燃气领域时间较早，具备一定的规模优势，目前是国内最大的燃气经销商之一。在全国四大燃气公司中（港华、华润、中燃和新奥）名列前茅，2014年收入排名第一，利润排名在前两名，销售气量仅次于华润燃气。国内管道燃气业务实施特许经营权，区域内具有自然垄断性，公司所属各成员企业均获得了经营区域的特许经营权，因此，在特许经营区域内，管道燃气业务为独家经营。目前，公司燃气业务主要分布在东北、华北及东南沿海等经济较发达地区，同时向河南、湖南、安徽等中部省市发展。截至2015年6月底，公司在全国16个省（直辖市、自治区）142个城市拥有管道燃气特许经营权，覆盖可接驳人口达到6562万人，燃气管道长度为2.79万公里，供气能力6861万立方米/日，处于国内燃气分销行业前列。

3. 人员素质

公司董事长王玉锁先生，51岁，博士学位；

历任廊坊夏利出租汽车公司总经理、廊坊市天然气有限公司董事长、廊坊新奥燃气有限公司董事长、廊坊新奥实业（集团）公司董事长兼总经理、河北新奥集团股份有限公司董事长兼总经理、新奥能源控股有限公司董事长。

公司总裁韩继深先生，51岁，研究生学历；历任廊坊新奥燃气有限公司副总经理、葫芦岛新奥燃气有限公司总经理、新奥燃气控股有限公司副总经理、蚌埠新奥燃气有限公司总经理、新奥能源控股有限公司副总裁、新奥能源控股有限公司总裁。

截至2015年6月底，公司共有在职员工23682人。从岗位构成上看，生产人员占67.95%，管理人员占27.49%，销售人员占4.43%，研发人员占0.13%；从文化程度看，公司大专及以上学历占77.95%，本科及以上学历占22.05%；从年龄结构上看，30岁以下占41.98%，30~50岁占51.76%，50岁及以上占6.26%。

总体看，公司高层管理人员和员工能够满足日常经营管理需要。

4. 技术水平

公司注重研发投入，近年来研发投入逐年增长，研发费用占收入比维持在0.7%左右。公司主要通过下属公司申请各项专利，实现技术的进步和业务办理中科技含量的增长。长沙新奥燃气发展有限公司拥有“新奥燃气浓度监控报警控制系统”、“新奥燃气监控管理平台软件”等六项专利；淮安新奥燃气发展有限公司拥有“组合热管换热器”、“一种电熔管件的安全指示装置”等三项专利；青岛新奥燃气设施开发有限公司拥有“一种高温空气燃气型平焰烧嘴”、“手持式IC卡燃气表售气软件V1.00”等六项专利；新奥能源物流有限公司拥有“SAP软件BW模块业务分析报表管理系统”、“车载终端信息自动反馈系统”等12项专利；湘潭新奥燃气有限公司拥有“燃气报警功能扩展系统V1.0”、“天然气管道牺牲阳极补充装置”等

11 项专利；其他一些下属企业也有各自申请的相应专利。目前为止，公司及其下属公司总计已申请近百项专利，极大地提高了燃气业务各环节的工作质量和办理效率。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司是依据《公司法》设立的有限责任公司，按照现代企业制度的要求建立了完善的法人治理结构，公司依法制定了《公司章程》，设立了股东会、董事会、监事会和经营管理机构，形成了各司其职、各负其责的监督和制衡机制。

公司设董事会作为公司最高权力机构，董事长为公司法定代表人。董事会下设战略决策委员会、执行委员会和督察审计委员会三大委员会，其中，战略决策委员会主要是对公司重大事项进行决策；执行委员会具体实施公司既定战略目标、经营管理；督察审计委员会主要负责公司内部经营管理控制，对公司财务、人事、绩效、工程建设等方面的经营管理进行监督审计，直接对董事会负责。董事会任命一名执行董事为 CEO，在董事会闭会期间代行董事会权力，CEO 同时也是执行委员会的主席，是公司具体经营的执行领导；执行委员会下设总裁 1 名和 14 个职能部门。

2. 管理水平

公司不断完善制度建设，在内部审计、财务管理、物资管理、成本管理和对下属子公司的管理等方面均制定了相关规章制度，并在日常的生产经营中严格按其执行。

内部审计方面，公司为建立集团内部控制体系，规范集团公司及所属公司的经营与管理，保障集团经营效益和管理效率目标的实现，制定了《内部审计制度》，设置了直接隶属于集团董事会的独立内部审计机构——财务部，代表集团实行审计监督。

财务管理方面，为规范集团财务管理行

为，公司建立了一套集中管控式财务管理体制，集团财务部执行集团范围内财务管理职能，在集团领导的带领下具体负责集团财务战略制定及具体方案的执行，通过委派财务人员至各子公司行使相关财务职能，各单位财务人员接受集团财务管理部统一管理。为了加强对子公司的管控，公司建立了区域财务管理中心，制定了《财务管理制度》、《会计基础工作规范》、《会计科目和财务会计报告制度》等一系列财务管理体系制度，对各区域财务管理中心实行统一管理。

物资管理方面，为加强集团公司物资采购、验收、储存、发放、使用等环节的规范管理，建立科学、规范的物资管理体系，保障生产，有效降低物资采购和使用成本，提高经济效益，公司制定了《物资管理制度》、《供应商管理办法》、《周转材料供应管理办法》等一系列物资管理制度。根据管理制度规定，公司对物资实行分类管理，将企业生产经营用的物资进行分门别类，并进行编码；公司物资的采购、验收、保管工作由集团公司物资管理部归口管理；物资的使用管理由使用单位负责，物资管理部负有监督责任。

成本管理方面，为了规范工程成本管理的内容、程序与方法，加强工程成本的管理和控制，促进公司内部工程成本管理行为的合法性、合规性，为管理层决策提供可靠的信息和数据依据，不断提高企业的工程管理水平，公司制定了《工程成本管理制度》。根据该制度规定，集团公司设立成本管理部并依据规定开展成本控制和管理工作的，并负责对该制度的制订和修改；各成员单位的成本管理部门在工程成本管理中接受集团公司成本管理部的监督和指导。

对下属子公司管理方面，公司主要分为对子公司高管人员管理、资金管理和物资管理三方面。高管人员管理主要是加强对下属子公司总经理的任职管理，原则上是所有各子公司的总经理都是由公司委派，实现总部与各子公司

集中与分散的良性发展；资金管理指公司对成员企业实行资金预算管理，通过财务公司对下属成员企业的资金流向、流量进行控制，实现下属子公司的资金集中管理，提高资金使用效率；物资管理是指公司成立四家专业采购公司，专门为成员企业所需物资进行集中采购，运送天然气气源、燃气管材、设备采购安装等，通过大宗采购，降低了各子公司的采购成本。

总体看，公司法人治理结构较为完善，并不断完善内部管理制度，提升公司经营管理水平。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事城市燃气的分销业务，并且围绕燃气分销开展相关业务的发展，包括与铺设管道有关的建设安装业务和汽车加气等业务。近年来，公司营业收入以管道气销售业务收入为主，比例一直保持在 65% 以上。建设安装业务和汽车加气业务占比随后。燃气具销售尚处于培育期，营收能力尚未完全体现，未来随着燃器具业务的发展及周边设施的完善，该板块有望进一步发展。公司 2014 年进行战略调整，终止了非管道气业务，主要是 LPG（液化石油气）的销售，并处置了相应资产，2015 年上半年该业务的收入主要来自库存商品的销售。

2012~2014 年，随着公司业务的拓展，接

驳用户数及燃气销售量增长较快，公司营业收入规模不断增长。其中，管道气销售业务、建设安装业务和汽车加气业务是公司收入和利润的主要来源。2014 年公司实现营业收入 314.92 亿元，同比增长 24.02%。分板块看，由于城市燃气业务区域垄断性较强，管道气销售业务收入保持稳步增长；建设安装业务来自于燃气初装用户的接驳费，由于 2014 年末接驳用户同比增长 23.00%，建设安装业务收入同比增长 21.69%；2014 年公司汽车加气业务继续迅速发展，汽车加气业务收入同比增长 25.80%。

毛利率方面，近三年公司毛利率呈下降趋势，2014 年为 20.3%，同比下降 3.6 个百分点。其中，管道气销售业务的毛利率同比下降 2.4 个百分点，主要是管道气采购价格上涨所致；建设安装业务的毛利率同比下降 3.7 个百分点，主要是受公司工程原材料和人工成本上升影响；汽车加气业务的毛利率同比下降 2.7 个百分点，主要是受天然气采购价格上涨影响；燃气具销售业务的盈利能力强，但占比较小，近两年毛利率增幅较大主要是 2013 年公司创立了自主品牌，贴牌生产成本较低所致。

2015 年 1~6 月，公司营业收入 169.59 亿元，占 2014 年公司营业收入的 53.85%；同期公司毛利率为 22.9%，较 2014 年增长 2.6 个百分点。

表 1 2012~2015 年上半年公司营业收入及毛利率情况

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
管道气销售	126.03	65.05	18.6	171.74	67.63	15.8	215.59	68.46	13.4	114.26	67.37	14.5
建设安装	38.47	19.86	55.4	37.48	14.76	60.3	45.61	14.48	56.6	27.18	16.03	60.8
汽车加气	25.07	12.94	21.5	37.32	14.70	17.5	46.95	14.91	14.8	24.12	14.22	14.6
非管道气销售	1.33	0.69	8.5	2.67	1.05	14.0	0.31	0.10	-276.4	0.51	0.30	20.0
燃气具销售	1.40	0.72	26.9	1.60	0.63	92.9	0.87	0.28	86.8	0.67	0.40	86.8
其他业务收入	1.43	0.74	50.1	3.12	1.23	77.2	5.59	1.77	40.9	2.85	1.68	53.9
合计	193.73	100	26.5	253.93	100	23.9	314.92	100	20.3	169.59	100	22.9

资料来源：公司提供。

总体看，近年来公司主营业务快速发展，营业收入规模不断增长；但同时受天然气采购价格上涨、工程原材料和人工成本上升等因素影响，公司毛利率略有下滑。考虑到公司燃气供应业务的区域垄断特点，公司收入及现金流稳定性良好。

2. 管道气销售业务

公司管道气销售业务系销售给客户的管道气业务，含管道天然气、管道液化气和管道运输等。中国对城市管道燃气实行特许经营政策，特许经营权一般为 30 年，已经取得燃气特许经营权项目的城市，可以保障公司在这些区域内燃气业务稳定增长。截至 2015 年 6 月底，公司已在全国 16 个省（直辖市、自治区）142 个城市拥有管道燃气特许经营权，公司在管道燃气分销行业中具有一定的市场地位。

气源采购方面，公司与中石化、中石油、中海油等公司建立了长期的合作关系，公司所有使用管道天然气的项目一般都得到上游供应商的保证供气合同，其中包括西气东输、忠武线、陕京线等的购气合同。各成员企业依据公司的年度经营计划与上游气源单位洽谈年度用气计划并签订供气协议，2015 年公司累计与三大油签订管输气量超过 80 亿方，占管道气业务气量需求的 80%以上；此外，超出协议的部分公司可根据实际业务需要提交月度用气计划，以满足用气需求。管道气采购价格是政府定价，由国家发改委根据天然气与替代能源之间的比价关系定期调整，采购均价根据各地管线长度有所不同，相关单位遵照执行。气

源采购的结算方式一般采取预付或者银行保函的方式。2012~2014 年，公司管道气的采购量和采购单价均呈上升趋势。

表 2 上游气源采购情况（单位：亿方、元/方）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
国外进口	采购量		0.77	
	采购均价		3.55	
中石油	采购量	37.39	46.51	59.26
	采购均价	2.39	2.49	2.76
中石化	采购量	14.39	16.02	16.14
	采购均价	2.53	2.62	2.81
中海油	采购量	5.01	7.13	13.37
	采购均价	2.79	3.01	3.26
其他	采购量	3.09	7.57	9.39
	采购均价	2.33	2.75	2.91
合计	59.88	77.23	98.93	51.33

资料来源：公司提供。

近年来，随着天然气使用的普及，公司管道气销售业务呈现大幅增长态势。截至 2015 年 6 月底，公司现有管道长度 27.9 千公里，日供气能力达到 68.6 百万立方米。2014 年公司管道燃气销售量为 83.22 亿立方米，其中工商业用户 71.71 亿立方米，住宅用户 11.51 亿立方米。销售价格方面，公司所属各成员企业的天然气销售价格采取政府定价或政府指导价。住宅用户销售价格由于涉及到广大居民用户的日常生活，因此，采取政府定价方式，价格调整需要采取听证程序。工商业用户的销售价格采取政府指导价，公司可在政府定价范围内灵活执行；如遇采购价格变动，可再报地方物价部门审批后实现同步调价。结算方式上，居民用户和商业用户使用储值卡进行预付，工业用户于本月底或次月初结算当月用气费。

表 3 2012~2015 年上半年公司管道燃气业务主要指标

	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~6 月
现有管道长度（千公里）	19.9	22.6	25.3	27.9
供气能力（百万立方米/日）	41.1	52.1	62.4	68.6
管道燃气销售量（亿立方米）	49.55	64.44	83.22	43.31
其中：住宅用户	8.12	9.36	11.51	6.54
工商业用户（含批发）	41.43	55.80	71.71	36.77

资料来源：公司提供。

3. 建设安装业务

公司建设安装业务主要涉及为客户提供燃气接驳和工程施工等业务。公司燃气管网建设是将高、中压管输线铺设到各小区或各道路，再从高、中压管输线向各天然气用户接低压庭院管网，输送至各住宅用户、工商业用户。

公司投资建设输气管道按照特定标准界定固定资产（资本性支出）和施工成本（收益性支出），其中施工成本与当期管网建设收入相配比。根据行业特点，固定资产和施工成本的界定点如下：

1) 住宅用户

管输支线上调压箱（含）及以上管网，作为公司固定资产投资，所发生的一切材料、人工、费用全部计入所形成的固定资产价值；对于管输支线上的调压箱（不含）以下的小区庭院管网和入户安装工程支出，作为施工成本与公司当期的相关收入相配比。

2) 工商业用户

工商户以建筑红线作为资产界定标准，建筑红线以外部分发生的材料、人工、费用计入所形成的固定资产价值；建筑红线以内部分作为施工成本与公司当期的相关收入配比。

费用定价方面，住宅用户的建设安装业务依据地方物价部门文件收取建设安装费用；工商业用户建设安装费用由企业根据管道开口费加上安装施工费进行合理制定。

表 4 近年公司已接驳用户情况（单位：万户）

	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~6 月
已接驳用户数	686.11	841.23	1034.71	1139.22
其中：住宅用户	683.38	827.70	1029.92	1134.17
工商业用户	2.73	3.93	4.79	5.05

资料来源：公司提供。

近年来，随着居民使用天然气的普及和工商企业煤改气的进行，接驳天然气需求日趋增加，公司已接驳用户呈快速增长态势。

4. 汽车加气业务

公司在中国 13 个省市从事加气站业务，

截至 2015 年 6 月 30 日，累计运营 290 座 CNG 加气站和 224 座 LNG 加气站。加气站主要分布于城市的周边或者交通枢纽，便于车辆的运输加气。CNG 的客户主要是针对城市的出租车、公交车和部分私家车，LNG 的客户主要是针对城市公交车和重型卡车。CNG 主要是通过从城市管网输送，经加压进行销售，销售价格根据上游采购价格制定销售价格，并经物价部门听证执行；LNG 主要是从三大油或者国际进口采购，销售价格参照采购价格加上合理利润制定，不需要物价部门审批。各地的销售价格会因当地采购价格及相关成本不同而有所差异。

表 5 2012~2015 年上半年公司汽车加气业务情况

	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~6 月
汽车用户（万户）	4.71	5.51	6.9	7.82
汽车加气量（亿立方米）	8.74	11.08	13.83	7.09
CNG 加气站数量（座）	196	239	280	290
LNG 加气站数量（座）	78	151	214	224

资料来源：公司提供。

5. 经营效率

从经营效率来看，2012~2014 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数呈上升趋势。2014 年分别为 29.17 次、38.08 次和 0.90 次。总体看，公司资产经营效率较好。

6. 未来发展

未来三年，燃气市场空间巨大，治理分散燃煤、交通排放、燃煤供暖等带来的新增市场有潜力；客户用能需求多元化，节能改造、泛能技术应用、并购扩张成为主要发展业务和规模扩张的新手段；LNG 交通、贸易成为新业务的增长点；公司仍将继续深挖常规管道燃气市场，促进气量销售规模的持续增长，同时，借助政策利好，推进 LNG 业务、泛能业务快速开展，形成新的业务增长点。公司 2015 年计划实现销售收入 380 亿，气量销售 115 亿方。

目前,公司用于企业发展的固定资产投资基本维持在 30 亿左右,2012~2014 年分别为 34 亿元、30.3 亿元、29.9 亿元。公司每年视市场情况进行 8~10 个燃气项目及数十个工业园区项目收购。公司除面对如中石化混营入股或大型城市燃气项目的股权收购外,基本靠自有资金进行固定资产投资和项目并购。

截至 2015 年 6 月底,公司在建项目有:

1) 廊坊外环大管线项目。该项目投资 1.6 亿元,全长 31 公里;目前已经完工 12 公里。公司通过此项目可以实现多气源互补,实现更多气源调配选择,保证公司未来 15~30 年的发展需求,在廊坊经营区域内具备实质控制权。

2) 开封市鹅湾门站—安墩寺 LNG 储配站高压管线项目。该项目投资 6700 万元,项目全线建设管线 43 公里、设置门站 1 座,全线最大储气量达 6.4 万立方米,年最大供气能力 5.2 亿立方米;目前已经完成铺设 15 公里。公司通过此项目使公司具备较强的储气调峰能力,实现双气源供气,为开封市区提供稳定的气源保障;巩固公司已取得的城市燃气特许经营权,并向开封县、杞县等燃气市场及工业园区发展。

3) 泉州霞美门站及霞美门站至紫帽调压站高压管线项目。该项目全长 15.7 公里,设置一座门站;目前已经完成 5 公里的投资。公司通过此项目可以稳固大泉州特许经营权,形成“两气一网”稳定供气格局,可灵活切换西气和海气,并满足江南片区(晋江、石狮、南安及清濛)客户不断增长的用气需求。

总体看,公司近年投资支出较稳定,如不考虑未来可能出现的重大投资,以前期投资规模来测算,公司资金压力较小。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报告经中喜会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。2012 年公司合

并范围新增合并户 40 户,注销 2 户,出售 3 户;2013 年新增合并户 42 户,注销 2 户;2014 年新增合并户 33 户,注销 1 户,出售 3 户。截至 2014 年底,公司直接或间接投资的、纳入合并报表的子公司共计 289 家,其中全资子公司 137 家,控股子公司 152 家。公司提供的 2015 年上半年财务数据未经审计。

截至 2014 年底,公司资产总计 361.39 亿元,所有者权益合计 149.46 亿元(含少数股东权益 28.97 亿元);2014 年,公司实现营业收入 314.93 亿元,利润总额 42.05 亿元。

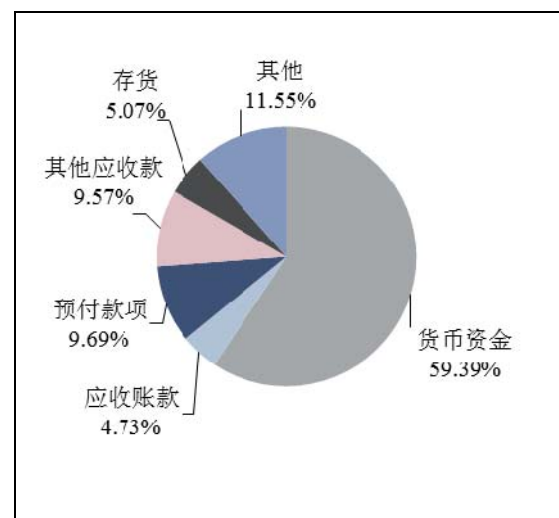
截至 2015 年 6 月底,公司资产总计 370.08 亿元,所有者权益合计 171.49 亿元(含少数股东权益 36.01 亿元);2015 年 1~6 月,公司实现营业收入 169.59 亿元,利润总额 27.48 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年,公司资产总额不断增长,年复合增长率为 13.64%,截至 2014 年底,公司资产总额为 361.39 亿元,其中流动资产占 36.63%,非流动资产占 63.37%。

2012~2014 年,公司流动资产不断增长,年复合增长率为 11.92%,截至 2014 年底,公司流动资产合计 132.39 亿元,主要为货币资金(占 59.39%)、预付款项(占 9.69%)、其他应收款(占 9.57%)和存货(占 5.07%)。

图 2 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源:公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金不断增长，年复合增长率为 14.60%，货币资金中主要由银行存款、现金和其他货币资金组成。截至 2014 年底，公司货币资金为 78.62 亿元，其中银行存款为 54.91 亿元，其他货币资金 23.68 亿元。货币资金中外币为 0.66 亿美元（汇率 6.119），折合人民币 4.03 亿元，占 5.12%。其他货币资金主要为定期存款 23.50 亿元和信用证保证金 0.18 亿元。

2012~2014 年，公司应收账款不断增长，年复合增长率为 10.53%。截至 2014 年底，公司应收账款为 6.26 亿元，主要为下游工业用户的燃气费。账龄方面，账龄一年以内的占 89.58%，一至二年的占 4.43%，二至三年的占 1.59%，三年以上的占 4.40%。期末应收账款欠款金额前五名占期末应收账款总金额的比例为 10.96%。公司应收账款未计提坏账准备。

2012~2014 年，公司预付款项波动中有所下降，年复合变动率为-6.09%。截至 2014 年底，公司预付款项为 12.82 亿元，主要为预付的管道建设工程款和天然气采购款等。账龄方面，账龄一年以内的占 94.45%，一至两年的占 2.99%，二至三年的占 1.42%，三年以上的占 1.14%，期末预付款项欠款金额前五名占期末预付款项总金额的比例为 42.41%。

2012~2014 年，公司其他应收款有所波动，其他应收款主要为通过公司或新奥财务有限责任公司集中贷款给关联公司的款项，回收风险低。截至 2014 年底，公司其他应收款为 12.67 亿元，同比下降 11.91%，主要是由于公司调账，将部分其他应收款项计入委托贷款。账龄方面，账龄一年以内的占 43.58%，一至二年的占 14.40%，二至三年的占 28.95%，三年以上的占 13.07%，期末其他应收款中欠款金额前五名占期末其他应收款总金额的比例为 16.99%。公司其他应收款未计提坏账准备。

截至 2014 年底，公司委托贷款为 6.21 亿元，主要是由于公司调账，将公司委托国开行贷给关联公司的款项计入委托贷款，回收风险

低。公司主要通过这种方式来提高集团资金整体利用效益。

2012~2014 年，公司存货波动中有所下降，年复合变动率为-6.12%，截至 2014 年底，公司存货为 6.71 亿元，主要为工程材料（占 28.16%）、天然气（占 34.64%）和未完工工程（占 28.01%）。公司期末对存货进行减值测试，未发现减值情况。

2012~2014 年，公司非流动资产不断增长，年复合增长率为 14.67%，截至 2014 年底，公司非流动资产合计 229.00 亿元，其中长期股权投资占 8.19%，固定资产占 69.65%，在建工程占 7.94%，无形资产占 5.26%，商誉占 4.97%。

2012~2014 年，公司长期股权投资波动中有所增长，年复合增长率为 6.45%，全部为对联营企业的投资。截至 2014 年底，公司长期股权投资为 18.76 亿元。

2012~2014 年，公司固定资产快速增长，年复合增长率为 17.05%，主要为房屋及建筑物、管道和机器设备，截至 2014 年底，公司固定资产为 159.51 亿元，其中房屋及建筑物占 15.66%，管道占 72.19%，机器设备占 7.98%。

2012~2014 年，公司在建工程波动幅度较大。在建工程主要为管道工程建设，随着公司管道工程的完工，2014 年底公司在建工程为 18.18 亿元，同比下降 17.10%。

2012~2014 年，公司无形资产快速增长，年复合增长率为 18.51%，截至 2014 年底，公司无形资产为 12.03 亿元，主要为土地使用权（占 84.68%）和特许经营权（占 9.35%）

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额为 370.08 亿元，其中流动资产 131.36 亿元（占 35.49%），非流动资产 238.73 亿元（占 64.51%），公司资产结构较上年底变化不大。

总体看，公司资产以非流动资产为主，流动资产中货币资金占比大，资产流动性较好，非流动资产主要为固定资产和在建工程，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年, 公司所有者权益快速增长, 年复合增长率为 15.54%, 主要来自未分配利润的快速增长, 截至 2014 年底, 公司所有者权益合计 149.46 亿元 (含少数股东权益 28.97 亿元), 归属于母公司的所有者权益中实收资本占 15.50%, 资本公积占 3.10%, 未分配利润占 79.50%。

截至 2015 年 6 月底, 公司所有者权益合计 171.49 亿元 (含少数股东权益 36.01 亿元), 所有者权益结构较上年底变化不大。

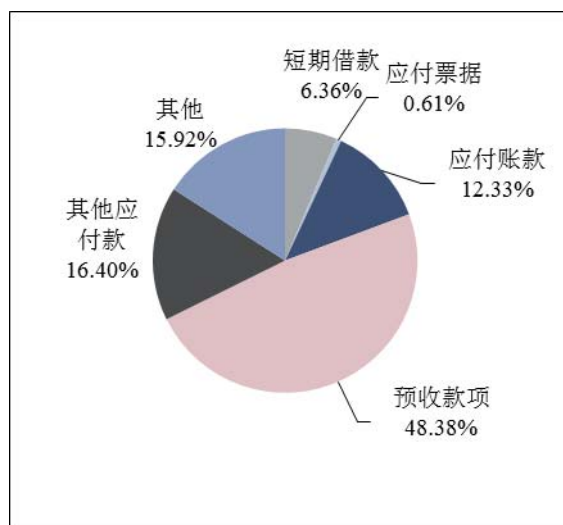
总体看, 公司所有者权益中未分配利润占比大, 权益稳定性弱。

负债

2012~2014 年, 公司负债规模不断增长, 年复合增长率为 12.35%, 截至 2014 年底, 公司负债合计 211.93 亿元, 其中流动负债占 58.95%, 非流动负债占 41.05%。

2012~2014 年, 公司流动负债有所增长, 年复合增长率为 9.23%, 截至 2014 年底, 公司流动负债合计 124.94 亿元, 主要为短期借款 (占 6.36%)、应付账款 (占 12.33%)、预收款项 (占 48.38%)、应付股利 (占 7.09%) 和其他应付款 (占 16.40%)。

图 3 截至 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年, 公司短期借款波动下降, 年复合变动率为-52.47%, 截至 2014 年底, 公司短期借款为 7.94 亿元, 其中信用借款 4.03 亿元 (占 50.76%), 保证借款 3.91 亿元 (占 49.24%), 由于公司业务规模扩张的需要, 短期借款同比增长 107.85%。

2012~2014 年, 公司应付账款波动幅度较大。截至 2014 年底, 公司应付账款为 15.41 亿元, 同比下降 12.72%, 主要为应付采购燃气、工程原料等款项。期末应付账款前五名占期末应付账款总金额的比例为 11.84%。

2012~2014 年, 公司预收款项快速增长, 年复合增长率为 28.48%。公司预收款项主要为预收的燃气费, 随着公司业务的快速扩张, 预收款项增加较快, 截至 2014 年底, 公司预收款项为 60.45 亿元, 同比增长 18.74%。期末预收款项前五名占期末预收款项总金额的比例为 1.14%。

2012~2014 年, 公司其他应付款波动增长, 其他应付款主要是生产经营过程中与外部单位发生的质保金和应付联营、共同控制、关联公司等往来款项, 不含利息支出。截至 2014 年底为 20.49 亿元, 同比减少 21.57%, 主要是由于公司偿还部分关联公司的款项。期末其他应付款前五名占期末其他应付款总金额的比例为 21.24%。

2012~2014 年, 公司非流动负债波动增长, 年复合增长率为 17.35%。截至 2014 年底, 公司非流动负债合计 86.99 亿元, 主要由长期借款 (占 14.74%)、应付债券 (占 13.76%)、长期应付款 (占 58.13%) 和递延收益 (占 13.21%) 构成。

2012~2014 年, 公司长期借款快速下降, 年复合变动率为-19.67%, 截至 2014 年底, 公司长期借款为 12.82 亿元, 其中信用借款占 19.53%, 抵押借款占 15.75%, 质押借款占 37.58%, 保证借款占 27.13%。

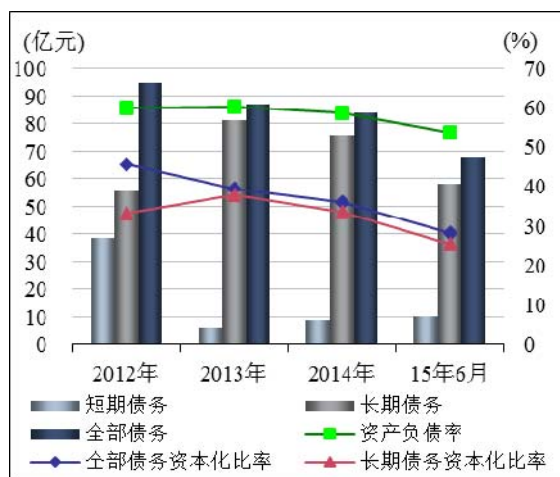
2012~2014 年, 公司应付债券保持相对稳定, 截至 2014 年底为 11.97 亿元, 其中 2011

年发行的企业债券面值为 5.00 亿元，余额为 4.98 亿元，2012 年发行的中期票据面值为 7.00 亿元，余额为 6.99 亿元。

2012~2014 年，公司长期应付款波动增长，年复合增长率为 45.33%，截至 2014 年底，公司长期应付款为 50.56 亿元，全部为应付香港 BVI 关联公司的借款，含审计调整的利息支出。

有息债务方面，2012~2014 年，公司全部债务有所下降，截至 2014 年底，公司全部债务为 84.06 亿元，其中长期债务占 89.65%，短期债务占 10.35%。从债务指标看，2012~2014 年，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率的平均值分别为 34.74% 和 38.99%，2014 年底分别为 33.52% 和 36.00%。同期，公司资产负债率平均值为 59.38%，2014 年底为 58.64%，公司债务负担适宜。

图 4 公司有息债务情况



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 198.60 亿元，其中流动负债占 64.05%，非流动负债占 35.95%，公司负债结构较上年底变化不大。有息债务方面，受长期应付款规模大幅下降影响，公司全部债务下降至 68.11 亿元，其中短期债务 9.96 亿元（占 14.63%），长期债务 58.14 亿元（占 85.37%），公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 25.32%、28.43% 和 53.66%。

总体看，公司负债规模逐年增长，有息债务中长期债务占比大，公司整体债务负担适

宜。

4. 盈利能力

2012~2014 年，随着公司业务规模的扩大，公司营业收入快速增长，年复合增长率为 27.50%，主要为管道气销售业务收入、建设安装业务收入和汽车加气业务收入。2014 年，公司实现营业收入 314.93 亿元，其中管道气销售业务收入占 68.46%，建设安装业务收入占 14.48%，汽车加气业务收入占 14.91%；营业成本方面，2012~2014 年，公司营业成本快速增长，年复合增长率为 32.75%，增速大于营业收入，2014 年为 251.01 亿元。2012~2014 年，公司营业利润率逐年下降，近三年平均值为 21.67%，2014 年为 19.48%。

2012~2014 年，公司期间费用波动中有所增长，年复合增长率为 4.41%，主要为管理费用，2014 年，公司期间费用为 24.72 亿元，其中销售费用占 14.15%，管理费用占 74.85%，财务费用占 11.00%。2012~2014 年，公司管理费用不断增长，年复合增长率为 12.48%，2014 年为 18.51 亿元，公司管理费用占比较高主要系公司业务范围分布广泛、子公司较多所致。同期，受公司有息债务规模下降影响，公司财务费用波动下降，年复合变动率为 -21.76%，2014 年为 2.72 亿元。期间费用比方面，2012~2014 年，期间费用的增长率远低于营业收入的增长率，因此公司期间费用占比呈下降趋势，分别为 11.71%、10.41% 和 7.85%，期间费用控制能力逐年提升。

非经常性损益方面，2012~2014 年，公司投资收益快速增长，年复合增长率为 83.38%，主要为股权投资收益，2014 年，公司实现投资收益 4.13 亿元，其中股权投资收益 3.36 亿元，股权转让收益 0.77 亿元。同期，公司营业外收入快速增长，年复合增长率为 73.18%，2014 年为 2.25 亿元，主要为政府补助。

2012~2014 年，公司利润总额不断增长，年复合增长率为 23.12%，分别为 27.74 亿元、

34.91 亿元和 42.05 亿元。

盈利指标方面，2012~2014 年，随着公司利润规模增长，公司总资本收益率和净资产收益率逐年上升，近三年平均值分别为 14.53% 和 20.43%，2014 年分别为 15.61% 和 21.66%。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 169.59 亿元，占 2014 年全年收入的 53.85%，利润总额为 27.48 亿元，营业利润率为 22.07%，公司盈利能力较上年底有所提升。

总体看，公司收入规模逐年增长，利润水平高，主营业务盈利能力强。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2012~2014 年，随着收入规模的快速提升，公司经营活动现金流入量快速增长，年复合增长率为 22.46%，2014 年为 393.81 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 373.56 亿元。同期，公司经营活动现金流出量快速增长，年复合增长率为 24.81%，高于经营活动现金流入量增长，2014 年为 355.31 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额分别为 34.51 亿元、58.80 亿元和 38.50 亿元，年复合增长率为 5.63%。收入实现质量方面，近三年，公司收入实现质量均维持在较好水平，分别为 127.84%、121.82% 和 118.62%。

投资活动现金流方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流入量波动增长，年复合增长率为 2.14%，2014 年为 5.19 亿元，主要为收回投资收到的现金 1.63 亿元，取得投资收益收到的现金 1.23 亿元和处置子公司及其他单位收到的现金净额 2.14 亿元。同期，公司投资活动现金流出量保持较大规模，年复合变动率为 -5.41%，分别为 32.22 亿元、46.31 亿元和 28.83 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。公司投资活动现金流量净额保持净流出，分别为 -27.25 亿元、-44.41 亿元和 -23.64 亿元。

2012~2014 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 7.26 亿元、14.39 亿元和 14.86 亿元；由于经营状况的向好以及投资活动的减少，近三年公司筹资活动前现金流量净额不断增长，公司对外融资压力较轻。

筹资活动现金流方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入量快速下降，年复合变动率为 -37.04%，2014 年为 28.56 亿元，其中取得借款收到的现金 18.02 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 10.08 亿元。同期，公司筹资活动现金流出量波动下降，主要受债务规模下降，偿还债务支付的现金减少所致，年复合变动率为 -16.28%，2014 年为 39.71 亿元，其中偿还债务支付的现金 16.73 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 12.65 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金 10.33 亿元。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为 15.41 亿元、0.65 亿元和 -11.15 亿元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额为 4.70 亿元，投资活动现金流量净额为 -13.81 亿元，筹资活动现金流量净额为 -5.63 亿元。

总体看，公司经营活动获现能力较强，收入实现质量较好；近年来公司投资规模有所减少，对外筹资压力适宜。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2012~2014 年，公司流动资产规模增长较快，公司流动比率和速动比率整体呈波动提升趋势，近三年平均值分别为 107.56% 和 101.68%，截至 2014 年底分别为 105.96% 和 100.59%，截至 2015 年 6 月底分别为 103.26% 和 94.84%；近三年，公司经营现金流动负债比分别为 32.95%、52.63% 和 30.82%。考虑到公司现金类资产充足，资产流动性较好，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2012~2014 年，随着利润规模增长，公司 EBITDA 快速增长，分别为 38.29 亿元、47.70 亿元和 54.09 亿元，公司

EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 近三年平均值分别为 11.08 倍和 1.82 倍，2014 年分别为 13.23 倍和 1.55 倍。公司整体偿债能力强。

截至 2015 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2015 年 6 月底，公司共获得银行授信 91.14 亿元，其中已使用额度 19.98 亿元，剩余未使用额度 71.16 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2015 年 9 月 18 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为国内最大的城市燃气分销商之一，规模与竞争优势突出，公司收入规模逐年增长，利润水平高。基于对城市供气行业发展的分析，以及公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

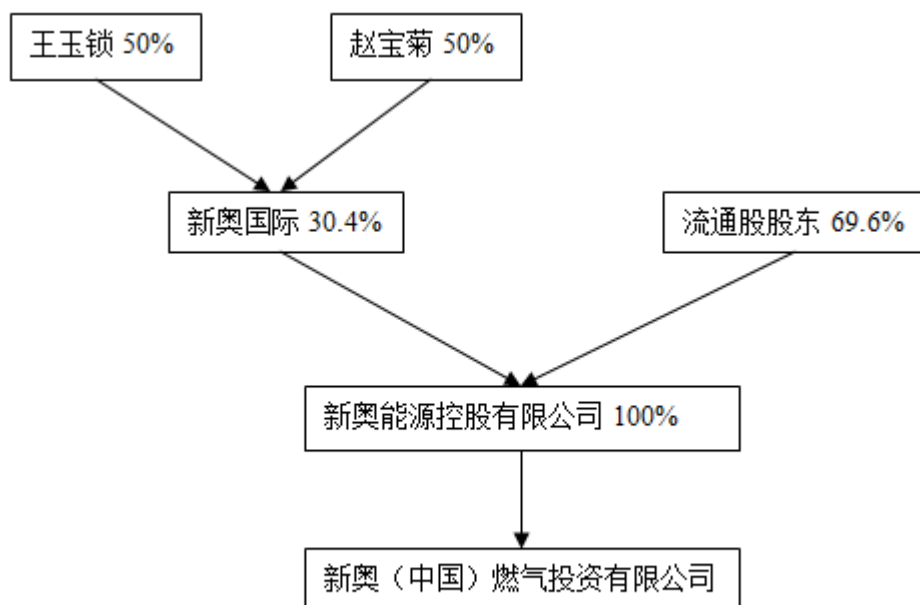
八、结论

天然气是城市燃气的主要气源，随着供需矛盾的日益突出，天然气行业迎来发展机遇；城市管道燃气实行特许经营权政策，在区域内占有较高市场份额，使得拥有特许经营权的公司能够维持稳定的收入和现金流。

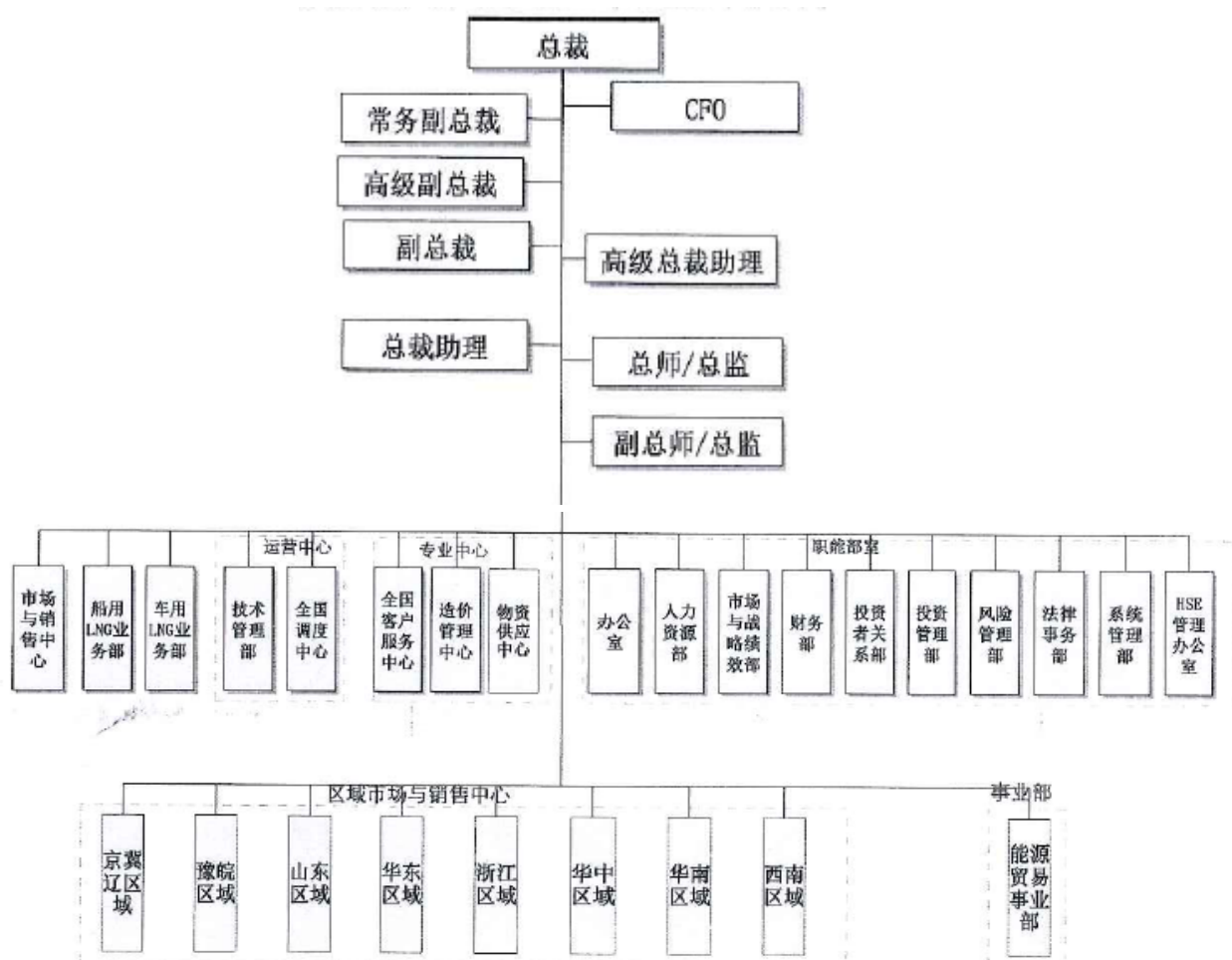
公司作为中国最大的城市燃气分销商之一，具有行业区域垄断性和规模优势。近年来，随着公司不断开拓新的城市以及对现有城市客户的开发，公司资产规模和营业收入快速增长，盈利能力较强。未来，随着城市化的推进和消费结构的改善，天然气需求将进一步扩大，公司收入水平有望进一步提升。

总体看，公司主体长期信用风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	63.12	79.20	83.57	67.20
资产总额(亿元)	279.85	335.65	361.39	370.08
所有者权益(亿元)	111.96	133.61	149.46	171.49
短期债务(亿元)	38.63	6.02	8.70	9.96
长期债务(亿元)	55.77	81.13	75.36	58.14
全部债务(亿元)	94.41	87.15	84.06	68.11
营业收入(亿元)	193.73	253.93	314.93	169.59
利润总额(亿元)	27.74	34.91	42.05	27.48
EBITDA(亿元)	38.29	47.70	54.09	--
经营性净现金流(亿元)	34.51	58.80	38.50	4.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	23.13	27.03	29.17	--
存货周转次数(次)	18.70	27.45	38.08	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.83	0.90	--
现金收入比(%)	127.84	121.82	118.62	116.34
营业利润率(%)	25.25	22.95	19.48	22.07
总资本收益率(%)	12.14	14.32	15.61	--
净资产收益率(%)	18.07	19.95	21.66	--
长期债务资本化比率(%)	33.25	37.78	33.52	25.32
全部债务资本化比率(%)	45.75	39.48	36.00	28.43
资产负债率(%)	59.99	60.19	58.64	53.66
流动比率(%)	100.94	114.63	105.96	103.26
速动比率(%)	93.66	108.84	100.59	94.84
经营现金流动负债比(%)	32.95	52.63	30.82	7.39
EBITDA 利息倍数(倍)	7.92	9.62	13.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.47	1.83	1.55	--

注：1. 2015 年上半年财务数据未经审计；

2. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	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	不能偿还债务