



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪070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已发行的“上海大众公用事业（集团）股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次债券信用等级AA<sup>+</sup>，维持本次发债主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一七年四月二十七日

## 上海大众公用事业（集团）股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	上海大众公用事业（集团）股份有限公司		
发行规模	人民币 16 亿元		
存续期限	2012/01/06~2018/01/06		
偿还方式	每半年付息一次，到期一次还本		
上次评级时间	2016/04/05		
上次评级结果	债项级别 AA <sup>+</sup> 主体级别 AA <sup>+</sup>	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA <sup>+</sup> 主体级别 AA <sup>+</sup>	评级展望	稳定

### 概况数据

大众公用	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	53.66	68.35	82.51
总资产（亿元）	123.06	144.93	173.55
总债务（亿元）	29.06	37.59	44.31
营业总收入（亿元）	41.53	45.71	45.35
营业毛利率（%）	10.77	13.95	14.02
投资收益（亿元）	5.29	6.57	6.87
EBITDA（亿元）	8.93	10.74	12.17
所有者权益收益率（%）	6.97	7.80	7.68
资产负债率（%）	56.39	52.84	52.46
总债务/EBITDA（X）	3.25	3.50	3.64
EBITDA 利息倍数（X）	5.22	6.08	6.74

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

### 分析师

郭敏军 [mjwu@ccxr.com.cn](mailto:mjwu@ccxr.com.cn)  
郭世瑶 [twinkle92@ccxr.com.cn](mailto:twinkle92@ccxr.com.cn)  
Tel: (021) 51019090  
Fax: (021) 51019030  
[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2017年4月27日

### 基本观点

2016 年，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”）城市燃气、污水处理和市政工程等核心业务运营稳定，城市交通、金融创投等投资业务回报率较好，公司整体运营情况稳健。同时，公司 2016 年于香港联交所上市，融资渠道得以拓展，资产负债率小幅回落，财务结构较为稳健，较强的获现能力为公司债务本息的偿还提供保障。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司燃气产品定价受政策影响大，盈利能力提升空间有限等因素对公司信用水平的影响。

中诚信评估维持发行主体大众公用主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，维持“上海大众公用事业（集团）股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 正 面

- 区域内垄断竞争优势。2016 年，公司占据上海市燃气销售市场近 40% 的市场份额，占南通市区天然气供应量的 80%；此外，参股公司大众交通在上海、杭州等长三角地区经济发达城市的出租车市场占用率均位居前三，区域内垄断优势显著。
- 长期股权投资回报率高。公司主要参股对象业务涉及交通运输业及金融创投等，运营情况良好，公司长投资资产优质，投资回报率高，是公司重要的利润来源。
- 自有资本实力增强，融资渠道拓宽。2016 年公司于香港成功上市，筹集资金 13.92 亿元，融资渠道的拓展将对公司经营发展起到较大的推动作用。
- 主要偿债指标向好。公司获现能力较强，2014 年以来 EBITDA 规模逐年增长，EBITDA 对债务本息形成的保障能力相应增强，加之近年来经营性现金流持续净流入，公司整体偿债能力很强。

## 关 注

- 主营业务盈利能力不足，提升空间有限。公司燃气在购销方面受国家政策影响较大，经营独立性较弱，加之燃气价格受到政府的严格管制，盈利提升空间相对较小。

## 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 and 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](http://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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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。



## 重大事项

根据中国证券监督管理委员会下发的《关于核准上海大众公用事业（集团）股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可【2015】3150号），并经香港联交所批准，公司发行的478,940,000股境外上市外资（H股）于2016年12月5日在香港联交所主板挂牌并开始上市交易，H股股票中文简称为“大众公用”，英文简称为“DZUG”，H股股票代码为“01635.HK”。截至2016年12月31日，公司总股本由2,467,304,675股增至2,902,704,675股；截至2017年1月9日，超额配售股份在香港联交所主板上市完成后，公司总股本增至2,952,434,675股，其中A股2,418,791,675股，占比81.93%，H股553,643,000股，占比18.07%。公司本轮上市共募集资金净额13.18亿元，募集资金主要用于投资管道燃气供应、污水处理业务以及其他公用事业业务。本次发行完成后，上海大众企业管理有限公司仍为公司第一大股东，持股比例为17.06%，同时，公司自有资本实力得以增强，资产流动性及资本结构相应改善。

## 行业关注

随着我国城市化进程的推进和国家能源政策调整，天然气消费量逐步攀升，城市燃气行业发展前景较为广阔。但目前国内天然气价格仍由政府主导，城市燃气运营商成本压力较大。

天然气是低碳清洁能源，资源丰富，美国页岩气革命大幅度提高了全球对天然气资源储量的预期，天然气已成为世界最具发展潜力的主体能源。

国家发改委公布的数据显示，2016年全国天然气产量保持稳定增长，进口量出现快速增长。全年天然气产量1,371亿立方米，同比增长1.5%；进口量721亿立方米，同比增长17.4%；消费量2,058亿立方米，同比增长6.6%。我国天然气在一次能源消费结构中所占比重为6.4%，远低于天然气占全球一次能源消费的比重（23.9%），中国的天然气利用仍处于较低水平，未来发展空间较大。

近年来，政府持续推进能源结构调整，不断提高天然气等清洁能源的利用，天然气行业相关政策

密集出台。2016年，国家能源局油气司下发《关于加快推进天然气利用的意见》（征求意见稿），提出要加快天然气在城镇燃气、工业燃料、燃气发电、交通燃料四大领域的大规模高效科学利用，天然气主体能源地位显著提升；国家发改委、国家能源局印发《天然气发展“十三五”规划》，提出“十三五”期间，天然气消费比重力争达到10%，推进天然气接收和储运设施公平开放，大力发展天然气分布式能源。同年12月，国家能源局等机关部委联合发布了《中国天然气发展报告（2016）》白皮书，报告指出，走绿色清洁低碳的能源发展道路，是我国经济社会可持续发展的有力保障。目前，我国正处于能源转型的关键时期，新能源、新业态不断出现，大规模发展天然气势在必行。

根据上海市燃气发展“十三五”规划，“十三五”期间，全市燃气行业按照党中央“四个全面”战略布局，结合城市转型和能源结构调整，以创新驱动、转型发展为指导思想，进一步深化燃气行业改革，发挥市场配置资源的决定性作用。随着天然气供应量的上涨以及管网基础设施建设的完善，上海市已实现城市燃气“全天然气化”。2016年全年，上海市天然气销售总量为73.8亿立方米，同比增长6.6%，至当年末，全市家庭人工煤气0户，家庭液化气用户336.6万户，家庭天然气用户675.2万户。

价格方面，我国天然气价格与可替代能源价格之间一直缺乏联动，与国际市场价格相比也处于较低水平。不断攀升的天然气进口量进一步加剧进口高气价和国产低气价之间的矛盾，城市燃气运营商成本压力明显增加，部分企业甚至出现亏损。

2014年9月1日起，上海市居民天然气价格调整为3.00元/立方米（年用气量在310立方米以内的价格），上调幅度为20%，同时实行阶梯气价制度。此外，根据国家发改委通知，自2015年11月起，非居民用气最高门站价格每立方米降低0.7元，降低后的门站价格作为基准门站价格，供需双方可在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。2016年10月12日，国家发改委印发《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）》，旨在放开气源和销售价

格由市场形成，政府只对属于网络型自然垄断环节的管网输配价格进行监管。两个《办法》的实施将有效推动天然气价格市场改革。

表 1：当前上海市天然气收费标准

单位：立方米、元/立方米

业务名称	年用量	收费标准	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 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：公开市场，中诚信证评整理

从2016年1月1日开始，南通市区居民生活用管道天然气实时阶梯价格制度和销售价格联动机制，当上游天然气门站价格调整累计变动幅度达到或超过5%时，同时调整居民生活用管道天然气销售价格，联动周期不低于半年。

表 2：当前南通市天然气收费标准

单位：立方米、元/立方米

业务名称	年用量	收费标准	收费依据
居民用户	0-300	2.4	通价行【2015】181号
	300-600	2.8	
	600 以上	3.6	
学校、幼儿园、养老福利、社区公共设施	-	24	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
非居民用户	-	3.36	

资料来源：公开市场，中诚信证评整理

注：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。

作为国家经济金融中心，上海城市功能逐年增强，交通出行需求量保持在较高的水平，且持续增长。但日臻完善的轨道交通体系及网约车的快速发展，对传统出租车行业造成较大冲击，行业发展持续承压。

截至2016年末，上海常住人口总数为2,419.70万人，常住人口自然增长率为9.0%，其中户籍常住人口1,439.50万人，外来常住人口980.20万人。2016年，全市公交运营车辆达1.67万辆，运营出租车4.73万辆，公共交通客运量67.05亿人次，同比增长1.0%。其中，轨道交通客运量34.01亿人次，增长10.9%；公共汽车客运量23.91亿人次，下降6.2%。

2014年以来，新型网约车开始在国内出现，专车、快车等服务发展迅猛，居民出行结构的逐渐转变和网约车的冲击使得传统出租车行业承受较大压力。根据上海市交通委员会的统计数据，2016年12月，上海市居民出行方式中，轨道交通、地面公交、出租汽车和城市轮渡占比分别为52.5%、34.8%、12.0%和0.7%，出租车占比继续呈现下滑趋势，较年初下滑2.2%。未来随着上海市轨道交通的不断完善和网约车行业的日益规范，传统出租车业务承压现象仍将继续。

另一方面，2016年7月，国务院印发了《关于深化改革推进出租汽车行业健康发展的指导意见》，同时，由交通部等7部门联合发布，并于当年11月1日实施的《网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法》规定了网约车平台公司、车辆和驾驶员应该具备的具体条件，明确了网约车平台座位承运人的责任范围和行为规范。随着本次新政的出台，网约车公司受到的监管力度更大，增加了平台的运营成本。此外，自2016年底起，北京、上海、深圳、广州分别发布网约车新规细则，核心是对网约车进行规范化管理。诸多合规要求将提高行业门槛，大量的不合规网约车将退出市场，减少了网约车的有效供给，在一定程度上有利于改善出租车的竞争环境。

定价模式方面，上海出租车行业实行运价与油价联动机制，为保持出租汽车运价相对稳定，原则上以一年为一个运价油价联动周期。2015年10月8

日起，上海市出租汽车起租价由13元/3公里调整为14元/3公里，并于同日起取消全市出租汽车1元燃油附加费。按照调整实施方案，超3公里起租里程价由2.4元/公里调整为2.5元/公里，超运距加价距离由10公里起调为15公里起，低速等候费由每5分钟调为每4分钟计收一公里超起租里程运价。夜间加价（当日23时至次日5时）仍按原规定上浮30%。

### 国家环保政策和法规的陆续出台为环保产业发展带来了新的机遇，而在环保产业投资高速增长带动下，我国城市污水处理行业快速发展。

随着我国经济的快速发展，国内水资源短缺及水环境污染问题日益突出。近年来，中央及地方政府对环境问题的重视程度不断加深，对污染治理的投入不断加大。中央财政2016年拨付专项资金338亿元用于治理水、土、气，其中，在水污染防治方面拨付专项资金131亿元。“十三五”期间环保投资需求约3.4万亿元，环保部门预计到“十三五”期间我国污水治理的累计投入将达到1.06万亿元，污水治理投入占环保投资总需求的比重接近1/3，整个环保政策的制定围绕以改善环境质量为核心。《“十三五”生态环境保护规划》在约束性指标中，首次纳入了生态环境质量，同时在水环境质量上的控制目标较“十二五”规划有了很大提升。环保政策方面，继2015年颁布了史上最严格的《环境保护法》、《水污染防治行动计划》后，国家又陆续推出了省以下环保垂直管理制度、环境税、排污许可证制度等，这些政策、法规的出台都对环保产业的发展带来了新的机遇。

根据《上海市国民经济和污水社会发展第十三个五年规划纲要》，要求到2020年，全市城镇污水处理率达到95%以上，农村污水处理率明显提升。2016年，上海市用于环境保护的资金投入达823.57亿元，约占当年区域生产总值3.0%，当年末，城市污水处理厂日处理能力达到815.1万立方米，较上年末提高0.2个百分点。

市政建设方面，随着近年来上海的转型发展，为提升城市公共空间品质，推动城市更新工作的开展，上海市政府于2015年颁布《上海市城市更新实施办法》，要求区政府进一步实施改善上海的公共服务设施及城市基础设施的措施。同时，城市人口的持续增长导致城市交通需求显著增加，为应对城市区域的交通拥塞问题，政府大力投资于城市公路、隧道、桥梁等领域，兴建环路、快速公路及高架路的需求仍将持续。2016年，上海全市完成基础设施建设投资1,551.87亿元，同比增长8.9%，其中交通运输邮电通信投资990.18亿元；市政建设投资345.75亿元；公用事业投资70.90亿元。

### 业务运营

公司主要从事公用事业和金融创投业务，两项业务构成了公司最主要的利润来源，其中公用事业包括城市燃气、污水处理、城市交通和基础设施投资运营，金融创投业务包括金融服务和创投业务。2014~2016年，公司分别实现营业收入41.53亿元、45.71亿元和45.35亿元，其中主营业务收入分别为41.02亿元、44.85亿元和44.06亿元，整体收入规模较为稳定。

表 3：2014~2016 年公司主营业务收入主要构成情况

单位：亿元，%

	2014		2015		2016	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
燃气销售	35.50	86.55	38.46	85.75	37.64	85.43
施工业	2.93	7.14	3.94	8.78	3.51	7.97
污水处理业	1.28	3.12	1.12	2.50	1.45	3.29
其他	1.31	3.19	1.33	2.97	1.46	3.31
合计	41.02	100.00	44.85	100.00	44.06	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：若各分项数字之和（或差）与合计数字存在微小差异，系四舍五入原因导致。



公司燃气业务在上海和南通地区具备较强的竞争力，天然气销售渠道稳定，气源供应充足，近年来业务平稳发展，但受制于定价制度和供应主体的相对垄断，燃气业务利润空间有限。

公司燃气板块业务以燃气供应为核心，并延伸至燃气管道施工及燃气物资设备供应等环节。公司城市燃气业务覆盖上海和南通，目前居上海市区三家管道燃气供应商之首，同时是上海浦西南部唯一的管道燃气供应商。公司在上海燃气销售市场的占用率维持在40%左右，截至2016年末，公司在上海地区拥有的燃气管网总长达到6,427.84公里。同时，公司系南通市区四区中三个区的唯一天然气供应商，占南通市区天然气供应总量的80%左右，截至2016年末，公司在南通地区拥有的燃气管网总长为2,660公里。

业务模式方面，公司向上游天然气生产及销售单位购买气源后，通过自身城镇管网体系，销售给居民、商业、工业等终端用户，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、气表后管道安装、迁改等延伸服务。

公司管道燃气的供应商主要为关联方上海燃气（集团）有限公司。上海市于2015年实现城市燃气全天然气化，公司燃气采购结构基本以天然气为主。2016年，公司向上海燃气（集团）有限公司采购的天然气规模合计10.60亿立方米，采购金额合计26.75亿元，占天然气总采购金额的88.72%，关联采购价格由政府主导定价，此外，公司另有少量天然气采购自中石油。

表 4：2014~2016 年公司关联方购气量

单位：亿立方米

	2014	2015	2016
天然气采购量	9.60	10.22	10.60
管道煤气采购量	0.94	0.07	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司在购入管道燃气后，经自建的天然气输送管网系统将燃气输送至终端客户，并根据终端客户实际使用量收取相应的费用。截至2016年末，公司在黄浦区、静安区、徐汇区等拥有燃气用户180.23万户。在南通地区，公司燃气用户达到

38万户。2016年，公司对居民和企业的售气量分别为4.47亿立方米和6.72亿立方米，客户结构以企业为主。结算方面，居民及一般工业用户结算以预付为主，仅少数大型工业用户享有一定的信用期，公司资金回笼及时。

表 5：2014~2016 年公司供气指标

单位：亿立方米

	2014	2015	2016
天然气销售量	10.07	10.66	11.19
其中：居民	4.05	4.27	4.47
企业	6.02	6.39	6.72
供应户数（万户）	205.22	211.54	218.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格方面，我国长期以来对天然气实施国家管制定价，生产、管道、配送等环节均实行国家指导价。上海市自2014年9月1日起实施居民天然气阶梯气价制度，其中首档气价较原价格提高0.5元/立方米，2015年公司毛利率水平由上年的7.21%大幅上涨至12.33%。2015年11月起，根据发改委相关规定，公司非居民用户天然气销售价格下降0.42元/立方米，受此影响，2016年公司天然气业务毛利率下滑至11.33%。作为公共产品，公司天然气采购和销售议价能力均较弱，定价自主性不足，盈利能力提升空间较为有限。

区域拓展方面，公司以参股上海松江燃气有限公司和上海奉贤燃气有限公司的方式进入了上海松江、奉贤区，并于2016年5月以参股苏创燃气（股票代码：1430.HK）的方式延伸至江苏省太仓市，以推进其燃气业务的持续发展。

2014~2016年，公司燃气销售分别实现收入35.50亿元、38.46亿元和37.64亿元，非居民天然气价格的下调使得公司2016年城市燃气业务出现小幅下滑，但整体发展仍较为平稳。此外，近三年公司燃气管道施工业务分别实现收入2.93亿元、3.94亿元和3.51亿元，该业务主要为满足土地达到“七通一平”的要求，业务单位主要为土地二级开发商。



公司污水处理运营管理经验丰富，工艺技术成熟，在国家环保要求日趋严格的情况下，具备较大的业务发展前景。同时，公司投资建设的市政工程项目均已进入回报期，资金流入稳定。

公司市政环境业务包括市政设施建设和污水处理两个部分。公司在长三角的多个地区拥有高运营效率的污水处理厂，运营管理经验丰富，下属各污水处理厂均采用国内成熟污水处理工艺，能够基本满足现行尾水达标排放的要求。截至2016年末，公司在上海、江苏徐州、连云港共运营6家大型污水处理厂和4家小型乡镇污水处理厂，总设计处理能力为35.5万立方米/日。公司污水处理业务为区域特许经营，在与地方政府方签订了《特许经营协议》后，由政府方在特许经营期内，向公司采购污水处理服务。随着城镇化的推进，以及环境保护标准的不断提升，公司下属污水处理厂根据政府要求进行提标改造，并扩容提高处理能力，污水处理标准的提高提升了价格上涨的空间，2016年公司污水处理业务实现收入1.45亿元，同比增长29.48%，

公司市政工程业务主要为道路、隧道及污水处理设施等的建设。2016年公司投资建造的市政工程项目包括翔殷路隧道工程项目、江苏常州五一路南段、泡桐路和北广场等。具体而言，公司拥有上海翔殷路隧道BOT项目25年专营权，目前该项目处于运营期，专营收入回报稳定，截至2016年末，剩余本金61,836.90万元。公司其余项目均为BT模式，且均已进入回购期，公司在收到政府回购款后冲减长期应收款，其余确认投资收益。截至2016年末，公司尚有未冲减本金109,758.24万元。2016年12月，公司于香港上市，募集资金主要用于投资管道燃气供应、污水处理业务以及其他公用事业业务，截至报告出具日（2017年4月27日），公司尚无新项目投资计划。

表 6：2015~2016 年公司市政工程项目回款情况

单位：万元

项目	2015	2016	剩余本金
萧山污水处理项目	3,600.46	3,279.33	46,333.68
常州五一路项目	375.64	233.64	1,014.58
常州泡桐路项目	171.88	106.91	464.24
常州北广场项目	40.30	25.06	108.84
上海翔殷路隧道工程	3,941.73	3,705.99	61,836.90
<b>合计</b>	<b>8,130.01</b>	<b>7,350.93</b>	<b>109,758.24</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**大众交通主要板块运营稳健，是公司的优质产业，并为公司带来了稳定的投资收益，是其重要的利润来源。**

公司城市交通业务业绩主要体现在投资收益上。截至2016年末，公司共持有大众交通（集团）股份有限公司（以下简称“大众交通”）25.76%的股份，系其最大股东，参与其业务及决策过程，并拥有重大影响力。大众交通系A股上市公司（股票代码600611），主要从事交通运输业、现代物流业、旅游服务业、房地产业以及自营金融业等，其中交通运输业围绕出租车运营和汽车租赁等行业发

展，大众交通以上海为主要市场，辐射包括杭州、无锡及宁波在内的多个长三角地区，在上述市场的占用率均居于前三。作为上海和长三角地区主要的综合交通服务供应商，截至2016年末，大众交通拥有出租车、租赁车、旅游车等各类车辆14,878辆，其中出租车数量8,078辆，同比减少3.23%，占上海市出租车总量的17%左右。为应对互联网模式对传统出租车行业的影响，大众交通依托品牌优势，于2016年3月末推出了“大众出行”平台，提供正规的网络约租车服务，实现线上线下资源的高效配置。

房地产业务方面，大众交通房地产开发集中于长三角地区，现有业务包括三、四线城市的住宅、商业用房和自主开发、销售和物业管理等。2016年，大众交通房产项目销售总面积为208,426平方米，当年大众交通实现营业收入30.60亿元。全年公司取得对大众交通的长期股权投资收益1.41亿元，同比增长14.92%，投资回报情况较好。

公司创投平台运营情况良好，盈利能力较强，为公司持续贡献大规模的投资收益；同时，对金融体系内其他业务的拓展进一步加强了公司金融业务的抗风险能力。

公司创投业务分为参股创投企业和直接投资两类，共拥有五个创投平台。公司通过参股各个创投平台或项目直投的方式深度参与创投业务，直至项目退并收回项目本金及获取投资回报。此外，公司亦选择参与优质的私募基金，如：作为主要LP参与了中国首家发改委备案的文化基金——华人文化基金，以及2017年初出资参与美元基金——新华创新基金的独立投资组合。同时，公司发挥自身发掘项目、跟踪投资和投后管理能力，选择一些有潜力的项目进行直投，包括上市公司松芝股份和晨光文具等。

公司主要的参股创投平台为深圳市创新投资集团有限公司（以下简称“深圳创投”）。深圳创投是国内实力最强、影响力最大的本土创投公司，截至2017年2月底，其投资企业数量、投资企业上市数量均位于国内第一；已投资项目累计719个，累计投资金额逾265亿元，其中116家投资企业分别在全球16个资本市场上市。公司是深圳创投第三大股东，通过董事会影响力参与其业务决策和风险管理。

表 7：2014~2016 年公司金融创投板块投资收益情况

	单位：万元		
	2014	2015	2016
深圳市创新投资集团有限公司	15,951.10	12,737.34	18,186.19
上海兴烨创业投资有限公司	209.11	759.70	8,695.48
上海杭信投资管理有限公司	-54.94	1.92	9,031.26
合计	15,105.27	13,498.96	35,912.93

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司金融服务体系还包括小贷业务、融资租赁业务和第三方支付业务，其中小贷业务运营主体为上海闵行大众小额贷款股份有限公司，融资租赁运营主体为上海大众融资租赁有限公司，公司于2016年上半年受让大众交通全资子公司大众租赁所持有的上海大众交通商务有限公司100%股权，涉足第三方支付业务。

截至2016年末，公司累计发放小额贷款110笔，共计74,150万元，其中企业贷款80笔，共计61,470万元；个人贷款30笔，共计12,680万元，累计回收贷款75笔，共计50,870万元，截至当年末，贷款余额为23,280万元，其中正常类贷款15,410万元，关注类贷款6,870万元，不良贷款率为4.30%。公司小贷业务风险总体良好，成立至今未发生负面事件，2016年顺利通过监管机构的合规审计。

截至2016年末，公司融资租赁累计投放项目26笔，合同金额158,426万元，其中直租业务3笔，合同金额19,570万元；回租业务23笔，合同金额138,856万元。公司融资租赁业务风险控制体系较为完善，管理有效，2016年，租赁业务本息到账率为100%，不良贷款率为零。

## 财务分析

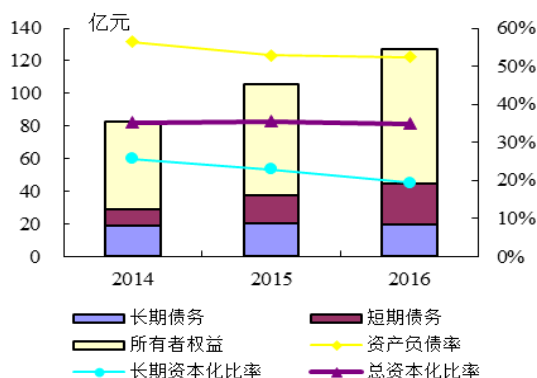
以下分析基于公司提供经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014~2016年财务报告。公司所有财务报表均依据新会计准则编制。

## 资本结构

受发行H股股票影响，公司资产规模大幅增长，截至2016年12月31日，公司资产总额173.55亿元，较年初增加28.62亿元，涨幅为19.75%。与此同时，公司年末所有者权益合计82.51亿元，同比增长20.70%，主要来自于股本、资本公积规模的增加以及上年度经营的积累。同期，公司负债合计91.05亿元，同比增长18.90%。

截至2016年末，公司资产负债率和总资本比率分别为52.46%和34.94%，同比分别回落0.38个百分点和0.54个百分点，财务杠杆利用率较低。

图 1：2014~2016 年公司资本结构分析



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

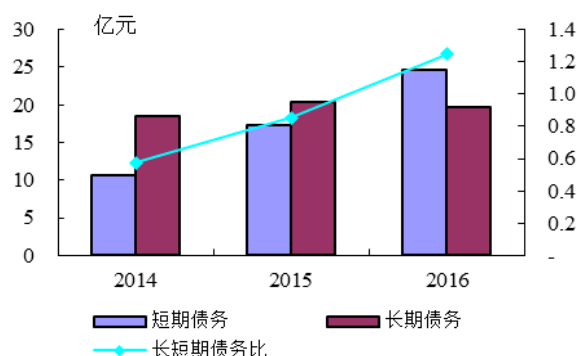
截至2016年末，公司流动资产合计47.93亿元，占资产总额的27.62%，主要包括货币资金34.18亿元、应收账款3.00亿元、存货3.17亿元、一年内到期的非流动资产4.42亿元和其他流动资产1.70亿元。公司货币资金主要为银行存款，同比增长120.07%，主要系发行H股股票所致，其中受限制的货币资金1.59亿元为用于质押的银行定期存单；应收账款欠款对象主要为嘉定区水务局、上海卡特博化工有限公司、上海煤气第二管线工程有限公司等，其中账龄在一年以内的占比91.03%，应收账款回收风险较小，质量较好；存货主要为工程施工成本；一年内到期的非流动资产主要为一年内到期的融资租赁款；其他流动资产系银行理财产品。当年末，公司非流动资产合计125.63亿元，占资产总额的72.38%，主要由发放贷款和垫款2.25亿元、可供出售金融资产7.92亿元、长期应收款16.97亿元、长期股权投资47.41亿元、固定资产40.49亿元、在建工程5.36亿元和无形资产4.91亿元构成。具体而言，长期应收款主要为融资租赁款和翔殷路隧道BOT项目、萧山污水处理BT项目等的应收款项；长期股权投资主要为对大众交通、深圳创投等联营企业的投资；固定资产为房屋建筑物及专用设备；在建工程主要为排管工程项目；无形资产主要为土地使用权和特许经营权。总体而言，公司资产质量较好，但流动性稍欠。

当年末，公司流动负债合计55.82亿元，占负债总额的61.30%，主要为短期借款15.03亿元、应付账款12.90亿元、预收账款9.40亿元、其他应付款8.13亿元、一年内到期的非流动负债6.52亿元和其他流

动负债3.03亿元。其中其他应付款同比增长48.27%，主要系新增应付全国社会保障基金理事会国有股减持款项（已于2017年2月全额支付）和应付H股发行费用等；其他流动负债主要为当年9月发行超短期融资券。当年末公司非流动负债35.23亿元，同比增长3.83%，主要为长期应付款（融资租赁保证金）和递延收益（一次性入网费）的增加。

债务期限结构方面，2016年末公司短期债务和长期债务分别为24.58亿元和19.73亿元，短期借款的增加及超短期融资券的发行使得公司长短期债务比同比提高0.4倍，为1.25倍，债务期限结构尚属合理，公司财务结构稳健性尚可。

图 2：2014~2016 年公司债务结构分析



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

## 盈利能力

2016年，公司实现营业总收入45.35亿元，同比下滑0.80%。公司收入主要由燃气销售收入、燃气管道施工收入、污水处理收入和其他收入构成，其中燃气销售是公司的核心业务，当年实现收入37.64亿元，小幅下滑2.13%。营业毛利率方面，得益于燃气价格的改革和上海地区“全天然气化”的推广，2015年公司燃气业务毛利率大幅提升至12.33%，当年11月，公司非居民天然气销售价格每立方米下降0.42元，导致2016年毛利率下滑至11.33%；受结算进度影响，施工业务毛利率波动较大，2016年为21.32%。整体来看，2016年，公司营业毛利率为14.02%，与上年基本持平。



表 8：2014-2016 年公司各业务毛利率

	单位：%		
	2014	2015	2016
燃气销售	7.21	12.33	11.33
施工业	24.68	14.14	21.32
污水处理业	55.50	46.86	43.44
营业毛利率	10.77	13.95	14.02

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

2016年公司期间费用合计7.07亿元，同比增长18.52%，其中销售费用1.68亿元主要为工资和修理费用等；H股股票的发行使得公司管理费用规模相应增加，为3.84亿元，同比增长29.70%；财务费用1.55亿元主要为债务利息支出。2016年公司三费收入比为15.59%，同比提高2.54个百分点，期间费用控制能力有待进一步加强。

表 9：2014-2016 年公司期间费用情况表

	单位：亿元		
	2014	2015	2016
销售费用	1.09	1.43	1.68
管理费用	2.94	2.96	3.84
财务费用	1.60	1.57	1.55
三费合计	5.63	5.96	7.07
三费收入占比	13.56%	13.05%	15.59%

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

2016年公司经营性业务利润为-0.25亿元，投资收益系公司主要的利润来源。2016年公司投资收益6.87亿元，其中大众交通和深圳创投贡献的投资收益分别为1.41亿元和1.82亿元，其余主要来自于上海杭信投资管理有限公司和上海兴烨创业投资有限公司，具体如上文表7所示，当年公司长期股权投资对象贡献的投资收益占比例超过70%，当年共实现利润总额6.81亿元。

总体来看，公司城市燃气、环境市政等主要业务板块发展较为平稳，加之多元化的投资布局使得投资收益能够对公司经营性业务形成良好且稳定的补充，公司整体盈利能力较强。

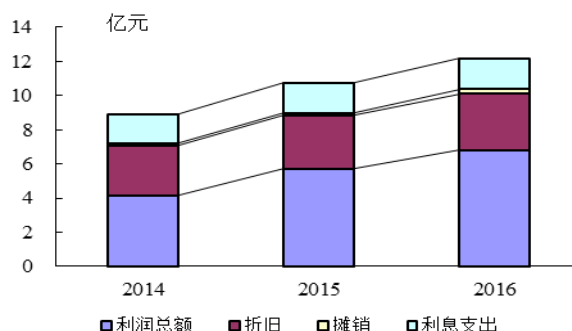
## 偿债能力

现金流方面，公司以燃气销售为主业，现金回笼能力较强，2014~2016年，公司经营性现金流量净额分别为6.83亿元、3.07亿元和5.95亿元。2015年，因天然气采购的支付、融资租赁业务扩张等支出的增加，公司经营性现金流较上年下降55.05%；2016年经营活动产生的现金流量净额为5.95亿元，

同比增长93.67%，主要收购上海大众交通商务有限公司股权后，多用途预付费卡的现金流流入增加。

从获现能力来看，利润总额、折旧及利息支出为公司EBITDA的主要构成。2016年公司在利润总额增长带动下，当年EBITDA为12.17亿元，同比增长13.29%。当年公司总债务规模亦随之增长，为44.31亿元，总债务/EBITDA及EBITDA利息倍数分别为3.64倍和6.74倍，公司较强的获现能力为债务偿还提供较好的保障。

图 3：2014-2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

截至 2016 年末，公司拥有银行授信额度 24.00 亿元，已使用额度 7.99 亿元，备用流动性较为充足。

或有事项方面，截至 2016 年末，公司担保余额（含对子公司的担保）合计 10.03 亿元，占年末净资产的 14.29%。目前，公司被担保人生产经营正常，经营及财务情况未发生重大变化，中诚信证评将持续关注被担保人可能出现的经营困难或财务状况恶化等情况，以及可能对公司经营造成的负面影响。

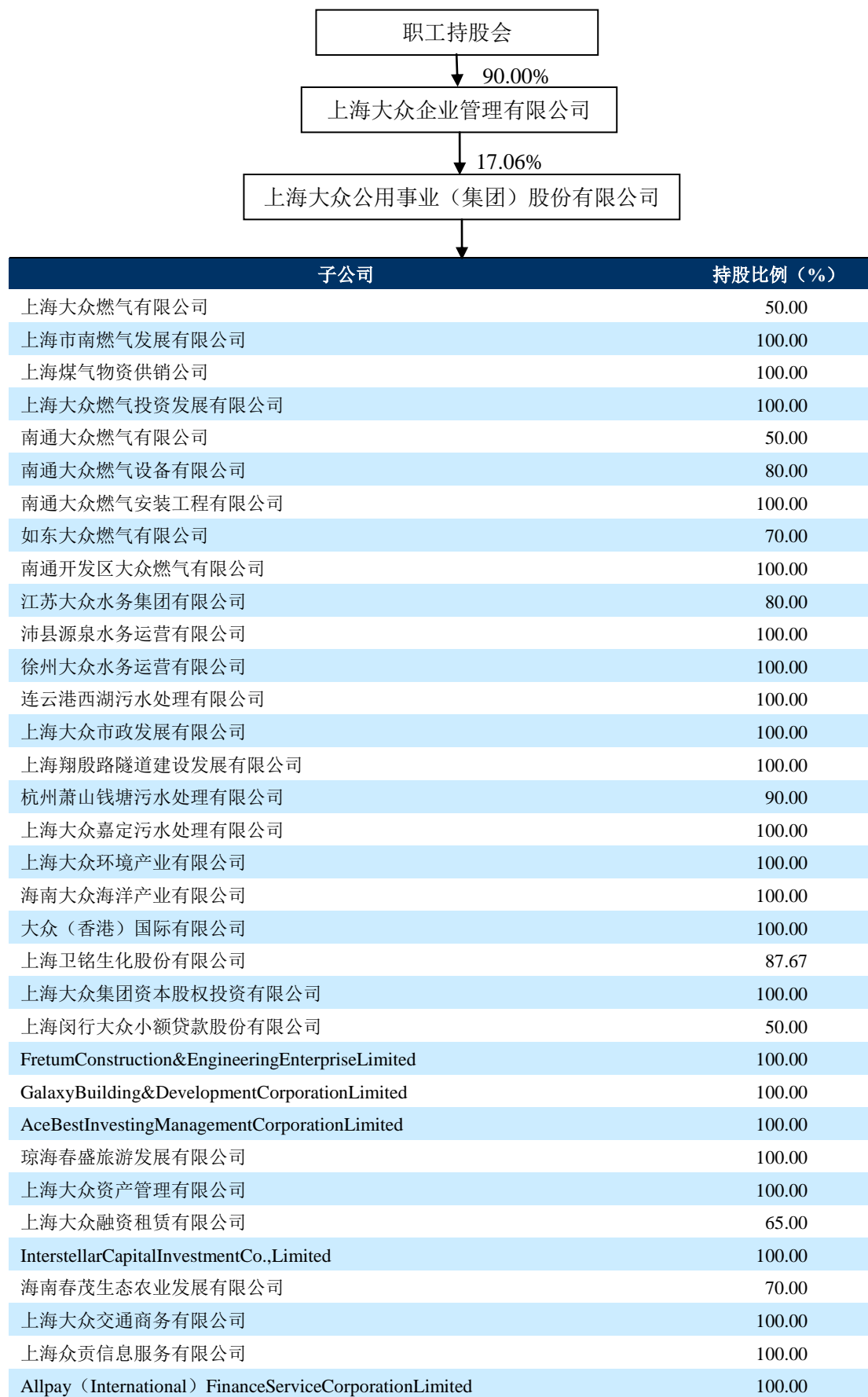
综合而言，公司核心业务发展较为稳健，区域内具备较强的竞争优势，同时金融创投业务良好的投资回报率亦推动了公司整体盈利能力的提升，整体偿债能力很强。但受制于燃气产品的属性，公司定价独立性较弱，盈利受政策影响较大，中诚信证评关注相应政策调控风险。

## 结 论

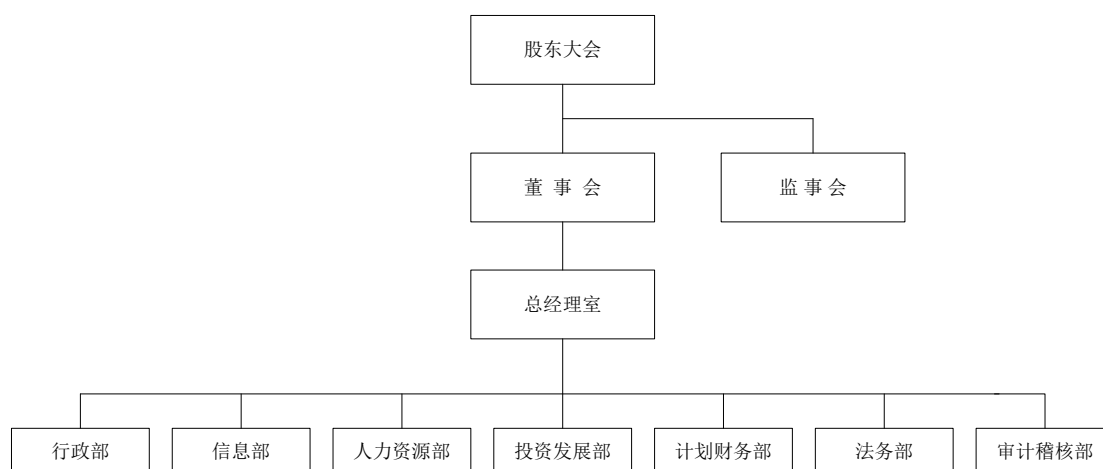
综上，中诚信证评维持大众公用主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“上海大众公用事业（集团）股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 AA<sup>+</sup>。



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 2016 年 12 月 31 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 2016 年 12 月 31 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财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	156,538.10	155,305.17	341,773.29
应收账款净额	28,439.62	31,239.28	30,016.00
存货净额	34,509.26	27,861.50	31,724.28
流动资产	231,218.80	303,761.62	479,277.84
长期投资	384,272.41	497,210.49	553,264.17
固定资产（合计）	430,996.18	445,261.88	465,064.78
总资产	1,230,575.71	1,449,300.28	1,735,538.95
短期债务	105,952.20	172,966.65	245,799.34
长期债务	184,623.35	202,917.53	197,320.71
总债务	290,575.54	375,884.18	443,120.05
总负债	693,945.86	765,765.16	910,480.18
所有者权益（含少数股东权益）	536,629.84	683,535.12	825,058.77
营业总收入	415,333.09	457,136.22	453,468.04
三费前利润	44,460.19	65,950.13	68,223.49
投资收益	52,885.24	65,676.60	68,745.93
净利润	37,425.64	53,305.98	63,381.21
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	89,290.22	107,403.37	121,675.41
经营活动产生现金净流量	68,314.06	30,707.19	59,470.81
投资活动产生现金净流量	-15,262.93	-85,406.23	-61,982.66
筹资活动产生现金净流量	4,083.05	56,215.93	171,611.16
现金及现金等价物净增加额	57,062.93	1,957.57	170,907.82
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	10.77	13.95	14.02
所有者权益收益率（%）	6.97	7.80	7.68
EBITDA/营业总收入（%）	21.50	23.49	26.83
速动比率（X）	0.59	0.71	0.86
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	0.08	0.13
经营活动净现金/短期债务（X）	0.64	0.18	0.24
经营活动净现金/利息支出（X）	3.99	1.74	3.30
EBITDA 利息倍数（X）	5.22	6.08	6.74
总债务/EBITDA（X）	3.25	3.50	3.64
资产负债率（%）	56.39	52.84	52.46
总资本化比率（%）	35.13	35.48	34.94
长期资本化比率（%）	25.60	22.89	19.30

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

**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
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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。