



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪056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，维持贵公司本期债券信用等级AA⁺，维持本次发债主体信用等级为AA⁺，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

二零一五年四月二十七日

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(2015)

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	2012/1/6~2018/1/6		
上次评级时间	2014 年 4 月 23 日		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

基本观点

2014 年,上海大众公用事业(集团)股份有限公司(简称“大众公用”或“公司”)城市燃气业务平稳发展,城市交通、环境市政及金融创投业务投资回报稳定,全年营收规模稳定增长。与此同时,公司债务水平适中,资本结构稳健,且整体获现能力很强,能够为公司偿债能力提供有力支撑。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到公司主业盈利提升空间相对有限等因素对公司信用水平的影响。

综上,中诚信证评维持发行主体大众公用信用等级为 AA⁺,评级展望稳定;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⁺。

正面

- 行业发展趋势向好。近年来我国持续深化天然气价格改革,合理的天然气定价机制有望得以建立,将带动行业内企业的发展;同时,“十二五”期间污水处理投资金额的加大将推动全国污水处理行业的迅速发展。
- 主业区域垄断优势突出。公司主营业务城市燃气业务具有公用事业特征,在上海市南和江苏南通地区地位稳固,区域垄断优势显著,不存在明显竞争压力。
- 公司财务结构较稳健,且经营的城市燃气、城市交通以及环境市政业务具有显著的公用事业属性,这决定了其具备很强的现金获取能力,有力保障了公司的偿债能力。

关注

- 主营业务盈利提升空间相对有限。公司主要经营燃气销售业务,由于燃气销售价格受政府严格管制,因而其盈利提升空间相对有限。
- 公司未来或面临一定的资本支出压力。未来随着在天然气管网改造、环境板块以及金融创投板块投资力度的加大,公司资金压力或将有所上升。

概况数据

大众公用	2012	2013	2014
所有者权益(亿元)	45.84	48.08	53.66
总资产(亿元)	106.84	107.60	123.06
总债务(亿元)	31.81	26.20	29.06
营业总收入(亿元)	36.66	38.74	41.53
营业毛利率(%)	9.91	10.48	11.25
EBITDA(亿元)	9.14	8.09	8.62
所有者权益收益率(%)	8.48	6.52	6.97
资产负债率(%)	57.09	55.32	56.39
总债务/EBITDA(X)	3.48	3.24	3.37
EBITDA 利息倍数(X)	4.43	4.31	5.04

注:所有者权益包含少数股东权益,净利润包含少数股东损益。

分析师

虎珊珊 sspang@ccxr.com.cn

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 4 月 27 日

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对象构成委托关系外，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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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，并及时对外公布。

行业分析

城市燃气

据上海市燃气发展“十二五”规划要求，要大力发展天然气、稳定发展液化石油气、稳妥退出人工煤气。2014年随着供应量的增加、气源供应保障程度的提高以及管网基础设施的进一步完善，上海市天然气对煤气的替代进一步显现。从主要指标来看，上海市煤气的销售量和家庭煤气用户数量均有一定幅度的下降，其中煤气销售量同比下降44.85%，家庭煤气用户数则下降了81.77%。与之相比，上海市天然气销售量和家庭用户数则分别同比增长0.68%和10.00%。

表 1: 2012~2014 年上海市煤气、液化石油气、
天然气生产消费情况

指标	2012	2013	2014
煤气销售总量(亿立方米)	8.18	5.44	3.00
家庭煤气用户数(万户)	75.70	43.39	13.80
液化石油气销售总量(万吨)	39.33	39.74	41.80
家庭液化石油气用户数(万户)	328.22	330.46	330.60
天然气销售总量(亿立方米)	60.01	65.75	66.20
家庭天然气用户数(万户)	502.81	558.19	614.00

资料来源：上海市 2014 年统计公报、2014 年统计年鉴，中诚信证评整理

价格方面，长期以来天然气的低价格是推动下游市场消费的重要因素之一，但目前我国现行的天然气定价制度并不能反映天然气供需市场现状，国内天然气出厂价格明显低于进口天然气价格，造成气价倒挂，影响了天然气行业的长远发展。为理顺天然气定价机制，国家发改委自2012年起先后出台相关政策推进天然气价格改革，逐步理顺天然气与可替代能源的比价关系。

非居民用气价格方面，2013年6月国家发改委出台天然气价格调整方案，区分存量气和增量气调整了天然气价格，其中增量气门站价格一次性调整至与可替代能源价格保持合理比价关系的水平；存量气价格调整分三年实施。2013和2014年，存量气价格先后经历两次上调；2015年2月，国家发改委发布关于理顺非居民用天然气价格的通知，自2015年4月1日起，各省增量气最高门站价格下降0.44元/

立方米，存量气最高门站价格上调0.04元/立方米，实施存量气和增量气价格并轨。

居民用气价格方面，2014年3月21日，国家发改委出台《关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》，决定在全国范围内推行居民阶梯气价政策，要求2015年底前所有已通气城市均应建立起居民生活用气阶梯价格制度，其中将阶梯气价分为三档，各档气价实行超额累进加价，原则上第一、二、三档气价按1:1.2:1.5的比价安排。上海市自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立方米以内的家庭），上调幅度为20%，同时实行阶梯气价制度。

整体来看，近年来通过对非居民、居民气价改革方案的实施，有利于改善进口气价格倒挂的现状，建立起反映市场供求和资源稀缺程度的、与可替代能源价格挂钩的天然气定价机制，将对业内企业的运营产生重要影响。

公共交通

随着经济发展和城市规模扩大，上海市城市客流持续增长。2014年上海市内公共交通客运量65.85亿人次，较上年增长3.6%。其中，轨道交通客运量28.27亿人次，增长12.8%；公共汽电车客运量26.65亿人次，下降1.7%。

出租车行业定位于大容量公共交通的补充，具有部分公共交通的特性，在服务价格、车辆规模等方面受政府管制。从车辆规模看，经过多年的发展，上海市出租车总量较为平稳。《上海市综合交通发展“十二五”规划》中指出，全市出租汽车总数维持在5万辆左右；全市出租汽车里程利用率基本稳定在60~65%之间。据2014年上海市国民经济和社会发展统计公报数据显示，截至2014年末，上海市运营出租车达5.07万辆，与上年基本持平。

运价方面，上海市出租车运价实行油价联动，其起租价和超起租公里单价实现运价与一定时期的燃油平均价格挂钩。自2011年7月实行新的运价方案以来，上海市出租车运价未发生变动。2014年12月，上海发改委联合交通委公布两种出租车运价调价方案；2015年1月举行的上海出租汽车运价结构调整听证会上，调价方案一获支持率最

高。该方案将起步费由 13 元/3 公里调整为 14 元/3 公里，超出起步费单价由 2.4 元/公里调整为 2.5 元/公里，超里程距离由 10 公里调整为 15 公里，低速等候由 5 分钟计 1 公里调整为 4 分钟计 1 公里。目前上海出租车运价调整方案尚在审批中，预计将于 2015 年内实施。

中诚信证评认为，未来随着上海国际金融、航运“两个中心”的建设和以迪士尼为核心的上海国际旅游度假区的开发建设，以及城市功能的增强和中心地位的提高，上海全市日均出行总量及流动人口将保持在一个较高水平并持续增长。但值得注意的是，日益完善的轨道交通体系亦对行业发展产生压力。“十二五”期间，上海将建成轨道交通和城际铁路 200 公里，实现“区区通轨交”（除崇明县外），至 2020 年将形成 18 条线、500 余座车站的轨交网络，届时轨道交通网络对出租车行业带来的分流效应将日益明显。

环境市政

近年来，为应对我国经济发展过程中产生的水体污染问题，国家出台了多项产业扶持政策，推动我国污水处理行业投资规模不断加大，污水处理能力相应显著提升。根据 2012 年 5 月 4 日发改委、住房城乡建设部、环境保护部编制的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》显示，到 2015 年县城污水处理率平均要达到 70%，建制镇污水处理率平均要达到 30%。“十二五”期间，我国城市污水处理总投资有望达到 4,500 亿元，较“十一五”期间的 3,000 亿元提高 50%。截至 2014 年底，全国设市城市、县累计建成城镇污水处理厂 3,717 座，污水处理能力约 1.57 亿立方米/日，较 2013 年底增加约 800 万立方米/日。2014 年，全国城镇污水处理厂累计处理污水 480.6 亿立方米，较 2013 年增加 36.0 亿立方米，增幅约为 8.10%；平均运行负荷率达到 84.1%，同比提高 1.5 个百分点。

近年来，上海市污水处理能力也不断提升。截至 2014 年末，上海市污水处理能力达到 786.55 万立方米/日，较上年增长 0.2%；城市污水处理率达到 89%，较上年提高 1.3 个百分点。根据规划，至“十二五”期末，上海将新增污水处理能力 110 万立方米

/日，污水处理总规模达 800 万立方米/日，并在全国率先实现污水处理厂污泥的有效处置，污水处理行业发展前景良好。

市政建设方面，为进一步提高上海市的对外吸引力和城市竞争力，近几年上海市政府在市政建设方面的始终保持较高的投资水平。2014 年，上海市全年完成城市基础设施建设投资 1,057.25 亿元，同比增长 1.3%。其中，市政建设投资 379.81 亿元，同比增长 13.4%；公用事业投资 32.80 亿元，较上年下降 31.0%。从长期来看，随着全球金融中心和国际航运中心的建设，上海市政投资建设规模仍将保持高位。

业务运营

城市燃气业务区域垄断优势明显，业务发展平稳，管网新建和改造工程仍为公司重点资本性支出项目

公司城市燃气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，业务区域目前主要集中在上海市南地区、松江区、奉贤区和江苏南通市。作为所供应地区唯一的管道燃气供应商，公司城市燃气业务具有业务排他性，区域垄断优势较为明显。2014 年公司城市燃气业务平稳发展，效益稳定，全年实现销售收入 35.50 亿元，同比增长 7.21%，占主营业务收入的比例为 86.55%，为公司最主要的收入来源。

公司在上海市南地区、松江区和奉贤区的燃气业务主要通过上海大众燃气有限公司（以下简称“大众燃气”）进行运作。大众燃气从公司第二大股东——上海燃气（集团）有限公司（以下简称“上海燃气集团”）采购煤气及天然气，然后销售给各终端用户，并提供燃气相关服务。截至 2014 年 12 月 31 日，大众燃气拥有总长度近 7,000 公里的燃气地下管网及 3 座公称储气总量达 190 万立方米的大型燃气储配站。目前大众燃气在上海燃气市场份额稳定在 40% 左右，管理着分布于黄浦、静安、徐汇、长宁、闵行、普陀、松江和奉贤区 8 个区的天然气用户约 175 万户，管道煤气用户 9.5 万户。

从供气结构来看，近年来公司管道煤气采购量呈现下降趋势，而天然气的采购量则呈上升趋势，

天然气对煤气的替代趋势明显，公司供气结构逐步优化。2014 年，大众燃气向上海燃气集团采购燃气总量为 10.50 亿立方米，同比小幅下降 6.50%。其中，管道煤气购气量为 0.94 亿立方米，占比 8.95%，较上年下降 11.38 个百分点；天然气购气量为 9.60 亿立方米，占比 91.43%，较上年增加 11.76 个百分点。目前上海市处于管道煤气转换天然气的阶段，至 2015 年底人工煤气将全部转置为天然气，管网新建和改造工程成为公司重点资本性支出项目，预计每年管网投入及改造资金基本维持在 3 亿元左右。

表 2：2012~2014 年公司向燃气集团购气情况

单位：亿 M³

指标	2012 年	2013 年	2014 年
管道煤气采购量	3.60	2.28	0.94
天然气采购量	8.13	8.95	9.60
合计	11.73	11.23	10.50

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司在江苏南通地区的燃气业务主要通过全资子公司上海大众燃气投资发展有限公司（以下简称“大众燃气投资”）开展。大众燃气投资旗下的南通大众燃气有限公司（以下简称“南通大众燃气”）是南通市唯一一家城市燃气企业，具备较强的区域垄断优势。2013 年南通大众燃气即已实现了由“西气东输”的天然气完全替代了人工煤气制气业务，并实现对南通市区的全覆盖。截至 2014 年末，南通大众燃气共拥有 2,500 公里的燃气地下管网和 2 座储配站，在南通市拥有 30.2 万户燃气用户，全年天然气销售量为 15,195 万立方米，同比增长 23.01%。

总体来看，公司城市燃气业务在上海市南地区、松江区、奉贤区以及江苏南通地区的区域垄断优势较强，近年来随着城市不断发展带来的新增用户以及管道煤气向天然气转换工程的推进，公司城市燃气业务的收入规模稳定增长。

城市交通、环境市政业务发展为稳定，投资收益良好

城市交通为公司的优势产业板块，公司在城市交通业务的运营平台为大众交通（集团）股份有限公司（以下简称“大众交通”）。截至 2014 年末，大

众交通共拥有上海市出租汽车 8,348 辆，较上年减少 338 辆；上海市租赁车辆 3,671 辆，与上年基本持平。除交通服务业，近年来大众交通逐渐发展现代物流业、旅游服务业、房地产业和自营金融及股权投资等业务。2014 年受房地产公司收入下降及大众交通合并范围变动影响，当年大众交通实现营业收入 29.35 亿元，同比下降 7.19%；同期净利润 4.96 亿元，同比上升 3.44%。2014 年公司取得对大众交通的投资收益 1.04 亿元，同比增长 7.40%。

表 3：2013~2014 年公司环境市政项目投资收益情况

单位：万元

项目	2013 年	2014 年	剩余本金
上海翔殷路隧道项目的 BOT 专营权	4,217.83	4,055.98	71,955.09
杭州萧山钱塘污水处理 BT 项目	3,951.08	3,819.06	54,520.00
常州五一路南段 BT 项目	790.68	635.28	5,072.88
常州泡桐路工程 BT 项目	361.84	290.73	2,321.24
常州北广场工程 BT 项目	84.83	68.16	544.20
合计	9,406.26	8,869.21	134,413.41

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

环境市政业务方面，公司投资的环境板块项目中，目前嘉定污水处理厂项目运营正常，其中三期工程为上海市“十二五”节能减排重点工程，并同时列为国家环保部重点督办项目，其建成投入运营后嘉定污水处理厂总处理能力将达到 17.5 万吨/天，将有效提升嘉定区减排压力。目前三期工程主体结构工程已基本完成，设备安装工作已全面展开，预计将于 2015 年 6 月底完工。2014 年萧山污水项目经营正常、回报收取正常进行。另外，公司投资建造的市政项目中，翔殷路隧道工程项目、江苏常州五一路南段、泡桐路改造工程项目均运营正常，投资收益回报较为稳定。

目前来看，公司已在污水处理领域已建立起一定的行业领先优势，未来公司将按照“十二五”规划制定与之相协调的业务发展规划，并以嘉定、江苏大众水务公司为依托，实施环境板块扁平化管理，实现环境产业板块的稳步发展。

金融创投业务取得良好的发展，投资收益相对显著；同时积极拓展自营金融产业项目，并不断完善投后项目的风险控制机制，降低投资风险

作为公司主营业务领域的延伸板块，金融创投业务近年来取得较为良好的发展。目前公司参股和控股的投资平台主要有 4 家，其中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”）为参股的投资平台，上海大众集团资本股权投资有限公司（以下简称“大众资本”）为公司全资创投平台。

2014 年，公司参股的创投平台和直投对象的经营情况良好。其中，公司全资创投平台大众资本目前主要参股华人文化产业基金，按照公司发展战略，2013 年以来大众资本以投后管理为主，对于低于预期收益的项目全面推进项目退出工作，降低所投项目的投资风险；2014 年大众资本先后完成对上海第一财经传媒有限公司、康乃尔化学工业股份有限公司等企业投资的退出工作，并全额收回初始投资和取得投资收益。公司参股的深圳创投投资业绩较好，2014 年完成投资项目 58 个，投资总额 19.67 亿元，全年为公司贡献 1.50 亿元的投资收益；兴烨创投累计投资项目 14 个，2014 年为公司贡献投资收益 209.11 万元；杭信投资于 2014 年取得重组后中纺投资发展股份有限公司股份，但由于该股份目前仍在锁定期，杭信投资当年为公司贡献投资收益为-54.94 万元。

表 4：公司主要直投企业和参股创投企业的投资收益

公司名称	单位：万元	
	2013 年	2014 年
深圳市创新投资集团有限公司	11,691.66	14,951.10
上海兴烨创业投资有限公司	1,128.40	209.11
上海杭信投资管理有限公司	-206.33	-54.94
合计	12,613.73	15,105.27

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，2014 年公司继续加大对金融服务产业的投资力度，在投资上海徐汇小额贷款公司、交大昂立小额贷款公司、嘉定大众小额贷款公司以及上海闵行大众小额贷款公司基础上，公司在上海自贸区发起设立上海大众融资租赁有限公司，进一步拓展

了自营金融产业的投资领域。2015 年公司将在对金融创投板块和对外投资项目进行全面梳理和分析的基础上，对有条件通过并购和回购退出的项目继续寻找渠道落实退出，推进金融投资结构调整。

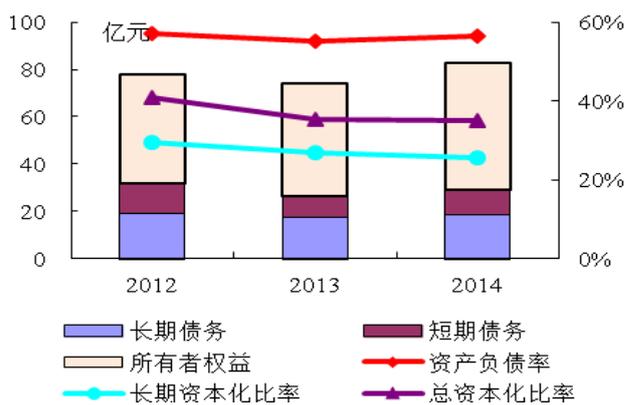
总体来看，目前创投平台所投项目运营良好，投资收益也相对显著。未来随着公司金融投资结构的调整以及对金融和类金融项目的拓展，公司金融板块占利润的比重亦有望得到进一步提升。

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 2012~2014 年财务报告。

资本结构

图 1：2012~2014 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

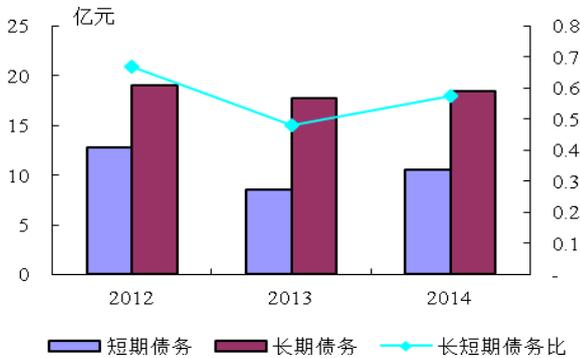
2014 年公司各业务板块稳步发展，特别是公用事业项目投资规模不断扩大，其资产和负债规模也相应增长。截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产总额和负债总额分别为 123.06 亿元和 69.39 亿元，分别同比增长 14.36% 和 16.58%。自有资本实力方面，随着近年来留存收益的累积，公司自有资本实力不断增强。截至 2014 年 12 月 31 日，公司所有者权益为 53.66 亿元，同比增长 11.62%。

财务杠杆比率方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 56.39%，同比增加 1.07 个百分点；总资本化比率为 35.13%，同比下降 0.15 个百分点。若剔除一次性入网费对负债的影响，则 2014 年末公司资产负债率为 55.69%，财务结构稳健性较好，可为其未来业务发展提供了较好的财务保障。

从债务结构来看，公司债务以长期债务为主，

截至2014年12月31日，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.57。与公司业务板块前期投资大、投资回报期长的特点相匹配，其以长期债务为主的债务结构有利于财务结构的稳定。

图 2：2012~2014 年公司债务结构分析



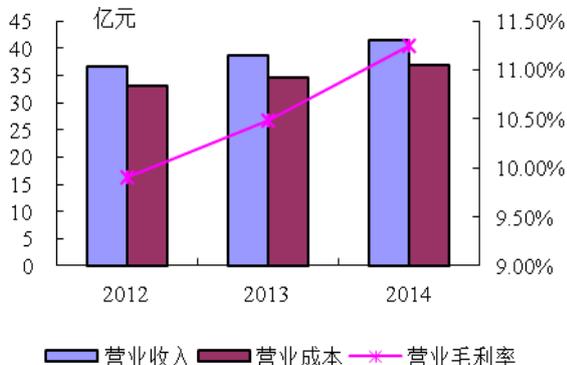
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，目前公司负债规模适中，资本结构相对稳健，且债务期限结构较为合理。但中诚信证评也注意到，未来随着管网投入改造、环境板块以及金融创投板块投资的推进，公司或面临一定的资本支出压力，其债务水平或将有所上升。

盈利能力

受益于燃气销售业务的增长，2014年公司实现营业收入41.53亿元，同比增长7.21%。从业务结构来看，燃气生产销售为公司业务收入的主要来源，2014年公司实现燃气生产销售收入35.50亿元，占公司主营业务收入的86.55%；其次为施工业务收入2.93亿元，占公司主营业务收入的7.15%。

图 3：2012~2014 年公司收入成本分析

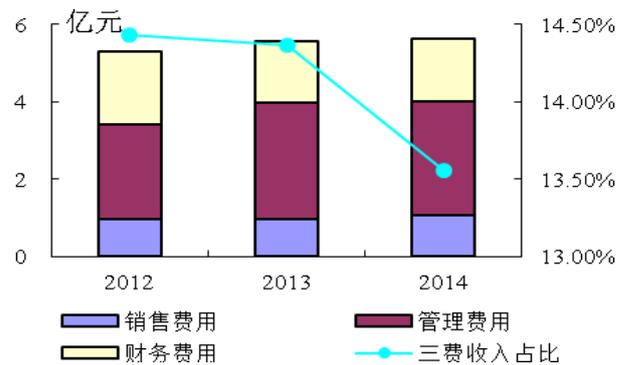


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，由于燃气销售价格受政府严格管制，且随着天然气对高毛利的管道煤气的替代，公

司整体利润空间相对有限。2014年公司燃气销售业务毛利率为7.21%，较上年下降0.30个百分点，处于较低水平。同期，受结算进度影响，公司施工业务板块毛利率较上年增加7.13个百分点至18.77%。受益于此，公司2014年营业毛利率增至11.25%，较上年增加0.77个百分点。长期来看，随着公司积极推动燃气结算价格的调整以及天然气价格机制的逐步理顺，燃气业务盈利水平将日趋合理。

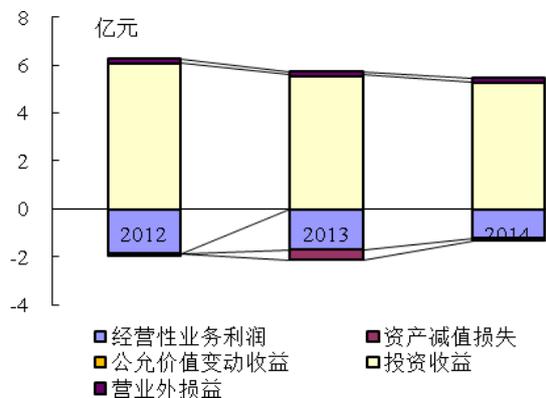
图 4：2012~2014 年公司期间费用变化



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2014年公司销售费用1.09亿元，同比增长11.58%，主要由于维修费用、安检印刷费等增加所致。同时，受公司总体融资规模扩大影响，公司利息支出相应增加，带动财务费用增长1.67%，至1.60亿元。2014年，公司期间费用合计为5.63亿元，期间费用占营业收入比重为13.56%，同比下降0.81个百分点，费用控制能力有所提升。

图 5：2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，由于燃气销售业务的利润率偏低，公司利润总额主要来自投资收益。2014年，公司取得投资收益5.29亿元，同比下降5.06%，其主要

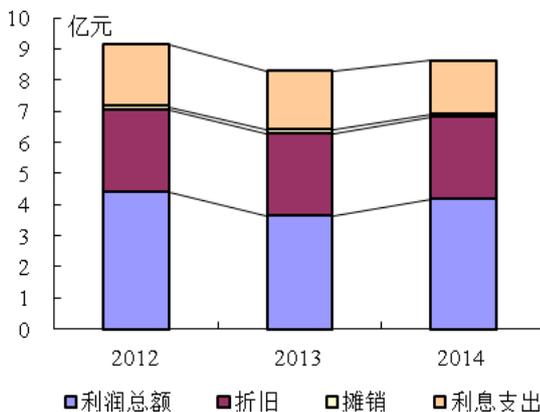
原因在于处置长期股权投资产生的投资收益以及可供出售金融资产持有期间的投资收益减少。具体来看，2014年大众交通和深圳创投分别贡献投资收益1.04亿元和1.50亿元；此外公司取得上海市翔殷路隧道BOT工程、杭州萧山污水处理BT项目以及常州五一路南段、泡桐路、北广场BT项目回报合计0.89亿元。但受益于经营性业务盈利能力提升以及可供出售金融资产减值损失下降，公司2014年实现利润总额4.17亿元，同比增长14.73%。长期来看，公司城市交通业务发展较为稳定，未来随着环境市政以及金融创投业务的稳步发展，公司的投资收益或将持续增长，利润总额亦有望进一步增加。

总体来看，公司收入规模增长较为稳定，尽管受燃气销售业务的定价机制制约，整体盈利空间有限，但受益于环境市政以及金融创投业务的稳步发展，其投资收益对利润总额形成了良好补充。未来，预计燃气销售业务与城市交通业务的发展将较为稳定，而随着公司在金融投资结构的调整以及项目的拓展，其投资收益或将有所增长，并将带动利润总额增加。

偿债能力

从获现能力来看，公司利润总额和折旧构成EBITDA的主要组成部分。因利润总额增加，2014年公司EBITDA同比上升6.66%至8.62亿元。现金流方面，公司以燃气销售业务为主业，现金回笼能力总体较强且稳定。2014年公司经营性净现金流为6.83亿元，较上年增长28.32%；同期收现比达到1.15，显示出很强的获现能力。

图 6：2012~2014 年公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 5：公司 2012~2014 年部分偿债能力指标

偿债能力指标	2012	2013	2014
总债务/EBITDA(X)	3.48	3.24	3.37
经营净现金流/总债务(X)	0.12	0.20	0.24
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.43	4.31	5.04
经营净现金流/利息支出(X)	1.84	2.84	3.99
总资本化比率(%)	40.97	35.27	35.13
资产负债率(%)	57.09	55.32	56.39

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债能力来看，公司获现能力和现金回笼能力较强，EBITDA和现金流能对债务本息形成较高保障。2014年公司总债务/EBITDA为3.37倍，同期EBITDA利息保障倍数和经营净现金流利息保障倍数分别为5.04倍和3.99倍。

截至2014年12月31日，公司获得主要贷款银行的授信额度为23.80亿元，已使用额度为5.12亿元，备用流动性相对较为充裕。

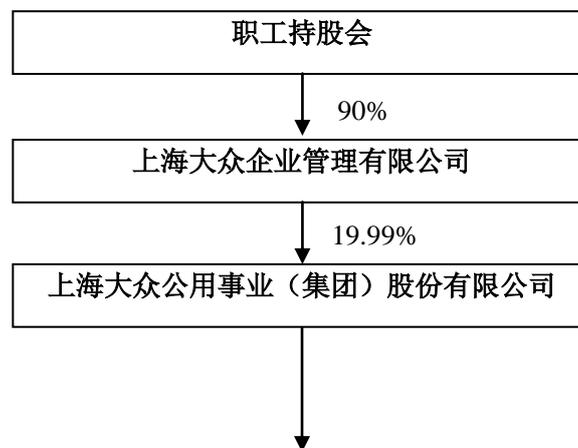
或有负债方面，截至2014年12月31日，公司担保余额合计人民币1.34亿元（均为对子公司提供的担保），担保总额占归属于母公司所有者权益的比例为3.04%，或有负债风险可控。

综合而言，作为一家以公用事业为主的企业，公司资本实力较强，债务水平适中，资本结构相对稳健。随着燃气销售业务、环境市政和金融创投业务的稳步发展，公司整体运营情况良好，EBITDA及现金流均能对负债提供良好保障，整体偿债能力很强。但同时，我们也关注到公司燃气销售业务受定价机制制约，盈利空间相对有限。另外，随着管网新建和改造工程的陆续投入，以及环境板块、金融创投板块投资的推进，公司或将面临一定的资本性支出压力。

结论

中诚信证评维持大众公用主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持“上海大众公用事业（集团）股份有限公司2011年公司债券”的信用级别为AA⁺。

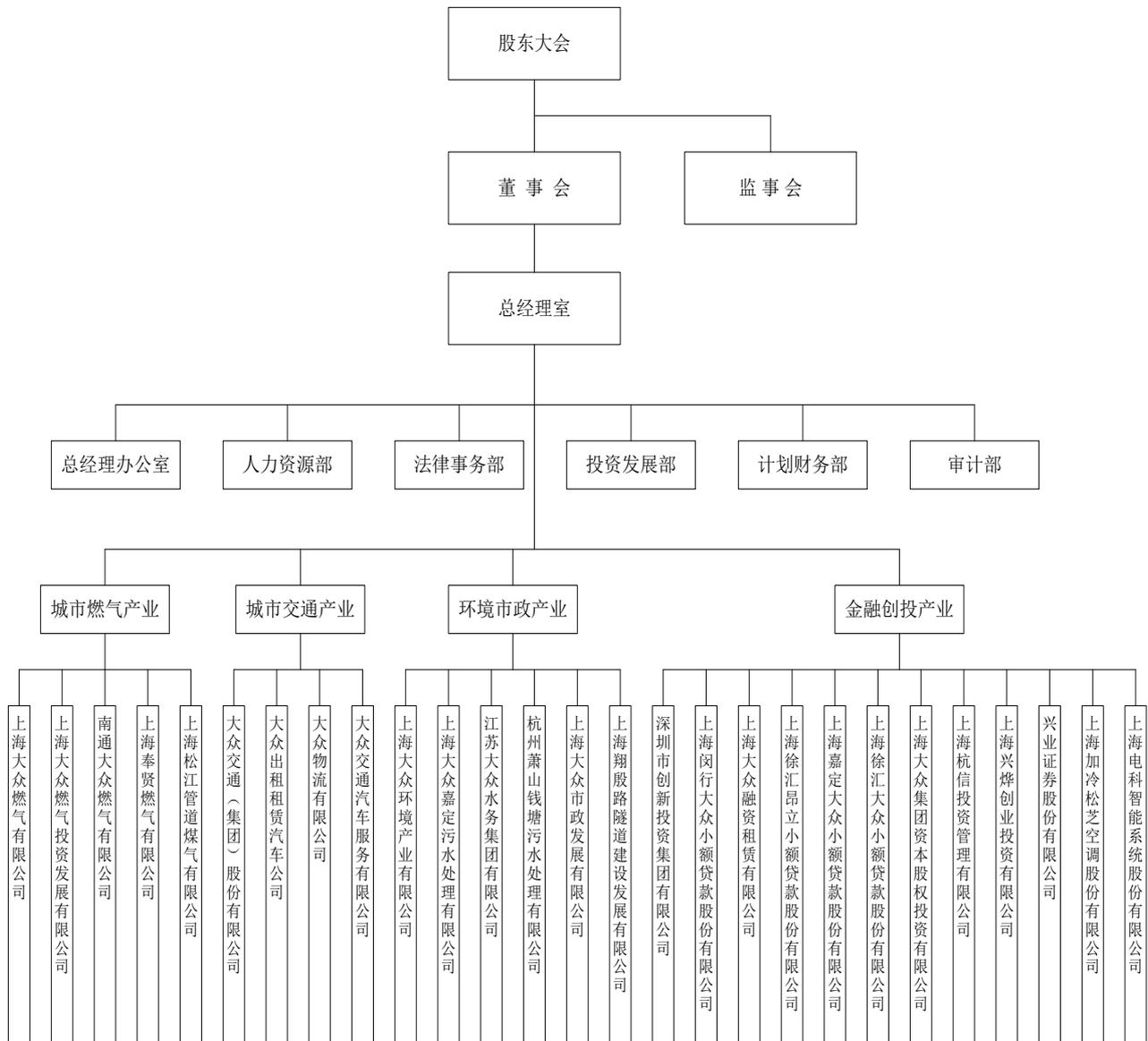
附一：上海大众公用事业（集团）股份有限公司股权结构图（2014年12月31日）



序号	公司名称	持股比例
1	上海大众燃气有限公司	50%
2	上海大众燃气投资发展有限公司	80%
3	南通大众燃气有限公司	50%
4	上海大众嘉定污水处理有限公司	100%
5	杭州萧山钱塘污水处理有限公司	90%
6	上海大众环境产业有限公司	100%
7	长沙大众暮云水业有限公司	91.67%
8	大众交通（集团）股份有限公司	24.48%
9	深圳市创新投资集团有限公司	13.93%
10	上海大众市政发展有限公司	100%
11	上海翔殷路隧道建设发展有限公司	100%
12	上海大众集团资本股权投资有限公司	100%
13	大众（香港）国际有限公司	100%
14	海南大众海洋产业有限公司	100%
15	上海卫铭生化股份有限公司	87.67%

注：表中仅列示公司主要的控股子公司

附二：上海大众公用事业（集团）股份有限公司组织机构图（截至 2014 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指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	123,877.83	96,406.87	156,538.10
应收账款净额	28,399.32	32,930.50	28,439.62
存货净额	29,378.78	29,293.70	34,509.26
流动资产	195,123.44	166,453.55	231,218.80
长期投资	337,779.78	352,309.76	384,272.41
固定资产合计	364,042.09	384,957.37	430,996.18
总资产	1,068,385.66	1,076,014.13	1,230,575.71
短期债务	127,365.52	85,056.23	105,952.20
长期债务	190,738.49	176,941.03	184,623.35
总债务（短期债务+长期债务）	318,104.01	261,997.26	290,575.54
总负债	609,989.87	595,247.60	693,945.86
所有者权益（含少数股东权益）	458,395.79	480,766.53	536,629.84
营业总收入	366,604.87	387,409.29	415,333.09
三费前利润	34,706.60	38,894.02	44,460.19
投资收益	60,824.89	55,704.33	52,885.24
净利润	38,857.97	31,334.98	37,425.64
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	91,366.47	80,860.39	86,248.17
经营活动产生现金净流量	38,028.43	53,237.98	68,314.06
投资活动产生现金净流量	19,801.09	-13,764.86	-15,262.93
筹资活动产生现金净流量	2,091.36	-66,930.32	4,083.05
现金及现金等价物净增加额	59,920.88	-27,481.87	57,062.93
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	9.91	10.48	11.25
所有者权益收益率（%）	8.48	6.52	6.97
EBITDA/营业总收入（%）	24.92	20.87	20.77
速动比率（X）	0.53	0.44	0.50
经营活动净现金/总债务（X）	0.12	0.20	0.24
经营活动净现金/短期债务（X）	0.30	0.63	0.64
经营活动净现金/利息支出（X）	1.84	2.84	3.99
EBITDA 利息倍数（X）	4.43	4.31	5.04
总债务/EBITDA（X）	3.48	3.24	3.37
资产负债率（%）	57.09	55.32	56.39
总资本化比率（%）	40.97	35.27	35.13
长期资本化比率（%）	29.38	26.90	25.60

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

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。