

信用等级公告

联合〔2020〕317号

联合资信评估有限公司通过对新奥控股投资股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的新奥控股投资股份有限公司2020年度第一期中期票据进行综合分析和评估,确定新奥控股投资股份有限公司主体长期信用等级为AAA,新奥控股投资股份有限公司2020年度第一期中期票据信用等级为AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年二月二十日



新奥控股投资股份有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据基础发行规模：5 亿元

本期中期票据发行金额上限：8 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2020 年 2 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型	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	aaa		评级结果	AAA
评级内容	评级结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		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：

新奥控股投资股份有限公司（以下简称“公司”）作为中国大型城市燃气分销商之一，在气源供应、特许经营权数量、加气站数量和管网覆盖人口等方面具有显著优势，同时，公司积极拓展煤炭、能源化工等业务，在产能规模方面有一定优势。近年来，公司收入和利润规模持续增长，收入实现质量好，盈利能力和偿债能力较强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司天然气采购集中度高、燃气售价无自主定价权、未来投资规模较大、关联公司资金占用、母公司自身盈利能力及偿债能力较弱等因素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 对本期中期票据的保障能力强。

未来随着公司在建及拟建的管线项目及能源化工项目投入运行，公司的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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

优势：

1. 国家鼓励天然气发展的政策不断出台，燃气行业是涉及民生的基础产业，公司所处行业发展前景良好。
2. 公司特许经营权数量多，覆盖区域广，区域经营优势明显；上游气源供应较为稳定。
3. 公司燃气接驳类业务毛利率较高，有利于公司整体盈利水平的保持。
4. 公司煤炭储量丰富，煤质好，产能利用率高；公司甲醇业务具备较强区位优势，原料煤供应充足。
5. 公司资产质量较好，收入和利润规模较大，盈利能力和偿债能力较强，经营性现金流状况良好。
6. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

关注：

1. 天然气作为基础能源，其需求量与国家经济景气周期紧密相关，价格受到石油价格波动的影响；同时，公司能

分析师：牛文婧 张 峰

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

源化工业务所处行业仍处产能过剩状态，受市场竞争影响，公司毛利率有所下滑。

2. 公司天然气供应主要来自大型国有石油供应商，集中度高，对上游气源依赖性较强。
3. 管道天然气采购价格、销售价格由政府相关价格管理部门决定，公司没有燃气自主定价权，盈利空间受政策影响大。
4. 公司未来投资规模较大，面临一定融资压力。
5. 公司其他应收款规模较大，关联方往来款对公司资金形成一定占用。
6. 公司对外担保余额规模较大，存在一定的或有负债风险。
7. 公司母公司无生产经营业务，同时下属主要生产经营单位为上市公司，母公司自身盈利能力及偿债能力较弱。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产（亿元）	142.54	133.45	140.39
资产总额（亿元）	968.43	1077.89	1252.12
所有者权益（亿元）	312.21	354.74	410.63
短期债务（亿元）	140.53	189.54	267.52
长期债务（亿元）	230.16	197.59	185.42
全部债务（亿元）	370.69	387.13	452.94
营业收入（亿元）	497.04	658.87	841.25
利润总额（亿元）	53.68	63.36	72.07
EBITDA（亿元）	92.39	97.90	111.90
经营性净现金流（亿元）	34.36	47.12	63.49
营业利润率（%）	23.80	20.02	17.72
净资产收益率（%）	11.33	12.13	12.10
资产负债率（%）	67.76	67.09	67.21
全部债务资本化比率（%）	54.28	52.18	52.45
流动比率（%）	92.32	86.89	76.25
经营现金流流动负债比（%）	9.17	9.87	10.55
EBITDA 利息倍数（倍）	4.90	6.37	5.46
全部债务/EBITDA（倍）	4.01	3.95	4.05

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	79.56	139.33	152.84
所有者权益（亿元）	21.70	71.77	71.86
全部债务（亿元）	39.42	53.66	73.61
营业收入（亿元）	0.00	0.24	0.00
利润总额（亿元）	0.38	0.37	0.70
资产负债率（%）	72.72	48.49	52.98
全部债务资本化比率（%）	64.50	42.78	50.60
流动比率（%）	125.45	204.09	129.25
经营现金流流动负债比（%）	-5.86	-0.92	0.05

注：财务数据采用 2016—2018 年三年连审数据；合并口径数据已将长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

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无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由新奥控股投资股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

新奥控股投资股份有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

新奥控股投资股份有限公司（以下简称“新奥控股”或“公司”）于 2000 年 1 月 13 日在河北省廊坊市工商行政管理局设立，设立时名称为廊坊国富投资有限公司，注册资本 3000 万元。2000 年 1 月 17 日，公司注册资本增加至 6000 万元。2006 年 3 月 20 日，公司名称变更为新奥控股投资股份有限公司。2008 年 3 月 7 日，公司引入廊坊市天然气有限公司（以下简称“廊坊天然气”）作为新股东，廊坊天然气以其对公司的债权 54000 万元作为出资，公司的注册资本变更为 60000 万元。后经过历次增资，截至 2018 年底，公司实收资本为 740000 万元。2019 年 12 月，廊坊天然气以货币形式对公司出资 120000 万元。其中，60000 万元计入实收资本。同时，公司股东会作出决议，将新奥控股投资股份有限公司整体变更为股份有限公司，公司名称更为现名。截至 2019 年底，公司股本 800000 万元。其中，廊坊天然气（王玉锁、赵宝菊分别持有廊坊天然气 90% 和 10% 的股权）持有公司 99.25% 的股权；王玉锁持有公司 0.675% 的股权；赵宝菊持有公司 0.075% 的股权。公司实际控制人为王玉锁、赵宝菊夫妇。

公司经营业务涵盖管道燃气业务、燃气接驳类业务、煤炭以及能源化工业务等。截至 2018 年底，公司合并范围子公司 179 家；公司设战略与发展赋能群、IT 赋能群、财务与资本运营赋能群、人才激发赋能群、iCome 运营赋能群、品牌与传播赋能群、示险赋能群、法务与合规赋能群、行政赋能群和 QHSE 赋能群等 10 个赋能型自驱组织。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 1252.12 亿元，所有者权益合计为 410.63 亿元（其中少数股东权益 250.14 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 841.25 亿元，利润总额 72.07 亿元。

公司注册地址：廊坊开发区华祥路；法定代表人：王玉锁。

二、本期中期票据概况

公司已于 2020 年注册总金额为 20 亿元的中期票据。本期计划发行的新奥控股投资股份有限公司 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行额度为 5 亿元，发行金额上限为 8 亿元，期限为 3 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本。公司计划将募集资金全部用于偿还有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 1），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 1 2016—2019 年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8

公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1
--------------	-----	-----	-----	-----

注：1.增速及增幅均为同比增长情况

2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价

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，GDP 为不变价规模

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数(CPI)同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨

较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微

企业的信贷支持,“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成;二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施,开启了 10 多年来新的降息进程,实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点,引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面,主要是继续优化营商环境,扩大对外开放,深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行,中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下,2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面,春节是传统的消费高峰期,包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等,而今年因为防范疫情,绝大部分人群居家隔离无法外出消费,网购由于配送问题亦大幅减少,消费数据大幅回落。投资方面,由于隔离限制与人口流动限制,大量工人(尤其是农民工)返城问题突出,生产活动无法进行,制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面,虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施,但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级,限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫,必将在短期内加速中国经济下行,长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响,通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延,药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升,必然推高一季度 CPI,通胀压力进一步增加;另一方面,由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品需求下降,将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期,延缓企业复工复产,又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力,对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为,对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元(其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元),合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元,财政政策逆周期调节的力度

进一步加大。2 月 14 日,财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》,提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款,在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上,中央财政按央行再贷款利率的 50%给予贴息。2 月中下旬以来,财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部,陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施,大幅度减轻企业负担,支持企业复工复产,稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本,支持企业降低疫情影响,度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。此次全面降准,释放长期资金约 8000 多亿元,有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来,央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率,2 月 20 日 LPR 报价下调,其中 1 年期报价 4.05%,下调 10bp,5 年期报价 4.75%,下调 5bp,信贷市场利率全面下行。同时,2 月开市的前两天内(2 月 3—4 日),在无逆回购到期的情况下,央行逆回购投放资金 1.7 万亿元,保持了市场流动性合理充裕,充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外,发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策,对疫情防控期间到期的公司债券,发行人生产经营正常的,将通过设立绿色通道等措施,支持发新还旧,积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业分析

1. 行业概况

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。

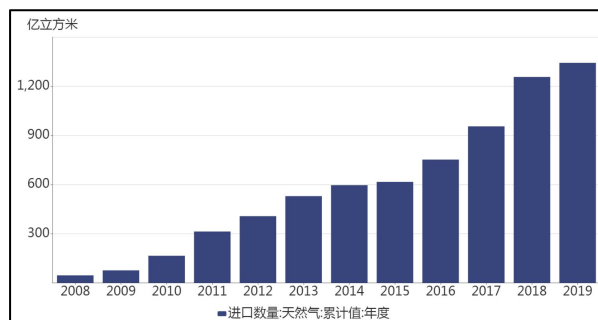
(一) 行业上下游

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。

(二) 供需格局

天然气供给方面，2018 年中国天然气产量 1610.2 亿立方米，同比增长 7.5%；液化天然气产量 900.2 万吨，同比减少 0.9%；2019 年中国天然气产量 1736.20 亿立方米，同比增长 7.83%；液化天然气产量 1165.00 万吨，同比增长 29.42%。2008 年以来，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，2018 年进口天然气 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；2019 年进口天然气 1342.64 亿立方米，同比增长 6.83%，对外依存度 43.61%。

图 1 天然气进口量情况（单位：亿立方米）



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保持高速增长，全年天然气表观消费量约为 2796.60 亿立方米左右，同比增长 17.13%，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。2019 年全年天然气表观消费量约为 3026.20 亿立方米左右，同比增长 8.21%，消费需求继续增长。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，2019 年全年天然气资源仍呈现偏紧张状态。

2018 年天然气消费结构中，城市燃气和工业燃料占比接近 70%，剩余为发电和化工消费。具体分行业来看，城市燃气量约为 900 亿立方米，同比增加 16.2%，主要由于天然气基础设施完善、城市用户增长和环保政策性调整等原因。工业燃料用气增长至 911 亿立方米，增幅 20%，主要是由于国家加强配气价格监管，降低下游用户用气成本，且煤炭、燃料油价格处于高位，导致天然气经济性相对提升，从而拉动工业用气快速增长。发电用气大幅增加，全年 615 亿立方米，增幅 23.4%，主要受环保因素、电厂用电负荷增加、社会用电量增速加快的影响。其中，江苏、浙江等地存量电厂用气负荷显著提升，广东下调天然气发电上网电价，上海、江苏等地实施两部制电价，推行天然气价格和上网电价联动机制，短期内将抑制燃气电厂发电积极性。化工用气量受资源和调控等影响，较上年小幅下降，年度用气量 250 亿立方米，降幅为 5.1%。

(三) 配套基建

储气库方面，截至 2018 年底，中国累计建成

26 座地下储气库,调峰能力达 130 亿立方米。2018 年中国已建储气库达容扩容稳步推进,国内第一座民营储气库—港华燃气金坛储气库一期投产,中国石油顾辛庄储气库投运,中国石化文 23 储气库初步完工。

管道铺设方面,截至 2018 年底中国天然气长输管道在建项目和已完工项目使得天然气管道总里程已达 7.6 万千米。其中,潜江—韶关、中俄东线天然气管道已部分完工,全年建成跨省干线管道 1540 千米;蒙西管道一期、鄂安沧输气管道一期、中缅管道支干线楚雄至攀枝花天然气管道投产。此外,南川水江—涪陵白涛国家重点天然气管道工程开工建设,计划 2019 年 10 月投运,建成后将有利于涪陵页岩气外输。区域管网建设持续推进,广东天然气管网粤东、粤西、粤北三地 6 个主干管网项目动工,计划 2020 年底建成。

LNG 接收站方面,截至 2018 年底,中国 LNG 接收站总接卸能力达 6695 万吨/年。中国在建 LNG 接收站 7 座,一期接收能力为 1620 万吨/年。另外,唐山、青岛、如东等 LNG 接收站开启扩建工程,投产后接收能力将显著提升。三大石油公司主导着国内 LNG 接收站的投资和建设。其中以中海油所占份额最大。中海油目前在全国拥有 10 座 LNG 接收站,居全国首位。2018 年 8 月,中国首个民营大型 LNG 接收站—新奥舟山 LNG 接收及加注站一期工程正式建成,实现开始调试和试运营。

2. 行业政策

2018 年以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。

2018 年 4 月 26 日,发改委及能源局联合发布《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 5 日国务院发布《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。

总体来看,在国内环保政策始终偏紧及“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,并呈现“淡季不淡、旺季更旺”的季节性特点;而在供气方面,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改善;随着配套基础设施的建设推进,未来中国储气调峰能力稳步提升,季节性供需矛盾将持续得到缓解。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年底,公司股本 800000 万元。其中,廊坊天然气持有公司 99.25%的股权;王玉锁持有公司 0.675%的股权;赵宝菊持有公司 0.075%的股权。公司实际控制人为王玉锁、赵宝菊夫妇。

2. 企业规模

公司系廊坊天然气下设的两个投资平台之一。在清洁能源产业链下游的天然气分销业务方面,公司以新奥能源控股有限公司(以下简称“新奥能源”,股票代码:2688.HK)为运营主体。新奥能源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。新奥能源收入以管道燃气销售为主,管道燃气销售收

入占公司收入比例超过 60%。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，新奥能源所属各成员企业均获得了经营区域的特许经营权，并在各自区域内实施独家经营。新奥能源燃气业务主要分布在东南沿海等经济较发达地区，布局合理。一般而言，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，较早进入使得新奥能源拥有稳定的高端客户。截至 2018 年底，新奥能源管道燃气项目总数 187 个，分布在全国 17 个省、自治区、直辖市，接驳城区人口总数为 9457 万户。新奥能源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 4.64 万公里，供气能力为 12521 万立方米/日。此外，新奥能源是最早开展综合能源业务的能源分销商之一，于全国 13 个省市的重点区域发展了 62 个综合能源项目。为了把握未来发展契机，新奥能源提前布局国际市场。2005 年，新奥能源获得石油天然气等能源进出口权，成为继中石油、中石化和中海油之后第四家获得天然气进出口权的企业。2007 年 6 月起，新奥能源陆续开展液化石油气和天然气进口业务。随着新奥（舟山）液化天然气有限公司（与新奥能源同一实际控制人）的舟山沿海接收站的建设完成，新奥能源进出口天然气的能力将大幅提高，加强了燃气项目的气源保障能力，并为公司未来能源国际贸易提供了发展契机。

在清洁能源产业链上游，公司以新奥生态控股股份有限公司（以下简称“新奥股份”，股票代码：600803.SH）为运营主体，建立了包括“煤—能源化工—能源工程”业务的煤基清洁利用业务体系。新奥股份投资运营 680 万吨/年产能的内蒙古鄂尔多斯王家塔煤矿，并投资建设了煤制甲醇工艺、设计产能 60 万吨/年的能源化工项目。新奥股份开展煤层气制 LNG（液化天然气）业务，形成了合计 45 万方/日的 LNG 生产能力。

总体看，公司主营业务规模较大，业务布局合理，竞争优势明显。

3. 人员素质

公司董事、监事及高级管理人员共 18 人。其中董事 5 名，监事 3 名，非董事高管 10 名。

公司董事长王玉锁先生，1964 年生，天津财经大学管理系企业管理专业博士研究生，历任廊坊市天然气有限公司董事长、廊坊新奥控股有限公司董事长、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；现任新奥集团股份有限公司董事局主席、新奥能源控股有限公司董事长、公司董事长。

公司董事张叶生先生，1966 年生，获北京大学高级管理人员工商管理硕士学位；历任聊城新奥燃气有限公司总经理、新奥能源山东区域总经理、新奥燃气控股有限公司副总经理、新奥燃气控股有限公司总裁、新奥能源控股有限公司 CEO；现任新奥集团股份有限公司 CEO、公司董事。

总体看，公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验，综合素质较高。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据《公司法》《公司章程》和其他有关法律法规的规定，公司建立了较为完善的法人治理结构。

公司制定了《公司章程》，建立健全了股东大会、董事会和监事会等制度。公司股东大会、董事会及监事会权责分明、各司其职，决策独立、高效、透明。股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划等事项。公司董事会由 5 名董事组成，由股东选举产生，董事长为公司的法定代表人，董事每届任期 3 年。公司设监事会，由 3 名监事组成。其中，股东代表监事 2 人，由股东大会选举产生；职工代表监事 1 人，由公司职工通过职工代表大会选举产生。公司监事任期 3 年，任期届满，可连任。

总体看，公司拥有较为完善的法人治理结构，运行较为规范。

2. 管理水平

公司根据业务需要，建立了与公司业务性质和规模相适应的内部管理体制。

资金管理方面，公司所有资金实施收支两条线的集中管理。境内非上市公司的资金通过资金

集中管理系统，发挥资金运营规模效益；境外资金建立境外资金池，确保资金高效使用。

财务管理方面，公司实行核心财务人员委派制度。产业集团财务部门负责人及分管领导由集团总部推荐人选，经集团分管领导审定、报集团决策层批准。成员企业财务部门负责人及分管领导由所在产业集团推荐人选，经产业集团分管领导审定、报产业集团决策层批准。

对外担保方面，公司不对外进行担保，内部担保则有严格的高层审批流程，最大程度上降低公司担保风险。

总体看，公司管理运作规范，内控严密有效，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

七、重大事项

1. 新奥集团国际投资有限公司的股权托管事项

2018年11月30日，王玉锁、赵宝菊与公司签订了《关于 ENN Group International Investment Limited（新奥集团国际投资有限公司*）之股权托管协议》（以下简称“协议”），协议约定王玉锁和赵宝菊分别将其持有新奥集团国际投资有限公司（以下简称“新奥国际”）的全部股权（包括对应的权利和权益）委托给公司管理，公司同意接受委托方的委托管理新奥国际的股权，直至2040年12月31日。

新奥国际系一家在英属维尔京群岛注册并有

效存续的有限公司，截至协议签署之日，王玉锁和赵宝菊分别持有新奥国际50%的股权，新奥国际直接及间接持有香港上市公司新奥能源32.84%股权。

公司及新奥国际的实际控制人均为王玉锁、赵宝菊夫妇，该股权托管协议稳定性较好，同时受托人及委托人的决策一致性较高，联合资信认为该股权托管协议的风险较低。联合资信将持续关注该股权托管协议对公司信用的影响。

2. 新奥股份与新奥国际的重大资产重组事项

2019年8月31日，公司子公司新奥股份发布了《新奥生态控股股份有限公司关于筹划重大资产重组的停牌公告》（以下简称“公告”），公告称新奥股份正在筹划重大资产重组。

新奥股份已于2019年11月22日披露《新奥生态控股股份有限公司重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》。新奥股份拟通过资产置换、发行股份及支付现金的方式向新奥国际及精选投资控股有限公司（以下简称“精选投资”）购买其持有的新奥能源合计369175534股股份（截至2019年10月31日，该等股份占新奥能源已发行流通股总数的32.80%）。本次交易完成后，新奥股份将通过全资子公司新能（香港）能源投资有限公司（以下简称“新能香港”）持有新奥能源上述32.80%股份。

表2 新奥股份与新奥国际的重大资产重组交易方案

	交易对方	
	新奥国际	精选投资
标的资产	新奥能源 329249000 股股份	新奥能源 39926534 股股份
交易价格	2304563.00 万元	279464.00 万元
支付方式	新能香港以置出资产支付 708631.00 万元	新奥股份和/或新能香港以现金支付 279464.00 万元
	新奥股份发行 1341493927 股份支付 1325396.00 万元	
	新奥股份和/或新能香港以现金支付 270536.00 万元	

资料来源：新奥股份公告

新奥股份本次交易对方为新奥国际及精选投资。其中，新奥国际为王玉锁控制的子公司，精选投资为新奥国际的全资子公司；王玉锁为新奥股份的实际控制人，本次交易构成关联交易。同时，本次交易预计构成重大资产重组，不构成重

组上市。

新奥股份于2019年12月24日收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《中国证监会行政许可申请受理单》。中国证监会对新奥股份提交的《上市公司发行股份购买资

产核准》的行政许可申请材料进行了审查，决定对该行政许可申请予以受理。

联合资信认为，公司子公司间的重大资产重组，将有利于提升公司能源板块的产业协同和管理能力，进一步提升公司竞争力。目前该重组事项仍存在不确定性，公司存在一定的子公司重大资产重组整合风险。

3. 王家塔煤矿停产整顿事项

公司子公司新奥股份的全资子公司新能矿业有限公司（以下简称“新能矿业”）下属王家塔煤矿因发生井下外委施工单位机电运输事故自 2019 年 11 月 9 日开始停产整顿。同时，新型冠状病毒肺炎疫情在一定程度上影响了王家塔煤矿复产验收工作，王家塔煤矿于 2020 年 2 月 15 日收到伊金霍洛旗煤炭安全生产监督综合执法局出具的《伊金霍洛旗煤矿安全监管复查意见书》，同意王家塔煤矿恢复生产作业。王家塔煤矿已于 2 月 15 日恢复生产，并于 2 月 16 日开始外销产品。

由于新型冠状病毒肺炎疫情导致部分人员返岗时间延后、返岗后需先进行隔离，王家塔煤矿目前尚未达到满负荷生产。

经新奥股份测算，自 2019 年 11 月 9 日停产至 2019 年 12 月 31 日，新能矿业及新奥股份因王家塔煤矿停产，产量减少造成营业收入减少约 13226 万元，净利润减少约 8077 万元；自 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 2 月 15 日，新能矿业及新奥股份因王家塔煤矿停产，产量减少造成营业收入减少约 16815 万元，净利润减少约 9678 万元。联合资信将持续关注王家塔煤矿的复产情况。

八、经营分析

1. 经营现状

公司经营业务涵盖管道燃气业务、燃气接驳类业务、煤炭以及能源化工业务等。其中，天然气销售方面，中国管道燃气业务实施特许经营，公司所属各成员企业拥有经营区域的特许经营权，在特许经营区域内，管道燃气业务为独家经营，具有排他性；公司煤炭类业务和能源化工业务占比相对较小。2016—2018 年，公司主营业务收入

分别为 448.53 亿元、653.13 亿元和 832.95 亿元，年均复合增长 36.27%，呈快速增长趋势。近三年，公司天然气销售类收入和燃气接驳类收入合计占营业收入的比重均在 80%以上，公司主营业务突出。

从业务收入构成来看，公司收入主要来自于天然气销售类业务和燃气接驳类业务，2018 年，天然气销售业务和燃气接驳类业务分别占主营业务收入的 75.61%和 9.10%。2016—2018 年，公司天然气销售类业务收入逐年增长，年均复合增长 47.41%，呈快速增长趋势，主要系在国家能源结构调整、环保政策影响下，公司配套管道建设交付带动管道气销量扩大所致；同期，公司燃气接驳类业务收入波动幅度较大，主要系 2017 年公司业务分类所致；公司煤炭类业务和能源化工类业务规模较小，2016—2018 年，收入均呈快速增长趋势，公司煤炭类业务年均复合增长 79.60%，主要系煤炭类业务中的贸易业务增幅较大所致；公司能源化工类业务年均复合增长 52.66%，主要系公司的甲醇贸易业务增幅较大所致，对公司整体收入规模增长有一定影响。公司其他业务主要是农兽药类业务和工程类业务。

从毛利率情况来看，公司利润主要来自于天然气销售类业务和燃气接驳类业务，2016—2018 年，公司天然气销售类业务毛利率水平受天然气采购销售价差的缩小影响有所下降，分别为 17.68%、12.25%和 11.72%；燃气接驳类业务毛利率波动幅度较大，分别为 54.35%、66.25%和 54.30%，主要系全国各地接驳毛利率不同及各年接驳区域结构变化所致，但均处于较高水平；煤炭板块毛利率受毛利率较低的贸易业务占比增加影响呈下降趋势，但仍维持在较高水平，2018 年为 31.28%；能源化工板块受原油等大宗商品价格企稳回升及贸易业务毛利率相对较低的综合影响，毛利率整体呈下降趋势，2018 年为 15.26%。受上述因素影响，2016—2018 年，公司主营业务综合毛利率有所下降。其中，2018 年主营业务毛利率为 17.75%，同比下降 2.52 个百分点。

总体看，受国家能源结构调整、环保政策影响，公司配套管道规模和天然气销量扩大，公司

收入规模快速增长，考虑到公司燃气供应业务的区域垄断特点，公司收入稳定性良好。受公司天

然气采购销售价差以及公司燃气接驳类业务区域结构调整影响，公司毛利率有所下降。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
天然气销售类	289.82	64.62	17.68	488.91	74.86	12.25	629.81	75.61	11.72
燃气接驳类	75.88	16.92	54.35	64.36	9.85	66.26	75.82	9.10	54.30
煤炭类	9.84	2.19	52.20	22.71	3.48	45.46	31.74	3.81	31.28
能源化工类	20.42	4.55	23.37	31.93	4.89	14.75	47.59	5.71	15.26
其他业务类	52.57	11.72	30.93	45.23	6.93	32.79	47.99	5.76	32.77
合计	448.53	100.00	26.45	653.13	100.00	20.27	832.95	100.00	17.75

资料来源：公司提供

2. 燃气业务

公司燃气业务主要由子公司新奥能源经营，经营模式主要通过与中国石油、中石化等国有石油公司签订天然气采购协议，从全国性干线管网（西气东输一线、陕京一线和二线等）采购天然气后，对采购的天然气进行除杂、脱水、加臭、调压后通过自建的输气管网输送到各地区门站，最后再通过自建的城镇管网、运输车等输送到各工商户和住宅用户，并通过调压装置调压和庭院低压管网输送至各用户天然气用具。2016—2018 年，公司管道燃气项目数量逐年递增，分别为 160 个、172 个和 187 个，多位于中东部经济发达或较发达区域，主要由政府授予或通过合作和收购取得。公司管道燃气项目分别分布在全国 17 个省、自治区、直辖市，接驳城区人口总数为 9457 万户。对于汽车加气用户，公司采购的天然气经过加压设施、压缩机等机械设备加压后，经过加气机直接给汽车加气。

（1）燃气采购

公司拥有稳定的气源保证，所需天然气主要来自中国石油、中石化、中海油等国内垄断能源巨头。

燃气采购流程方面，公司根据以往市场销量情况制定年度采购计划后，与上游供应商洽谈并签订年度供气合同。公司与中国石油、中石化、中海油等公司建立了长期的合作关系，公司使用管道天然气的项目一般均能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、陕京线等管道运输线的购气合同。公司与中国石油、中

石化等公司签订了“照付不议、照供不误”¹的长期供气协议，在气源资源紧张的情况下，锁定了长期稳定的气源。公司在上海交易中心、重庆交易中心具有开户资格的成员企业，现已完成注册开户，通过竞拍摘单的方式获取更多的天然气保供资源。此外，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、中石化和中海油之后第四家获得天然气进出口权的企业，由于公司未建成自己的沿海接收站，进口天然气储存成本较高，大规模进口天然气成本优势不显著，因此公司仅于 2014 年进口少量天然气。2018 年 8 月 7 日，舟山沿海接收站项目顺利实现了首艘 LNG 船舶接卸，一期工程投资完成，接收规模为 300 万吨/年。2018 年，舟山沿海接收站接收天然气为 25.12 万吨。LNG 接收站的投产将提高公司从海外进口天然气的的能力，有望进一步实现公司气源的多样化，保障了稳定的气源供应。

燃气采购定价模式方面，管道气和非管道气模式差异较大。居民用管道气采购价格是政府指导价，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；非居民用管道气采购价格为市场定价，冬季取暖期间，受终端市场需求骤增的影响，天然气采购价格上浮明显。公司非

¹ “照付不议、照供不误”是指，从协议起始日开始的每一年（或其部分时间）应计算“天然气年度照付不议量”，若公司在合同期内的任一年实际提取的天然气量小于该年协议中商定的天然气年度照付不议量，则公司除向中国石油、中石化等公司按实际提取量支付天然气款外，还应向中国石油、中石化等公司支付该年实际提取量与天然气年度照付不议量差额气量的天然气价款，该差额气量为该年的“年度补气量”；公司在协议期间的任意一年内，如果提取完该年照付不议量，有权继续提取以前年度已付款但尚未提取的补气量，并且，如果公司该年度天然气实际需求超过采购协议的供气量，中国石油、中石化等公司也优先保证公司的用气。

管道气采购价格为市场化定价，主要受市场供需状况变化影响；其中，LNG 价格属于市场化价格，公司通过与中海油接收站、中石化接收站的批量采购能够获取一定的价格优惠。2016—2018 年，公司天然气采购均价²逐年上涨，分别为 2.17 元/立方米、2.24 元/立方米和 2.41 元/立方米，主要系天然气下游需求增加所致。

表4 公司天然气采购情况
(单位：亿立方米、元/立方米)

渠道		2016 年	2017 年	2018 年
中石油	采购量	65.29	81.01	108.85
	采购均价	2.05	2.13	2.39
中石化	采购量	24.98	43.70	42.91
	采购均价	2.07	2.28	2.43
中海油	采购量	26.68	30.82	39.26
	采购均价	2.50	2.48	2.44
其他	采购量	30.35	44.20	45.42
	采购均价	2.23	2.24	2.38
合计	采购量	147.30	199.73	236.44
	采购均价	2.17	2.24	2.41

资料来源：公司提供

天然气采购量方面，2016—2018 年，公司天然气采购量逐年增长，主要系公司业务规模扩大所致。公司天然气主要供应商为中石油、中石化和中海油，2016—2018 年，公司从三大石油公司的天然气采购量占全部天然气采购量的 79.40%、77.87%和 80.79%，保持相对稳定。

天然气采购结算方式上，公司一般采取预付或者银行保函的方式。

总体看，公司天然气采购量逐年增加，采购集中度较高，虽然公司在气源紧张的区域同上游燃气供应商签订照付不议采购合同，保障了公司气源的稳定供应，但公司获取气源大范围内受上游供应商的影响，议价能力较弱。

(2) 燃气输送与销售

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。

公司天然气输送分为管道运输、CNG 槽车运输、LNG 槽车运输。管道运输方面，截至 2018 年底，公司城市燃气高、中、低压管网总管线长度为 46.40 千公里，供气能力为 12521 万立方米/日。CNG 和 LNG 运输方面，公司成立能源协调中心（包括新奥能源贸易有限公司和新奥能源物流有限公司）为各成员企业提供能源运输，建立了以公路运输和铁路运输为主导的能源配送体系，形成了从能源采购、能源物流配送到能源终端分销的商业价值链。公司不断加大资金投入和资源配置，通过信息科技技术和物流信息化系统，准确掌握气源库存和供需信息，加强了气源配送体系和应急保障体系建设。

销售方面，公司管道气销售业务指通过管道销售给客户燃气的业务，包含管道天然气、管道液化气、管道煤气、管道混空气、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，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。2016—2018 年，公司管道气销售量快速增长，年复合增长 31.20%，主要系受环保政策、能源结构改革影响，工商业用户燃气销量大幅增加所致；其中，工商业用户销售量分别占管道气销售量的 85.80%、88.20%和 86.93%，公司管道燃气销售以工商企业为主。区域分布方面，公司管道气销售业务主要集中在华南、豫皖、京津冀等区域，用气需求及增长空间较大。

汽车加气业务方面，2016—2018 年，公司 CNG 加气站数量和 LNG 加气站数量保持相对稳定，截至 2018 年底，公司拥有 CNG 加气站 325 座、LNG 加气站 281 座。2016—2018 年，公司汽车加气业务加气量逐年下降，年复合下降 8.77%，主要系 CNG 加气站市场受公交车电动化影响销量下降所致。公司汽车加气业务主要集中在豫皖、京津冀和山东区域。

液化石油气方面，2016—2018 年，公司液化石油气销售量逐年下降，且规模较小，主要系国内居民用户由液化石油气向天然气转换、液化石油气毛利率较低，公司放弃一些规模较小的液化石油气公司或业务，未来公司将继续削弱该项业

² 此处天然气及下表采购数据含管道气、LNG。

务的发展。

表 5 公司燃气业务主要指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
管道燃气业务			
已接驳用户数（万户）	1421.56	1631.30	1864.41
其中：住宅用户	1414.69	1622.11	1852.3
工商业用户	6.87	9.19	12.11
管道天然气销售量（亿立方米）	128.20	182.22	220.68
其中：住宅用户	18.20	21.48	28.85
工商业用户（含批发）	110.00	160.72	191.83
取得管道燃气经营权项目（个）	160	172	187
现有管道长度（千公里）	32.92	39.15	46.40
供气能力（百万立方米/日）	84.90	104.00	125.21
汽车加气业务			
汽车加气量（亿立方米）	15.14	13.96	12.60
CNG 加气站数量（座）	320	325	325
LNG 加气站数量（座）	277	281	281
液化石油气业务			
销售量（万吨）	0.36	0.35	0.31
销售收入（亿元）	0.18	0.19	0.21

资料来源：公司提供

缴费方式上，对于居民用户，公司管道气销售主要采用预付储值卡收费以及银行、超市等代理缴费方式。公司大部分项目采用预付储值卡系统，所有新接驳的住宅用户都会获发一张储值卡并需以充值预付气款，此系统能完全避免坏账，节省大量管理费用。公司旗下部分子公司与银行合作代收缴费业务，利用银行的庞大网络资源，代燃气项目公司收取燃气使用费。公司建立了社会化收费网络，通过借助各类靠近居民小区的便利店、超市等网点，设立代缴费系统，以方便居民缴费。此外，公司目前正在运用互联网技术、智能蓝牙卡、手机 APP 等多渠道开通缴费业务，以方便用户并为公司节省管理费用。对于非居民用户，一般采取首月预付一个月气费，往后各月可先消费后付款，结算周期为 1~2 个月。对于汽车加气业务，大部分为现金现付，部分大型客户如公交公司采取先加气后付款方式，月度或季度计算。

总体看，公司燃气业销售收入主要依靠管道燃气销售和汽车加气销售，客户以工商业用户和汽车用户为主，近年销量增长状况良好；公司天然气销售主要位于经济发达地区，用气增长潜力

较大。

（3）燃气定价

管道气方面，公司所属各成员企业的管道燃气销售价格采取政府定价或政府指导价。其中，居民用户销售价格采取政府定价方式的同时，价格调整需要采取听证程序；非居民用户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，可在上报地方物价部门审批后实现同步调价。燃气定价的具体程序为公司下属当地燃气企业提交定价申请，地方物价部门在对燃气企业成本监审的基础上，依据企业的经营成本、合理收益并兼顾当地的经济水平和用户承受能力定价（居民户气价需召开价格听证会）。完成定价后，如果公司上游采购价格或企业运行成本发生变化需要调整售气价格时，主要采用两种方式：一种是重复上述定价程序，另一种是建立上下游价格联动机制，当上游采购价格变化需调整终端销售价格时，可依据联动机制，经地方物价部门进行审批调整，不需再经价格听证会。不同城市的燃气价格差异很大。其中广东、浙江等经济发达省份燃气价格要高于其他省份，部分城市制定了梯度价格，如河北廊坊、山东烟台等地；用途不同的燃气出售价格不同。其中商业、工业用气价格要高于民用气价格。

公司燃气销售盈利主要来自采购价与销售价的价差，2016—2018 年，公司燃气销售价与采购价的价差呈持续下降趋势，分别为 0.82 元/立方米、0.70 元/立方米和 0.67 元/立方米，主要系采购价格上升所致。

表 6 公司管道天然气采购、销售均价（元/立方米）

价格	2016 年	2017 年	2018 年
采购均价（含税）	2.17	2.24	2.41
销售均价（含税）	2.99	2.94	3.08
价差	0.82	0.70	0.67

资料来源：公司提供

车用燃气价格方面，公司车用燃气价格在各个地区和城市存在差异，其价格由各地物价局核定。车用燃气定价方式分为两种，一种是物价局根据当地经营汽车加气公司经营成本定价，另一种是物价局按照国家发改委的价格改革通知要求

来核定价格。

总体看，公司燃气售价主要受政府指导，对居民用户燃气价格不能进行自主定价，必须履行天然气价格听证程序，公司对工商业用户的燃气价格有一定的议价能力。

3. 燃气接驳类业务

公司燃气接驳类业务指为客户提供燃气接驳、工程施工以及专业工程公司施工、材料销售业务等服务，主要包括居民用户燃气接驳类业务和工商用户燃气接驳类业务。居民用户建设安装对象包括新建商品房、经济适用房、原有未安装管道燃气的居民楼房等，主要是对居民小区建筑红线内的庭院管网及户内设施进行配套建设，公司依据地方物价部门文件收取建设安装费用。工商用户燃气接驳类业务是对经营区域内的工业、商业、餐饮、福利性单位等进行管道燃气建设安装，并收取相应的费用。

建筑安装物资采购方面，公司按照“招标方式准入供应商—确定合作供应商—签订年度采购合同—制定采购计划—制定采购订单—供应商发货”的流程来确保物资供应。供应商管理上，公司根据物资类别划分不同供应商，按照“供应商考察—供应商招标—供应商准入—供应商评估—供应商考核淘汰”的模式来加强供应商管理。公司采购业务发生前均会签订经过法务等部门评审的采购合同，约定标的物的名称、数量、金额、结算方式、产品质量、供货周期、双方责任、违约追责等条款。

采购物资结算方式上，公司物资采购一般采取后付款的方式。公司各成员企业在各个地区单独施工、单独核算，不同地区采购、施工费用各有不同。

建设工程内容方面，公司燃气接驳类业务主要是进行燃气管网建造，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。

建设工程核算方面，公司投资建设的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（收益性支出）与当期管网建设收入相配比。住宅用户方面，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。工商业用户方面，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。

收入确认和结算方面，建设安装费总体上把握“达到通气条件”为标准，确认建设费收入的实现，“达到通气条件”是指按照合同约定安装工程全部完工时，小区调压箱或市政燃气管网也必须具备通气条件。在合同签订后工程公司进场施工前，一般情况下资产公司会根据合同规定开工前向客户收取一部分预收工程款，收款时按合同约定比率收取。

2016—2018年，公司燃气接驳类业务规模波动幅度较大，2018年为75.82亿元。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，由于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，工商业用户接驳天然气需求不断增加。

总体看，公司燃气接驳类业务随着公司燃气业务规模的扩大得到相应发展，燃气接驳类业务规模的扩大也有利于供气规模的增长。

4. 煤炭类业务

（1）煤炭开采和洗选业务

公司煤炭开采与洗选业务生产经营主体为新能矿业有限公司（以下简称“新能矿业”）。新能矿业是内蒙古自治区上规模的煤炭生产企业之一，拥有王家塔矿井矿区采矿权，主要煤种为不粘煤，极少数为长焰煤，主要产品包括混煤和洗

精煤。截至 2018 年底，矿井保有资源储量为 10.28 亿吨，可采储量为 5.80 亿吨。王家塔煤矿初始设计产能 500 万吨/年，2016 年初内蒙古自治区煤炭工业局批复核定能力 680 万吨/年。2019 年 5 月，新能矿业收到《内蒙古自治区能源局关于新能矿业有限公司王家塔煤矿生产能力核增的批复》（内能综函〔2019〕210 号），产能由 680 万吨/年增至 800 万吨/年。

产量方面，2016 年，因国家实行 276 天限产要求，公司煤炭产量（混煤+精煤）不及核定产能，为 570.12 万吨。2017 年，国家放开 276 天限产要求，公司产量为 641.67 万吨。2017 年，王家塔煤矿通过一级安全生产标准化煤矿验收并进行公示。2018 年 1 月 5 日，国家安全监管总局和国家煤矿安监局下达《关于公布一级安全生产标准化煤矿名单（第二批）的通知》（安监总煤行〔2018〕2 号），经评定王家塔煤矿为一级安全生产标准化煤矿，有效期 3 年。在评定有效期内，可享受包括：a.在全国性或区域性调整、实施减量化生产措施时，原则上不纳入减量化生产煤矿范围；b.在地方政府因其他煤矿发生事故采取区域政策性停产措施时，原则上不纳入停产范围；c.生产能力核增时，产能置换比例不小于核增产能的 100%等多项激励政策。2018 年，公司产量为 643.54 万吨，基本与 2017 年持平。

公司煤炭生产通过外包方式进行开采，承包方为北京天地华泰矿业管理股份有限公司（原名北京天地华泰采矿工程技术有限公司，简称“天地华泰”），天地华泰根据公司月度经营计划进行煤炭开采。作为中国煤矿生产技术集成商和中国煤矿管理技术供应商，天地华泰运营和承建的项目覆盖内蒙古、陕西、山西、宁夏等众多优质煤炭能源基地，社会效益和经济效益成效显著。

表 7 公司煤炭开采与洗选业务产销情况

（单位：万吨、元/吨、亿元、%）

项目	产品	2016 年	2017 年	2018 年
产量	混煤	313.87	323.86	300.14
	精煤	256.24	317.81	343.40
销量	混煤	315.45	325.39	299.87
	精煤	256.41	316.85	340.86
销售均价	混煤	127.77	196.91	197.72

	精煤	165.79	281.01	287.87
销售收入	混煤	4.03	6.41	5.93
	精煤	4.25	8.90	9.81
毛利率	混煤	56.61	61.41	52.67
	精煤	66.47	70.16	66.94

资料来源：公司提供

公司煤矿建有配套洗煤厂，且于 2016 年实施了洗精煤分级加工项目，并于后续持续进行技术改造，对洗煤工艺进行改进，提高精煤产量占比。2016—2018 年，公司煤炭产量中精煤占比不断提升，分别为 44.95%、49.53% 和 53.36%。

公司煤炭产品主要为特低灰、特低硫、特低磷、高热值的不粘煤，极少数为长焰煤，不粘煤是良好的动力煤和化工用煤。公司煤炭产品按照销售情况可分类为混煤和洗精煤，其中混煤因灰分较高通常用作动力煤，洗精煤灰分及其他杂质含量较低，适合作为一些专门用途的优质煤炭，可以用作煤化工的原材料。

销量方面，公司近年来煤炭产销率均在 100.00% 左右。2016—2018 年，公司煤炭销量分别为 571.86 万吨、642.24 万吨和 640.73 万吨。公司销售定价综合考虑周边厂商价格及港口倒推价，2016—2018 年精煤销售均价分别为 165.79 元/吨、281.01 元/吨和 287.87 元/吨，混煤销售均价分别为 127.77 元/吨、196.91 元/吨和 197.72 元/吨。

毛利率方面，2017 年受煤炭价格触底反弹影响，公司混煤和精煤毛利率有所提高；随着巷道不断延伸，公司吨煤开采成本不断上升，另外王家塔煤矿于 2018 年 12 月初将生产模式由“一井一面”改为“一井两面”导致成本进一步上涨，公司混煤和精煤毛利率均有所下降，分别为 52.67% 和 66.94%。

（2）煤炭贸易业务

公司煤炭产品贸易业务主要由新能（天津）能源有限公司（以下简称“新能天津”）开展，采取上下游同时锁单的贸易模式，有效规避了价格波动风险，但毛利率也较低。结算方式分为两种，第一种为上游供应商为煤矿企业，公司先全额预付货款，在账期内再收取下游货款，账期一般为一个月；第二种为上游供应商为贸易商，公司先预付货款的 20%，待下游客户在账期内支付

全部货款后，再支付上游剩余款项。2016—2018年，公司加大煤炭贸易规模，采销量均大幅增长，毛利率均较低；2018年公司煤炭贸易业务实现收入15.99亿元，同比增长116.30%，毛利率为1.48%，煤炭贸易业务对公司煤炭业务整体盈利水平的贡献小。

公司煤炭贸易业务主要的采购商包括大连和实业有限公司、天津瑞德翰煤炭销售有限公司、内蒙古汇通物流运输有限责任公司、大连保税区圆利国际贸易有限公司、天津滨海环能发展有限公司；主要销售客户有迁安市宏奥工贸有限公司、鄂尔多斯市天物供应链管理有限责任公司、天津市燃料油公司、山东中垠国际贸易有限公司、天津圆通冶金科技开发有限公司等。2018年，公司煤炭贸易前五大客户占比合计77.63%，集中度较高。

表8 公司煤炭贸易情况（单位：万吨、亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
采购量	44.09	155.45	280.50
销售量	44.09	155.41	279.24
产销比	100.00	99.97	99.55
销售收入	1.56	7.39	15.99
销售毛利率	1.74	1.91	1.48

资料来源：公司提供

总体看，公司煤矿生产条件及管理情况较好，以及产能的提升和精煤占比的提升均对收入规模和盈利能力形成有力保证；公司煤炭贸易业务量快速增长，带动煤炭板块整体收入快速增长，但因其毛利率较低使得煤炭板块整体毛利率大幅下降。

5. 能源化工类业务

公司能源化工业务主要包括甲醇业务和二甲醚业务，2016—2018年，公司能源化工类业务快速增长，2018年实现收入47.59亿元，同比增长49.04%，主要系甲醇贸易业务规模扩大，同时甲醇产量大幅增长所致。其中，甲醇生产业务实现收入18.80亿元，占能源化工业务收入的比例为39.50%；甲醇贸易业务实现收入23.94亿元，同比增长55.66%，占能源化工业务收入的比例为50.30%；LNG业务实现收入3.96亿元、二甲醚业

务实现收入0.88亿元，LNG业务及二甲醚业务收入贡献不大。

（1）甲醇生产业务

公司自产自销甲醇生产经营主体为子公司新新能源有限公司（以下简称“新新能源”），位于内蒙古鄂尔多斯煤炭主产区及国家规划的煤化工产业聚集区，煤炭资源丰富，能够确保煤炭的稳定供应，公司优选煤质较好、煤价偏高的煤种（主要为烟煤）和煤质较差、价格较低的煤种混掺使用，在保证气化炉产气量的基础上，降低原料煤成本。

新新能源一期甲醇装置以煤为原料，主要采用煤气化、变换、低温甲醇洗、甲醇合成、甲醇精馏等技术生产。新新能源一期设计年产甲醇60万吨。新新能源二期以煤为原料，采用水煤浆气化、催化气化、加氢气化、变换、低温甲醇洗、稳定轻烃合成等技术生产；其中催化气化和加氢气化两项技术工艺流程为首次工业化示范。新新能源二期设计年产甲醇60万吨、稳定轻烃20万吨、LPG（副产）4.4万吨和LNG（联产）2亿方。其中，甲醇装置已于2018年6月底产出合格产品，经过试生产阶段调试优化，目前甲醇主装置运行稳定，实现日满负荷生产并通过综合性能系统考核。

2016—2017年，新新能源甲醇产量有所增长，分别为73.75万吨和77.88万吨，主要系新新能源通过实施工艺指标优化、设备操作优化、强化巡检、状态检测、设备隐患排查消缺及技术攻关等手段提升产能利用率所致。2018年，新新能源一期及二期甲醇装置合计产量达到103.35万吨。

表9 公司甲醇产销情况

（不含税，单位：万吨/年、万吨、元/吨、亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
产能	60.00	60.00	60.00
产量	73.75	77.88	103.35
销量	73.05	78.27	93.98
平均售价	1592.54	1934.36	2099.82
销售收入	11.63	15.14	18.80
毛利率	31.94	29.42	31.75

注：由于新新能源二期所产甲醇仅为中间产品，故2018年产能不包括新增60万吨/年；2018年公司甲醇产销量数据包含新新能源二期所产甲醇；2018年公司甲醇销量不含内部销售的10.20万吨

资料来源：公司提供

新能源所产甲醇主要销售区域以河北、山东为主，北京、天津、内蒙的销量逐步扩大。甲醇的结算以现金和银行承兑汇票为主。2016—2018年，新能源甲醇销量随产量增加而增加，分别为73.05万吨、78.27万吨和93.98万吨。销售均价方面，2016—2018年分别为1592.54元/吨、1934.36元/吨和2099.82元/吨。

由于生产甲醇用煤炭对成浆性、灰分、含硫量、热值等指标要求较高，而新能矿业所产煤炭无法达到新能源甲醇生产所需条件，因此公司甲醇生产所需煤炭主要依赖外购。公司甲醇生产所需煤炭包括原料煤和燃料煤，均主要自内蒙古当地采购。2016—2018年，公司原料煤采购量随产能利用率提升和产能增加影响而有所增长，分别为127.52万吨、128.63万吨和149.61万吨。

表10 公司甲醇生产原料煤采购情况
(不含税，单位：万吨、元/吨)

项目	2016年	2017年	2018年
原料煤采购量	127.52	128.63	149.61
原料煤采购均价	293.73	426.01	441.13

资料来源：公司提供

(2) 甲醇贸易业务

公司甲醇贸易业务主要由新能天津经营，甲醇贸易业务采购与销售模式为：与上游大型化工企业保持密切合作并不断拓展供应渠道，并与下游化工企业签订了长期合约，建立了稳定的下游销售渠道，同时公司整合产业汽运、仓储、船运资源，利用区域间价差开展跨区域长途运输业务。

2016—2018年，公司扩大甲醇贸易规模，采购量均快速增长，带动贸易收入快速增长，毛利率有所波动但仍处较低水平。2018年公司甲醇贸易业务实现收入23.94亿元，同比增长55.66%；毛利率为0.66%，同比上升0.06个百分点。

2018年，甲醇贸易主要采购商包括大连金阳进出口有限公司、新疆广汇化工销售有限公司、舟山格伦赛夫石油化工有限公司、久泰能源内蒙古有限公司等；主要销售客户包括中化石化销售有限公司、浙江杭实能源服务有限公司、兰考汇通新能源科技有限公司、利津华为化工销售有限公司、福沃德石化（大连）有限公司等。

表11 公司甲醇贸易情况
(不含税，单位：万吨、%、亿元)

项目	2016年	2017年	2018年
采购量	38.85	69.12	110.04
销售量	38.85	69.12	110.04
产销比	100.00	100.00	100.00
销售收入	5.77	15.38	23.94
销售毛利率	0.87	0.60	0.66

资料来源：公司提供

总体看，公司甲醇产量随原有产能不断优化及新增产能的投产而不断增长；甲醇贸易业务量快速增长，带动甲醇板块整体收入快速增长，但因其毛利率较低使得甲醇板块整体毛利率大幅下降。

6. 经营效率

从经营效率来看，2016—2018年，公司业务规模快速增长，受应收账款和存货规模增幅较大影响，公司销售债权周转次数和存货周转次数逐年下降，三年均值分别为15.12次和24.41次，其中2018年分别为12.75次和19.42次；公司总资产周转次数波动下降，三年均值为0.76次，其中2018年为0.72次。总体看，公司资产经营效率较好。

7. 在建工程及未来发展

由于公司特许经营范围广，在建燃气管线工程数量较多，同时，公司计划大力发展泛能业务，截至2018年底，公司完成在建工程投入约80亿元，2019年计划投入约95亿元。

公司重大在建项目主要为管网铺设、泛能项目和能源化工类项目。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。随着公司泛能项目的建成投产，公司泛能业务的规模和实力将得到进一步的提升，有利于公司综合能源利用能力的提高。能源化工项目中，年产20万吨稳定轻烃项目预算投资较大，项目主装置甲醇装置产能为60万吨/年，已于2018年6月底投产，实现日产满负荷生产并通过综合性能系统考核，为了使得后装置甲醇制稳定轻烃环节装置顺利投

产，该项目 2019 年拟再投资 1.05 亿元。

表 12 截至 2018 年底公司重大在建项目情况（单位：万元）

项目名称（备案证上的项目名称）	建设内容	计划总投资	截至 2018 年底已投资金额
伊川鸣皋-嵩县-栾川天然气管道工程项目	管网铺设	74100.00	14820.00
廊坊市广阳区气代煤工程	其他	83987.40	33594.96
烟台市区天然气环城高压管线工程	管网铺设	55763.00	0
滦州市 2019 年农村气代煤改造工程项目	其他	40000.00	0
新乡县中心城区集中供热供蒸汽项目	管网铺设	27574.00	4604.86
杭州余杭新奥能源发展有限公司天然气分布式能源 3 号站	泛能业务	21844.10	11752.13
海南省洋浦经济开发区泛能微网一期项目	管网铺设	23055.00	7677.32
杭州建德大同工业园泛能微网项目	泛能业务	18000.00	10800.00
青岛新奥胶城燃气工程有限公司胶州市“气代煤”工程项目	泛能业务	17440.00	0
湛江市天然气高压管网一期工程项目	泛能业务	15800.00	3160.00
年产 20 万吨稳定轻烃项目	能源化工	376305.87	424577.04
粉浆气化项目（浆粉耦合改造项目）	能源化工	21807.95	5081.92
合计		775677.32	516068.22

资料来源：公司提供

燃气销售方面，随着国家继续推行生态文明建设和绿色低碳能源战略，在各地地方政府环保政策的驱动下，天然气业务得到快速发展。公司将继续根据行业和市场变革提前做出部署，抓紧有利经营环境带来的商机，积极拓展工商业用户，稳步开发民用用户，改善交通能源业务经营，积极做大能源贸易规模，带动燃气业务的可持续增长；同时全面开展综合能源业务，快速拉动气、电、冷、热及蒸汽等能源销售及服务，实现从单一的天然气分销商向引领能源行业的综合能源服务商转型升级。

能源资源方面，公司聚焦天然气上游业务，推进海内外天然气资源获取，形成多元化资源供应能力和渠道。在天然气资源获取方面：与 Santos 合作，共同推动新项目获取和拓展海外 LNG 贸易业务；寻求与国际天然气企业在上游的合作，投资海上天然气区块权益，获得权益气份额。现有业务发展方面，公司持续发展国内甲醇和煤炭等成熟业务，各产品生产类业务“持续保持安、稳、长、满、优”的低成本运营优势。在项目建设上，重点打通 20 万吨/年稳定轻烃的全工艺流程，保证长周期稳定运行。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年三年连审合并财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。

合并范围方面，2016 年实际纳入合并财务报表范围的子公司共计 117 户；2017 年底较 2016 年底新增合并子公司 66 户，减少 4 户，实际纳入合并财务报表范围的子公司共计 179 户；2018 年底较 2017 年底新增合并子公司 20 户，减少 20 户，实际纳入合并财务报表范围的子公司共计 179 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。整体看，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 1252.12 亿元，所有者权益合计为 410.63 亿元（其中少数股东权益 250.14 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 841.25 亿元，利润总额 72.07 亿元。

2. 资产质量

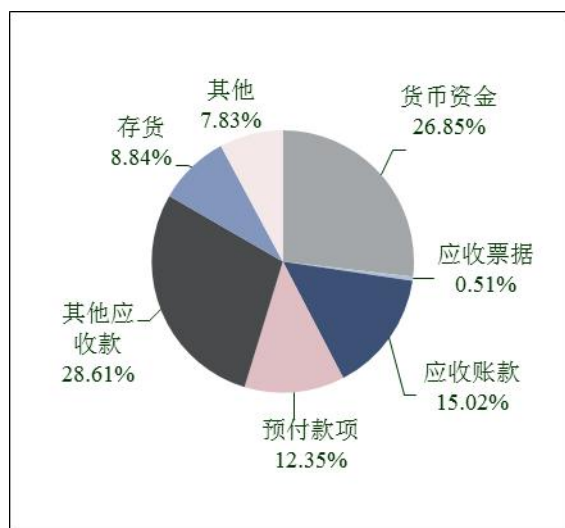
2016—2018 年，公司资产总额不断增长，年

均复合增长13.71%。截至2018年底，公司资产总额1252.12亿元，较上年底增长16.16%。其中，流动资产占36.64%，非流动资产占63.36%，公司资产构成以非流动资产为主，符合行业特点。

(1) 流动资产

2016—2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长15.19%。截至2018年底，公司流动资产为458.73亿元，构成以货币资金（占26.85%）、应收账款（占15.02%）、预付款项（占12.35%）、其他应收款（占28.61%）和存货（占8.84%）为主。

图2 2018年底公司流动资产构成情况



注：尾差系四舍五入原因造成

资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司货币资金有所下降，年均复合下降5.57%。截至2018年底，公司货币资金123.15亿元，较上年底下降1.80%。其中银行存款占92.89%、其他货币资金占7.01%、库存现金占0.10%；公司受限资金8.53亿元，占比6.93%，主要为保证金和存款准备金，受限比例一般。

2016—2018年，公司应收账款快速增长，年均复合增长31.93%，主要系公司业务快速增长使得应收客户款项增加所致。截至2018年底，公司应收账款68.89亿元，较上年底增长16.22%，共计提坏账准备1.20亿元，占比1.75%。从账龄来看，一年以内的占89.24%，1~2年的占6.73%，2~3年的占2.75%，3年以上的占1.28%，综合账龄较短；从集中度来看，前五名欠款占比为9.68%，集中度较低。

2016—2018年，公司预付款项快速增长，年

均复合增长55.06%。截至2018年底，公司预付款项56.65亿元，较上年底增长120.84%，主要系2018年预付Great multitude Limited 公司股东的收购款23亿元，股权交割完成后将转入长期股权投资。从账龄来看，一年以内的占94.03%，1~2年的占5.09%，2~3年的占0.44%，3年以上的占0.44%；从集中度来看，前五名的预付款项占比为51.51%，除预付收购款外，其他主要为正常经营业务的预付款，经营业务预付款的集中度较低。

2016—2018年，公司其他应收款波动中有所增长，年均复合增长8.42%，其构成主要为关联公司间往来款项。截至2018年底，公司其他应收款131.24亿元，较上年底下降5.96%。从账龄来看，1年以内的占77.36%、1~2年内的占13.07%、2~3年的占5.70%，3年以上的占3.87%。从集中度来看，前五名欠款占比为42.48%，集中度较高，其中应收控股股东廊坊市天然气有限公司欠款11.40亿元。由于其他应收款主要为新奥公司间资金拆借，回收风险较小，因此公司未计提坏账准备。

2016—2018年，公司存货快速增长，年均复合增长49.24%。截至2018年底，公司存货40.53亿元，较上年底增长34.23%，主要系公司业务发展使得所采购的工程材料、原材料以及产成品等增加所致。公司存货主要由原材料（11.67亿元）、库存商品（13.90亿元）、已完工未结算资产（9.98亿元）和在产品（4.52亿元）构成。公司存货周转期间较短，未计提存货跌价准备。

2016—2018年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长43.90%，主要系待抵扣增值税进项税额增长所致。截至2018年底，公司其他流动资产21.00亿元，较上年底增长36.71%，主要为待抵扣增值税进项税额（19.40亿元）、预缴营业税（0.65亿元）和预缴企业所得税（0.67亿元）。

(2) 非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长12.88%。截至2018年底，公司非流动资产合计793.39亿元，构成以固定资产（占50.23%）、在建工程（占10.52%）和长期股权投资（占15.70%）为主。

2016—2018年，公司长期股权投资波动中有

所增长，年均复合增长6.51%。截至2018年底，公司的长期股权投资为124.54亿元，较上年底增长11.38%，主要系对联营企业的投资增长以及联营企业当期收益增加所致。

2016—2018年，公司固定资产快速增长，年均复合增长15.74%。截至2018年底，公司固定资产398.49亿元，较上年底增长25.22%，主要系公司业务规模扩大、燃气管道增加所致，其中管道占59.89%、房屋及建筑物占17.44%、机器设备占15.29%。公司固定资产累计计提折旧108.64亿元，计提减值准备0.25亿元，固定资产成新率为78.54%。

2016—2018年，公司在建工程快速增长，年均复合增长33.16%。截至2018年底，公司在建工程82.64亿元，较上年底增长3.15%，主要系随着公司业务扩张所投资建设的天然气管网、加气站、泛能业务等建设项目增加所致。

2016—2018年，公司无形资产快速增长，年均复合增长18.16%。截至2018年底，公司无形资产60.51亿元，较上年底增长34.68%，主要系随着业务规模的扩大，公司土地使用权、特许经营权和经营收益权增加所致；无形资产构成中土地使用权占35.98%，特许经营权占35.40%，采矿权占10.11%，经营收益权占6.49%。截至2018年底，公司无形资产累计摊销14.26亿元，计提减值准备0.12亿元。

总体看，近年来随着业务规模的扩大，公司资产规模不断增长，结构以非流动资产为主，资产构成较为稳定，符合公司所在行业特点。流动资产中货币资金和其他应收款占比较高，公司现金类资产较为充裕，同时需关注关联方往来款对公司资金形成一定占用；非流动资产中以燃气管道为主的固定资产占比较大。公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长14.68%。截至2017年底，公司所有者权益354.74亿元（其中少数股东权益202.64亿元），较上年底增长13.62%，主要系控股股东

廊坊天然气有限公司本期增资55.00亿元计入实收资本所致。截至2018年底，公司所有者权益410.63亿元（其中少数股东权益250.14亿元），较上年底增长15.76%，主要由于未分配利润和少数股东权益增加所致。截至2018年底，公司归属于母公司所有者权益160.49亿元，其中实收资本占46.11%、资本公积占8.51%、专项储备占0.16%、其他综合收益占-0.28%、未分配利润占45.50%。

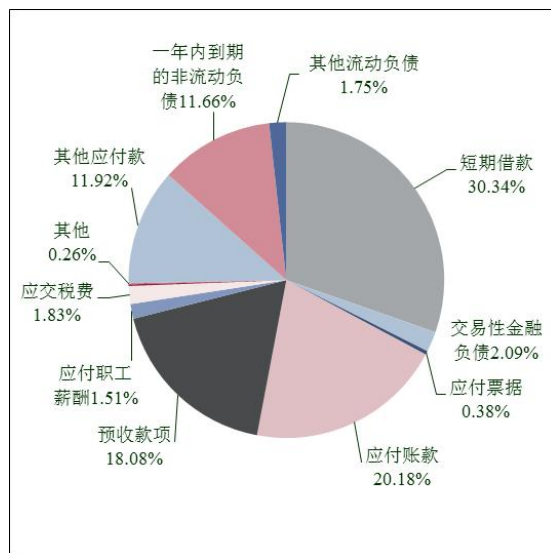
总体看，2016—2018年，公司所有者权益不断增长，但公司未分配利润及少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性较弱。

(2) 负债

2016—2018年，公司负债总额不断增长，年均复合增长13.24%。截至2018年底，公司负债总额841.49亿元，较上年底增长16.36%，其中流动负债占71.49%，非流动负债占28.51%，负债结构以流动负债为主。

2016—2018年，公司流动负债快速增长，年均复合增长26.74%。截至2018年底，公司流动负债601.61亿元，较上年底增长25.99%，主要为短期借款（占30.34%）、应付账款（占20.18%）、预收款项（占18.08%）、其他应付款（占11.92%）和一年内到期的非流动负债（占11.66%）。

图3 2018年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司短期借款波动增长，年均复合增长25.38%。截至2018年底，公司短期借款182.53亿元，较上年底增长103.14%，主要系新

奥能源企业债及可转债到期，基于市场利率考量，新奥能源以流动贷款偿还到期债券所致；公司短期借款中保证借款占23.80%，信用借款占60.20%，抵押借款占16.00%。

2016—2018年，公司应付账款快速增长，年均复合增长72.65%。截至2018年底，公司应付账款121.40亿元，较上年增长29.32%，主要系公司业务增长使得应付工程材料采购款、建设工程款、客户合约款等增加所致。从集中度看，应付账款前五名合计占比2.55%，集中度低。

2016—2018年，公司预收款项不断增长，年均复合增长10.07%，公司燃气销售业务采用预收燃气费经营模式，导致公司账户沉淀大量预收款项。截至2018年底，公司预收款项121.40亿元，较上年增长29.32%，主要系公司业务扩张，预收燃气费和接驳费增加所致。

2016—2018年，公司其他应付款有所波动，年均复合增长2.50%。截至2018年底，公司其他应付款71.71亿元，较上年增长10.88%，主要为应付关联企业往来款；从集中度来看，应付前五名合计占比31.87%，集中度较低。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长86.78%。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为70.17亿元，较上年下降27.26%；其中一年内到期的长期借款14.54亿元，一年内到期的应付债券44.90亿元，一年内到期的长期应付款10.63亿元。

2016—2018年，公司其他流动负债有所增长，年均复合增长4.91%。截至2018年底，公司其他流动负债10.51亿元，较上年增长3.68%，主要为预提的安全费和维修费等。

2016—2018年，公司非流动负债有所下降，年均复合下降13.24%。截至2018年底，公司非流动负债合计239.89亿元，主要由长期借款（占44.16%）、应付债券（占28.08%）、长期应付款（占5.14%）和递延收益（占17.85%）构成。

2016—2018年，公司长期借款波动增长，年均复合增长18.33%。截至2018年底，公司长期借款合计105.94亿元，较上年增长48.94%；公司长期借款中信用借款占27.00%，质押借款占

31.00%，保证借款占11.00%和抵押借款占31.00%。

2016—2018年，公司应付债券快速下降，三年分别为139.96亿元、108.72亿元和67.37亿元。2018年大幅下降主要系子公司偿还了25亿元的“15新燃01”，并将25亿元的“16新燃01”调整至一年内到期的非流动负债。截至2018年底，公司应付债券中包含42.46亿元公司债券和24.91亿元优先票据。

2016—2018年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降36.57%，其构成主要为融资租赁款。截至2018年底，公司长期应付款为12.32亿元，较上年下降50.30%，主要系7亿元融资租赁款到期所致。

2016—2018年，公司递延收益快速增长，年均复合增长率为18.33%。截至2018年底，公司递延收益42.81亿元，较上年增长18.49%，其中收取客户的接驳费34.72亿元、政府补助7.63亿元、来自客户的补贴0.47亿元。

图4 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，2016—2018年，公司全部债务不断增长，年均复合增长10.54%。截至2018年底，公司全部债务为452.94亿元，较上年增长17.00%；债务结构方面，短期债务占59.06%，长期债务占40.94%，受短期借款增长以及应付债券下降影响，公司短期债务占比大幅上升，存在一定短期偿债压力。

从负债指标来看，2016—2018年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈小幅波动态势，三年加权平均值分别为67.28%和52.74%，其中

2018年分别为67.21%和52.45%；同期，公司长期债务资本化比率不断下降，三年分别为42.44%、35.77%和31.11%，公司债务负担一般。

总体看，2016—2018年，公司债务规模有所增长，整体债务负担一般；2018年短期债务大幅增长，公司面临一定短期偿债压力。

4. 盈利能力

2016—2018年，随着业务规模的扩大，公司营业收入快速增长，年均复合增长30.10%。2018年，公司实现营业收入841.25亿元，同比增长27.68%。营业成本方面，2016—2018年，公司营业成本也快速增长，年均复合增长35.58%，高于营业收入增速。2018年公司营业成本686.88亿元，同比增长31.38%。受上述因素影响，公司营业利润率呈下降趋势，2016—2018年分别为23.80%、20.02%和17.72%。

图5 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用占营业收入的比重分别为15.35%、8.91%和10.07%，公司期间费用控制能力尚可。公司期间费用由营销费用、管理费用、研发费用和财务费用构成，2018年上述四项占比分别为16.40%、46.52%、5.38%和31.70%。

非经常性损益方面，2016—2018年，公司资产减值损失分别为6.59亿元、7.24亿元和2.85亿元，主要为坏账损失、商誉减值和资产减值。2016—2018年，公司公允价值变动损益波动较大，三年

分别为3.81亿元、-6.61亿元和-11.28亿元，主要系新奥能源衍生金融工具公允价值变动所致；2018年LNG及外币套保损失7.94亿元，可转债公允价值变动损失2.94亿元。2016—2018年，公司投资收益波动增长，三年分别为10.11亿元、1.54亿元和20.11亿元，主要为权益法核算的投资收益、股权转让收益和其他股息、分红收益。

2016—2018年公司营业外收入分别为7.19亿元、3.20亿元和1.91亿元。2017—2018年，公司其他收益分别为1.68亿元和1.95亿元，全部为政府补助。2016—2018年，公司营业外支出分别为3.39亿元、2.59亿元和2.72亿元，主要为赞助费、公益性捐赠支付和非流动资产清理损失。

利润总额方面，2016—2018年，公司营业利润分别为49.88亿元、62.75亿元和72.89亿元，利润总额分别为53.68亿元、63.36亿元和72.07亿元，均呈上升趋势。

盈利指标方面，2016—2018年公司总资产收益率和净资产收益率均波动增长，三年均值分别为7.75%和11.95%，2018年分别为7.83%和12.10%。整体看，公司盈利能力在同行业中处于较好水平。

总体看，近年来公司营业收入快速增长，且利润规模持续上升，非经常性损益对利润规模有一定影响，整体盈利能力较强。

5. 现金流分析

受公司业务规模扩大影响，2016—2018年，公司经营活动现金流入量快速增长，分别为568.41亿元、852.45亿元和1090.51亿元，年均复合增长38.51%，其构成主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2016—2018年分别为518.25亿元、776.81亿元和1001.51亿元。同期，公司经营活动现金流出量分别为534.05亿元、805.32亿元和1027.02亿元，年均复合增长38.68%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成。2016—2018年，公司经营性现金净流量分别为34.36亿元、47.12亿元和63.49亿元。从收入实现质量来看，2016—2018年，公司现金收入比分别为104.27%、117.90%和119.05%，收入实现质量好。

2016—2018年，公司的投资活动现金流入量快速增长，分别为30.55亿元、53.79亿元和86.20

亿元，年均复合增长67.97%。同期，公司投资活动现金流出量规模较大，2016—2018年分别为172.82亿元、141.21亿元和190.47亿元，年均复合增长4.98%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金、投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金。公司投资活动中收到或支付其他与投资活动有关的现金流规模较大，主要系与联营及合营公司间的有息往来款较大所致。公司投资活动现金流呈现大额净流出状态，2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-142.27亿元、-87.43亿元和-104.27亿元。2016—2018年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-107.92亿元、-40.30亿元和-40.78亿元，公司投资活动规模较大，经营活动现金流无法满足投资活动需求，公司有一定的对外融资需求。

从筹资活动看，2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流入量波动中有所增长，分别为515.22亿元、355.21亿元和561.29亿元，其构成主要系取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金（主要系融资租赁款）；筹资活动现金流出分别为408.10亿元、321.73亿元和523.00亿元，其中支付其他与筹资活动有关的现金主要系融资租赁款到期偿付及可转换债券的回购所致。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为107.13亿元、33.48亿元和38.29亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流呈净流入状态，整体收入实现质量高；同时由于对外投资活动规模较大，公司存在一定的外部筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2016—2018年，由于流动负债快速增长，公司流动比率、速动比率均呈下降趋势，2018年底分别为76.25%和69.51%。同期，公司经营现金流流动负债比呈上升趋势，2018年为10.55%。同时考虑到公司现金类资产较为充足以及流动负债中预收款项规模较大，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2016—2018年，公司EBITDA不断增长，三年分别为92.39亿元、97.90亿元和111.90亿元；EBITDA利息倍数波动增长，

2016—2018年分别为4.90倍、6.37倍和5.46倍；全部债务/EBITDA倍数较为稳定，2016—2018年分别为4.01倍、3.95倍和4.05倍。公司长期偿债能力较强。

截至2018年底，公司对外担保金余额合计125.57亿元。被担保企业经营正常，且实际控制人均为王玉锁、赵宝菊夫妇，但考虑到公司对外担保余额规模较大，公司存在一定的或有负债风险。

截至2018年底，公司在主要金融机构的授信总额度为494.78亿元。其中未使用额度为208.44亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有多家上市公司，具有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1013100100019580I），截至2020年1月19日，公司未结清和已结清的信贷记录中无不良/违约类及关注类信贷记录，公司过往履约情况良好。

8. 母公司财务状况

2016—2018年，母公司资产总额不断增长，截至2018年底，母公司资产总额为152.84亿元，较上年底增长9.69%，其中流动资产占54.57%，非流动资产占45.43%。截至2018年底，母公司流动资产为83.40亿元，主要为货币资金（1.66亿元）和其他应收款（81.74亿元）；同期，母公司非流动资产为69.44亿元，主要为长期股权投资（66.77亿元）和可供出售金融资产（2.67亿元）。

2016—2018年，母公司所有者权益有所增长，截至2018年底，母公司所有者权益合计71.86亿元，较上年底增长0.12%，其中实收资本74.00亿元、其他综合收益-0.50亿元、未分配利润-1.64亿元。

2016—2018年，母公司负债规模不断增长，截至2018年底，母公司负债为80.98亿元，较上年底增长19.87%，其中流动负债占79.68%，非流动负债占20.32%，资产负债率为52.98%。截至2018年底，母公司流动负债为64.53亿元，构成以短期借款（43.83亿元）、其他应付款（6.34亿元）和一年内到期的非流动负债（13.33亿元）为主；同期，母公司非流动负债16.45亿元，全部为

长期借款。截至 2018 年底，母公司全部债务为 73.61 亿元，其中短期债务占 77.65%，长期债务占 22.35%，全部债务资本化比率为 50.60%，母公司债务负担一般，但债务结构有待优化。

母公司作为控股投资公司，无生产运营业务，营业收入规模较小，仅 2017 年实现营业收入 0.24 亿元。母公司利润主要来自投资收益。2016—2018 年，母公司实现投资收益分别为 2.88 亿元、2.52 亿元和 5.06 亿元，主要系对子公司和联营企业的股权投资收益；同期，母公司财务费用规模较大，三年分别为 2.35 亿元、2.16 亿元和 4.09 亿元。2016—2018 年母公司利润总额分别为 0.38 亿元、0.37 亿元和 0.70 亿元。

2016—2018 年，母公司经营活动现金流规模较小，三年来经营活动产生的现金流量净额分别为 -1.78 亿元、-0.35 亿元和 -0.03 亿元；母公司投资活动现金流规模较大，主要系对子公司的投资及收益，2016—2018 年投资活动产生的现金流量净额分别为 -16.58 亿元、-18.12 亿元和 -10.02 亿元；母公司筹资活动现金流规模大，2016—2018 年筹资活动产生的现金流量净额分别为 18.35 亿元、18.47 亿元和 11.53 亿元，呈现净流入状态。

总体看，母公司资产和权益规模有所增长，债务负担一般，但债务结构有待优化；利润主要来源于投资收益，投资活动和筹资活动规模较大，整体财务状况一般。

9. 抗风险能力

公司作为国内最大的城市与乡镇燃气运营服务商之一，规模与竞争优势突出，公司收入规模和盈利能力保持较高水平。基于对城市供气行业和液化石油气行业发展的分析，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。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行金额 5 亿元，发行规模上限 8 亿元，以发行金额上限进行测算（以下均按发行金额上限测算），本期中期票据占 2018

年底公司长期债务及全部债务余额比例分别为 4.31% 和 1.77%，本期中期票据的发行对公司现有债务影响小。

截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 67.21%、52.45% 和 31.11%，以该期数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，公司上述债务指标将分别上升至 67.41%、52.89% 和 32.02%，公司债务负担将有所上升。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据的 11.55 倍、12.24 倍和 13.99 倍。2016—2018 年，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障倍数分别为 71.05 倍、106.56 倍和 136.31 倍；同期，公司经营活动现金净流量对本期中期票据的保障倍数分别为 4.29 倍、5.89 倍和 7.94 倍。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

十一、 结论

天然气是城市燃气的主要气源，随着需求的增长，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。

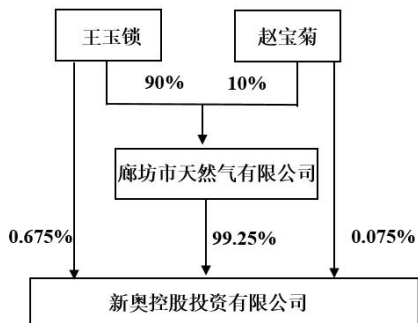
公司作为中国大型城市燃气分销商之一，在气源供应、特许经营权数量、加气站数量和管网覆盖人口等方面具有显著优势，同时，公司积极拓展煤炭、能源化工等业务，在产能规模方面有一定优势。近年来，公司收入和利润规模持续增长，收入实现质量好，盈利能力和偿债能力较强。公司资产构成较为稳定，符合所在行业特征，整体资产质量尚可；债务规模虽有增长，但整体债务负担一般。

未来随着公司在建及拟建的项目投入运行，公司的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。

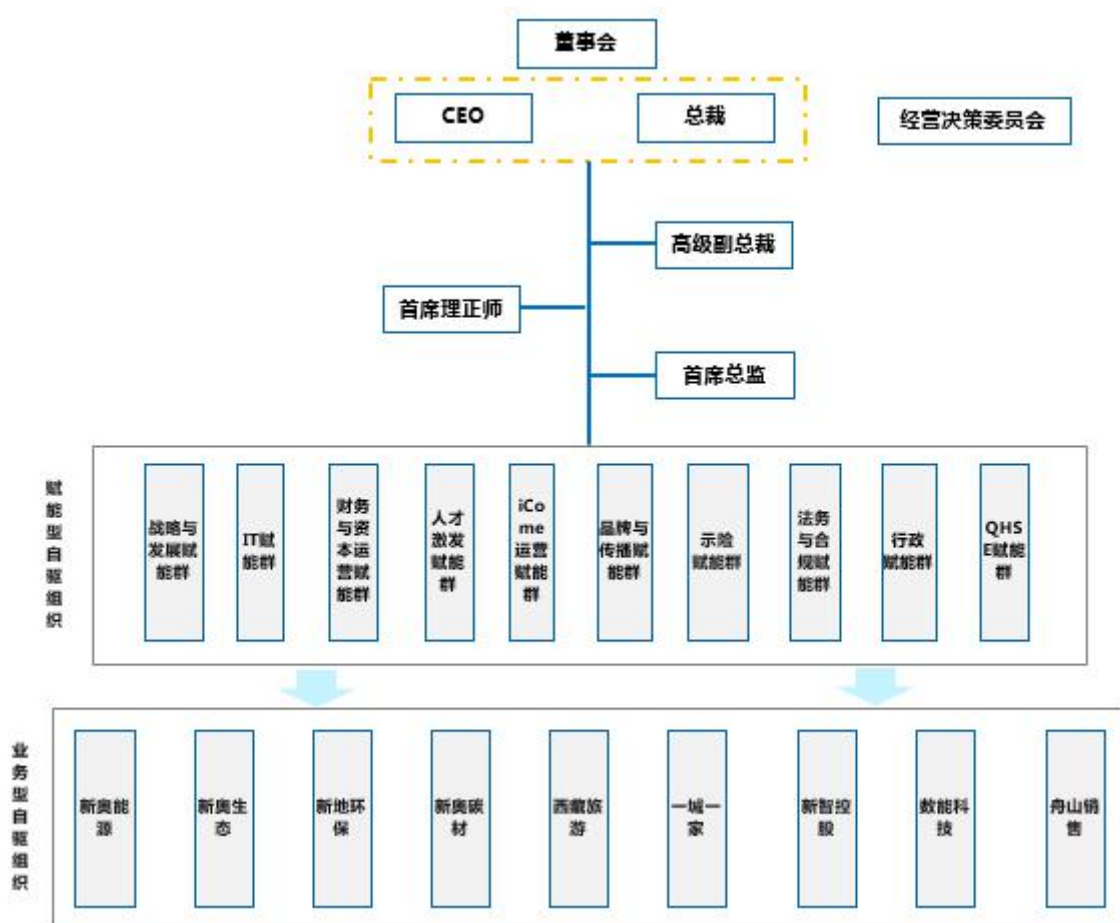
公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	142.54	133.45	140.39
资产总额（亿元）	968.43	1077.89	1252.12
所有者权益（亿元）	312.21	354.74	410.63
短期债务（亿元）	140.53	189.54	267.52
长期债务（亿元）	230.16	197.59	185.42
全部债务（亿元）	370.69	387.13	452.94
营业收入（亿元）	497.04	658.87	841.25
利润总额（亿元）	53.68	63.36	72.07
EBITDA（亿元）	92.39	97.90	111.90
经营性净现金流（亿元）	34.36	47.12	63.49
财务指标			
销售债权周转次数（次）	24.31	12.96	12.75
存货周转次数（次）	41.07	21.61	19.42
总资产周转次数（次）	1.03	0.64	0.72
现金收入比（%）	104.27	117.90	119.05
营业利润率（%）	23.80	20.02	17.72
总资产收益率（%）	7.79	7.61	7.83
净资产收益率（%）	11.33	12.13	12.10
长期债务资本化比率（%）	42.44	35.77	31.11
全部债务资本化比率（%）	54.28	52.18	52.45
资产负债率（%）	67.76	67.09	67.21
流动比率（%）	92.32	86.89	76.25
速动比率（%）	87.46	80.57	69.51
经营现金流动负债比（%）	9.17	9.87	10.55
EBITDA 利息倍数（倍）	4.90	6.37	5.46
全部债务/EBITDA（倍）	4.01	3.95	4.05

注：财务数据采用 2016—2018 年三年连审数据；已将长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	--	--	--
资产总额（亿元）	79.56	139.33	152.84
所有者权益（亿元）	21.70	71.77	71.86
短期债务（亿元）	11.88	23.75	57.16
长期债务（亿元）	27.55	29.92	16.45
全部债务（亿元）	39.42	53.66	73.61
营业收入（亿元）	0.00	0.24	0.00
利润总额（亿元）	0.38	0.37	0.70
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-1.78	-0.35	0.03
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	3.63	0.00
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	--	50.88	--
营业利润率（%）	--	81.46	--
总资本收益率（%）	0.61	0.30	0.48
净资产收益率（%）	1.73	0.52	0.98
长期债务资本化比率（%）	55.94	29.42	18.63
全部债务资本化比率（%）	64.50	42.78	50.60
资产负债率（%）	72.72	48.49	52.98
流动比率（%）	125.45	204.09	129.25
速动比率（%）	125.45	204.09	129.25
经营现金流动负债比（%）	-5.86	-0.92	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：财务数据采用 2016—2018 年三年连审数据

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-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+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

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

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。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 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

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

联合资信评估有限公司关于 新奥控股投资股份有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

新奥控股投资股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

新奥控股投资股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对新奥控股投资股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，新奥控股投资股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注新奥控股投资股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现新奥控股投资股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对新奥控股投资股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如新奥控股投资股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对新奥控股投资股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与新奥控股投资股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。