



信用等级通知书

信评委函字[2018]G101-1号

上海大众公用事业（集团）股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“上海大众公用事业（集团）股份有限公司2018年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一八年三月五日

上海大众公用事业（集团）股份有限公司 2018年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	上海大众公用事业（集团）股份有限公司
发行规模	本期债券发行规模不超过人民币 12 亿元。
债券期限	本期债券分设两个品种，其中品种一为 5 年期固定利率债券，在债券存续期第 3 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售权；品种二为 5 年期固定利率债券。
债券利率	本期债券的票面利率将根据市场询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

大众公用	2014	2015	2016	2017.Q3
所有者权益（亿元）	53.66	68.35	82.51	83.86
总资产（亿元）	123.06	144.93	173.55	199.49
总债务（亿元）	27.10	35.27	42.20	67.66
营业总收入（亿元）	41.53	45.71	45.35	34.04
营业毛利率（%）	10.77	13.95	14.02	14.68
EBITDA（亿元）	8.93	10.74	12.17	9.00
所有者权益收益率（%）	6.97	7.80	7.68	6.96
资产负债率（%）	56.39	52.84	52.46	57.97
总债务/EBITDA（X）	3.04	3.28	3.47	5.64
EBITDA 利息倍数（X）	5.22	5.97	6.74	5.18

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、将公司 2016 年及 2017 年三季度财务报表中“其他流动负债”中的超短期融资券纳入短期债务核算；
3、总债务中一年内到期的非流动负债只包含一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券；
4、2017 年数据的所有者权益收益率、总债务/EBITDA 已经过年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“上海大众公用事业（集团）股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级 AA⁺，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定上海大众公用事业（集团）股份有限公司（以下简称“大众公用”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映了公司偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了燃气行业发展前景良好、品牌优势明显、金融创投业务盈利能力强等有利因素对公司经营发展的积极作用；同时，中诚信证评也关注到公司面临一定政策风险和盈利依赖投资收益等因素对公司信用水平的影响。

正面

- 燃气行业发展前景良好。我国城市燃气的供气结构由以液化石油气为主向以天然气为主调整，作为清洁能源的天然气得到大力推广，为公司提供了良好的发展机遇。
- 品牌优势明显。“大众”是上海市著名商标，在公用事业行业中具有较强的品牌优势，并且拥有广泛的客户认可度。大众的几大核心品牌“大众出租”、“大众燃气”、“大众租赁”、“大众物流”等无论是市场份额，还是经营业绩，均处在市场的领先地位。
- 金融创投业务盈利能力强。公司参股的创投平台运营良好，盈利能力较强，为公司带来了可观的投资收益。同时公司设立小贷公司和融资租赁公司在金融业务领域进一步拓展。

关 注

分 析 师

翟 贾 筠 jyzhai@ccxr.com.cn



唐 益 航 yhtang@ccxr.com.cn



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2018年3月5日

- 面临一定政策风险。公司处于燃气产业链中下游，面临天然气采购价格上涨风险；同时，面向居民的燃气销售价格仍由政府统一制定，公司自身对终端燃气售价没有控制权。
- 盈利依赖投资收益。公司目前主营业务为公用事业，盈利主要来自投资收益，其中创投行业的利润具有一定的不确定性。



信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

上海大众公用事业（集团）股份有限公司原名上海浦东大众出租汽车有限公司，成立于 1992 年 1 月 1 日。1993 年 3 月 4 日在上海证券交易所上市，股票简称“浦东大众”，股票代码“600635”，所属行业为公用事业类。2003 年 5 月 19 日，公司更名为上海大众公用事业（集团）股份有限公司，股票简称“大众公用”，股票代码不变。2016 年 12 月，公司在香港联交所主板上市，股票代码“1635”。截至 2017 年 9 月末，公司全部股本为流通股，合计 2,952,434,675 股，其中上市流通 A 股 2,418,791,675 股，占比 81.93%，香港上市流通 H 股 533,643,000 股，占比 18.07%。上海大众企业管理有限公司持有公司 532,153,859 股股份（其中：495,143,859 股 A 股股份、37,010,000 股 H 股股份），A 股和 H 股持股占公司已发行股份总数的比例为 18.02%，为公司控股股东。公司实际控制人为上海大众企业管理有限公司职工持股会，该职工持股会主要由上海大众企业管理有限公司、上海大众公用事业（集团）股份有限公司和上海大众交通股份有限公司的管理人员、职工及外派人员组成。

公司主营业务包括天然气供应、污水处理、城市交通、金融创投等。截至 2017 年 9 月 30 日，公司纳入合并范围内的子公司 37 家，其中一级子公司 14 家，二级子公司 23 家。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司总资产 173.55 亿元，所有者权益合计 82.51 亿元，资产负债率 52.46%；2016 年，公司实现营业总收入 45.35 亿元，净利润 6.34 亿元，经营活动净现金流 5.95 亿元。

截至 2017 年 9 月 30 日，公司总资产 199.49 亿元，所有者权益合计为 83.86 亿元，资产负债率 57.97%；2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 34.04 亿元，净利润 4.38 亿元，经营活动净现金流 4.26 亿元。

本期债券概况

表 1：公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	上海大众公用事业（集团）股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）
发行总额	本期债券发行规模不超过人民币 12 亿元。
债券期限	本期债券分设两个品种，其中品种一为 5 年期固定利率债券，在债券存续期第 3 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售权；品种二为 5 年期固定利率债券。
债券利率	本期债券的票面利率将根据市场询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期发行的公司债券的募集资金拟用于偿还公司债务及补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

天然气行业

天然气是贮存于地层较深部的一种富含碳氢化合物的可燃气体，其主要成分为甲烷，是当前三大石化能源之一，主要用于城市燃气、工业燃料、天然气发电和天然气化工。由于天然气热利用效率高，燃烧后不含硫氧化物、氮氧化物及一氧化碳等有害物质，因此其污染物排放要低于煤炭、石油。液化天然气（LNG）系天然气的液态，其体积仅为气态时的 1/625，天然气液化后可大幅减少储运空间、降低物流成本，同时还具有更为灵便的运输方式和更高的燃烧性能。

近年来随着我国国民经济持续快速发展和城乡居民能源消费结构的升级，我国天然气年消费量保持了较快的增长速度，从 2008 年的 813 亿立方米增至 2016 年的 2,058 亿立方米。然而受“富煤、少油气”的资源格局限制，天然气在我国能源消费中占比一直较低，2016 年仅为 6.0%，与国际 24.3% 的平均水平存在较大差距。目前我国天然气消费呈现明显的资源驱动特征，气源是制约我国天然气消费的主要因素，未来随着我国国产天然气产量增加，天然气消费市场增长空间较大。

天然气开采方面，长庆气区、川渝气区、塔里木气区及海洋气区四大气区仍是我国主要的天然气生产基地，此外煤层气、页岩气和煤制气产量的

工业化投产将对未来天然气供应形成一定的补充。就燃气供气来源而言，目前已建成的天然气输气管道包括西气东输一线、西气东输二线、川气东送管线、中缅管线、陕京一线、陕京二线、忠武线和涩宁兰管线等，上述输气管道的年输气能力已接近1,500亿立方米。

表 2: 我国已建成的主要天然气输气管道

线路	主气源	主干线途经地区	设计输气能力(亿立方米/年)
西气东输一线	新疆塔里木盆地	新疆、甘肃、宁夏、陕西、山西、河南、安徽、江苏、上海、浙江	120
西气东输二线	新疆霍尔果斯口岸	新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、广西	300
西气东输三线	新疆霍尔果斯口岸	新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、福建	300
西气东输二线轮南支干线	新疆塔里木盆地	新疆、甘肃	120
涩宁兰	柴达木盆地	青海、甘肃、宁夏	20
中贵线	塔里木盆地	宁夏、甘肃、陕西、四川、重庆、贵州	150
中缅管线	缅甸近海油气田	由中缅边境进入云南省	120
川气东送管线	四川普光气田	四川、重庆、湖北、安徽、浙江、江苏、上海	120
陕京一线	内蒙古长庆气田	陕西、山西、河北、北京	33
陕京二线	内蒙古长庆气田	陕西、山西、河北、北京	170
忠武线	四川盆地	重庆、湖北、湖南	30

资料来源：中诚信证评整理

LNG 产能方面，由于我国对天然气的需求持续增长，使得国内 LNG 产能一直保持高速增长，2008~2015 年产能的复合增长率达到了 46.70%，而当前产能增速远超需求增速，使得国内 LNG 出现了产能过剩趋势。截至 2015 年末，我国 LNG 项目已投产产能达 7,952 万立方米/天，较 2014 年增长 1,458 万立方米/天，增幅为 22.45%。截至 2016 年 6 月底，国内投产 LNG 工厂数量达 164 座，LNG 总产能达到 9,130 万方/天，同比增长 24%。

LNG 需求方面，LNG 作为对管道天然气的有效补充，经过近 10 年的加速发展，已经形成一定的消费规模。2015 年，中国 LNG 表观消费量（不包含进口 LNG 气化进管网部分）为 1,933 亿立方米，

较 2014 年增长 4.20%。2016 年，中国 LNG 表观消费量为 2,050 亿立方米，同比增长 7.30%，但与产能相比，总体需求仍显不足，季节性供需矛盾仍存。未来随着我国人口增长和城镇化进程不断加快、以及 LNG 应用领域扩大，特别是 LNG 汽车产业的快速发展以及水运行业推广应用 LNG，国内 LNG 需求将会持续增加。

行业政策

基于进口天然气价格相对便宜，近年来我国天然气对外依赖度一直较高，2016 年我国天然气进口量达到 721 亿立方米，同比增长 17.4%，对外依存度达到 34.5%。2014 年 2 月，发改委发布了《天然气基础设施建设与运营管理办法》，从政策层面自上而下为民营企业参与 LNG 进口打通了渠道。对 LNG 进口限制的放开给国内 LNG 上游生产厂商带来一定冲击，低价进口 LNG 涌入市场可能会使厂商被迫陷入价格战，在市场价格、产品质量、市场渠道等多方面面临更为激烈的市场竞争；但另一方面，LNG 售价降低也将扩大油气价差，有助于 LNG 交通用气发展，并带动加气站建设布局。2015 年 2 月，国家能源局正式印发《油气管网设施公平开放监管办法（试行）》（以下简称“管网开放办法”），要求油气管网设施运营企业在一定的前提下，向新增用户开放使用油气管网设施，该政策的出台促进了油气管网设施公平开放，提高管网设施利用效率，保障油气安全稳定供应，规范油气管网设施开放相关市场行为，在目前油气行业纵向一体化的体制下，解决上下游多元化市场主体的开放需求问题。2016 年 8 月，国家发改委公布《天然气管道运输价格管理办法（试行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（试行）》，明确按照“准许成本加合理收益”的原则定价，给予投资收益率 8%，而且明确要求经营天然气管输的企业原则上应将管道运输业务与其他业务分离，暂不能实现业务分离的，应当实现管道运输业务财务独立核算。

表 3: 近年天然气行业主要政策

时间	颁发机构	政策名称
2014.02	国家发改委	《天然气基础设施建设与运营管理办法》
2015.02	国家能源局	《油气管网设施公平开放监管办法(试行)》
2016.08	国家发改委	《天然气管道运输价格管理办法(试行)》
2016.08	国家发改委	《天然气管道运输定价成本监审办法(试行)》
2016.10	国家发改委	《明确储气设施相关价格政策的通知》

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

总体来看, 目前我国大多数地区天然气消费水平偏低, 其中气源仍是制约国内天然气需求的主要因素。而随着西气东输、川气东送、中缅管线等在内的国家重点工程建成投产, 我国天然气管网逐步完善, 天然气利用水平将进一步提高。不过短期内仍需关注国内 LNG 过剩趋势显现以及 LNG 进口限制放开等因素给上游厂商带来的不利影响。

上海市经济及财政实力

上海市是中国第一大城市, 四大直辖市之一, 位于中国大陆海岸线中心的长江入海口, 东临东海, 隔海与日本九州岛相望, 南濒杭州湾, 西与江苏、浙江两省相接, 共同构成以上海为龙头的中国第一大经济区“长三角经济圈”。截至 2016 年末, 上海市面积 6,340.50 平方公里, 下辖 16 个区, 常住人口总数为 2,419.70 万人。

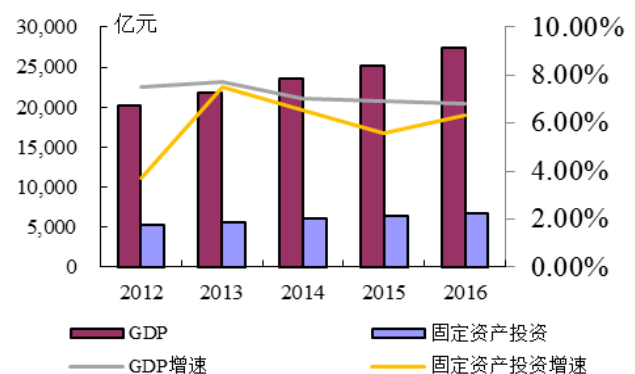
上海市是中国最著名的工商业城市、国际都会、国家中心城市, 中国的经济、交通、科技、工业、金融、贸易、会展和航运中心, 港货物吞吐量和集装箱吞吐量均居世界第一, GDP 总量居中国城市之首。上海市具有深厚近代城市文化底蕴和众多历史古迹, 成功举办了 2010 年世界博览会, 并致力于在 2020 年建成国际金融、航运和贸易中心。

作为全国经济实力最雄厚和最发达的中心城市, 尽管面临着国内外经济趋缓的严峻挑战, 但上海市经济始终保持较快的发展势头, 第三产业已成为经济增长的重要驱动力。2016 年, 上海市实现生产总值 (GDP) 27,466.15 亿元, 按可比价格计算, 比上年增长 6.8%, 增速比上年回落 0.1 个百分点。其中, 第一产业增加值 109.47 亿元, 同比下降 6.6%; 第二产业增加值 7,994.34 亿元, 同比增长 1.2%; 第

三产业增加值 19,362.34 亿元, 同比增长 9.5%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重达到 70.5%, 比上年提高 2.7 个百分点。按常住人口计算的上海市人均生产总值为 11.36 万元。

固定资产投资方面, 2016 年, 上海市完成全社会固定资产投资总额 6,755.88 亿元, 比上年增长 6.3%。其中, 第三产业投资占全社会固定资产投资总额的比重为 85.4%。

图 1: 2012~2016 年上海市 GDP 和固定资产投资增长情况



资料来源: 上海市统计局, 中诚信证评整理

2013 年 8 月, 国务院正式批准设立中国(上海)自由贸易试验区。试验区范围涵盖上海市外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区 4 个海关特殊监管区域, 总面积为 28.78 平方公里。设立中国(上海)自由贸易试验区, 是顺应全球经贸发展新趋势, 实行更加积极主动开放战略的一项重大举措。自挂牌以来, 国家金融管理部门共发布了 51 条金融支持上海自贸试验区建设的意见和措施以及一系列实施细则。2015 年 10 月 30 日, 经国务院同意, 人民银行等六部委和上海市人民政府联合发布了《进一步推进中国(上海)自由贸易试验区金融开放创新试点加快上海国际金融中心建设方案》。上述内容构成了以探索资本项目可兑换和金融服务业开放为主要内容的金融制度创新框架体系。在经历了多年的大规模基础设施建设、六大传统产业高度发展之后, 上海市原有的经济发展模式进入到一个重大变革期。

上海市经济增长带来财政收入规模不断扩大。上海市财政收入自 2012 年起进入增长期, 2014 年~2016 年, 上海市一般公共预算收入分别为 4,585.60 亿元、5,519.50 亿元和 6,406.10 亿元, 增幅分别为 11.60%、13.30%和 16.06%。税收收入是上海市公

共财政预算收入的主要构成，近年来占比均在 90% 以上，主要由增值税、企业所得税和个人所得税构成，2016 年上述税种分别实现 2,460.40 亿元、1,336.90 亿元和 593.10 亿元。此外，2016 年上海市收到中央财政税收返还和补助收入 687.40 亿元，同年上海市上年结转收入、调入资金、动用预算稳定调节基金、动用历年结余等 762.20 亿元加上地方政府一般债务收入 1,033 亿元，收入总量为 8,888.70 亿元。2016 年上海市全市政府性基金收入为 3,986.90 亿元，较上年增长 11.41%。

表 4：2014~2016 年上海市财政收入情况

单位：亿元			
项目名称	2014	2015	2016
公共财政预算收入（1）	5,177.10	8,003.60	8,888.70
其中：一般财政预算收入	4,585.60	5,519.50	6,406.10
政府性基金收入（2）	2,646.20	3,578.70	3,986.90
其中：政府性基金收入	2,532.70	2,312.20	2,295.00
国有资本经营收入（3）	79.00	92.90	145.80
其中：国有资本经营收入	61.60	92.20	113.50
可支配财力（4）	7,902.30	11,675.20	13,021.40

注：（4）=（1）+（2）+（3）

资料来源：上海市财政局，中诚信证评整理

2016 年，上海市实现公共财政预算支出 6,918.90 亿元，比上年增长 11.75%，地方公共财政预算支出执行着力优化财政支出结构，进一步强化“三个聚焦”：一是重点聚焦促进稳定增长和创新转型，二是重点聚焦民生保障和社会管理创新，三是重点聚焦城乡一体化发展。

2014~2016 年，上海市地方财政平衡率（公共预算收入/公共预算支出）分别为 93.14%、89.15% 和 92.59%，财政自给度很高。

总体来看，近年来，上海市经济始终保持较快的发展势头，其经济总量和综合竞争力仍然处于全国领先地位。为适应全球新一轮的竞争和中国经济体制改革转型发展的需求，上海市获批设立自由贸易试验区并推行国家金融改革、开放、创新的“先行先试”战略，鉴于国家对上海市重要的战略定位，中诚信证评认为，上海市经济总量和财政实力必将得到进一步巩固和加强，这也将为企业的发展创造更加优越的环境。

竞争实力

公司作为上海市重要的公共事业经营主体，其运营的各业务板块均具有较强的竞争能力。

公司是上海市西南区域唯一的燃气供应商，覆盖区域为黄浦区、徐汇区、普陀区（苏州河以南区域）、闵行区、青浦部分区域，并通过参股企业运营松江区和奉贤区的燃气供应业务，在整个上海市区拥有近 40% 的市场份额。同时公司在南通市区的市场份额也超过 80%，在当地燃气市场中占有重要地位。

公司旗下的参股子公司大众交通（集团）股份有限公司（以下简称“大众交通”）是上海市成立最早的出租车公司之一，运营的大众出租车品牌在上海市具有良好的口碑，市场满意度一直处于前列。目前大众交通是上海市第二大的出租车公司，市场份额占比较高。同时大众交通还在哈尔滨、杭州等多个地市拥有合营或联营的出租车公司，市场份额在当地均位于前列。

金融创投方面，公司拥有专业化的投资团队，同时拥有参股国内多家创投企业的经营和管理经验，具有较强的风险控制能力，近年来公司的金融创投业务为公司带来了丰厚的投资收益，已经成为公司重要的利润来源。

总体来看，公司燃气和交通业务在所处地区均具有较高的市场占有率，同时金融创投方面拥有专业化的投资团队，整体看公司具备很强的抗风险能力。

业务运营

公司作为上海市重要的公用事业经营主体，主要经营燃气供应、污水处理、公用交通等公用事业业务板块，此外，公司同时经营市政项目建设、金融创投等业务。2014~2017 年 1-9 月，公司实现营业收入分别为 41.31 亿元、45.21 亿元、44.43 亿元和 33.27 亿元，主要来自于燃气销售板块、管道施工业务板块、污水处理板块、市政隧道运营板块。2016 年，各板块业务收入分别占营业收入的比例为 84.70%、7.89%、3.27% 以及 0.33%。公司主要收入来自于燃气销售以及管道施工业务。

表 5：2014~2017 年 1-9 月公司营业收入情况

单位：亿元、%

板块	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
燃气销售	35.50	85.93	38.46	85.07	37.64	84.70	29.55	88.81
施工业	2.93	7.10	3.94	8.72	3.51	7.89	1.72	5.17
污水处理	1.28	3.10	1.12	2.48	1.45	3.27	1.07	3.22
市政隧道运营	0.13	0.31	0.13	0.28	0.15	0.33	0.11	0.34
其他	1.47	3.56	1.56	3.44	1.69	3.80	0.82	2.46
合计	41.31	100.00	45.21	100.00	44.43	100.00	33.27	100.00

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

燃气业务

公司天然气业务主要由公司控股的上海大众燃气有限公司（以下简称“大众燃气”）以及南通大众燃气有限公司（以下简称“南通大众”）负责运营，业务范围包括燃气销售和管道施工，业务区域主要集中在上海市西南地区 and 江苏南通市。公司持有大众燃气 50% 的股份，间接持有南通大众 50% 的股份，均纳入公司合并报表范围。大众燃气和南通大众获得了上海市住房和城乡建设管理委员会和南通市城乡建设局颁发的燃气经营许可证。

截至 2017 年 9 月末，公司在上海地区拥有 6,400 余公里地下管网，燃气用户 180.96 万余户，市场占有率近 40%，管理着分布于黄浦、静安、徐汇、长宁、闵行、普陀等区的天然气用户；在南通地区，南通大众共拥有近 2,600 公里的燃气地下管网和 2 座储配站，燃气用户达 41 万户，燃气销售规模占南通市燃气销售市场比例超过 99%。

业务模式方面，公司在向上游供应商购买气源后，通过自身管网体系，销售给终端客户，并提供相关输配服务。同时，公司为新用户提供燃气安装服务、管道安装、迁改等服务。

在燃气采购方面，大众燃气主要向上海燃气（集团）有限公司（以下简称“燃气集团”）采购燃气，主要包括人工煤气和天然气。由于上海市于 2015 年实现城市燃气全天然气化，目前公司燃气采购结构基本以天然气为主。燃气集团需确保天然气持续供应，并每月向大众燃气提供结算单，注明每月用气量，双方核定数据后，大众燃气暂按上一年度实际用气结构及对应分类价格、按账期进行采购款支付。第二年年初，双方共同核定上年实际用气

结构及对应分类价格，对上年采购金额进行清算，对少付部分进行补足，多付部分将于第二年采购款中进行扣除。大众燃气交易定价按照国家有关规定和政府主管部门指导的原则确定。

南通大众的燃气主要采购自中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”），均为天然气，中石油需确保天然气持续供应，每月向南通大众提供结算单，注明每月用气量，双方核定数据后，南通大众暂按上一年度实际用气结构及对应分类价格、按账期进行采购款支付。第二年年初，双方共同核定上年实际用气结构及对应分类价格，对上年采购金额进行清算，对少付部分进行补足，多付部分将于第二年采购款中进行扣除。南通大众交易定价按照国家发改委有关规定执行。

2014~2017 年 9 月末，大众燃气天然气采购数量分别为 9.63 亿立方米、10.22 亿立方米、10.60 亿立方米和 7.96 亿立方米；销售量分别为 8.55 亿立方米、9.10 亿立方米、9.44 亿立方米和 7.43 亿立方米；而南通大众天然气采购数量分别为 1.54 亿立方米、1.69 亿立方米、1.83 亿立方米和 1.41 亿立方米；销售量分别为 1.52 亿立方米、1.58 亿立方米、1.76 亿立方米和 1.45 亿立方米，公司燃气销售量均处于持续增长过程中。

表 6: 2014-2017 年 1-9 月公司天然气供销情况

单位: 亿立方米、万户

项目	2014	2015	2016	2017.Q3
大众燃气				
采购数量	9.63	10.22	10.60	7.96
销售数量	8.55	9.10	9.44	7.43
供应户数	175.22	175.54	180.00	182.00
其中: 居民	172.73	174.89	177.30	179.00
非居民	2.49	2.65	2.70	3.00
南通大众				
采购数量	1.54	1.69	1.83	1.41
销售数量	1.52	1.58	1.76	1.45
供应户数	26.08	29.86	38.85	41.34
其中: 居民	25.98	29.73	38.70	41.20
非居民	0.10	0.13	0.15	0.14

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售价格定价以及结算模式方面, 由于受当地物价局监管, 目前民用燃气价格还不能自主定价。居民用户天然气销售价格方面, 上海市自 2014 年 9 月 1 日起施行居民天然气阶梯气价制度, 调整后的三档户年用气量分别为 0~310(含)立方米、310~520(含)立方米和 520 立方米以上, 三档气价分别为每立方米 3.00 元、3.30 元和 4.20 元, 其中首档价格较原价格提高 0.50 元/立方米。非居民燃气销售价格方面, 2015 年 11 月 30 日, 根据《国家发展改革委关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》(发改价格〔2015〕2688 号)以及《关于建立完善本市非居民用户燃气价格形成机制的通知》(沪价公〔2006〕020 号), 各类非居民用户天然气销售(基准)价格每立方米均降低 0.42 元, 目前销售价格如下表 7 所示。

结算方面, 大众燃气根据上海市发改委制定的燃气销售价格与用户进行结算。结算方式为“先用气后付款”, 抄表人员定期上门抄表或使用远程无线抄表方式抄录用户的燃气表指数, 计算用户使用的燃气量, 三日后寄送账单, 逾期交费将缴纳滞纳金。

表 7: 上海地区燃气业务收费标准

业务名称	年用量 (立方米)	收费标准 (元)	收费依据
一户一表管道 天然气	0-310(含)	3.00	市价格主管部门
	310-520(含)	3.30	
	520 以上	4.20	
非居民用户(学 校、福利机构、 养老院等)		3.05	
城市燃气公司 供应的工业用 户	500 万以上	3.57	沪价管 (2015) 11 号
	120-500 万	4.07	
	120 万以下	4.37	
城市燃气公司 供应的营事团 用户	500 万以上	3.17	
	120-500 万	3.67	
	120 万以下	3.97	

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

自 2016 年 1 月 1 日开始, 南通市区居民生活用管道天然气实施阶梯价格制度, 年用量在 0~300 立方米的居民用户收费标准为 2.4 元/立方米, 300~600 立方米的居民用户收费标准为 2.8 元/立方米, 600 立方米以上的居民用户收费标准为 3.6 元/立方米。结算方面, 南通大众根据南通市物价局制定的燃气销售价格与用户进行结算。结算方式为“先用气后付款”, 由抄表人员定期上门抄表、有线脉冲抄表或远程无线抄表方式抄录用户的燃气表指数, 计算用户使用的燃气量, 十五日内寄送账单, 逾期交费将缴纳滞纳金。南通大众根据南通市物价局制定的燃气销售价格与用户进行结算。结算方式为“先用气后付款”, 由抄表人员定期上门抄表、有线脉冲抄表或远程无线抄表方式抄录用户的燃气表指数, 计算用户使用的燃气量, 十五日内寄送账单, 逾期交费将缴纳滞纳金。

表 8: 南通地区燃气业务收费标准

业务名称	年用量 (立方米)	收费标 准(元)	收费依据
居民用户	0-300	2.4	通价行[2015]181 号文件另规定, 家庭户籍 4 人以上的, 每户增加 1 人, 每年各档阶梯气量基数分别增加 75 立方米
	300-600	2.8	
	600 以上	3.6	
学校、幼儿园、养老福利、社区公共设施	-	2.4	通价行[2015]181 号
车用天然气	-	3.9	通价产[2015]203 号
燃煤锅炉改造用天然气	-	3.1	通价产[2015]202 号
非居用户	-	3.36	

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2016 年 6 月, 子公司大众(香港)国际有限公司投资参股港上市企业苏创燃气股份有限公司(以下简称“苏创燃气”, 股票代码 1430.HK), 持股比例达 19.76%, 且对其具有重大影响, 自 2016 年 7 月起采用权益法核算。苏创燃气主要负责太仓市的燃气供应业务, 未来公司仍将主要通过收购的方式实现燃气业务的区域延伸。

在运行燃气销售业务的同时, 公司将业务延伸至燃气管道施工业务。公司燃气管道施工业务范围与供气范围一致, 在供气范围区域内, 如有管道铺设、改建、修缮等业务, 均由公司负责。公司燃气管道施工收入主要来自于新设小区开始建设前为达到“七通一平”的要求, 公司进行燃气管道施工并向二级开发商收取的燃气管道施工费用。2014~2017 年 9 月末, 公司分别实现燃气管道施工收入 2.93 亿元、3.94 亿元、3.51 亿元和 1.72 亿元。

总体来看, 公司拥有充足稳定的气源, 同时在所在区域具备较强的竞争优势。但考虑对到燃气采购价格以及售价的议价能力均较弱, 公司盈利能力受政策影响较大, 存在一定不确定性。

市政环境业务

公司市政环境业务包括污水处理以及市政设施建设两个板块。

公司污水处理业务的运作模式主要通过两家子公司, 上海大众环境产业有限公司(以下简称“大众环境”)和江苏大众水务集团有限公司(以下简

称“江苏大众”)对污水处理厂进行设计、投资, 并设立项目公司负责运营污水处理厂。2014~2017 年 1-9 月, 公司实现污水处理营业收入分别为 1.28 亿元、1.12 亿元、1.45 亿元和 1.07 亿元。

截至 2017 年 9 月末, 公司拥有的污水处理厂, 由下属子公司大众环境和江苏大众负责运营管理, 总处理能力为 31.5 万立方米/日, 服务面积约为 258 平方公里, 服务人口约 162 万人, 业务区域主要集中在嘉定地区、徐州、连云港等地区, 主要业务范围为处理生活及城市污水。

表 9: 截至 2017 年 9 月末公司主要污水处理厂情况

单位: 万立方米/日

子公司	污水处 理厂	服务面积 (平方公里)	服务人口 (万人)	总处理 能力	实际处 理量
大众 环境	嘉定污水 处理厂(第 一、二期)	37	24	10	7.25
	嘉定污水 处理厂(第 三期)	153	60	7.5	7.5
江苏 大众	三八河污 水处理厂	30	40	7	7.62
	沛县污水 处理厂	20	20	5	5
	东海污水 处理厂	18	18	2	2

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

污水处理费方面, 公司所有污水处理运营主体均与当地政府签订污水处理合同, 按合同中规定区域负责处理城市污水, 处理完毕、达标排放至指定地点。合同中规定基本水量和超额水量, 政府定期按照基本水量支付污水处理费, 超额水量累计另行一次性结算费用。公司污水费均与政府结算, 且纳入当期政府财政预算, 回款到位及时。

市政工程业务方面, 公司主要业务内容为道路、隧道以及污水处理设施等的建设。建设模式采用 BOT 或者 BT 回购模式。截至 2017 年 9 月末, 公司投资建造的市政工程项目包括翔殷路隧道工程、江苏常州五一路南段、常州泡桐路、常州北广场以及萧山污水处理厂项目。2014~2017 年 1-9 月, 公司市政隧道运营业务的收入分别为 1,278.69 万元、1,281.69 万元、1,478.09 万元和 1,140.64 万元, 公司计入营业收入的市政隧道运营项目仅上海市翔殷路隧道 BOT 工程, 其余项目收益均计入投资

收益。2014-2016年及2017年1-9月，公司市政工程实现的投资收益分别为8,869.21万元、8,130.01万元、7,350.93万元和5,090.70万元，投资收益呈逐年下降趋势，主要原因为收回投资本金，相对投资收益减少。

总体来看，公司具备较丰富的污水处理管理和运营经验，污水处理技术较为成熟。随着污水处理能力的进一步提升，公司污水处理业务将稳定发展。同时公司投资建设的市政设施建设项目均已进入运营期或回购期，将获得稳定的收入和投资收益。

公用交通业务

公司的交通服务业务主要包括出租车业务和汽车租赁业务。主要由参股公司大众交通（集团）股份有限公司（以下简称“大众交通”）运营。大众交通为上交所上市公司（股票代码：600611），截至2017年9月末，公司为大众交通的第一大股东，直接持有其19.82%的股权，大众交通产生收益直接计入公司投资收益。2014~2017年1-9月，公司城市交通板块投资收益分别为1.04亿元、1.22亿元、1.29亿元和1.48亿元。

大众交通出租车业务上海地区以承包模式为主，即车辆经营权、产权归公司所有，公司与司机之间是雇主与雇员关系，司机驾车进行业务运营，按月向公司上缴一定的营业收入，同时公司承担出租车的修理及燃油费用。在上海以外的地区，公司出租车的经营模式以租赁车和挂靠车作为主要模式。其中租赁模式是指以公司的名义购入运营车辆，司机预付车辆租金，车辆牌照为公司所有，司机与公司签订租赁协议后，根据协议里的规定，司机一次性预付一笔金额后，再每月支付一定金额的管理费。挂靠模式是指收入车辆及牌照均属于司机个人所有，仅挂靠在公司下经营管理，公司每月收取一定金额的管理费。

汽车租赁业务方面，大众交通的汽车租赁业务主要包括长包和零租两种业务。运营模式为公司购买车辆和牌照，然后统一对外提供汽车租赁服务，公司与司机之间是雇主与雇员的关系。公司的汽车租赁业务在北京、广州、武汉和成都均设有分公司

和办事处，且在上海市场处于龙头地位，租赁业务的主要车型涵盖了包括奥迪A8、奥迪A6、帕萨特及别克GL8在内的各种档次、各种类型的车辆。在定价方面，借助出租车业务的品牌优势，公司的议价能力较强。收费标准主要是在确保一定回报率的基础上，双方协商定价。公司的长包业务以世界500强企业和大型知名企业为主要服务对象，公司通过与其客户签订长期协议，有效规划租赁运营车辆，能为公司带来较为稳定的盈利。公司现有客户包括华为、通用电气等200多家大中型企事业单位。公司的零租业务主要面向高星级酒店用车、大型会展用车和婚庆用车等。

金融创投业务

公司的创投业务主要分为参股创投企业和直接投资两大类。其中直接投资模式主要由公司及下属子公司上海大众集团资本股权投资有限公司（以下简称“大众资本”）和上海大众资产管理有限公司负责。大众资本成立于2010年4月22日，为公司全资子公司，主要负责创投项目及投后管理工作；截至2017年9月30日，大众资本总资产60,151.75万元，总负债1,373.53万元，所有者权益58,777.22万元，2017年1-9月实现投资收益7,069.07万元，净利润5,894.12万元。

截至2017年9月末，公司参股的创投平台主要有3家，分别为深圳市创新投资集团有限公司（以下简称“深圳创投”）、上海杭信投资管理有限公司（以下简称“杭信投资”）、上海兴烨创业投资有限公司（以下简称“兴烨创投”）。近年来，公司参股的创投平台经营情况较好，其中深圳创投创立于2002年，是国内资本规模最大、投资能力最强、最具竞争力的内资创投公司之一。深圳创投投资领域涉及IT、通讯、新材料、生物医药、能源环保、化工、消费品、连锁、高端服务等，累计投资金额超过279亿元。2016年和2017年1-9月，公司按权益法确认深圳创投的投资收益1.86亿元和1.45亿元。兴烨创投成立于2008年，截至2016年底，经投资决策委员会表决通过并完成投资项目15个，投资额为2.46亿元。2016年公司按权益法确认兴烨创投投资收益0.87亿元，较2015年大幅增加。杭信投

资成立于 2004 年，成立以来累计完成投资项目 3 个，完成投资额 2.92 亿元。2016 年公司按权益法确认杭信投资投资收益 0.90 亿元，同比大幅增加。

为了建立立体化的金融业务体系，公司相继成立了上海闵行大众小额贷款股份有限公司（以下简称“闵行小贷”）和上海大众融资租赁有限公司（以下简称“大众租赁”）。

闵行小贷成立于 2013 年 11 月，注册资本 2 亿元，公司合计持股 50%，为其控股股东。截至 2017 年 9 月末，闵行小贷总资产 2.35 亿元，净资产 2.15 亿元。累计发放贷款 123 笔，共计 80,680.00 万元，其中企业贷款 86 笔，共计 64,660.00 万元；个人贷款 37 笔，共计 16,020.00 万元；累计收回贷款 98 笔，共计 61,896.50 万元。截至 2017 年 9 月末，贷款余额为 1.88 亿元，其中正常类贷款 1.25 亿元，占比 66.33%，关注类贷款 0.53 万元，占比 28.34%。近年来由于宏观经济下行，中小企业信用风险事件频发，对闵行小贷的风险控制能力形成了一定挑战。

大众租赁成立于 2014 年 9 月，注册资本 5 亿元，2015 年开始正式经营。截至 2017 年 9 月末，大众融资租赁累计租赁项 37 笔，合同金额 22.79 亿元，其中直租业务 4 笔，合同金额 1.78 亿元；回租业务 33 笔，合同金额 21.02 亿元。公司融资租赁业务风险控制体系较为完善，管理有效。

总体来看，公司主营业务燃气和市政环境业务发展稳定，具备一定的区域优势，金融创投业务运营良好，盈利能力较强，为公司带来了可观的投资收益及分红，公司公用事业和金融创投业务齐头并进，双轮驱动，有效推动了公司多元化经营业务发展。

发展规划

未来公司将坚持“公共事业与金融创投齐头并进”的战略，突出主业，均衡发展。

公司将继续深耕燃气和污水处理两个传统优势板块。燃气运营方面，公司抓住国家能源布局调整的机遇，立足于当地经济建设和居民生活水平提高，充分发挥公司实力、品牌、管理和成熟的市场网络等方面优势，实现天然气及配套业务共同发

展。目前各大城市的城市燃气供应格局已经基本稳定，未来公司在稳定拓展现有区域客户的情况下，将探索在气源采购结构上的突破。根据目前油气体制改革的发展趋势，未来天然气进口权的放开是大概率事件，2015 年 7 月上海石油天然气交易中心已经正式投入运行，天然气价格市场化可期。一旦燃气采购价格放开，公司将利用主要业务所处的上海和南通地区的区位优势，自主选择管道天然气和进口 LNG，降低采购成本，提高盈利能力。

污水处理方面，目前出于谨慎性的原则，公司在产业布局方面只考虑了长三角地区政府财力较强的城市。未来随着国家对污水处理的重视程度越来越高，公司将考虑更多的投资项目，进一步发挥公司在管理和成本控制能力方面的优势。

金融创投方面，公司参股的创投公司和直接投资业务近年来发展良好，公司也派驻了董事参与部分公司的管理。未来公司将继续发挥自己在投资领域的专业优势，拓展投资领域，提高投资回报率。此外，公司将会加大对下属的闵行小贷和大众租赁的投入，未来大众租赁将会结合创投的经验，拓展投贷结合的业务。

总体来看，公司制定了较为明确的发展规划，符合公司的发展目标。

公司治理

公司是 A 股和 H 股上市公司，截至 2017 年 9 月末，公司控股股东为上海大众企业管理有限公司，持股比例 18.02%，职工持股会为公司实际控制人。该职工持股会主要由上海大众企业管理有限公司、上海大众公用事业（集团）股份有限公司及上海大众交通股份有限公司的管理层及职工组成。截至 2017 年 9 月末，纳入合并范围内的子公司 37 家，其中一级子公司 14 家，二级子公司 23 家。

公司上市后治理结构不断完善，根据相关法律法规以及中国证监会有关规范性文件要求，已建立以股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系。

股东大会是公司的权利机构，决定公司相关事宜。股东大会作出普通决议，须由出席股东大会股东（包括股东代理人）所持表决权的 1/2 以上通过；

股东大会作出特别决议，须由出席股东大会股东（包括股东代理人）所持表决权的 2/3 以上通过。

公司设立董事会，董事会由 13 名董事组成，董事由股东大会选举或更换，设董事长 1 人，独立董事 5 人，任期三年，可连选连任，每届董事会中除独立董事和职工代表董事以外的其他董事变更比例不得超过董事会中其他董事成员总数的五分之一。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，任期三年，可连聘连任。

公司设立监事会，监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名，任期三年，可连选连任。监事会主席由全体监事 2/3 以上表决选举产生。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设行政部、信息部、人力资源部、投资发展部、计划财务部、法务部、审计稽查部和董事会秘书办公室，各部门独立运行、权责明晰。为加强内部控制，防范经营风险，公司按照《公司法》、《上市公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件的要求，根据业务实际情况，建立了较为完善的内部控制制度管理体系，内控制度贯穿于公司生产经营管理活动的各层面和各个环节并得到有效执行，基本达到内部控制的整体目标。

总体来看，公司法人治理结构完善，权力机构、决策机构、监督机构及经营管理层之间权责明确，运作规范有序。公司管理体系逐步完善，内控制度基本涵盖了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高。

财务分析

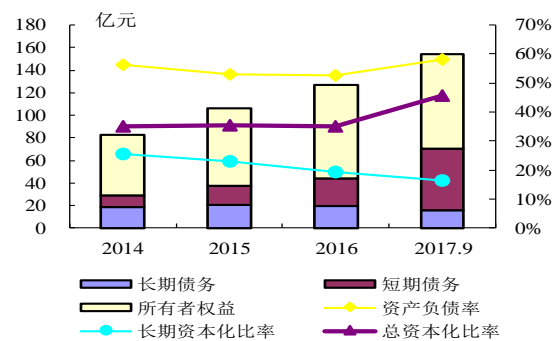
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年~2016 年财务报告以及未经审计的 2017 年三季度财务报表。

资本结构

近年来，公司各业务板块稳步发展，金融业务项目投资规模不断扩大，其资产和负债规模也相应增长。2014 年~2017 年 9 月末，公司资产总额分别为 123.06 亿元、144.93 亿元、173.55 亿元和 199.49 亿元。随着近年来留存收益的累积和其他综合收益

的增长，公司自有资本实力不断增强。2014 年~2017 年 9 月末，公司所有者权益分别为 53.66 亿元、68.35 亿元、82.51 亿元和 83.86 亿元，其中 2015 年大幅增长主要因权益法下大众交通和深圳创投等被投资单位带来的其他综合收益科目增长 9.52 亿元；2016 年受益于公司在 H 股上市，获得募集资金 13.18 亿元，其中 4.35 亿元计入股本，8.82 亿元计入资本公积科目。同期，公司总负债为 69.39 亿元、76.58 亿元、91.05 亿元和 115.64 亿元。财务杠杆方面，2014~2017 年 9 月末，公司资产负债率分别为 56.39%、52.84%、52.46%和 57.97%，总资本化比率分别为 35.13%、35.48%、34.94%和 44.65%，财务结构较为稳健。

图 2：2014 年~2017 年 9 月公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主。公司流动资产比重较小，2014 年~2017 年 9 月末，公司流动资产分别为 23.12 亿元、30.38 亿元、47.93 亿元和 62.82 亿元，主要由货币资金、一年内到期的非流动资产和存货构成，截至 2016 年末，占当期末公司流动资产的比重分别为 71.31%、9.23%和 6.62%。截至 2016 年末，公司货币资金为 34.18 亿元，其中受限金额为 1.59 亿元，均为用于质押的定期存单，受限规模较小，充裕的货币资金为公司提供了较强的流动性支持；一年内到期的非流动资产为 4.42 亿元，主要为一年内到期的融资租赁款；存货为 3.17 亿元，主要为大众燃气、南通大众未完成的工程施工。截至 2017 年 9 月末，公司流动资产为 62.82 亿元，其中，货币资金为 43.69 亿元，存货 3.68 亿元，一年内到期的非流动资产为 5.65 亿元。

2014 年~2017 年 9 月末，公司非流动资产分别

为 99.94 亿元、114.55 亿元、125.63 亿元和 136.67 亿元。2016 年，公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和长期应收款构成，占当期末公司非流动资产的比重分别为 37.74%、32.23% 和 13.51%。截至 2016 年末，公司长期股权投资为 47.41 亿元，主要为对大众交通、深圳创投、苏创燃气等联营企业的投资；同期固定资产为 40.49 亿元，主要为公司开展业务的专用设备及房屋建筑物等；长期应收款为 16.97 亿元，主要为翔殷路隧道 BOT 项目、萧山污水处理 BT 项目等的应收款项。截至 2017 年 9 月末，公司非流动资产为 136.67 亿元，其中长期股权投资为 48.47 亿元，固定资产为 40.51 亿元，长期应收款 16.39 亿元。

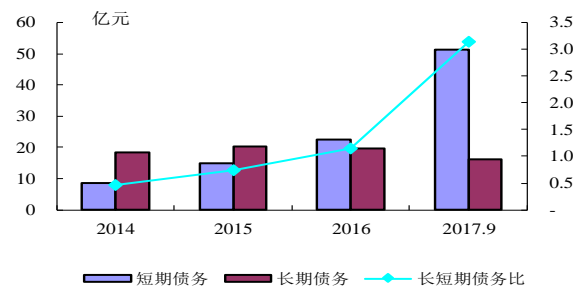
2014 年~2017 年 9 月末，公司负债总额分别为 69.39 亿元、76.58 亿元、91.05 亿元和 115.64 亿元。负债结构主要以流动负债为主，截至 2016 年末，公司流动负债为 55.82 亿元，主要包括短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款，占当期末流动负债的比重分别为 26.93%、23.10%、16.84% 和 14.56%。截至 2016 年末，公司短期借款为 15.03 亿元，主要以信用借款为主；应付账款为 12.90 亿元，主要是应付上海燃气（集团）有限公司的燃气采购款；预收款项为 9.40 亿元，主要为尚未完工和办理决算的燃气管网工程预收款；其他应付款为 8.13 亿元，主要以应付工程款和公司经营活动中产生的相关费用为主。截至 2017 年 9 月末，公司流动负债为 83.40 亿元，其中短期借款为 24.19 亿元，应付账款为 11.78 亿元，预收账款为 11.17 亿元，一年内到期的非流动负债为 24.50 亿元。

非流动负债方面，截至 2016 年末，公司非流动负债 35.23 亿元，主要由应付债券和递延收益构成，占非流动负债的比重分别为 45.27% 和 34.75%，应付债券为公司 2012 年发行的 16 亿公司债“11 沪大众”，递延收益包括 1.08 亿元的政府补助和 11.17 亿元的一次性入网费。

有息债务方面，2014 年~2017 年 9 月末，公司总债务分别为 27.10 亿元、35.27 亿元、42.20 亿元和 67.66 亿元；从债务结构上看，公司债务以短期债务为主，长短期债务比（短期债务/长期债务）分

别为 0.47 倍、0.74 倍、1.14 倍和 3.14 倍，其中 2017 年第三季度的短期债务在公司总债务中的比重上升主要系部分长期借款以及应付债券转入一年内到期的非流动负债以及公司新增短期借款和超短期融资券所致。总体来看，近年来公司债务的集中到期使得短期偿债压力有所上升。

图 3：2014 年~2017 年 9 月公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模和所有者权益稳步增长，资本实力不断增强，公司资本结构近年来较为稳定。但公司近年来短期债务增长较快，短期偿债压力有所增加。

盈利能力

2014 年~2016 年，公司分别实现营业收入 41.31 亿元、45.21 亿元和 44.43 亿元，主要来自于燃气销售。2016 年公司实现燃气销售收入 37.64 亿元，占当期营业收入的 84.70%，2016 年燃气销售收入下滑主要系由于国家发改委对非居民用户下调燃气销售价格所致。公司施工业务主要为燃气管道施工，包括新设管网铺设以及旧管道维修。2016 年，公司施工业务收入为 3.51 亿元，该业务收入受当年新设管网数量影响稍有波动。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 33.27 亿元，其中燃气销售实现 29.55 亿元，占营业收入比重为 88.81%。

毛利率方面，2014 年~2017 年 1-9 月，公司营业毛利率分别为 10.77%、13.95%、14.02% 和 14.68%。从业务板块来看，2015 年公司燃气业务受益于燃气价格改革和 2015 年上海管道煤气全天然气化的推进，毛利率大幅度提升至 12.33%；2016 年因非居民天然气销售价格每立方米下降至 0.42 元，使得当期营业毛利率小幅下降至 11.33%。受工程收入确认进度的影响，施工业务毛利率波动较大。

表10: 2014年~2017年1-9月公司营业收入构成及毛利率情况

单位: 亿元、%

板块	2014年		2015年		2016年		2017年1-9月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
燃气销售	35.50	7.21	38.46	12.33	37.64	11.33	29.55	13.07
施工业	2.93	24.68	3.94	14.14	3.51	21.32	1.72	11.63
污水处理	1.28	55.50	1.12	46.86	1.45	43.44	1.07	46.76
市政隧道运营	0.13	13.86	0.13	12.10	0.15	17.63	0.11	19.27
其他	1.47	29.73	1.56	29.75	1.69	33.11	0.82	36.60
合计	41.31	10.77	45.21	13.95	44.43	14.02	33.27	14.68

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2014~2017年1-9月, 公司三费合计支出分别为5.63亿元、5.96亿元、7.07亿元和5.96亿元。2014年~2016年, 公司财务费用分别为1.60亿元、1.57亿元和1.55亿元, 近年来比较稳定; 同期, 由于天然气销售管网转换, 客户费用增加, 公司销售费用分别为1.09亿元、1.43亿元和1.68亿元, 呈逐年增加趋势; 受人员薪资成本上升影响, 2016年公司管理费用为3.84亿元, 较2015年增加0.88亿元。2014年~2016年, 公司三费收入占比分别为13.56%、13.05%和15.59%, 期间费用控制在较好水平。

表11: 2014年~2017年9月公司期间费用分析

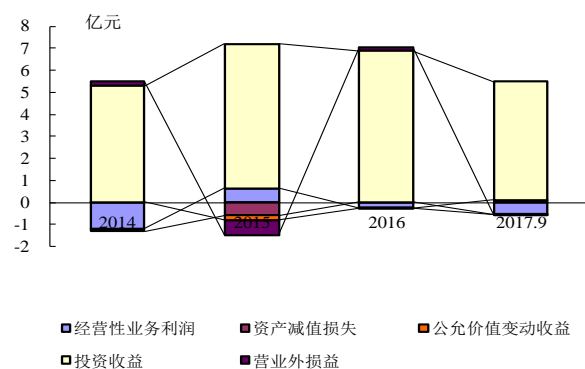
单位: 亿元、%

	2014	2015	2016	2017.9
销售费用	1.09	1.43	1.68	1.26
管理费用	2.94	2.96	3.84	2.40
财务费用	1.60	1.57	1.55	2.30
三费合计	5.63	5.96	7.07	5.96
营业总收入	41.53	45.71	45.35	34.04
三费收入占比	13.56	13.05	15.59	17.50

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

2014年~2017年9月, 公司分别实现利润总额4.17亿元、5.70亿元、6.81亿元和4.95亿元。公司燃气销售业务的利润率偏低, 导致经营性业务利润较低, 同期, 公司经营性业务利润分别为-1.18亿元、0.63亿元、-0.25亿元和-0.54亿元; 公司利润总额主要来自投资收益, 同期, 公司分别实现投资收益5.29亿元、6.57亿元、6.87亿元和5.36亿元。2016年, 大众交通和深圳创投分别贡献的投资收益1.41亿元和1.82亿元, 使得当期投资收益维持了较高的水平。

图4: 2014年~2017年9月公司利润总额构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司燃气、环境市政业务发展较为平稳, 但盈利能力一般; 金融创投业务增长迅速, 投资收益对利润总额贡献很大。随着公司在金融投资业务方面的拓展, 多元化的投资布局或将进一步提升公司盈利能力。

偿债能力

从偿债能力指标来看, 公司EBITDA近年来不断增长, 对当期利息的保障能力逐年增强, 但由于总债务规模增长较快, EBITDA对债务本金的保障能力有所弱化。2014年~2016年, 公司EBITDA分别为8.93亿元、10.74亿元和12.17亿元, 同期, 总债务/EBITDA分别为3.04倍、3.28倍和3.47倍, EBITDA利息保障系数分别为5.22倍、5.97倍和6.74倍; 2014~2017年9月末, 公司经营活动净现金流分别为6.83亿元、3.07亿元、5.95亿元和4.26亿元, 其中2015年由于燃气大额款项结算支付及经营性融资租赁等支出的增加, 导致当期经营性净现金流大幅下降。

表 12: 2014 年~2017 年 9 月公司偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.9
总债务 (亿元)	27.10	35.27	42.20	67.66
短期债务 (亿元)	8.64	14.98	22.47	51.33
货币资金 (亿元)	15.65	15.53	34.18	43.69
经营活动净现金流 (亿元)	6.83	3.07	5.95	4.26
EBITDA (亿元)	8.93	10.74	12.17	9.00
总债务/EBITDA (X)	3.04	3.28	3.47	5.64
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.24	0.08	0.13	0.08
EBITDA 利息保障系数 (X)	5.22	5.97	6.74	5.18
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	3.99	1.71	3.30	2.45

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

银行授信方面, 公司与银行保持良好的合作关系, 截至 2017 年 9 月 30 日, 公司共获得银行授信额度总计 83.01 亿元, 其中未使用授信额度 50.33 亿元, 良好的财务弹性为公司未来资本支出和资金周转提供了较好支撑。

或有负债方面, 截至 2017 年 9 月 30 日, 公司无对外担保业务。

受限资产方面, 截至 2017 年 9 月 30 日, 公司用于抵押、质押受限资产账面价值合计 10.53 亿元, 占当前期总资产的 5.28%, 受限资产比例较小。

结 论

综上, 中诚信证评评定上海大众公用事业 (集团) 股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**, 评级展望为稳定; 评定“上海大众公用事业 (集团) 股份有限公司 2018 年公开发行公司债券 (第一期)”信用等级为 **AA⁺**。

关于上海大众公用事业（集团）股份有限公司 2018年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

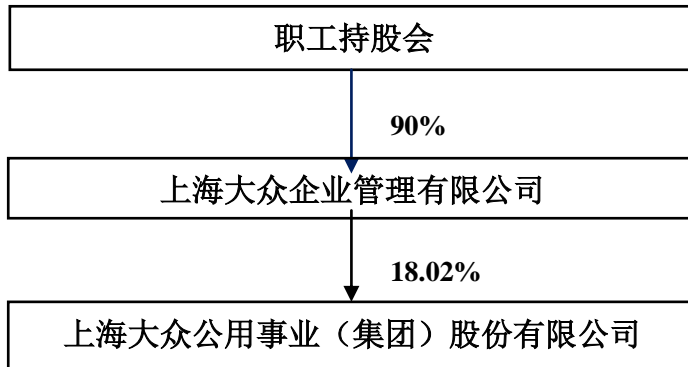
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

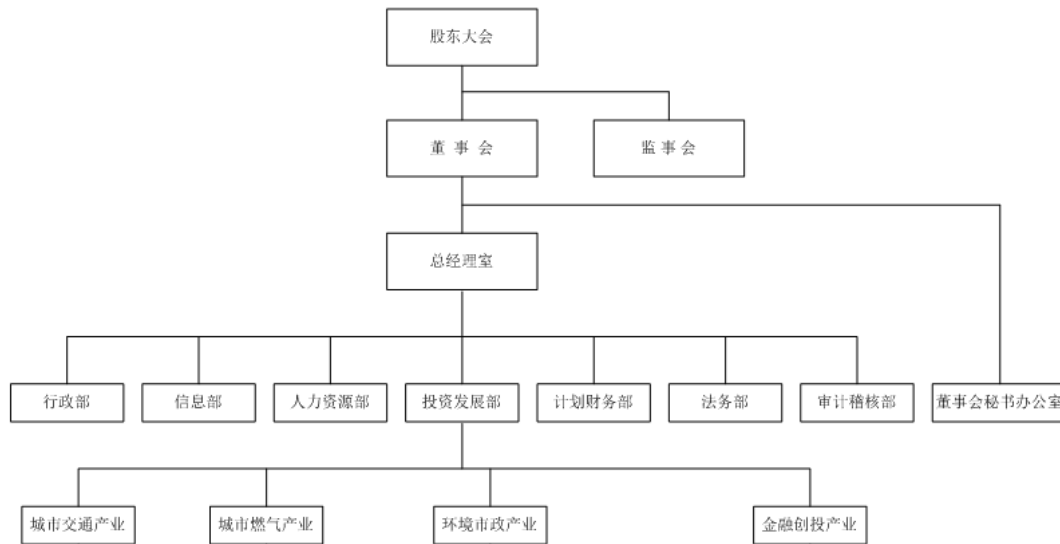
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：上海大众公用事业（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



附二：上海大众公用事业（集团）股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



附三：上海大众公用事业（集团）股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q3
货币资金	156,538.10	155,305.17	341,773.29	436,927.45
应收账款净额	28,439.62	31,239.28	30,016.00	28,295.31
存货净额	34,509.26	27,861.50	31,724.28	36,783.99
流动资产	231,218.80	303,761.62	479,277.84	628,222.59
长期投资	384,272.41	497,210.49	553,264.17	649,409.43
固定资产合计	350,680.86	373,766.91	404,943.89	405,055.37
总资产	1,230,575.71	1,449,300.28	1,735,538.95	1,994,932.07
短期债务	86,402.62	149,770.85	224,708.82	513,283.93
长期债务	184,623.35	202,917.53	197,320.71	163,305.05
总债务（短期债务+长期债务）	271,025.97	352,688.38	422,029.53	676,588.98
总负债	693,945.86	765,765.16	910,480.18	1,156,369.97
所有者权益（含少数股东权益）	536,629.84	683,535.12	825,058.77	838,562.10
营业总收入	415,333.09	457,136.22	453,468.04	340,357.48
三费前利润	44,460.19	65,950.13	68,223.49	54,166.79
投资收益	52,885.24	65,676.60	68,745.93	53,625.66
净利润	37,425.64	53,305.98	63,381.21	43,776.38
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	89,290.22	107,403.37	121,675.41	89,963.18
经营活动产生现金净流量	68,314.06	30,707.19	59,470.81	42,628.65
投资活动产生现金净流量	-15,262.93	-85,406.23	-61,982.66	-152,806.21
筹资活动产生现金净流量	4,083.05	56,215.93	171,611.16	190,023.78
现金及现金等价物净增加额	57,062.93	1,957.57	170,907.82	68,912.04
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q3
营业毛利率（%）	10.77	13.95	14.02	14.68
所有者权益收益率（%）	6.97	7.80	7.68	6.96
EBITDA/营业总收入（%）	21.50	23.49	26.83	26.43
速动比率（X）	0.50	0.65	0.80	0.71
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	0.08	0.13	0.08
经营活动净现金/短期债务（X）	0.64	0.18	0.24	0.11
经营活动净现金/利息支出（X）	3.99	1.71	3.30	2.45
EBITDA 利息倍数（X）	5.22	5.97	6.74	5.18
总债务/EBITDA（X）	3.04	3.28	3.47	5.64
资产负债率（%）	56.39	52.84	52.46	57.97
总资本化比率（%）	33.56	34.04	33.84	44.65
长期资本化比率（%）	25.60	22.89	19.30	16.30

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、将公司 2016 年及 2017 年三季度财务报表中“其他流动负债”中的超短期融资券纳入短期债务核算；3、总债务中一年内到期的非流动负债只包含一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券；4、2017 年数据的所有者权益收益率、总债务/EBITDA 已经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



翟贾筠，证件号码:330402198801110929，于2010年05月22日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核对信息



2010053104971901



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



翟贾筠，证件号码:330402198801110929，于2011年03月05日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核对信息



2011033103767204

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



唐益航，证件号码：310112199309282136，于2016年09月04日参加证券市场基本法律法规考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.com.cn核对信息



20160931000045643720310000



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



唐益航，证件号码：310112199309282136，于2016年09月04日参加金融市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.com.cn核对信息



20160931000046768930310000

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



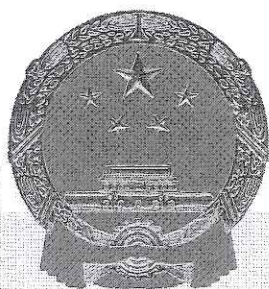
唐益航，证件号码：310112199309282136，于2016年10月22日参加发布证券研究报告业务考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn核对信息



20161031000050277870310000





营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

名称	中诚信证券评估有限公司
类型	有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所	上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
法定代表人	闫衍
注册资本	人民币 5000.0000 万元整
成立日期	1997年8月20日
营业期限	1997年8月20日至2027年8月19日
经营范围	证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

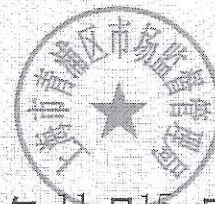


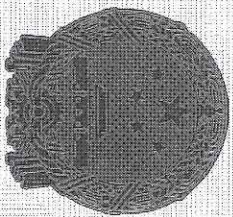
该文件仅供上海大众公用事业(集团)股份有限公司2018年公开发行公司债券(第一期)发行使用



登记机关

2017年11月15日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称:中诚信证券评估有限公司
业务许可种类:证券市场资信评级
法定代表人:闫衍

中国证券监督管理委员会(公章)



注册地址:上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
编号:ZPJ001

2017年12月12日