信用评级公告

联合〔2021〕6235 号

联合资信评估股份有限公司通过对陕西省天然气股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持陕西省天然气股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“20 陕天然气 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

陕西省天然气股份有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
陕西省天然气股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20 陕天然气 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	债券余额	到期日
20 陕天然 MTN001	5.00 亿元	2025/06/22

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；“20 陕天然 MTN001”附公司调整票面利率及投资人回售选择权，行权日为 2023 年 6 月 22 日

评级时间：2021 年 7 月 12 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对陕西省天然气股份有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级，反映了公司作为陕西省属以天然气长输管道运营为主营业务的国有上市企业，在区域市场竞争力、气源供应、业务规模等方面保持了明显的竞争优势，公司负债水平适中，债务负担轻。同时，联合资信也关注到，公司无燃气售价的自主定价权，相关行业政策调整易对公司整体盈利水平产生影响等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对存续债券保障程度较高。

未来随着天然气长输管道及支专线项目建设完成，公司输气能力有望进一步提升，综合实力将得到增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“20 陕天然 MTN001”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **天然气行业发展潜力大。**在国内环保政策偏紧及“煤改气”转型持续进行的情况下，未来中国天然气需求将持续高速增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. **在业务开展方面，公司具备一定的经营垄断优势。**公司为陕西省内以天然气长输管道运营为主营业务的省属国有上市企业，下属各城市燃气成员企业在省内主要区域获得较多城市燃气特许经营权，具备区域业务的垄断优势及规模优势。
3. **公司气源供应稳定性较好。**公司与上游供应商建立了长期稳定的合作关系，前两大供应商为中国石油天然气股份有限公司天然气销售陕西分公司和陕西延长石油（集团）有限责任公司。2020 年，公司对前两大供应商的采购占比仍保持在 85%以上。
4. **跟踪期内，公司债务负担轻，融资渠道通畅。**截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 51.93%和 35.24%。截至 2021 年 3 月底，公司银行授信总额度为 119.66 亿元，其中未使用额度为 88.51 亿元，同时，公司具备直接融资渠道。

分析师：王　爽　刘莉婕
邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

关注

1. **天然气管道运输行业盈利水平受政策影响大。**由于天然气管输费价格由相关政府部门制定，公司的盈利空间受政策影响大，同时天然气管道运输市场未来可能推进第三方准入，促进市场竞争多元化，或将对公司下游市场份额造成一定影响。

主要财务数据：

公司合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	9.03	9.13	12.08	11.19
资产总额（亿元）	116.95	124.89	133.19	133.20
所有者权益合计（亿元）	57.78	63.73	64.03	67.96
短期债务（亿元）	29.10	21.84	19.57	17.53
长期债务（亿元）	9.52	10.11	15.27	13.75
全部债务（亿元）	38.61	31.95	34.84	31.29
营业收入（亿元）	89.93	97.49	81.96	26.30
利润总额（亿元）	4.78	5.75	4.68	3.95
EBITDA（亿元）	12.25	11.63	10.25	--
经营性净现金流（亿元）	6.15	18.22	9.98	4.38
营业利润率（%）	10.08	8.87	9.18	16.00
净资产收益率（%）	7.10	7.47	5.90	--
资产负债率（%）	50.59	48.97	51.93	48.98
全部债务资本化比率（%）	40.06	33.39	35.24	31.52
流动比率（%）	38.64	37.78	43.34	43.59
经营现金流动负债比（%）	12.66	36.44	19.24	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.42	0.62	0.64
全部债务/EBITDA（倍）	3.15	2.75	3.40	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.02	7.00	7.90	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	107.01	109.54	118.19	119.02
所有者权益（亿元）	56.04	59.65	61.13	64.68
全部债务（亿元）	36.58	29.97	33.71	30.19
营业收入（亿元）	85.30	91.11	74.93	23.74
利润总额（亿元）	4.95	5.09	4.16	3.58
资产负债率（%）	47.63	45.55	48.27	45.66
全部债务资本化比率（%）	39.49	33.44	35.54	31.82
流动比率（%）	39.97	41.70	47.71	49.94
经营现金流动负债比（%）	12.92	39.33	20.41	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2.租赁负债已计入长期债务；3. 2018 年及 2019 年数据分别采用 2019 年及 2020 年期初数；4. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20陕天然气MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/08/20	韩家麒 张垌	一般工商企业信用评级方法V3.0.201907 一般工商企业信用评级模型V3.0.201907	阅读全文
20陕天然气MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/01/21	韩家麒 张垌	一般工商企业信用评级方法V3.0.201907 一般工商企业信用评级模型V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由陕西省天然气股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

陕西省天然气股份有限公司 2021 年跟踪评级告

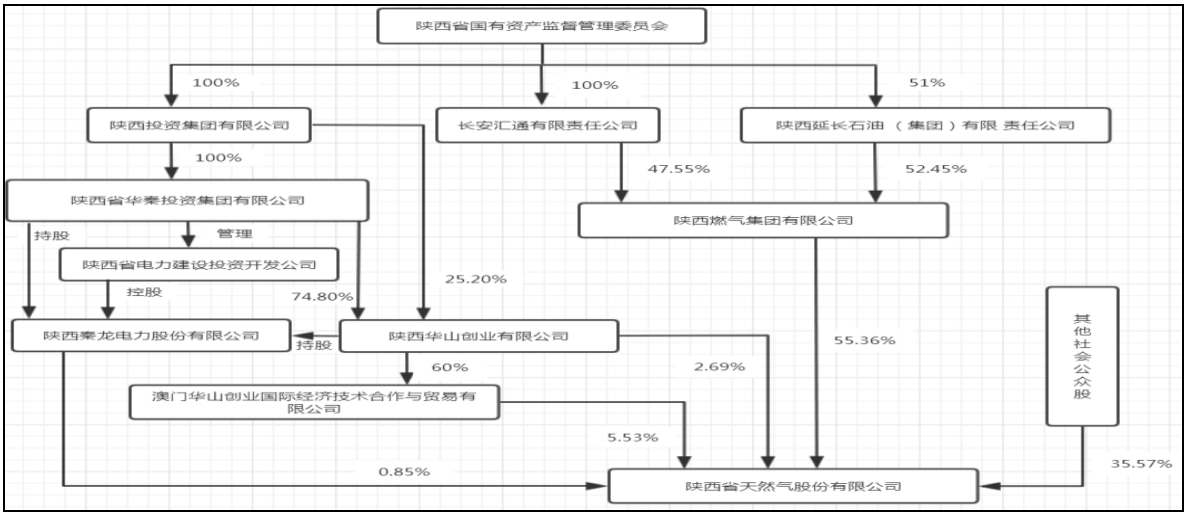
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于陕西省天然气股份有限公司（以下简称“公司”或“陕天然气”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

陕天然气前身为 1991 年 12 月 2 日经陕西省人民政府批准成立的陕西省天然气管道筹建处。1995 年 1 月，陕西省石油化学工业局与长庆石油勘探局合资设立陕西靖西天然气输气有限责任公司。2001 年 1 月，陕西靖西天然气输气有限责任公司经股权重组后更名为陕西省天然气有限责任公司。2005 年 11 月，经股份制改革，陕西省天然气有限责任公司更名为陕西省天然气股份有限公司。经中国证券监督管理委员会《关于核准陕西省天然气股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可〔2008〕924 号）核准，公司于 2008 年 8 月 13 日在深圳证券交易所上市（股票代码：002267.SZ，股票简称：陕天然气），公开发行普通股共计 10000 万股，控股股东为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）全资控股的陕西省投资集团（有限）公司（以下简称“陕投集团”），持股比例为 62.19%。2011 年，根据陕西省国资委《关于对陕西省天然气股份有限公司股东发生重大变动情况进行信息披露的函》（陕国资产权〔2011〕116 号），陕西省人民政府决定组建陕西燃气集团有限公司（以下简称“省燃气集团”），同意将陕投集团持有的公司股份无偿划转给省燃气集团持有。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 11.12 亿元，省燃气集团持股 55.36%，是公司的控股股东，陕西省国资委为公司实际控制人。截至 2021 年 3 月底，公司控股股东持有的公司股份无质押。

图 1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公开资料，联合资信整理

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，公司本部组织结构未发生变化。

截至2020年底，公司合并资产总额133.19亿元，所有者权益合计64.03亿元（含少数股东权益2.55亿元）；2020年，公司实现营业收入81.96亿元，利润总额4.68亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额133.20亿元，所有者权益合计67.96亿元（含少数股东权益2.68亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入26.30亿元，利润总额3.95亿元。

公司注册地址：陕西省西安市经济技术开发区A1区开元路2号；法定代表人：刘宏波。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪评级债券为“20 陕天然气MTN001”，发行日期为2020年6月18日，发行金额为5.00亿元。“20陕天然MTN001”附公司调整票面利率及投资人回售选择权，行权日为2023年6月22日。

跟踪期内，“20陕天然气MTN001”已按约定支付利息，募集资金已按约定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表1　2016－2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016－2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：国家统计局和Wind，联合资信整理

投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020年，社会消费品零售总额39.20万亿元，同比下降3.90%，为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面，2020年固定资产投资完成额51.89万亿元，同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年中国对东盟、欧盟、

美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 中国城镇居民人均可

支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。再次，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、行业分析

1. 行业概况

天然气作为支柱能源之一，具备环保、热值高等特点，行业上中下游已经形成较为稳定的结构。

天然气作为一种热值高、燃烧稳定、清洁环保的优势能源，全球资源储量丰富。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，已成为未来发展核心能源之一。

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由中国石油天然气集团有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司（以下简称“中石化”）和中国海洋石油集团有限公司（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、

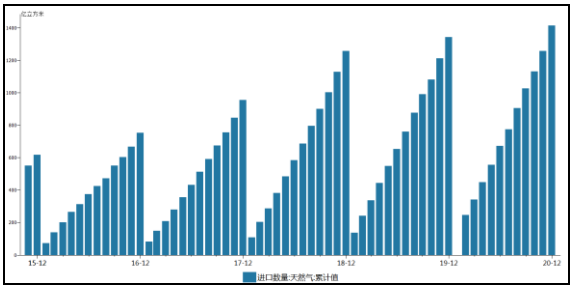
中长线管道输送、储存与调峰，以及液化天然气的运输、接收、储存和气化，体现出一定的垄断性和区域专属性，对地方政府和资源存在一定的依赖性，主要为中石油、中石化、中海油和地方燃气公司控制。下游分销主要由各城市燃气公司运营，市场化程度在天然气产业链中相对要高。

供需格局

在供气方面，由于中国天然气进口依存度较高，故中国天然气供需偏紧的格局仍难以得到根本改善。

天然气供给方面，近年来中国天然气产量逐年增长。但在清洁取暖、煤改气等政策下，中国不断扩大天然气使用范围，天然气供给远不及消费，进口量很大。2018 年中国天然气产量 1610.2 亿立方米，同比增长 7.5%；进口天然气 1256.81 亿立方米，同比增长 31.54%，对外依存度 44.36%，中国已超过日本成为全球最大天然气进口国，其中 LNG 进口量占 59%，管道气占 41%；进口天然气是天然气供应增长的主要来源。2019 年，中国天然气产量 1736.20 亿立方米，同比增长 7.83%；天然气进口量 1342.64 亿立方米，同比增长 6.8%。得益于国产气的快速增储上产及进口增速的大幅回落，我国天然气对外依存度首现下降，由上年的 43.1%下降到 42.1%，但仍然较高。2020 年，中国天然气产量 1888.50 亿立方米，同比增长 7.20%；天然气进口量 1413.52 亿立方米，同比增长 5.26%。

图 2　天然气进口量情况



资料来源：Wind

天然气消费方面，受近年来居民、采暖和工业煤改气工程推进明显加快和国家战略储气库的逐步建设影响，2018 年全国天然气消费量高速增长，全年天然气消费量约为 2766 亿立方米左右，同比增长 16.60%，消费需求继续高速增长，2018 年第一季度和第四季度因城市燃气需求大增，增量创下十年新高。同时，由于工业、发电和化工等非居民用气增加，以及上年底煤改气工程完工通气，二季度天然气消费量约为 618 亿立方米，同比增加 115 亿立方米，三季度天然气消费量为 629 亿立方米，增加 94 亿立方米，2018 年全年天然气资源仍呈现偏紧状态。2019 年，中国天然气表观消费量 3042.51 亿立方米，同比增长 7.4%，增速明显回落。国家出台多项环保政策，持续推进大气污染防治工作，强化重点地区民用、采暖、工业等行业煤改气，全国天然气消费量保持增长。2020 年，中国天然气表观消费量同比增长 6.83%至 3250.37 亿立方米。

2. 行业政策

近年来主管部门已制定多项促进天然气发展的政策规划，主要涉及天然气价格、配套基建方面。国家管网公司的成立有利于天然气管网运行机制的市场化改革。

2018 年 4 月，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）和国家能源局联合发布《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》，指出要构建以地下储气库和沿海 LNG 接收站储气为主的多层次储气调峰系统。计划到 2020 年，储气企业要拥有不低于合同年销售量 10%的储气能力；城镇燃气企业要形成不低于年用气量 5%的储气能力；县级以上地方人民政府至少要形成不低于保障本行政区域日均 3 天需求量的储气能力。

2018 年 5 月，国家发改委发布《关于理顺居民用气门站价格的通知》，决定理顺居民用气门站价格，建立反映供求变化的弹性价格机制，将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，供需双方可以基准门站价格为基础，价格水平按非居民用气基准门站价格水

平安排，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。2018 年 7 月北京市按照居民生活用气上下游价格联动机制，将北京市居民管道天然气销售价格上调 0.35 元/立方米。

2018 年 9 月，国务院发布《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，指出要强化天然气基础设施建设与互联互通，加快天然气管道、LNG 接收站等项目建设，集中开展管道互联互通重大工程，加快推动纳入环渤海地区 LNG 储运体系实施方案的各项目落地实施；构建多层次储备体系。

2019 年 3 月，中央全面深化改革委员会第七次会议审议通过了《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，要求推动形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的油气市场体系。

2019 年 5 月，国家发改委、国家能源局、住房城乡建设部、市场监管总局联合印发了《油气管网设施公平开放监管办法》，要求进一步改革机制、强化监管，更大力度地推动油气管网设施公平开放，营造公平开放的制度环境，提高油气管网设施利用效率，加快油气市场多元竞争。

2019 年 12 月，国家石油天然气管网集团有限公司（以下简称“国家管网公司”）在北京正式成立。国家管网公司主要职责是负责全国油气干线管道、部分储气调峰设施的投资建设，三大石油公司全资或控股的干线管网、持有的省级管网股权、部分 LNG 接收站和储气库、管网调度业务等资产将被纳入。国家管网公司标志着中国石油天然气管网运营机制市场化改革迈出了关键一步。

2020 年 7 月，国家发改委、市场监管总局下发《关于加强天然气输配价格监管的通知》，指出要合理制定省内管道运输价格和城镇燃气配气价格。天然气输配价格按照“准许成本+合理收益”原则核定。各地要根据《关于加强配气价格监管的指导意见》制定配气价格管理办法并核定独立的配气价格，准许收益率按不超过 7%确定，地方可结合实际适当降低。鼓励各地探索建立管输企业与用户利益共享的激励机制，激励企业提高经营效率，进一步降低成本。

3. 行业关注

城市门站价格与销售价格调整不匹配

由于居民用气上下游价格定价政策的不一致，造成上下游价格调整难以在时间上和调整幅度上同步，城市燃气分销商面临一定的成本上涨无法及时通过售价传导的风险。

气源供应不足、对进口天然气的依赖度偏高

我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，随着我国天然气消费量的快速增长，天然气进口数量不断增加，我国对进口天然气的依赖程度上升。城市分销商上游企业多为三大石油公司，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。

易受国际天然气价格波动影响

我国天然气进口比重大，城市燃气行业易受国际天然气价格影响。受全球供应增加、库存高企影响，天然气价格波动剧烈。另外，国际原油价格的波动一定程度影响天然气价格。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 11.12 亿元，控股股东为省燃气集团，实际控制人为陕西省国资委。

2. 企业规模

公司在长输管道和城市燃气领域在陕西省内竞争优势明显。

公司负责陕西全省天然气长输管网的规划、建设、运营和管理，其天然气管道运输业

务在陕西省内具有一定自然垄断性。截至 2020 年底，公司建成投运天然气输气管道 47 条，总里程达 3769 公里，具备 165 亿立方米的年输气能力，形成覆盖陕西省 11 个市（区）的天然气管网。此外，公司拓展城市燃气业务，建成中压及以上城市燃气管网里程超过 2000 公里，累计发展用户超过 60 万户，经营区域为 8 区 27 县，市场覆盖率达 32.71%。

3. 过往债务履约情况

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：6101010000292554），截至 2021 年 4 月 20 日，公司无不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录。

七、管理分析

跟踪期内，董事会、监事会及高级管理人员变动较大，但对公司生产经营无重大影响；公司管理制度连续。

跟踪期内，公司董事会、监事会及高级管理人员因换届选举、工作变动等原因变动较大，但对公司生产经营无重大影响。截至2021年3月底，公司董事会、监事会及高级管理人员共21人，均具有丰富的从业经验及管理经验。

刘宏波先生，1980 年 2 月出生，研究生学历，高级经济师、高级政工师。刘宏波先生 2001 年 7 月至 2012 年 6 月，就职于山东省东明县玉成中学、山东省东明县公安局、陕天然气；2012 年 6 月至 2020 年 2 月，历任省燃气集团总经理办公室主管、董事会办公室主管、办公室副主任、纪检监察室副主任（主持工作）、纪检监察室主任，陕天然气监事，陕西液化天然气投资发展有限公司监事，省燃气集团纪委委员，陕天然气党委书记；现任陕天然气党委书记、董事长。

陈东生先生，1967 年 7 月出生，研究生学历，高级工程师。陈东生先生 1991 年 7 月至 2008 年 11 月，历任西北机器厂厂长助理、西北机器有限公司下属房地产公司经理助理、经理、物业公司总经理、居委会主任、老干部管理办公室主任、职工培训中心主任；2008 年 11 月至 2019 年 4 月，任陕西省城市经济学校党委委员、副校长；2019 年 4 月至 2020 年 2 月，任陕天然气党委委员、副总经理；现任陕天然气党委副书记、董事、总经理。

表2 公司董监高人员变动情况

姓名	担任的职务	日期	原因
袁军旗	董事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
李宁	董事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
李冬学	董事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
王勇	董事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
闫禹衡	董事	2021 年 03 月 15 日	重新选举
闫禹衡	财务总监	2021 年 02 月 25 日	新聘任
田阡	独立董事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
沈悦	独立董事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
张珺	监事会主席	2020 年 07 月 31 日	换届选举
邢智勇	监事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
刘静	监事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
王莉	职工监事	2020 年 07 月 20 日	职代会选举
翟利军	职工监事	2020 年 07 月 20 日	职代会选举
毕卫	董事会秘书	2020 年 1 月 20 日	新聘任
高京卫	副总经理	2021 年 2 月 25 日	新聘任
高耀洲	董事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
张宁生	董事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
吴健	董事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
张俊瑞	独立董事	2020 年 07 月 31 日	届满离任
赵选民	独立董事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
李谦益	董事长	2020 年 03 月 06 日	工作变动
方嘉志	董事、总经理	2020 年 02 月 18 日	工作变动
任妙良	董事、财务总监	2021 年 02 月 24 日	工作变动
刘宏波	监事	2020 年 02 月 18 日	工作变动
王晖	职工监事	2020 年 07 月 20 日	重新选举
陈黎	职工监事	2020 年 07 月 20 日	重新选举
张珺	职工监事	2020 年 02 月 18 日	重新选举
侯晓莉	监事会主席	2020 年 07 月 31 日	换届选举
郑风雷	监事	2020 年 07 月 31 日	换届选举
陈东生	副总经理	2020 年 02 月 19 日	不再担任副总经理，改任总经理
蒋志堂	副总经理	2020 年 04 月 26 日	解聘

资料来源：公司 2020 年年度报告

跟踪期内，公司主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营现状

2020 年以来，公司业务开展模式变化，营业收入规模有所下降，综合毛利率有所提升。

公司是陕西省天然气长输管道省属运营商，负责陕西省天然气长输管道的规划、建设和经营管理。

2020 年，公司实现营业收入同比下降 15.93%至 81.96 亿元。从收入构成来看，天然气销售业务仍为公司主要收入及利润来源。2020 年，公司天然气业务模式由统购统销转变为统购统销及代输混合模式，加之阶段性下调管输费价格，当年营业收入有所下降；由于业务模式变化，管道运输业务收入同比增加 2.63 亿元；燃气工程安装和其他业务收入规模相对较小。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率同比变化不大。其中，天然气销售毛利率受管输价格阶段性下调影响而下降；管道运输业务受益于管道运输量增加而大幅上升。燃气工程安装和其他业务规模较小，对公司综合毛利率影响不大。

2021 年 1－3 月，公司营业收入同比下降 25.23%，主要系天然气业务由统购统销模式转变为统购统销及代输混合模式所致；毛利率同比上升 4.20 个百分点，主要系毛利率较高的管道运输业务收入占比提升所致。

表 3　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

收入构成	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
天然气销售	87.66	97.47	9.96	94.81	97.25	8.19	76.53	93.38	7.37	23.25	88.42	10.33
燃气工程安装	1.76	1.95	31.82	1.52	1.56	51.92	1.62	1.98	46.11	0.26	0.99	58.79
管道运输	0.44	0.49	44.95	0.82	0.84	24.13	3.45	4.21	36.45	2.71	10.31	61.25
其他	0.08	0.09	62.21	0.35	0.36	85.78	0.35	0.43	88.91	0.08	0.29	87.79
合计	**89.93**	**100.00**	**10.60**	**97.49**	**100.00**	**9.28**	**81.96**	**100.00**	**9.71**	**26.30**	**100.00**	**16.28**

注：“天然气销售”收入包括天然气销售及相应产生的管道运输收入；“燃气工程安装”收入包括城市燃气公司接驳以及小区安装燃气表等业务收入；“管道运输”收入为天然气代输业务产生的收入；“其他”收入主要为管道改线工程收入、管道运行管理费、租赁收入等；2018 年及 2019 年数据为追溯调整数据；数据合计尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 气源供应

2020 年，公司燃气采购总量同比变化不大，采购均价有所下降，采购集中度仍较高。

公司业务经营模式、主要供应商及结算方式未发生变化。

2020 年，公司燃气采购总量为 63.04 亿立方米，同比变化不大。采购价格方面，由于上游门站价格调整，公司 2020 年气源采购均价降至 0.98 元/立方米，2021 年一季度降至 0.76 元/立方米。

表 4　公司天然气采购量及采购成本情况（单位：亿立方米、亿元、元/立方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
采购量	61.13	63.84	63.04	24.51
采购金额	67.97	75.99	61.55	18.66
采购均价	1.11	1.19	0.98	0.76

注：表中采购金额和采购均价均为不含税价；数据尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2020 年，公司前两大供应商仍为中国石油天然气股份有限公司天然气销售陕西分公司和陕西延长石油（集团）有限责任公司，合计采购占比为 89.82%，气源供应稳定性较好。

表 5　2020 年公司前五名供应商情况（单位：亿元、%）

供应商	采购金额	占比
中国石油天然气股份有限公司天然气销售陕西分公司	47.27	64.71
陕西延长石油（集团）有限责任公司	18.34	25.11
宝鸡石油输送管有限公司	1.11	1.52
河北华北石油工程建设有限公司	0.61	0.84
中石化石油机械股份有限公司沙市钢管分公司	0.39	0.53
合计	**67.72**	**92.71**

注：前五名供应商采购额为含税金额
资料来源：公司提供

3．下游销售

2020 年，受政策调整影响，公司燃气销售价格阶段性下调，并且业务开展模式有所变化。

公司无管输费定价权，盈利水平受政策影响大。

2020 年 3 月，陕西省发改委下发了《陕西省发展和改革委员会关于阶段性降低我省非居民用气成本的通知》，规定在 2020 年 2 月 22 日至 6 月 30 日内陕西省非居民用气门站价格提前执行淡季价格政策，阶段性降低省内天然气管道运输价格及降低城市配气和销售价格，主要包括（1）由省天然气公司供气的非居民用气省内天然气管道运输价格在现行价格基础上下浮 5%；（2）居民价不变，非居民门站价格在基准门站价格基础上下浮 1%，即按每立方米 1.2078 元执行。上述价格的执行对公司天然气销售收入有一定不利影响。

2020 年 7 月，公司收到《陕西省发展和改革委员会、陕西省住房和城乡建设厅、国家能源局西北监管局关于尽快签订 2020－2021 年度及采暖季天然气合同切实做好管网公平开放工作的通知》（以下简称“通知”）。根据《通知》制定的天然气交易规则，公司下游客户可通过陕西省公共资源交易中心签订平台与上游天然气供应方签订采购合同。2020 年 8 月以后，公司长输管道业务经营模式由统购统销转为统购统销及代输混合模式，导致公司天然气销售收入减少，管道运输业务收入增加，但管道运输业务毛利率较高，有利于公司整体盈利水平的提升。

2020 年，公司销气量同比变化不大；销售均价受政策变化影响有所下降，2021 年一季度销售均价下降至 0.96 元/立方米。

表6　公司天然气销售业务情况（单位：公里、亿立方米/年、亿立方米、%、亿元、元/立方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
期末管道总长度	3466	3590	3769	3769
期末输气能力	165	165	165	165
销气量	60.97	62.94	62.70	24.32
购销率	99.74	98.59	99.44	99.23
销售金额	87.66	93.63	76.53	23.25
销售均价	1.44	1.49	1.22	0.96

注：销气量为长输管网销气量及城市燃气销气量合计数；销售金额和销售均价均为不含税价；数据尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

城市燃气业务方面，截至 2021 年 3 月底，公司累计发展用户超过 60 万户。2020 年，公司城市燃气业务销量同比大幅增加，但受销售结构及政策调价影响，销售均价有所下降。

表7　公司城市燃气业务销售情况
（单位：亿立方米、亿元、元/立方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
销量	3.79	4.45	7.76
销售收入	9.36	10.33	15.69
销售均价	2.47	2.32	2.02

注：销售收入和销售均价均为不含税价；数据尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

受陕西省天然气覆盖地区差异影响，公司下游客户主要集中在关中区域，其中西安市用气量占比最大。2020 年，公司前五大客户销售占比为 46.36%，集中度处于较高水平。

表8　2020年公司前五大客户销售收入及占比情况
（单位：亿元、%）

客户名称	销售金额	占比
西安秦华天然气有限公司	28.01	31.40
咸阳市天然气有限公司	3.88	4.35
宝鸡中燃城市燃气发展有限公司	3.71	4.16
陕西液化天然气投资发展有限公司	2.91	3.26
中国石油天然气股份有限公司天然气销售陕西分公司	2.84	3.19
合计	**41.35**	**46.36**

注：数据尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

4. 管道建设

公司在建项目主要为天然气长输管道及支专线项目，预计未来投资压力不大。未来随着项目的建设完成，公司输气能力有望进一步提升。

公司主要在建项目为天然气长输管道及支专线工程，预算投资总额为 16.74 亿元，截至 2020 年底，累计已投入金额为 8.59 亿元，未来投资压力不大，项目建设完成将有利于提高公司的输气能力。

表9 截至2020年底公司重要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	建设地点	建设规模和内容	建设年限	总投资	累计完成	202 年计划	202 年计划
1	靖西一、二线与靖西三线联络线输气管道工程	延安市	线路全长 129 公里，其中延安压气站-志丹压气站段长度约 88 公里，富县压气站-张村驿压气站段长度约 41 公里。管径 DN900，设计压力 8MPa，建设 4 座场站、4 座阀室	2017－2023 年	8.10	5.85	0.28	0.15
2	山阳分输站至必康工业园供气支线工程	商洛市	线路全长 21 公里，管径 DN250，设计压力 4.0MPa，设计输气能力 1.2 亿方/年	2019－2022 年	0.49	0.38	0.02	0.05
3	富县至宜川输气管道工程	延安市	线路全长 118 公里，管径 DN900，设计压力 8.0MPa，输气能力 90 亿方/年；建设 2 座场站，5 座阀室	2020－2023 年	7.61	2.06	2.10	0.98
4	汉中至南郑燃气管道工程	汉中市	线路全长 23.5 公里，管径 DN400，压力 1.6MPa，输气能力 0.8 亿方/年，新建南郑门站、加气站合建站 1 座	2020－2022 年	0.53	0.31	0.18	0.05
合计				--	**16.74**	**8.59**	**2.58**	**1.23**

资料来源：公司提供

5. 未来发展

公司发展战略清晰，生产经营目标明确，有利于公司稳定发展。

公司未来总体目标为“做专长输、做大城燃、做优上市公司，全力打造国内一流的天然气综合运营商”。“做专长输”方面，公司将着力提升输气能力、强化调节能力，全面推进省内、省际、国家干线互联互通，形成“南北互保，关中枢纽，储调灵活，智慧互联”的管网系统。“做大城燃”方面，公司将深耕区域市场，布局省内及省外市场，大力实施并购重组，拓展增值业务，提升并巩固行业地位。“做优上市公司”方面，公司将充分发挥上市平台优势，通过业务开拓和良好的经营业绩为公司提供市场价值基础，加速提升公司资产、市值规模和盈利能力，为投资者提供高水平投资回报，为企业进行资产重组、资产注入、收购兼并形成良好基础。

6. 经营效率

公司经营效率较高。

从经营效率来看，2020 年，公司销售债权、总资产及存货周转次数有所下降，分别为 19.81 次、0.64 次和 34.32 次。与同行业企业对比，公司资产经营效率较高。

表10 2020年公司与同行业运营效率指标情况

（单位：次）

企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
陕西省天然气股份有限公司	**20.79**	**36.69**	**0.65**
山西天然气有限公司	7.63	36.38	0.37
深圳市燃气集团股份有限公司	20.68	27.16	0.62
中燃投资有限公司	4.40	10.96	0.38

注：上表数据直接引用 Wind 数据，与本报告数据口径存在差异
资料来源：Wind

九、重大事项

延长石油成为公司控股股东省燃气集团的第一大股东，有利于公司保障气源供应，增强抗风险能力。

公司于2019年9月20日披露了《关于控股股东增资扩股进展的提示性公告》，宣布持有控股股东省燃气集团100%股份的陕西省国资委与延长石油及公司控股股东省燃气集团签署《陕西省人民政府国有资产监督管理委员会与陕西延长石油（集团）有限责任公司关于陕西燃气集团有限公司增资扩股协议》，延长石油以资产置入方式向省燃气集团进行增资扩股后，将持有省燃气集团52.45%的股份，成为省燃气集团的控股股东。

2019年9月26日，公司收到省燃气集团转发的陕西省国资委出具的《关于核实陕西延长石油（集团）有限责任公司增资陕西燃气集团有限公司出资的批复》，同意延长石油以管道运输公司相关资产增资省燃气集团。增资完成后，省燃气集团注册资本由21.21亿元增至44.62亿元，其中陕西省国资委出资额为21.21亿元，持股比例为47.55%；延长石油出资额为234023.00万元，持股比例为52.45%，成为省燃气集团第一大股东。

2021年2月8日，公司收到控股股东省燃气集团通知，陕西省国资委拟将其持有的省燃气集团47.55%的股权划转至长安汇通有限责任公司（以下简称“长安汇通”），长安汇通为陕西省国资委的全资子公司。

上述股权变更手续已完成，公司直接控股股东和实际控制人不变。延长石油为公司第二大供应商，其成为公司间接控股股东后，有利于保障公司气源供应，增强抗风险能力。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2021 年 1－3 月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2020年新增1家子公司，减少1家子公司；2021年一季度合并范围未发生变化，截至2021年3月底，公司合并范围共7家子公司。公司合并范围变化对财务数据可比性影响小。

本报告2019年财务数据采用2020年财务报告期初数。

截至2020年底，公司合并资产总额133.19亿元，所有者权益合计64.03亿元（含少数股东权益2.55亿元）；2020年，公司实现营业收入81.96亿元，利润总额4.68亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额133.20亿元，所有者权益合计67.96亿元（含少数股东权益2.68亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入26.30亿元，利润总额3.95亿元。

2. 资产质量

2020年，公司资产构成仍以非流动资产为主；流动资产中货币资金和应收账款占比高，应收账款综合账龄较长、集中度高，形成一定的资金占用；非流动资产主要为以燃气管道为主的固定资产和在建工程。公司资产受限规模很小，整体资产质量较好。

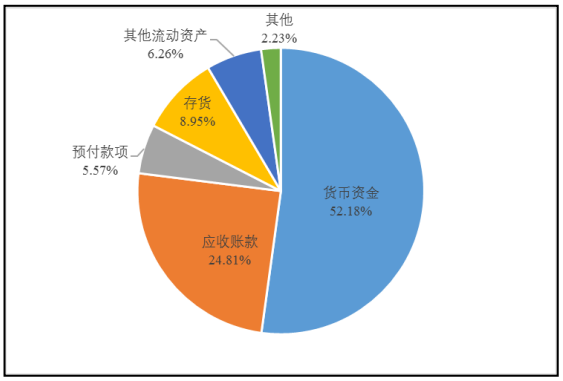
截至2020年底，公司合并资产总额133.19亿元，较年初增长6.65%。其中，流动资产占16.89%，非流动资产占83.11%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至2020年底，公司流动资产22.49亿元，较年初增长19.07%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产构成。

截至2020年底，公司货币资金11.73亿元，较年初增长28.50%，主要系气款回收增加所致。公司货币资金基本为银行存款，其他货币资金仅为0.16亿元，系母公司缴纳的土地复垦资金以及子公司缴纳的承兑汇票保证金，为受限资金，受限比例为1.36%。

图3　截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年底，公司应收账款账面价值为5.58亿元，较年初增加3.24亿元，主要系公司考虑到疫情影响，对下游客户及关联公司采取了相对宽松的结算政策所致。从账龄来看，1年以内的应收账款账面余额占73.12%，1~2年的占1.53%，2~3年的占2.15%，3年以上的占23.20%，综合账龄较长；从集中度看，前五名欠款客户占比为80.54%，集中度高。截至2020年底，公司累计计提坏账准备1.79亿元，其中，陕西双翼石油化工有限责任公司因其进入破产重整程序计提坏账准备0.38亿元；与西安市西蓝天然气股份有限公司的诉讼已结案但执行困难，计提坏账准备1.05亿元。

表11　截至2020年底应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

应收账款方	金额	占当期应收账款比例	坏账准备	是否为关联方
陕西液化天然气投资发展有限公司	2.91	39.50	0.15	是
西安市西蓝天然气股份有限公司	1.31	17.78	1.05	否
陕西延长石油（集团）有限责任公司延安炼油厂	0.67	9.09	0.03	是
陕西兴化集团有限责任公司	0.65	8.86	0.03	否
陕西双翼石油化工有限责任公司	0.39	5.31	0.38	否
合计	**5.93**	**80.54**	--	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

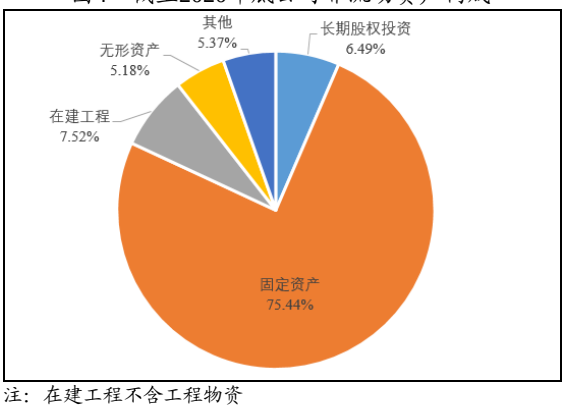
截至2020年底，公司预付款项1.25亿元，较年初下降67.89%，主要系公司与上游供应商采取了积极的谈判措施，减少了预付垫款以及公司业务模式调整所致。公司预付款项构成主要为预付的征地款、管道建设工程款和天然气采购款等。

截至2020年底，公司存货2.01亿元，较年初下降12.41%，主要系天然气库存量减少所致。存货主要由合同履约成本（占34.71%）、天然气（占24.97%）和备品备件（占27.97%）构成，公司对备品备件计提存货跌价准备0.08亿元。

非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 110.70 亿元，较年初增长 4.44%。公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产构成。

图4　截至2020年底公司非流动资产构成



注：在建工程不含工程物资

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年底，公司长期股权投资7.18亿元，较年初增长5.61%，主要系联营企业盈利所致。其中，投资金额较大的联营企业为咸阳市天然气有限公司（2.57亿元）和黑龙江省天然气管网有限公司（3.00亿元）。

截至2020年底，公司固定资产83.51亿元，较年初增长11.90%，主要系部分在建工程项目转入固定资产所致；固定资产主要由输气管线（占84.92%）构成，累计计提折旧45.26亿元，计提减值准备484.47万元；固定资产成新率64.83%，成新率较高。

公司在建工程主要为输气管道工程，随着在建项目陆续转入固定资产，账面金额有所下

降，截至2020年底，公司在建工程较年初下降43.15%至8.33亿元。2020年，转入固定资产金额较大的在建项目为靖西一、二线与三线联络线项目（转固5.85亿元）和商洛至商南输气管线工程项目（转固1.26亿元），期末在建工程累计计提减值准备217.30万元。

截至2020年底，公司无形资产5.73亿元，较年初增长8.07%，主要系公司外购专业软件以及自主开发软件转入无形资产所致。其中，土地使用权占93.65%。公司无形资产累计摊销1.21亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额133.20亿元，规模及构成较上年底变化不大。其中，流动资产占16.38%，非流动资产占83.62%。公司受限资产为货币资金716.98万元，受限规模很小。

3. 资本结构

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模变化不大，但结构稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益64.03亿元，较年初变化不大。其中，股本、资本公积和未分配利润分别占17.37%、19.47%和45.90%。未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至2021年3月底，公司所有者权益67.96亿元，较上年底增长6.14%，主要系未分配利润增加所致。公司所有者权益结构变化不大。

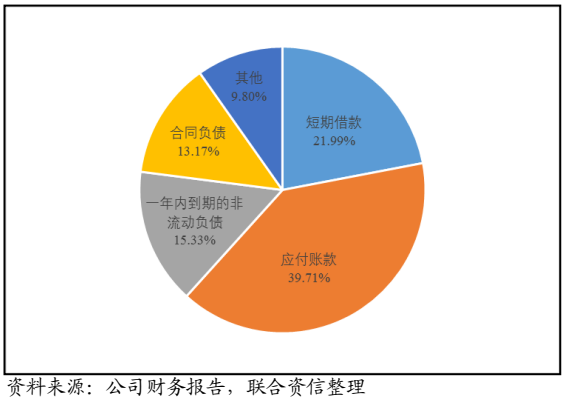
负债

跟踪期内，公司负债规模及有息债务规模均明显增长，但有息债务结构相对均衡，整体债务负担轻。

截至2020年底，公司负债总额69.17亿元，较年初增长13.09%。其中，流动负债占75.02%，非流动负债占24.98%。公司负债以流动负债为主，但非流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债51.89亿元，较年初增长3.79%，主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和合同负债构成。

图5 2020年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年底，公司短期借款11.41亿元，较年初增长16.44%，主要系短期融资规模增加所致。公司短期借款全部为信用借款。

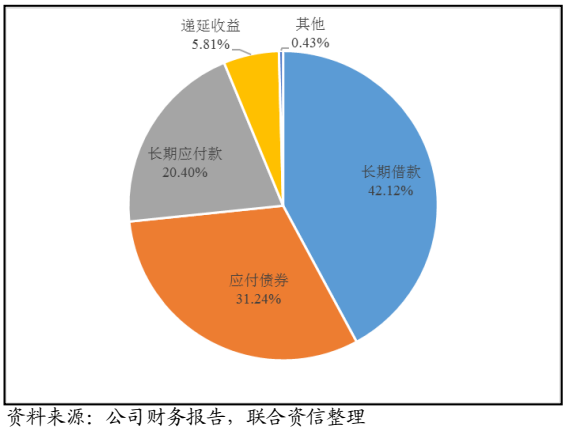
公司应付账款主要为应付天然气采购款、工程材料设备等款项。截至2020年底，公司应付账款20.61亿元，较年初增长34.29%，主要系应付上游资源单位气款增加所致。从账龄来看，1年以内的应付账款占75.80%，1~2年的应付账款占11.23%，2~3年的占8.02%，3年以上的占4.95%，账龄较短。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债7.96亿元，较年初下降20.75%，主要系一年内到期的长期应付款减少所致。其中，一年内到期的长期借款和长期应付款分别为3.14亿元和4.82亿元。

公司预收款项主要为预收天然气款及安装款。2020年，公司执行新会计准则，将符合条件的预收款项调整至合同负债科目。截至2020年底，公司合同负债6.83亿元，其中预收天然气款及安装款分别为5.17亿元和1.58亿元。

截至2020年底，公司非流动负债17.27亿元，较年初增长54.76%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、递延收益和其他非流动负债构成。

图6　2020年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

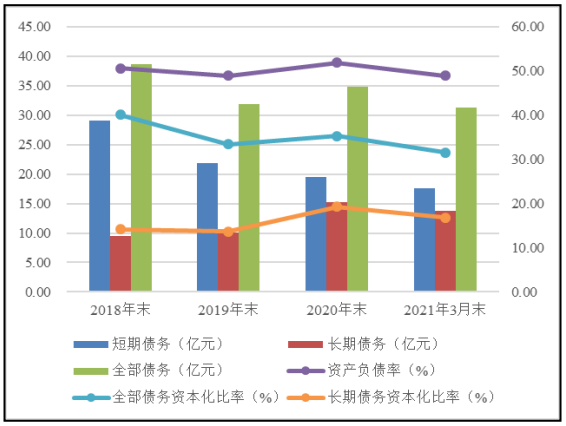
截至2020年底，公司长期借款6.86亿元，较年初增加4.38亿元，主要系长期借款规模增加所致；长期借款全部为信用借款。

截至2020年底，公司新增应付债券5.09亿元，为公司所发行5亿元中期票据（“20陕天然气MTN001”），到期日为2024年4月30日。

公司长期应付款系融资租赁形成。截至2020年底，公司长期应付款3.32亿元，较年初下降56.46%，主要系部分长期应付款调整至一年内到期的非流动负债所致。

公司递延收益为政府补助和未实现的售后租回损益。截至2020年底，公司递延收益0.95亿元，较年初下降3.51%。

图7　公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，截至2020年底，公司全部债务34.84亿元，较年初增长9.06%。其中，短期债务占56.16%，长期债务占43.84%，结构相对均衡。从债务指标看，截至2020年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为51.93%、19.26%和35.24%，较年初分别提高2.96个百分点、提高5.57个百分点和提高1.85个百分点。

截至2021年3月底，公司负债总额65.24亿元，较上年底下降5.67%；负债构成较上年底变化不大。公司2021年一季度首次执行新租赁准则，长期应付款和租赁负债科目有所调整。截至2021年3月底，公司全部债务31.29亿元，较上年底下降10.21%。债务结构方面，短期债务占56.04%，长期债务占43.96%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至2021年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为48.98%、31.52%和16.83%，较上年底分别下降2.95个百分点、下降3.72个百分点和下降2.43个百分点。

4. 盈利能力

2020年，受天然气业务模式变化影响，公司营业收入和利润总额有所下降；公司对期间费用控制能力强。

2020年，公司实现营业收入81.96亿元，同比下降15.93%，主要系天然气业务模式变化及阶段性下调管输费价格所致；公司营业成本74.00亿元，同比下降16.33%。

从期间费用看，2020年，公司费用总额3.07亿元，同比下降9.00%，主要系财务费用下降所致。其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为9.53%、41.86%、11.40%和37.21%，以管理费用和财务费用为主。2020年，公司期间费用率为3.74%，同比变化不大。公司期间费用控制能力强。

公司非经常损益对利润影响小，非经常损益情况详见下表。

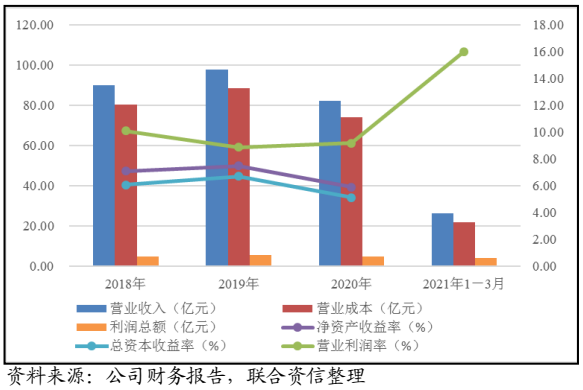
表12　非经常损益情况（单位：万元）

科目	2018 年	2019 年	2020 年
资产减值损失（损失以“－”号填列）	-14727.83	-132.91	-284.93
信用减值损失（损失以“－”号填列）	0.00	-1265.28	-2629.60
其他收益（损失以“－”号填列）	1760.61	494.07	589.63
投资收益（损失以“－”号填列）	2097.45	2473.84	3913.73
资产处置收益（损失以“－”号填列）	-0.83	373.24	98.81
营业外收入	37.83	448.96	934.07
营业外支出（支出以“－”号填列）	-1573.01	-130.61	-419.90
利润总额	**47810.20**	**57488.49**	**46802.32**

资料来源：公司财务报告

2020年，公司利润总额同比下降15.46%至4.68亿元，主要系疫情期间管输费价格优惠及销气结构变化所致。

图 8　公司盈利情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2020年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为9.18%、5.13%和5.90%，分别同比提高0.32个百分点、下降1.58个百分点和下降1.57个百分点。

表13　2020年公司与同行业企业盈利指标情况

（单位：%）

企业名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
陕西省天然气股份有限公司	**9.71**	**4.58**	**5.90**
山西天然气有限公司	12.92	-0.01	-29.62
深圳市燃气集团股份有限公司	25.78	7.67	11.10
中燃投资有限公司公司	22.15	8.17	12.71

注：上表企业业务构成存在一定差异
资料来源：Wind，联合资信整理

2021年1－3月，公司实现营业收入26.30亿元，同比下降24.34%，主要系购销模式变化所致；公司实现利润总额3.95亿元，同比增长19.10%，主要系毛利率较高的管道运输业务收入占比提升所致；营业利润率为16.00%，同比上升4.98个百分点。

5．现金流分析

2020年，公司经营活动现金流维持净流入，规模有所下降，但整体收入实现质量仍较好；经营活动现金流能够满足投资需求。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入规模有所下降，主要系销售回款规模减少影响；经营活动现金流净额同比下降45.20%至9.98亿元。2020年，公司现金收入比有所下降，但仍维持较高水平，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出主要为在建项目投资支出，同比下降23.57%至5.55亿元；投资活动现金净流出规模有所下降，2020年为5.00亿元。公司筹资活动前净现金流为4.98亿元，经营活动现金流能够满足投资需求。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入同比增长22.99%至24.59亿元，主要系取得借款收到的现金增加所致。筹资活动现金流出同比下降15.36%，主要系偿还债务支付的现金减少所致；筹资活动现金净额为-2.40亿元，净流出规模同比减少9.60亿元。

表 14　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	99.06	111.09	85.33
经营活动现金流出小计	92.91	92.87	75.35
经营活动现金流量净额	**6.15**	**18.22**	**9.98**
投资活动现金流入小计	0.31	0.35	0.55
投资活动现金流出小计	10.62	7.27	5.55
投资活动现金流量净额	**-10.31**	**-6.91**	**-5.00**
筹资活动前现金流量净额	**-4.16**	**11.30**	**4.98**
筹资活动现金流入小计	28.46	19.99	24.59

筹资活动现金流出小计	23.98	31.98	26.98
筹资活动现金流量净额	**4.48**	**-11.99**	**-2.40**
现金收入比	108.81	112.07	102.93

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021年1－3月，公司经营活动、投资活动、筹资活动现金流量净额分别为4.38亿元、-1.57亿元和-3.87亿元。

6．偿债能力

公司短期偿债能力指标体现一般，长期偿债能力指标体现较强。考虑到公司的区域市场地位，地方政府和股东对公司的支持力度很强，以及融资渠道畅通等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率有所上升，流动资产对流动负债的保障程度较低；公司经营现金流动负债比率有所下降，经营活动净现金流对流动负债的覆盖程度一般。2020 年以来，公司现金短期债务比持续提升，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。

表15　公司偿债能力指标情况

（单位：%、倍、亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
短期偿债能力指标				
流动比率	38.64	37.78	43.34	43.59
速动比率	35.71	33.18	39.46	39.29
经营现金流动负债比	12.66	35.64	19.24	--
现金短期债务比	0.31	0.42	0.62	0.64
长期偿债能力指标				
EBITDA	12.25	11.63	10.25	--
EBITDA 利息倍数	7.02	7.00	7.90	--
全部债务/EBITDA	3.15	2.75	3.40	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为10.25亿元，主要由折旧（占39.93%）、计入财务费用的利息支出（占12.65%）和利润总额（占45.66%）构成。2020年，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA有所上升，2020年分别为7.90倍和3.40倍，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力指标较强。

截至2021年3月底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司银行授信总额度为119.66亿元，其中未使用额度为88.51亿元，同时公司为上市公司，融资渠道畅通。

7．母公司财务分析

母公司资产结构以非流动资产为主，债务负担轻；筹资活动前现金流表现为净流入，筹资压力不大。

母公司主要经营天然气销售及管道运输业务，子公司主要负责城市燃气业务，公司资产主要集中在母公司。

截至 2020 年底，母公司资产总额 118.19 亿元，较年初增长 7.90%。其中，流动资产 19.53 亿元（占 16.53%），非流动资产 98.66 亿元（占 83.47%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 43.69%）、应收账款（占 39.67%）、预付款项（占 5.00%）和其他流动资产（占 5.33%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 17.36%）、固定资产（占 70.89%）和在建工程（占 6.09%）构成。

截至 2020 年底，母公司负债总额 57.05 亿元，较年初增长 14.36%。其中，流动负债 40.94 亿元（占 71.76%），非流动负债 16.11 亿元（占 28.24%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 25.67%）、应付账款（占 39.90%）、一年内到期的非流动负债（占 19.34%）和合同负债（占 5.89%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 42.59%）、应付债券（占 31.58%）、长期应付款（占 20.63%）和递延收益（占 5.20%）构成。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 48.27%，较年初提高 2.73 个百分点。

2020 年，母公司营业收入为 74.93 亿元，利润总额为 4.16 亿元，母公司投资收益为 0.47

亿元。

2020 年，母公司经营活动现金流净额为 8.36 亿元，筹资活动前现金流净额为 2.22 亿元，筹资活动现金流净额为 0.30 亿元。

十一、 存续期内债券偿付能力

公司经营活动现金流和EBITDA对存续债券保障程度较高。

截至2021年6月底，公司存续债券余额合计10.00亿元，公司存续债券到期分布较为分散。2020年，公司经营活动现金流入量和净额分别为存续债券余额的8.53倍和1.00倍。2020年，公司EBITDA为存续债券余额的1.25倍。

表 16 截至 2021 年 6 月底公司存续债券情况

（单位：亿元）

债券简称	到期日期	下一行权日	当前余额
21 陕天然气 MTN001	2024/04/30	--	5.00
20 陕天然气 MTN001	2025/06/22	2023/06/22	5.00
合计	--	--	**10.00**

资料来源：Wind

表17 公司存续债券保障情况

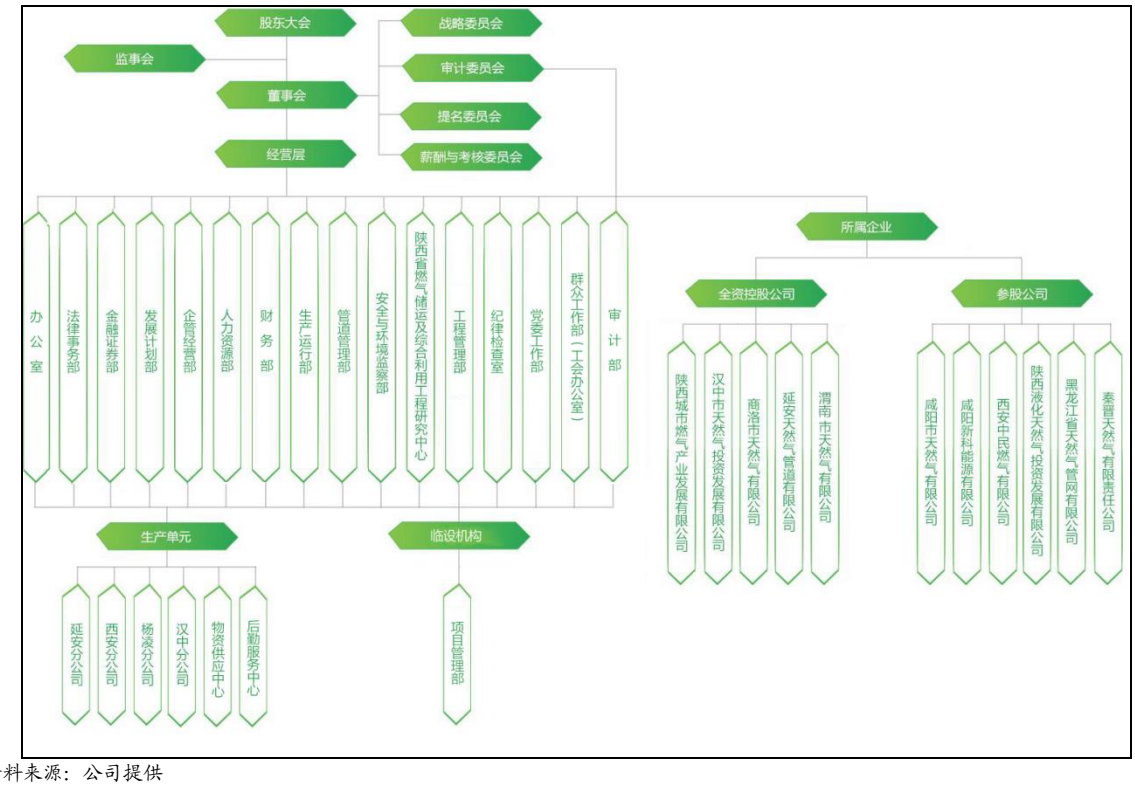
主要指标	指标值
未来待偿债券本金总额（亿元）	10.00
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金总额（倍）	8.53
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金总额（倍）	1.00
EBITDA/未来待偿债券本金总额（倍）	1.03

资料来源：公司财务报告及公开数据，联合资信整理

十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“20 陕天然 MTN001”信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例（%）		注册地
			直接	间接	
陕西城市燃气产业发展有限公司	35191.81	燃气生产和供应业	100.00	0.00	陕西省西安市
汉中市天然气投资发展有限公司	10000.00	燃气生产和供应业	70.00	0.00	陕西省汉中市
商洛市天然气有限公司	14225.00	燃气生产和供应业	51.00	0.00	陕西省商洛市
延安天然气管道有限公司	20000.00	燃气生产和供应业	51.00	0.00	陕西省延安市
蓝田县城燃天然气有限公司	4401.47	燃气生产和供应业	0.00	70.00	陕西省蓝田县
吴起宝泽天然气有限责任公司	5600.00	燃气生产和供应业	0.00	100.00	陕西省吴起县
渭南市天然气有限公司	3200.00	燃气生产和供应业	51.00	0.00	陕西省渭南市

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	9.03	9.13	12.08	11.19
资产总额（亿元）	116.95	124.89	133.19	133.20
所有者权益合计（亿元）	57.78	63.73	64.03	67.96
短期债务（亿元）	29.10	21.84	19.57	17.53
长期债务（亿元）	9.52	10.11	15.27	13.75
全部债务（亿元）	38.61	31.95	34.84	31.29
营业收入（亿元）	89.93	97.49	81.96	26.30
利润总额（亿元）	4.78	5.75	4.68	3.95
EBITDA（亿元）	12.25	11.63	10.25	--
经营性净现金流（亿元）	6.15	18.22	9.98	4.38
财务指标				
销售债权周转次数（次）	17.84	30.08	19.81	--
存货周转次数（次）	62.99	47.51	34.32	--
总资产周转次数（次）	0.80	0.81	0.64	--
现金收入比（%）	108.81	112.07	102.93	92.93
营业利润率（%）	10.08	8.87	9.18	16.00
总资本收益率（%）	6.07	6.71	5.13	--
净资产收益率（%）	7.10	7.47	5.90	--
长期债务资本化比率（%）	14.14	13.69	19.26	16.83
全部债务资本化比率（%）	40.06	33.39	35.24	31.52
资产负债率（%）	50.59	48.97	51.93	48.98
流动比率（%）	38.64	37.78	43.34	43.59
速动比率（%）	35.71	33.18	39.46	39.29
经营现金流动负债比（%）	12.66	36.44	19.24	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.42	0.62	0.64
EBITDA 利息倍数（倍）	7.02	7.00	7.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.15	2.75	3.40	--

注：1. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计；2.租赁负债已计入长期债务；3. 2018 年及 2019 年数据分别采用 2019 年及 2020 年期初数

资料来源：根据公司财务报告整理

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.31	6.02	8.88	8.81
资产总额（亿元）	107.01	109.54	118.19	119.02
所有者权益（亿元）	56.04	59.65	61.13	64.68
短期债务（亿元）	27.50	20.24	18.44	16.45
长期债务（亿元）	9.08	9.73	15.27	13.73
全部债务（亿元）	36.58	29.97	33.71	30.19
营业收入（亿元）	85.30	91.11	74.93	23.74
利润总额（亿元）	4.95	5.09	4.16	3.58
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	5.29	15.44	8.36	4.78
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.68	16.43	11.20	--
存货周转次数（次）	92.18	80.53	71.54	--
总资产周转次数（次）	0.83	0.84	0.66	--
现金收入比（%）	109.41	109.84	102.20	93.48
营业利润率（%）	9.92	8.09	8.36	15.63
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	7.66	7.21	5.58	--
长期债务资本化比率（%）	13.95	14.03	19.99	17.52
全部债务资本化比率（%）	39.49	33.44	35.54	31.82
资产负债率（%）	47.63	45.55	48.27	45.66
流动比率（%）	39.97	41.70	47.71	49.94
速动比率（%）	37.69	38.80	45.82	48.26
经营现金流动负债比（%）	12.92	39.33	20.41	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.30	0.48	0.54
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：母公司 2021 年 1－3 月财务数据未经审计；租赁负债已计入长期债务；2018 年及 2019 年数据分别采用 2019 年及 2020 年期初数；“/”为限于客观条件未获取相关数据

资料来源：根据公司财务报告整理

附件 4　主要财务指标的计算公式

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+平均应收款项融资）
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款
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

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。