信用评级公告

联合〔2022〕4745 号

联合资信评估股份有限公司通过对新奥（中国）燃气投资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，确定维持新奥（中国）燃气投资有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 新燃 03”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十四日

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

新奥（中国）燃气投资有限公司
2022 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
新奥（中国）燃气投资有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 新燃 03	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 新燃 03	6 亿元	6 亿元	2022/11/12

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

评级时间：2022 年 6 月 24 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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	aaa		评级结果	AAA
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	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
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

跟踪期内，新奥（中国）燃气投资有限公司（以下简称“公司”或“新奥燃气”）作为中国大型城市燃气分销商之一，在气源供应、特许经营权项目数量和管网覆盖等方面继续保持显著优势。2021 年，天然气行业面临较好的发展环境，公司天然气零售业务特许经营权项目数量及销售规模进一步扩大；综合能源销售及服务业务投运项目增加，公司整体经营业绩实现增长，经营活动现金净流入规模进一步扩大；公司债务负担轻，债务结构良好，盈利能力强。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司 2021 年以来天然气采购集中度高且采购价格上涨、燃气售价无自主定价权、关联方资金拆借金额增幅较大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量、EBITDA 和现金类资产对待偿债券本金峰值保障能力强，公司集中兑付压力小。

未来，随着在建及拟建的管线项目投入运行以及综合能源销售及服务业务规模不断扩大，公司收入规模和盈利能力有望进一步提高，综合实力将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 新燃 03”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **燃气行业发展前景良好。**燃气行业是涉及民生的基础产业，近年来国家进一步出台鼓励天然气有序发展的相关政策，公司所处行业发展前景良好；同时，在“双碳”目标的驱动下，未来天然气需求将大幅增加。
2. **燃气零售及综合能源销售及服务业务规模扩大。**2021 年，公司燃气零售业务特许经营权项目数量及销售规模扩大，进一步提升了公司的区域经营优势。同时，公司综合能源销售及服务投运项目不断增加。
3. **公司气源供应能力增强。**2021 年，关联企业下属的舟山液化天然气接收及加注站接收天然气为 351.11 万吨，同比增长 34.89%。舟山液化天然气接收及加注站的投

分析师： 樊思　石梦遥
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

产将提高公司从海外进口天然气的能力，并有利于公司气源的多样化，提升气源供应稳定性。

4. **公司盈利能力强，债务负担轻。**2021 年公司利润规模实现增长，并继续保持大规模的经营性现金流入。同时，公司有息债务规模控制较好，全部债务资本化率处于较低水平。

关注

1. **燃气售价无自主定价权。**管道气采购价格、销售价格由政府相关价格管理部门决定，相关价格的调整将对公司盈利水平产生明显影响。
2. **公司天然气采购集中度高且经营受气源价格影响大。**2021 年，公司从“三桶油”采购的天然气量占天然气总采购量的 79.21%，由于国际天然气价格高企，公司天然气采购成本显著提高，城市燃气业务盈利空间缩小。
3. **关联方资金拆借金额增幅较大。**2021 年，公司对关联方资金拆出 70.86 亿元，同比增长 64.99%，对公司资金形成一定程度的占用。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	98.47	102.78	77.80
资产总额(亿元)	688.49	769.32	884.05
所有者权益(亿元)	318.78	377.20	435.06
短期债务(亿元)	45.02	32.65	79.04
长期债务(亿元)	62.71	71.94	43.38
全部债务(亿元)	107.73	104.59	122.43
营业收入(亿元)	722.93	711.42	916.49
利润总额(亿元)	77.67	86.80	91.98
EBITDA(亿元)	96.96	108.36	119.63
经营性净现金流(亿元)	69.82	90.09	95.61
营业利润率（%）	14.64	15.99	13.65
净资产收益率（%）	19.00	17.77	16.35
资产负债率（%）	53.70	50.97	50.79
全部债务资本化比率（%）	25.26	21.71	21.96
流动比率（%）	90.92	98.12	89.43
经营现金流动负债比（%）	28.12	34.90	28.53
现金短期债务比(倍)	2.19	3.15	0.98
EBITDA 利息倍数(倍)	15.35	32.87	57.14
全部债务/EBITDA(倍)	1.11	0.97	1.02
公司本部（母公司）口径			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	268.86	308.15	340.08
所有者权益(亿元)	156.45	161.55	168.17
全部债务(亿元)	35.14	83.95	99.62
营业收入(亿元)	7.28	7.87	6.74
利润总额(亿元)	13.08	13.37	15.21
资产负债率（%）	41.81	47.57	50.55
全部债务资本化比率（%）	18.34	34.19	37.20
流动比率（%）	130.40	127.94	112.89
经营现金流动负债比(%)	1.73	0.82	0.44

注：1.合并口径长期应付款及其他应付款中的有息债务已计入全部债务；2.母公司 2020 年及 2021 年其他应付款及长期应付款中的有息债务已计入对应的长短期债务；3.现金类资产中含应收款项融资，2021 年现金类资产中未统计拆出资金；4.公司未提供 2022 年 1 季度数据
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 新燃 01 19 新燃 02 19 新燃 03	AAA	AAA	稳定	2021/06/25	樊思 张峥	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907）/一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
19 新燃 03	AAA	AAA	稳定	2019/10/15	樊思 王文燕	原联合评级有限公司工商企业信用评级方法总论（2018 年）	阅读全文

注：1.上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受新奥（中国）燃气投资有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：樊思　石梦遥

联合资信评估股份有限公司

新奥（中国）燃气投资有限公司
2022 年跟踪评级报告

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”）关于新奥（中国）燃气投资有限公司（以下简称“公司”或“新奥燃气”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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（证券代码：2688.HK）全资控股，初始注册资本为 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”）。

2020 年 2 月，公司控股股东新奥能源与关联公司新奥天然气股份有限公司（以下简称“新奥股份）完成重大资产重组。公司间接控股股东由新奥集团国际投资有限公司变更为新能（香港）能源投资有限公司（以下简称“新能香港”），但实际控制人未发生变更，仍为王玉锁、赵宝菊夫妇。

2020 年 5 月经公司董事会决议，公司注册资本由 23177.81 万美元变更为 43177.81 万美元，新增注册资本 20000.00 万美元，由股东新奥能源以其拥有的应由公司支付的股东利润缴付。公司变更后的注册资本为 43177.81 万美元，2020 年 5 月 21 日已办理完成工商变更登记手续。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本为 43177.81 万美元，为新奥能源全资子公司。公司实际控制人为王玉锁、赵宝菊夫妇（股权结构图见附件）。

2021年，公司主营业务较上年无变化。截至2021年底，公司纳入合并范围内的附属公司625家；员工人数合计35676人。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 884.05 亿元，所有者权益 435.06 亿元（含少数股东权益 86.83 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 916.49 亿元，利润总额 91.98 亿元。

公司注册地址：北京市通州区经海五路 1 号院 38 号楼四层 5-101；法定代表人：王玉锁。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司于 2019 年 11 月 12 日发行公司债券“19 新燃 03”，发行金额 6.00 亿元，期限 3 年，按年付息，不计复利。截至 2022 年 3 月底，公司募集资金已按照规定用途使用完毕。跟踪期内，公司已按期支付“19 新燃 03”的利息。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长

4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

表 1　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉

[1]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

公司主要经营燃气销售和天然气输送管网建设业务，拥有国内多个市、县的城市燃气特许经营权，是国内天然气领域中下游重要的能源运营商。

1. 行业概况

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），三种业态并存是我国城市燃气的主要特点，其中天然气约占 60%~70%。

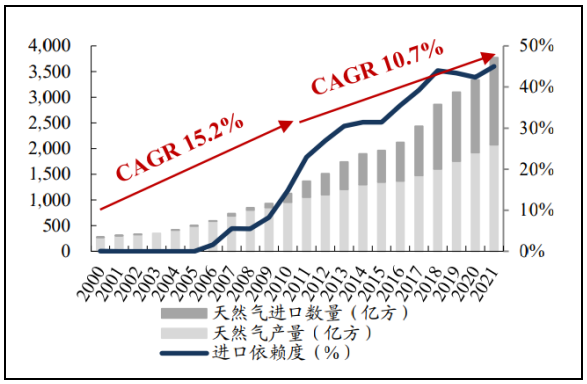
（1）供需格局

2021 年以来，我国天然气消费量快速增长，为满足其增量需求，我国天然气勘探开发力度明显加大，天然气进口数量同比增加。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。

2021 年世界天然气产量 3.85 万亿立方米，同比下降 3.3%，其中美国、俄罗斯-中亚地区和拉美地区产量分别下降 154 亿立方米、321 亿立方米和 194 亿立方米；此外全年天然气勘探活动有所回落，全球天然气可采储量 188.1 万亿立方米，同比下降 1.2%。我国天然气勘探开发力度明显加大，储量和产量增幅均创历史纪录。2021 年，全国生产天然气 2053 亿立方米，较上年增长 8.2%，较 2019 年增长 18.8%，两年平均增长 9.0%。2021 年，全国油气勘探开发投资达 3348 亿元，同比增长 25.5%，其中勘探投资达 821 亿元，创历史新高。

但在“清洁取暖”、“煤改气”和“双碳”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需求，进口量很大。进口依赖程度逐年提升，2021 年进口依赖度达到 45%，其中，液化天然气（LNG）逐渐成为进口的主要方式，近年来占总进口数量比重逐年提高，2021 年达到 65%。

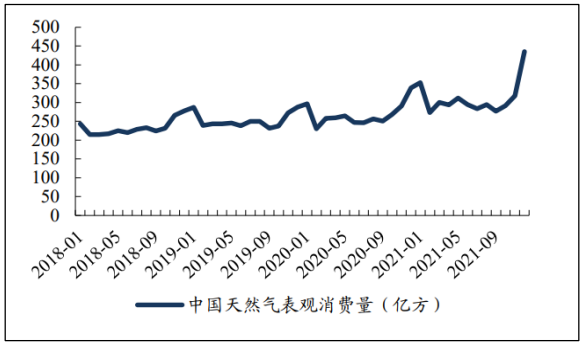
图 1　我国天然气产量、进口量等情况



资料来源：Wind

天然气消费方面，受我国城镇化发展、工业煤改气工程推进、“双碳”目标驱动等多重因素影响，近年来，我国天然气表观消费量呈现快速增长的趋势。2021 年，全国天然气表观消费量 3726 亿立方米，同比增长 12.7%。预计未来随着供暖领域煤改气进程的不断深入，叠加“双碳”目标下压减燃煤发电的刚性要求，未来我国天然气消费量或进一步上升。

图 2　我国天然气近年来表观消费量



资料来源：Wind

（2）配套基建

随着配套基础设施的建设推进，以及油气管网设施市场化运作程度提高，未来中国储气调峰能力稳步提升，季节性供需矛盾预计将持续得到缓解。

储气库方面，截至 2020 年底，中国累计建成 28 座地下储气库，调峰能力达 139 亿立方米，创历史新高。

管道铺设方面，2020 年，中国天然气管道总里程超过 89000 千米，管道一次输气能力超过 3740 亿立方米/年。中国天然气管道呈“西气东输、北气南下、海气登陆”态势，构建了“三纵三横”管网架构。

LNG 接收站方面，截至 2021 年底，据不完全统计，中国 LNG 接收站已投产 22 座，接收能力为 8860 万吨/年。

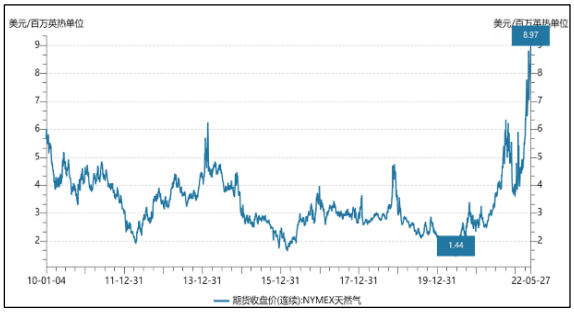
2. 天然气价格

2021 年以来国际天然气价格高企，我国天然气采购成本较高。

2020 年以来，全球疫情导致天然气投资强度下降，天然气生产和出口大国（美国、加拿大）天然气钻机数下降，同时叠加“双碳”政策持续

推动天然气需求增长以及极端天气导致天然气需求增加影响，全球天然气价格持续走高。2022年以来，全球天然气价格大幅上涨。在北美、英国、亚洲等三大国际天然气市场，天然气价格均有不同程度上浮，其中纽约商交所天然气期货价格年初以来涨幅巨大，主要由于俄乌冲突影响所致。俄乌冲突可能会影响中长期的天然气供应格局，天然气价格有望持续高位进而不利于控制我国天然气采购价格。

图 3　全球天然气价格走势



资料来源：Wind

3. 行业政策

燃气行业是涉及民生的基础产业，近年来国家进一步出台鼓励天然气有序发展的相关政策，行业发展前景良好；同时，在“双碳”目标的驱动下未来天然气需求将大幅增加。

为促进上下游的充分竞争，建立市场配置资源的价格机制，国家近年持续推动天然气行业改革。其中，最为核心和关键的步骤为以组建国家管网公司为代表的管输体制改革。上游开采业主要推动以矿业权改革为基础的放宽准入限制；下游主要推动市场化交易，并逐渐放开天然气门站价格，现已形成 X+1+X 的行业生态模式。同时，与“双碳”相关的配套政策逐步出台，将推动天然气需求增长。

表 2　中国天然气行业政策

发布时间	政策名称	主要内容
2022 年 2 月	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	“十四五”时期，完善交通运输领域能源清洁替代政策。
2021 年 12 月	《国家发展改革委办公厅关于做好化肥生产用煤用电用气保障工作的通知》	各级经济运行部门和天然气供应企业要加强资源调度，优化资源组织支持化肥生产企业签订供气合同。
2021 年 6 月	《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（暂行）》	《价格管理办法》明确了跨省天然气管道运输价格定价原则、定价方法和定价程序。《成本监审办法》明确了定价成本构成和核定方法
2021 年 5 月	《关于“十四五”时期深化价格体制改格行动方案的通知》	稳步推进石油天然气价格改革。按照“管住中间、放开两头”的改革方向，根据天然气管网等基础设施独立运营及勘探开发、供气和销售主体多元化进程，稳步推进天然气门站价格市场化改革，完善终端销售价格与采购成本联动机制。积极协调推进城镇燃气配送网络公平开放，减少配气层级，严格监管配气价格，探索推进终端用户销售价格市场化。
2020 年 7 月	《关于加强天然气输配价格监管的通知》	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。
2020 年 4 月	《关于加快推进天然气储备能力建设的实施意见》	通过优化规划建设布局、建立健全运营模式、深化体制机制改格、加快政策支持力度等措施，加快天然气储备基础设施建设，进一步提升天然气储备能力。

资料来源：公开资料

4. 行业关注

（1）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。

（2）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仍然很高。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。

（3）价格波动

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。

5. 行业发展

未来我国天然气需求仍将保持快速增长，在国家政策引导下天然气气源供给、调峰能力、储气能力、行业整合等将得到有效改善。

天然气作为一种清洁能源，其使用便捷性、污染排放情况优于其他主要化石能源。为加快推进天然气利用，提高天然气在我国一次能源消费结构中的比重，稳步推进能源消费革命和农村生活方式革命，有效治理大气污染，国家层面出台了一系列支持政策。2022 年 3 月，国家发展改革委、国家能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》，到 2025 年，国内能源年综合生产能力达到 46 亿吨标准煤以上，天然气年产量达到 2300 亿立方米以上。天然气管网覆盖范围进一步扩大。全国集约布局的储气能力达到 550 亿～600 亿立方米，占天然气消费量的比重约 13%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本为 43177.81 万美元，为新奥能源全资子公司。新能香港持有新奥能源 32.76%的股份，公司实际控制人为王玉锁、赵宝菊夫妇。

2. 企业规模及竞争力

公司天然气分销业务具有自然垄断性，业务规模较大，布局合理，竞争优势明显。

公司进入燃气领域时间较早，是国内大型燃气经销商之一，规模优势明显。公司收入以管道燃气销售为主。国内管道燃气业务以特许经营权模式运营，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，并在该区域内实施独家经营。公司经营的城市主要分布在安徽、广东、河南、河北、福建、湖南、江苏、山东、浙江等经济较发达地区，布局合理。经济发达的地方城市化程度相对较高，工业发达，气化率高，对燃气的需求量较大，较早进入使得新奥燃气拥有稳定的高端客户。截至 2021 年底，公司管道燃气项目总数 240 个，已接驳用户数 2604.87 万户。其中，住宅用户 2586.35 万户，工商业用户 18.52 万户。公司在所负责经营区域内进行城市燃气高、中、低压管网的铺设和维护，目前总管线长度为 69.21 千公里，供气能力为 172.39 百万立方米/日。

2005 年，公司获得石油天然气等能源进出口权，成为继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”）和中国海洋石油总公司（以下简称“中海油”）之后第四家获得天然气进出口权的企业，并于 2007 年 6 月起陆续开展液化石油气和天然气进口业务。2018 年 8 月 7 日，公司实际控制人控股的新奥集团股份有限公司（以下简称“新奥集团”）拥有的浙江舟山液化天然气接收及加注站项目顺利实现了船舶接卸。2021 年，舟山液化天然气接收及加注站接收天然气为 351.11 万吨，同比增长 34.89%。LNG 接收站的投产提高了公司从海外进口天然气的能力，并有利于公司气源的多样化，提升气源供应的稳定程度。

此外，公司是最早开展综合能源业务的能源分销商之一，截至 2021 年底，公司已投运综合能源项目 150 个，拥有在建的综合能源项目 42 个。

3. 企业信用记录

公司过往履约情况良好。

根据中国人民银行企业征信报告（统一社会信用代码：91110000717850416l），截至 2022 年 6 月 3 日，公司未结清信贷记录中无不良/违约类及关注类信贷记录，已结清信贷记录中含 1 笔关注类短期借款（实际为正常类，系银行系统问题，已由银行出具证明）。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员稳定，管理制度连续，运行正常。

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生重大变化，高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年得益于各业务板块经营规模扩大，公司营业收入及利润均保持增长。但受到公司气源采购成本增加影响，公司综合毛利率同比有所下降。

公司主营业务范围及运营模式无重大变化。2021 年，公司实现营业收入 916.49 亿元，同比增长 28.83%，其中主营业务收入 904.96 亿元，占公司营业收入的 98.74%，公司主营业务突出。2021 年公司实现营业利润和净利润分别为 92.67 亿元和 71.12 亿元，同比分别增长 5.09%和 6.09%。

从主营业务收入构成来看，2021 年，公司天然气零售业务收入同比增长 21.60%至 469.69 亿元，燃气批发业务收入同比增长 38.09%至 256.08 亿元，主要系受煤改气进程推进，华东地区园区整合及“双碳”政策驱动下燃气需求增长所致；同时带动公司工程安装业务收入同比增长 20.24%至 76.94 亿元。综合能源销售及服务收入同比增长 41.42%至 77.23 亿元，主要系综合能源项目投产增多，冷、热、电、蒸汽等销售量提高所致。增值服务及产品销售业务同比增长 82.96%至 25.01 亿元，主要系公司大力开展日常增值业务，如销售自闭阀、报警器、波纹管，同时因煤改气业务开展，壁挂炉、灶具等销量也有所增加所致。

从毛利率情况来看，公司利润主要来自于天然气零售业务和工程安装业务，随着综合能源销售及服务业务占比提高，其利润贡献逐步增加。2021 年公司天然气零售业务及批发业务毛利率均同比有所下降，主要系全球天然气价格走高，公司采购价格增长所致。工程安装业务盈利水平高，且毛利率较上年提高 7.09 个百分点至 56.31%，主要系项目差异所致。2021 年，公司综合能源销售及服务业务毛利率同比下降了 6.14 个百分点至 15.70%，主要系我国基础能源煤炭、天然气等价格上涨，该业务成本增幅较快所致；增值服务及产品销售毛利率较 2020 年变动不大。综合以上因素影响，2021 年公司主营业务毛利率较上年下降 2.75 个百分点至 13.10%。

表 3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
天然气零售	409.78	57.31	12.02	386.26	54.87	14.57	469.69	51.90	9.50
燃气批发	189.12	26.45	1.16	185.45	26.34	1.32	256.08	28.30	0.64
工程安装	73.50	10.28	47.66	63.99	9.09	49.22	76.94	8.50	56.31
综合能源销售及服务	27.66	3.87	21.57	54.61	7.76	21.84	77.23	8.53	15.70
增值服务及产品销售	14.92	2.09	73.91	13.67	1.94	69.08	25.01	2.76	67.34
合计	**714.98**	**100.00**	**14.47**	**703.98**	**100.00**	**15.85**	**904.96**	**100.00**	**13.10**

资料来源：公司提供

2. 天然气零售业务及燃气批发业务

跟踪期内，公司燃气零售及燃气批发业务无重大变化。

（1）燃气采购

公司燃气采购来源较为稳定，相关燃气主要采购于“三桶油”，公司供应商集中度高。2021年，由于全球天然气价格高企，公司整体气源采购成本增幅较大。

燃气采购方面，公司拥有稳定的气源保证，所需天然气主要来自中石油、中石化和中海油等国内核心能源供应商。2021年，公司从中石油、中石化及中海油采购的天然气量占天然气总采购量的79.21%，较上年提高了1.56个百分点，公司供应商集中度高。

2018年8月7日，舟山液化天然气接收及加注站项目顺利实现了船舶接卸。2021年，舟山液化天然气接收及加注站接收天然气为351.11万吨，同比增长34.89%，LNG接收站的投产提高新奥集团从海外进口天然气的能力，并有利于公司气源的多样化，提升气源供应的稳定程度。

2021年，公司天然气采购量271.27亿立方米，同比增长5.91%，主要系公司业务规模扩大所致。2021年，公司天然气采购均价为2.60元/立方米，同比增长21.50%，主要系全球天然气价格走高所致。

表4 2019－2021年公司天然气采购情况（单位：亿立方米，元/立方米）

渠道	项目	2019年	2020年	2021年
中石油	采购量	104.83	113.23	134.81
	采购均价	2.51	2.15	2.59
中石化	采购量	36.62	46.34	40.96
	采购均价	2.52	2.17	2.61
中海油	采购量	35.51	39.32	39.10
	采购均价	2.49	2.12	2.60
其他	采购量	41.01	57.24	56.40
	采购均价	2.45	2.13	2.62
合计	采购量	217.97	256.13	271.27
	采购均价	2.50	2.14	2.60

资料来源：公司提供

（2）燃气输送与销售

公司燃气业销售收入主要依靠管道燃气销售和LNG批发销售，下游客户以工商业用户为主，2021年，公司管道燃气特许经营权项目数量有所增加，天然气销量得以增长。

公司天然气销售包括管道燃气销售、非管道燃气销售和汽车加气业务。管道燃气和非管道燃气销售的客户主要为居民用户和工商企业用户，汽车加气业务的客户主要是以天然气为燃料的汽车。

燃气输送方面，公司天然气输送分为管道运输、CNG槽车运输、LNG槽车运输。管道气运输上，截至2021年底，公司城市燃气高、中、低压管网总管线长度为69.21千公里，同比增长18.86%；供气能力为1.72亿立方米/日，同比增长8.95%。CNG和LNG运输上，公司自有液化天然气运输车200多辆，配送服务网络涉及50多个城市。

我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，特许经营覆盖区域内的管网建设、居民用户和工商业用户的天然气供应均由公司负责，具有排他性。截至2021年底，公司特许经营权项目数量达240个，较2020年底增加10个，分别分布在全国26个省、自治区、直辖市。

从管道燃气销量来看，2021年，公司管道燃气销售量196.91亿立方米，同比增长5.96%，主要系接驳用户增加所致；其中，住宅用户管道

气销售量和工商业用户销售量分别占管道气销售量的 16.34%和 83.66%，公司管道燃气销售以工商企业为主。从管道气销售价格来看，公司所属各下属企业的燃气销售价格采取政府定价或政府指导价，公司燃气销售盈利主要来自采购价与销售价的价差，2021 年，公司燃气销售价与采购价的价差为 0.55 元/立方米，较上年下降 0.10 元/立方米。公司燃气销售结算方式较上年未发生变动。

汽车加气销售方面，公司汽车加气主要通过加气站进行销售。截至 2021 年底，公司 CNG 加气站数量和 LNG 加气站数量分别为 209 座和 109 座，分别较上年大幅减少（停运或转让）63 座和 52 座，主要系受电动车用量增加影响对该业务形成替代竞争所致。

表 5　公司燃气业务主要指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
已接驳用户数（万户）	2106.87	2337.73	2604.87
其中：住宅用户	2091.99	2321.30	2586.35
工商业用户	14.88	16.43	18.52
管道气销售量（亿立方米）	150.85	185.84	196.91
其中：住宅用户	27.04	30.21	32.18
工商业用户（含批发）	123.81	155.63	164.73
批发气（亿立方米）	56.82	58.84	74.36
汽车加气量（亿立方米）	10.30	8.45	6.47
取得管道燃气经营权项目（个）	217	230	240
现有管道长度（千公里）	54.34	58.23	69.21
供气能力（百万立方米/日）	147.80	158.23	172.39
CNG 加气站数量（座）	320	272	209
LNG 加气站数量（座）	269	161	109
液化石油气销售量（万吨）	0.32	0.33	0.32
液化石油气销售收入（亿元）	0.22	0.23	0.24

资料来源：公司提供

3. 建设安装业务

2021年，受公司接驳用户增加影响，公司建设安装业务收入同比实现增长，毛利率仍保持较高水平。

公司建设安装业务指为客户提供管道燃气前的接驳、工程施工以及专业工程公司施工、材料销售业务等，主要包括居民用户建设安装业务和工商用户建设安装业务。2021 年，公司建设安装业务收入 76.94 亿元，同比增长 20.24%，主要系接驳用户增加所致；毛利率较上年提高 7.09 个百分点至 56.31%。住宅用户方面，公司在经营区域范围内，对管道燃气住宅终端用户具有排他性，管网覆盖范围内的新盖楼宇及现有楼宇住户是公司主要接驳对象。工商业用户方面，各地政府不断加大对工业污染治理力度，严格限制煤的一次性使用，要求新设立的工商业项目必须选用清洁能源，并要求将部分燃煤锅炉改造成天然气锅炉，有利于公司接驳业务拓展。

4. 综合能源销售及服务和增值服务及产品销售

2021年，公司综合能源销售量大幅增长带动公司综合能源销售及服务业务收入大幅提升。公司储备项目较多，可支撑该业务未来快速发展。

（1）综合能源销售及服务

公司综合能源销售及服务业务可将天然气、风、光、地源热、水源热等多类能源，根据客户需求因地制宜地进行匹配与调度，由满足客户

的燃气需求到满足客户如采暖、制冷、生活热水、蒸汽需求。

公司综合能源销售及服务核心是燃气分布式能源业务，已建成运营的分布式能源项目为杭州余杭开发区泛能网项目、长沙黄花机场多联供项目、洪江区工业集中区综合能源项目、浙江和泓纸业综合能源项目等，主要产生收入的方式是销售能源产品，如蒸汽、电、生活用水等。目前该业务在建的项目包括大庆林源化工园区泛能微网 1 号泛能主站项目、温州 2022 金海项目、衢州龙游城南工业园泛能微网项目等，相关项目主要分布于在城市商业、工业临近区域。

截至 2021 年底，公司已投运综合能源项目 150 个，为公司带来冷、热、电等总共 190.65 亿千瓦时的综合能源销售量，同比增长 58.32%。2021 年公司综合能源销售及服务营业收入为 77.23 亿元，同比增长 41.42%。公司拥有在建的 42 个综合能源项目，已签约尚未建设的 158 个综合能源项目，可支撑公司该业务快速发展。

表 6　公司综合能源基本情况

（单位：个、百万千瓦时）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
累计投资综合能源项目	98	119	150
在建综合能源项目	22	24	42
综合能源销售量	6847	12042	19065

资料来源：公司提供

（2）增值服务及产品销售

公司在提供管道燃气接驳的同时，也出售煮食炉、热水炉、采暖炉及磁卡表。公司自行生产的磁卡表，大部分供公司接驳时内部使用，有利于降低接驳业务成本，同时部分磁卡表出售给其他燃气分销商，为公司带来收入。2021 年增值服务及产品销售收入为 25.01 亿元，同比增长 82.96%，主要系公司大力开展日常增值业务，如销售自闭阀、报警器、波纹管，同时因煤改气业务开展，壁挂炉、灶具等销量也有所增加所致；毛利率为 67.34%。

5. 关联交易

跟踪期内，公司与关联方的业务往来以及资金拆借金额较大。

公司关联采购业务主要是从关联方采购燃气及工程业务，其中 2021 年关联采购规模同比增幅较大，主要系天然气采购单价上涨以及从关联方进口 LNG 规模增加所致；关联销售业务主要是与关联燃气公司销售燃气为主，2021 年关联销售规模同比增幅较大，主要系天然气销售单价提高以及销售气量扩大所致。

表 7　2020－2021 年公司关联方交易概况

（单位：亿元、%）

年份	从关联方采购、接受劳务		向关联方销售、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2020 年	83.85	14.08	46.19	5.04
2021 年	144.84	18.37	85.08	11.96

资料来源：公司提供

资金拆借方面，2021 年，公司从关联方资金拆入 59.17 亿元，同比增长 30.95%，主要系关联方通过财务公司存放的资金规模增加所致；关联方资金拆出 70.86 亿元，同比增长 64.99%，主要系对新奥能源、石家庄新奥燃气有限公司、新奥恒新投资有限公司的资金拆出金额增幅较大所致，其中对新奥能源的拆出资金主要用于其境外债务的到期偿还。

6. 经营效率

2021 年，公司经营效率同比提升，与同行业企业相比，公司经营效率处于较高水平。

2021 年，公司销售债权周转次数由上年的 16.42 次上升至 18.57 次；存货周转次数由上年的 28.67 次上升至 37.76 次；总资产周转次数由上年的 0.98 次上升至 1.11 次。与同行业企业相比，公司经营效率处于较高水平。

表 8　2021 年公司与同行业盈利指标对比

（单位：次）

公司名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周率
华润燃气	12.50	55.73	0.79
中油燃气	17.04	33.14	1.45
中裕燃气	5.94	10.96	0.45
新奥燃气	**25.30**	**37.76**	**1.11**

注：1.为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异；2.“华润燃气”的全称为“华润燃气控股有限公司”，“中油燃气”的全称为“中油燃气集团有限公司”，“中裕燃气”的全称为“中裕能源控股有限公司”

资料来源：Wind

7.　在建项目及未来发展

公司重大在建项目计划总投资规模较大，但待投入的资金规模一般；项目建成投产后，公司业务及收入规模有望扩大。

由于公司特许经营范围广，在建燃气管线工程数量较多，截至 2021 年底，公司重大在建项目计划总投资 43.45 亿元，已投资 20.31 亿元，未来计划投资 23.14 亿元；投入资金主要为自有资金、银行借款。

公司在建项目中投资规模较大且2022年重点投资的项目为“大庆林源化工园区泛能微网 1 号泛能主站项目”，该项目新建 3 套 480t/h 超高压循环流化床锅炉，配套建设 3 套 50MW 燃煤抽背式汽轮发电机组。项目投产后，供热面积达到 100 万平方米，为大庆禾工新兴能源科技有限公司 600 万吨煤炭分质利用项目、黑龙江省龙油石油化工股份有限公司 550 万吨重油催化热裂解项目提供蒸汽。项目分两期建设，目前一期已基本完成，二期项目后期根据市场情况再决定。

公司重大在建项目主要为管网铺设和综合能源项目。随着公司在建管线的建成投产，公司管道气业务区域覆盖面积将进一步扩大，有利于公司营业收入的进一步增长。

表 9　截至 2021 年底公司重大在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称（备案证上的项目名称）	建设内容	计划总投资	截至 2021 年末已投资金额	未来投资计划（2022 年及以后）
1	大庆林源化工园区泛能微网 1 号泛能主站项目	泛能投资	18.67	9.54	9.13
2	伊川鸣皋-嵩县-栾川天然气管道工程项目	管道铺设	7.41	6.43	0.98
3	洛阳市高压、次高压燃气管道 2022 年续建项目	管道铺设	3.30	0.11	3.19
4	马目-鱼山次高压天然气管道工程	管道铺设	1.80	1.44	0.36
5	泉州高压项目部高压管线投资	管道铺设	2.13	0.15	1.98
6	开封煤改气专项投资	气代煤工程	2.52	1.08	1.44
7	泉州台商调压站至惠安门站高压管线	管道铺设	2.13	0.43	1.70
8	邢台市宁晋县 2020 年煤改气项目	气代煤工程	2.67	0.53	2.14
9	定州 2020 年气代煤总工程项目	气代煤工程	1.51	0.47	1.04
10	萧山新农村煤改气投资续建	气代煤工程	1.30	0.12	1.18
合计	--	--	**43.45**	**20.31**	**23.14**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1.　财务概况

中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的2021年财务报告进行了审计，并出具的标准无保留意见审计结论。公司执行财政部颁布的最新会计准则。

2021年新增合并27户，不再纳入合并范围29户，其中注销25户。公司子公司数量变动较大，主要系公司近年来业务快速拓展，新设大量燃气公司和清洁能源公司所致。公司主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 884.05 亿元，所有者权益 435.06 亿元（含少数股东权益 86.83 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 916.49 亿元，利润总额 91.98 亿元。

2. 资产质量

2021年，公司资产规模实现增长；公司资产结构保持稳定，资产构成仍以非流动资产为主；公司非流动资产中以燃气管道为主的固定资产占比较大，符合行业特征；流动资产以货币资金、应收类账款（应收票据及应收账款）和委托贷款为主，2021年，公司对关联企业的委托贷款规模增幅较大。整体资产质量较好。

截至2021年底，公司合并资产总额884.05亿元，较上年底增长14.91%，主要系流动资产和非流动资产共同增长所致。其中，流动资产占33.90%，非流动资产占66.10%。公司资产以非流动资产为主。

表 10　2019－2021 年末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**225.79**	**32.80**	**253.31**	**32.93**	**299.71**	**33.90**
货币资金	86.49	12.56	91.26	11.86	61.40	6.95
应收账款	32.70	4.75	30.44	3.96	41.88	4.74
预付款项	15.32	2.23	25.29	3.29	28.76	3.25
其他应收款	29.88	4.34	37.33	4.85	76.79	8.69
存货	19.51	2.83	22.02	2.86	19.74	2.23
其他流动资产	19.46	2.83	17.14	2.23	19.91	2.25
拆出资金	0.00	0.00	0.00	0.00	22.21	2.51
非流动资产	**462.70**	**67.20**	**516.00**	**67.07**	**584.34**	**66.10**
长期股权投资	48.41	7.03	52.63	6.84	63.57	7.19
固定资产	278.31	40.42	319.68	41.55	385.09	43.56
在建工程	60.20	8.74	58.10	7.55	36.94	4.18
无形资产	53.92	7.83	59.07	7.68	59.20	6.70
资产总额	**688.49**	**100.00**	**769.32**	**100.00**	**884.05**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，流动资产 299.71 亿元，较上年底增长 18.32%，主要系往来款以及委托贷款规模增加所致。

截至 2021 年底，公司货币资金 61.40 亿元，较上年底下降 32.72%，主要原因系执行新金融工具准则，将原货币资金拆分为货币资金、拆出资金和交易性金融资产科目，按原方式计算为 85.12 亿元。货币资金中有 9.02 亿元受限资金，受限比例为 14.69%，主要为法定存款准备金以及各类保证金。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 41.88 亿元，较上年底增长 37.57%，主要系业务规模扩大所致。应收账款账龄以一年以内（占比 75.12%）为主，累计计提坏账 0.05 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 8.23 亿元，占比为 17.78%，集中度不高。

截至 2021 年底，公司预付款项 28.76 亿元，较上年底增长 13.72%，主要系燃气预付款增加所致。

截至 2021 年底，公司其他应收款 76.79 亿元，较上年底增长 105.67%，主要系 2021 年公司执行新金融工具准则，将委托贷款（借款人均为实际控制人王玉锁夫妇控制的公司）并入其他应收款所致，同时公司对关联方新奥能源、东莞新奥燃气有限公司、新奥恒新投资有限公司的委托贷款增加，其中新奥能源的拆借资金主要用于偿还到期的境外债券。其他应收款账龄以一年以内（占 78.31%）为主，其他应收款前五大单位占比合计 61.03%，主要为联营公司委托贷款，集中度较高。其他应收款欠款方主要为联营公司，对公司营运资金形成了占用。

表 11　截至 2021 年底前五大其他应收款明细

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占比
新奥能源	29.95	38.36
东莞新奥燃气有限公司	6.71	8.60
新奥恒新投资有限公司	5.44	6.97
天津新奥清洁能源有限公司	3.89	4.99
廊坊新奥泛能设备销售有限公司	1.65	2.11
合计	**47.64**	**61.03**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司存货 19.74 亿元，较上年底下降 10.35%，主要系根据最新会计准则公司将符合准则规定的部分存货重分类至合同资产所致。存货主要由工程材料、燃气具、天然气、未完工工程构成。

截至 2021 年底，公司其他流动资产 19.91 亿元，较上年底增长 16.20%，主要系待抵扣、待认证或预缴增值税以及预缴企业所得税增加所致。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产584.34亿元，较上年底增长13.24%，主要系长期股权投资增加所致。

截至2021年底，公司长期股权投资63.57亿元，较上年底增长20.80%，主要系对联营、合营的燃气或管网公司的投资增加所致；期末投资余额较大的企业为舟山市蓝焰燃气有限公司（5.39亿元）、烟台新奥燃气发展有限公司（5.24亿元）、河南省中原天然气开发有限公司（4.40亿元）、石家庄昆仑新奥燃气有限公司（4.26亿元）和湖州燃气股份有限公司（3.86亿元）。公司对长期股权投资已计提减值0.01亿元。

截至2021年底，公司固定资产（合计）385.09亿元，较上年底增长20.46%，主要系部分在建工程完工转固所致，其中主要为燃气管道类资产。公司固定资产主要由管道（占75.34%），房屋及建筑物（占10.92%），机器设备（占9.74%）构成，公司固定资产专用性高。截至2021年底，公司固定资产累计折旧107.43亿元，固定资产成新率为77.64%，成新率较高，固定资产计提减值准备0.33亿元。

截至2021年底，公司在建工程（合计）39.23亿元，较上年底下降35.11%，主要系投资建设的天然气管网、综合能源业务等项目建成转固所致。

截至2021年底，公司无形资产59.20亿元，较上年底变化不大。公司无形资产中，特许经营权占62.18%，土地使用权占25.42%。公司无形资产已累计计提摊销20.48亿元。

截至2021年末，公司受限资产全部为货币资金9.02亿元，受限资产金额很小。

3.　资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，得益于股东以分配的股利转增资本公积及利润留存增加影响，公司所有者权益有所增长，但少数股东权益和未分配利润占比较高，权益结构稳定性较弱。

截至 2021 年底，公司所有者权益 435.06 亿元，较上年底增长 15.34%，主要系主要系控股股东新奥能源以分配的股利转增资本公积以及公司未分配利润留存增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 80.04%，少数股东权益占比为 19.96%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 7.54%、3.42%和 65.94%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

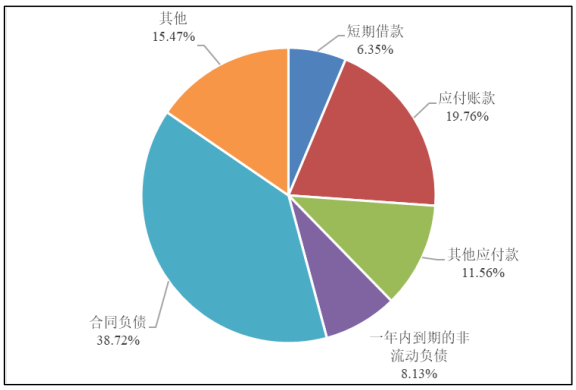
（2）负债

公司负债以经营性负债为主，2021年随着公司业务规模的扩大，负债规模有所增长。公司整体负债水平一般，债务负担轻。

截至2021年底，公司负债总额448.98亿元，较上年底增长14.50%。其中，流动负债占74.64%，非流动负债占25.36%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2021年底，公司流动负债335.13亿元，较上年底增长29.81%，主要系即将于1年内到期的公司债规模较大所致。公司流动负债构成如下图所示。

图 4　截至 2021 年底公司流动负债分布情况



资料来源：根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司短期借款21.29亿元，较上年底下降26.26%，其中信用借款4.20亿元、保证借款 12.35 亿元、质押借款 4.59 亿元。

截至2021年底，公司应付账款66.24亿元，较上年底增长 10.19%，主要系经营规模扩大所致。

截至 2021 年底，公司其他应付款 38.74 亿元，较上年底增长 141.88%，主要系执行新金融工具准则，之前计入长期应付款的资金拆借，2021 年将 1 年内的计入其他应付款，1 年以上计入长期应付款所致。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 27.24 亿元，较上年底增加 25.78 亿元，主要系公司债券即将到期转入该科目所致。

截至 2021 年底，公司合同负债 129.77 亿元，主要为预收的燃气费用。公司预收款项前五名金额为 3.86 亿元，占预收款总额的 2.98%，集中度很低。

截至 2021 年底，公司非流动负债 113.85 亿元，较上年底下降 15.01%。公司非流动负债主要由长期借款（占 27.71%）、长期应付款（占 20.48%）、递延收益（占 5.98%）、递延所得税负债（占 20.52%）和其他非流动负债（占 22.92%）构成。

截至2021年底，公司长期借款31.55亿元，较上年底增长 83.09%，主要系公司贷款结构调整，增加长期贷款比例所致。其中，信用借款 15.04 亿元、保证借款 15.32 亿元。

截至 2021 年底，公司长期应付款 23.32 亿元，较上年底下降 43.20%，主要系之前计入长期应付款的资金拆借，2021 年将 1 年内的计入其他应付款，1 年以上计入长期应付款。

截至 2021 年底，公司递延收益 6.81 亿元，较上年底下降 80.70%，主要系执行新收入准则，原在此列示的接驳收入转入“其他非流动负债”科目列示。公司递延收益全部由政府补助构成。

截至2021年底，公司递延所得税负债23.36亿元，较上年底增长 20.36%，主要系固定资产折旧差异所致。

截至 2021 年底，公司全部债务 122.43 亿元，较上年底增长 17.06%。债务结构方面，短期债务占 64.56%，长期债务占 35.44%，其中，短期债务 79.04 亿元，较上年底增长 142.09%，主要系即将到期的债券规模较大所致；长期债务 43.38 亿元，较上年底下降 39.69%。从债务指标来看，截至 2021 年底，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 50.79%、21.96%和 9.07%，较上年底分别下降 0.18 个百分点、提高 0.25 个百分点和下降 6.95 个百分点。公司负债主要以经营性负债为主，负债水平一般，债务负担轻。

表 12　截至 2021 年底公司有息债务期限结构

（单位：亿元、%）

项目	到期分布			合计
	2022 年	2023 年	2024 年及以后	
短期借款	21.29	--	--	**21.29**
应付票据	5.76	--	--	**5.76**
其他应付款	19.20	--	--	**19.20**
一年内到期的非流动负债	27.24	--	--	**27.24**
卖出回购金融资产款	5.54	--	--	**5.54**
长期借款	--	9.13	22.42	**31.55**
长期应付款	--	3.18	5.94	**9.12**
租赁负债	--	0.26	2.46	**2.72**
合计	**79.03**	**12.57**	**30.82**	**122.43**
占比	**64.56**	**10.27**	**25.18**	**100.00**

注:尾差系四舍五入所致;

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2021 年，公司营业收入及利润有所增长，公司费用控制能力强，整体盈利能力强。

2021 年，公司实现营业总收入 916.49 亿元，同比增长 28.83%，主要系业务规模扩大所致；营业利润 92.67 亿元，同比增长 5.09%。

2021 年，公司费用总额为 40.69 亿元，同比增长 23.07%，主要系管理费用和财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 26.00%、63.69%、6.99%和 3.31%，以管理费用为主。其中，销售费用为 10.58 亿元，同比增长 13.95%，管理费用为 25.92 亿元，同比增长 21.69%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用为 1.35 亿元，同比增加了 2.03 亿元，主要系财务公司理财收入下降导致其财务收入下降所致。2021 年，公司期间费用率为 4.44%，同比下降 0.21 个百分点，公司费用控制能力强。

2021 年，公司实现投资收益 5.74 亿元，同比增长 27.91%，主要系股权投资收益增加所致；投资收益占营业利润比重为 6.19%，对营业利润影响不大。2021 年，公司实现其他收益 3.06 亿元，同比下降 11.71%，全部由政府补助构成；其他收益占营业利润比重为 3.30%，对营业利润影响不大。

2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 13.13%和 16.35%，同比分别下降 1.47 个百分点和 1.43 个百分点。公司各盈利指标仍表现良好。与同行业企业相比，公司整体盈利能力指标表现良好。

表 13 2021 年同行业公司盈利能力指标（单位：%）

企业	净资产收益率	总资产报酬	销售毛利率
华润燃气	16.50	11.24	23.40
中油燃气	21.10	10.53	14.88
中裕燃气	16.20	6.90	19.30
新奥燃气	23.38	12.34	15.10

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

5. 现金流分析

2021年，公司经营活动现金流净额规模较大，整体收入实现质量较高，经营活动现金流量净额能完全覆盖投资活动现金流量净额，公司整体现金流表现良好。

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入 1008.90 亿元，同比增长 25.30%，主要系经营业务规模扩大所致；经营活动现金流出 913.28 亿元，同比增长 27.72%，2021 年，公司经营活动现金净流入 95.61 亿元，同比增长 6.13%。2021 年，公司现金收入比为 108.13%，同比下降 4.34 个百分点，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入 122.06 亿元，同比增长 8.66%；投资活动现金流出 178.74 亿元，同比增长 4.14%，2021 年，公司投资活动现金净流出 56.68 亿元，同比下降 4.43%。2021 年，公司筹资活动前现金流量为 38.93 亿元，同比增长 26.49%。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入 86.23 亿元，同比增长 7.18%；筹资活动现金流出 134.60 亿元，同比增长 28.01%，主要系关联方资金拆出规模较大所致。2021 年，公司筹资活动现金净流出 48.37 亿元，同比增长 95.86%。

6. 偿债能力

2021 年，公司偿债能力指标表现良好，融资渠道畅通，或有负债风险较低。

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 98.12%和 89.59%分别下降至 89.43%和 83.54%，流动资产对流动负债的保障程度一般，主要系 1 年内即将到期的债券规模较大所致，截至 2022 年 5 月底，“19 新燃 01”及“19 新燃 02”已完成兑付。截至 2021 年底，公司经营现金流动负债比率为 28.53%，同比下降 6.37 个百分点。截至 2021 年底，公司现金短期债务比由上年底的 3.15 倍下降至 0.98 倍，主要系一年内到期的债券规模较大，同时因采用新会计准则，2021 年现金内资产中未统计拆出资金所致，现金类资

产对短期债务的保障程度仍很强。整体看，公司短期偿债指标表现良好。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA 为 119.63 亿元，同比增长 10.40%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 16.88%）、利润总额（占 76.89%）构成。2021 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 32.87 倍提高至 57.14 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度很高；公司全部债务/EBITDA 为 0.98 倍，较上年保持稳定，EBITDA 对全部债务的覆盖程度很高；整体看，公司长期债务偿债指标很强。

截至 2021 年底，公司本部在各商业银行获得总授信额度为 96.00 亿元，已使用额度 16.07 亿元，尚未使用的授信额度为 79.93 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年底，公司对外担保余额为 1.71 亿元，金额较小，为对参股公司金华市高亚天然气有限公司（0.31 亿元）、石家庄昆仑新奥燃气有限公司（0.40 亿元）、保定新奥燃气有限公司（1.00 亿元）的担保。公司无金额超过 1000 万元以上的重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司本部资产规模大，流动性较弱，债务负担较轻；作为投资中心，公司本部利润主要来自于投资收益；公司本部现金流表现一般。

截至2021年底，母公司资产总额340.08亿元，较上年底增长10.36%。其中，流动资产148.98亿元（占43.81%），非流动资产191.09亿元（占56.19%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占5.68%）、其他应收款（合计）（占86.93%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占93.91%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为8.46亿元。

截至2021年底，母公司所有者权益为168.17亿元，较上年底增长4.10%。在所有者权益中，实收资本为32.82亿元（占19.52%）、资本公积合计15.20亿元（占9.04%）、未分配利润合计110.24亿元（占65.55%）、盈余公积合计9.91亿元（占5.89%）。

截至2021年底，母公司负债总额171.90亿元，较上年底增长17.26%。其中，流动负债131.98亿元（占比76.77%），非流动负债39.93亿元（占比23.23%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占81.80%）、一年内到期的非流动负债（占16.42%）构成；非流动负债主要由长期借款（占39.84%）、长期应付款（合计）（占57.84%）构成。母公司2021年资产负债率为50.55%，较2020年提高2.97个百分点。截至2021年底，母公司全部债务99.62亿元。其中，短期债务占66.31%、长期债务占33.69%。截至2021年底，母公司短期债务为66.06亿元，存在短期债券偿付压力，但截至2022年5月底，“19新燃01”及“19新燃02”已完成兑付，目前公开市场存续债券规模较小。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率37.20%，母公司债务负担较轻。

2021年，母公司营业收入为6.74亿元，利润总额为15.21亿元。同期，母公司投资收益为15.77亿元。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为0.58亿元，投资活动现金流净额-9.26亿元，筹资活动现金流净额-3.62亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司存续债券规模较小，经营活动现金流量、EBITDA 和现金类资产对待偿债券本金峰值保障能力强。

截至2022年5月底，公司存续债券合计余额6.00亿元，将于本年到期；存续债券待偿本金峰值合计6亿元（2022年为偿债高峰期）。2021年，公司经营活动现金流入量、净流量、EBITDA和现金类资产分别为待偿债券本金峰值（6亿元）的168.15倍、19.12倍、19.94倍和12.97倍。

表 14 截至 2022 年 5 月底公司存续债券情况

（单位：亿元）

证券名称	起息日	到期日期	当前余额
19 新燃 03	2019/11/08	2022/11/12	6.00

资料来源：Wind

表 15　公司存续债券保障情况

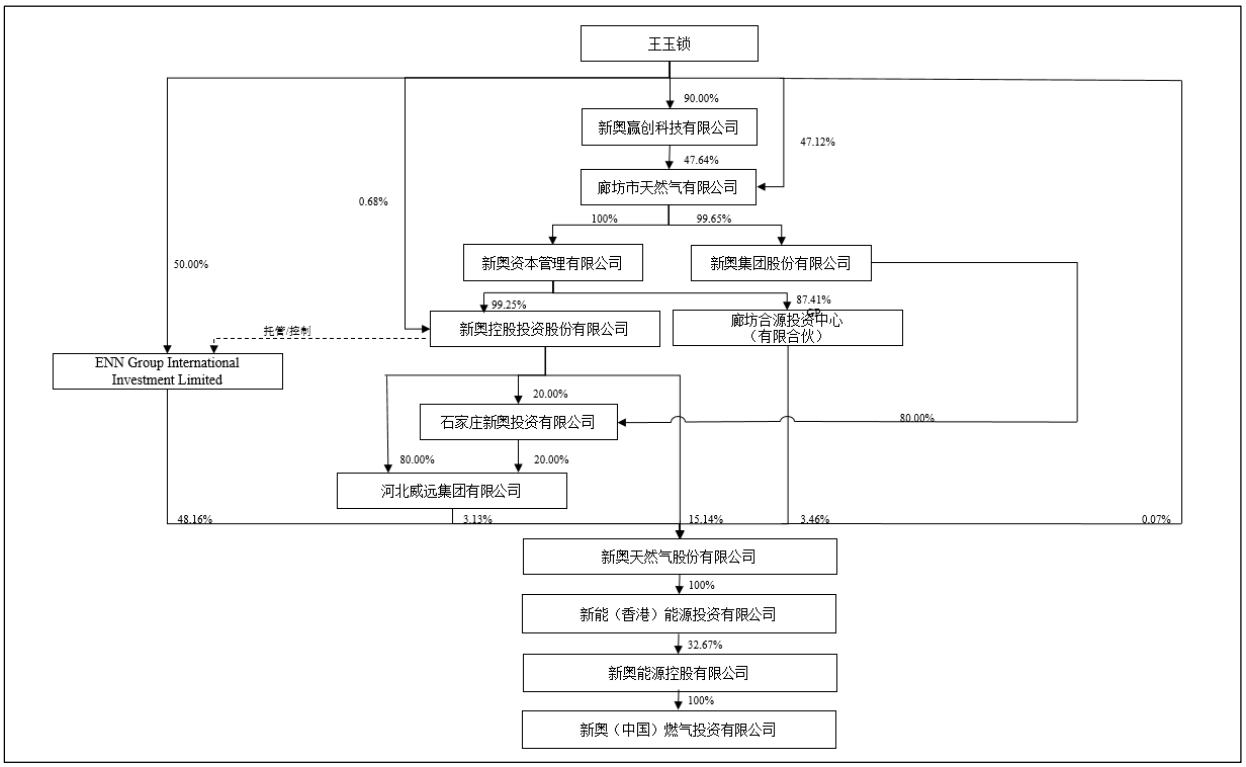
项 目	2021 年
本年度剩余到期债券余额（亿元）	6.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	6.00
现金类资产/未来待偿债券本金峰值（倍）	12.97
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	168.15
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	19.12
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	19.94

注：1.本年度剩余到期债权金额-本年度已兑付债券金额；2.经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公开资料整理

十一、结论

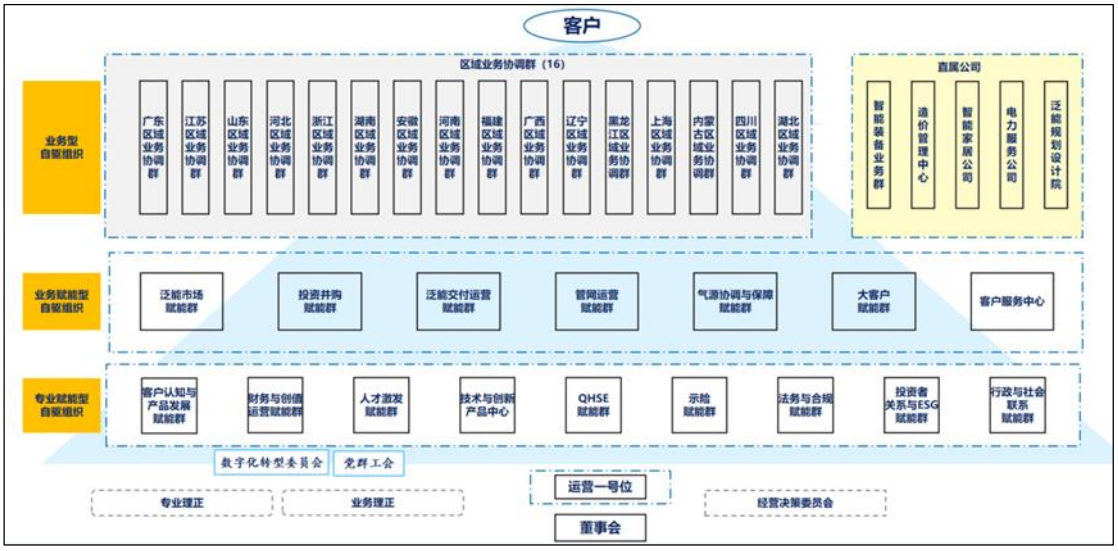
基于对公司经营风险、财务风险和债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 新燃 03”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年末新奥（中国）燃气投资有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年末新奥（中国）燃气投资有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年末新奥（中国）燃气投资有限公司前十家主要子公司情况

序号	公司名称	经营范围	注册资本	股权比例	
				直接比例	实际比例
1	新奥燃气发展有限公司	燃气管网建设	62000 万美元	100.00%	100.00%
2	新奥新能源工程技术有限公司	能源工程	700 万美元	100.00%	100.00%
3	泉州市燃气有限公司	燃气供应	45000 万人民币	60.00%	60.00%
4	新奥能源贸易有限公司	能源贸易	3020 万美元	100.00%	100.00%
5	常州新奥燃气发展有限公司	燃气管网建设	60 万美元	60.00%	60.00%
6	晋江新奥燃气有限公司	燃气供应	6000 万人民币	100.00%	60.00%
7	浙江新奥智能装备贸易有限公司	燃气设备贸易	1000 万元人民币	100.00%	100.00%
8	东莞市新能能源管理有限公司	销售燃气	2000 万人民币	55.00%	55.00%
9	宁波北仑新奥能源有限公司	天然气运输	500 万人民币	100.00%	100.00%
10	长沙新奥燃气有限公司	燃气供应	12000 万人民币	55.00%	55.00%

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	98.47	102.78	77.80
资产总额（亿元）	688.49	769.32	884.05
所有者权益（亿元）	318.78	377.20	435.06
短期债务（亿元）	45.02	32.65	79.04
长期债务（亿元）	62.71	71.94	43.38
全部债务（亿元）	107.73	104.59	122.43
营业收入（亿元）	722.93	711.42	916.49
利润总额（亿元）	77.67	86.80	91.98
EBITDA（亿元）	96.96	108.36	119.63
经营性净现金流（亿元）	69.82	90.09	95.61
财务指标			
销售债权周转次数（次）	18.89	16.42	18.57
存货周转次数（次）	27.52	28.67	37.76
总资产周转次数（次）	1.12	0.98	1.11
现金收入比（%）	111.12	112.48	108.13
营业利润率（%）	14.64	15.99	13.65
总资本收益率（%）	15.41	14.60	13.13
净资产收益率（%）	19.00	17.77	16.35
长期债务资本化比率（%）	16.44	16.02	9.07
全部债务资本化比率（%）	25.26	21.71	21.96
资产负债率（%）	53.70	50.97	50.79
流动比率（%）	90.92	98.12	89.43
速动比率（%）	83.06	89.59	83.54
经营现金流动负债比（%）	28.12	34.90	28.53
现金短期债务比（倍）	2.19	3.15	0.98
EBITDA 利息倍数（倍）	15.35	32.87	57.14
全部债务/EBITDA（倍）	1.11	0.97	1.02

注：1.合并口径长期应付款中的有息债务已计入全部债务；2.现金类资产中含应收款项融资，2021 年现金类资产中未统计拆出资金
资料来源：公司提供

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	15.79	21.01	8.46
资产总额（亿元）	268.86	308.15	340.08
所有者权益（亿元）	156.45	161.55	168.17
短期债务（亿元）	14.20	47.23	66.06
长期债务（亿元）	20.94	36.72	33.56
全部债务（亿元）	35.14	83.95	99.62
营业收入（亿元）	7.28	7.87	6.74
利润总额（亿元）	13.08	13.37	15.21
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	1.38	0.90	0.58
财务指标			
销售债权周转次数（次）	13.31	11.38	8.58
存货周转次数（次）	13.33	27.73	44.36
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.02
现金收入比（%）	132.81	105.92	108.11
营业利润率（%）	63.06	65.97	56.59
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	8.30	8.27	8.97
长期债务资本化比率（%）	11.80	18.52	16.64
全部债务资本化比率（%）	18.34	34.19	37.20
资产负债率（%）	41.81	47.57	50.55
流动比率（%）	130.40	127.94	112.89
速动比率（%）	130.25	127.88	112.84
经营现金流动负债比（%）	1.73	0.82	0.44
现金短期债务比（倍）	1.11	0.44	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1.*代表数据过大或过小，/代表数据未获取；2.2020 年及 2021 年母公司其他应付款及长期应付款中的有息债务已计入对应的长短期债务

资料来源：公司提供

附件 3　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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
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+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2　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 4-3　评级展望设置及其含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持