

## 山西天然气有限公司 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：张雪飘 xpzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 25 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1321 号

## 山西天然气有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；

维持“16 晋然 02”、“17 晋然债”、“19 晋天然气 MTN001”和“19 晋天然气 MTN002”的信用等级为 **AA+**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

**评级观点：**中诚信国际维持山西天然气有限公司（以下简称“山西天然气”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“16 晋然 02”、“17 晋然债”、“19 晋天然气 MTN001”和“19 晋天然气 MTN002”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司区域垄断优势仍较为明显、气源稳定性较强以及 2021 年一季度收到股东注资且盈利状况有所改善等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司盈利稳定性较差，期间费用对利润侵蚀较为严重、财务杠杆水平较高，短期偿债压力大以及应收款项对资金形成一定占用等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

山西天然气（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	285.14	286.19	276.70	276.02
所有者权益合计（亿元）	42.56	41.27	31.90	42.54
总负债（亿元）	242.57	244.91	244.81	233.49
总债务（亿元）	208.97	216.70	216.02	201.22
营业总收入（亿元）	111.34	108.08	104.28	30.84
经营性业务利润（亿元）	1.68	0.76	-7.98	0.74
净利润（亿元）	0.35	0.43	-9.45	-0.01
EBITDA（亿元）	14.55	17.14	7.62	--
经营活动净现金流（亿元）	8.13	7.75	1.41	2.86
收现比(X)	0.94	0.99	1.08	1.13
营业毛利率(%)	17.33	18.50	12.92	17.70
应收类款项/总资产(%)	5.95	7.62	6.46	12.53
资产负债率(%)	85.07	85.58	88.47	84.59
总资本化比率(%)	83.08	84.00	87.13	82.55
总债务/EBITDA(X)	14.37	12.64	28.34	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.48	1.55	0.75	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理。

### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：燃气生产和供应(C160200\_2019\_03)

山西天然气有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
财务政策与偿债能力 (31%)	总资本化比率(%)	87.13	3
	FFO 利息倍数(X)*	1.17	6
	EBITDA/总债务(X)*	0.06	6
	FFO/资本支出(X)*	0.94	8
盈利能力和效率(20%)	EBITDA 利润率(%)*	12.14	7
	经营波动风险	7	7
运营实力 (23%)	经济社会环境	10	10
	市场地位	8	8
规模(26%)	供气量	8	8
	燃气业务收入	8	8
打分结果			a+
BCA			a+
支持评级调整			3
评级模型级别			AA+
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b> 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

\*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

### 正面

■ **区域垄断优势仍较为明显。**公司股东山西省国新能源股份有限公司（以下简称“国新能源”）在山西省内长输管网规划建设 and 经营管理领域主体地位明确，政策优势显著，跟踪期内公司仍保持山西省最大的燃气经销商地位，持续获得政府相关补助。

■ **气源稳定性较强。**山西省内拥有多条国家级天然气干线，且区域内煤层气资源丰富，2020 年股东国新能源成立山西省国新能源股份有限公司销售分公司（以下简称“国新销售”）进行天然气统购分销工作，强化气源稳定及上游气价谈判能力。

■ **2021 年一季度收到股东注资且盈利状况有所改善。**2021 年一季度，公司收到股东国新能源注资 10.02 亿元，使得财务杠杆水平较上年末有所下降。同时，当期公司营业收入、毛利率和净利润均较上年同期有所改善，但考虑到公司期间费用率仍较高，未来盈利状况需持续关注。

### 关注

■ **盈利稳定性较差，期间费用对利润侵蚀较为严重。**2020 年，受新冠疫情及国际 LNG 价格低位冲击影响，公司营业毛利率大幅下滑，净利润亏损金额较大。同时，公司期间费用规模较大且持续上升，对利润侵蚀严重。此外，公司利润的形成在一定程度上依赖政府补助，跟踪期内政府补助金额有所减少。

■ **财务杠杆水平较高，短期偿债压力大。**截至 2021 年 3 月末，公司财务杠杆比率虽小幅下降，但仍处于很高水平，资本结构亟待优化。同时，公司短期债务规模较高，同期末，公司货币资金/短期债务为 0.17 倍，公司短期偿债压力较大。

■ **应收款项对资金形成一定占用。**截至 2021 年 3 月末，公司应收类款项规模仍较大，对资金形成一定占用。

### 评级展望

中诚信国际认为，山西天然气有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司在行业内地位显著提升；公司供气能力及规模大幅上升；政府及股东对公司支持力度增强，资本实力大幅增长，盈利能力大幅提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司经营恶化；股东等相关各方支持意愿减弱；债务杠杆水平持续大幅提升，融资环境恶化，导致流动性紧张；公司及其子公司盈利能力出现明显下滑等。

**评级历史关键信息**

山西天然气有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	19 晋天然气 MTN001 (AA+) 19 晋天然气 MTN002 (AA+)	2020/6/23	盛蕾、张雪飘、 王璇	<a href="#">中诚信国际燃气生产和供应业评级方法与模型 C160200_2019_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	19 晋天然气 MTN002 (AA+)	2019/10/14	赵晓曦、王璇	<a href="#">中诚信国际燃气生产和供应业评级方法与模型 C160200_2019_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	19 晋天然气 MTN001 (AA+)	2019/8/15	赵晓曦、王璇	<a href="#">中诚信国际燃气生产和供应业评级方法与模型 C160200_2019_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2020 年部分燃气企业主要指标对比表					
公司名称	售气量 (亿立方米)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
山西天然气	45.52	276.70	88.47	104.28	-9.45
奥德集团	59.33	394.63	50.56	198.11	24.21
江西天然气	15.60*	83.35	54.72	48.99	0.58

注：1、“\*”为 2019 年数据；2、“江西天然气”为“江西省天然气集团有限公司”简称，“奥德集团”为“奥德集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
16 晋然 02	AA+	AA+	2020/6/23	5.00	3.80	2016/09/08~2021/09/08 (3+2)	附第 3 年末公司调整票面利率选择权、投资者回售选择权
17 晋然债	AA+	AA+	2020/6/23	6.00	0.25	2017/08/02~2022/08/02 (3+2)	附第 3 年末公司调整票面利率选择权、投资者回售选择权
19 晋天然气 MTN001	AA+	AA+	2020/6/23	5.00	5.00	2019/9/5~2022/9/5	交叉违约
19 晋天然气 MTN002	AA+	AA+	2020/6/23	5.00	5.00	2019/10/23~2024/10/23	交叉违约

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

根据公司提供资料，“16晋然02”募集资金5.00亿元，债券期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后，已全部用于偿还银行借款和补充流动资金。2019年7月29日，公司发布了票面利率调整公告和投资者回售选择权提示性公告，公司选择上调该债券票面利率至5.00%，本期债券的回售数量为120,000手，回售金额为120,000,000.00元，本期债券余额为3.80亿元。

“17晋然债”募集资金6.00亿元，债券期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后，已全部用于偿还银行借款和补充流动资金。2020年6月18日，公司发布了票面利率调整公告和投资者回售选择权提示性公告，公司选择下调该债券票面利率至3.50%，本期债券的回售数量为575,000手，回售金额为575,000,000.00元，本期债券余额为0.25亿元。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从

生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修



复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**作为清洁能源的天然气在能源消费结构中占比将持续提升且需求继续保持增长，但总体供给和区域不均衡仍将长期存在**

城市燃气作为城市能源结构和城市基础设施的重要组成部分，为居民生活、工商业提供优质燃料，在现代化发展中起着极其重要的作用。我国城市燃气供应主要包括天然气、液化石油气和人工煤气。随着城市化进程的持续推进，国家环保标准的提高，国民环保意识的增强，以及新能源的不断开

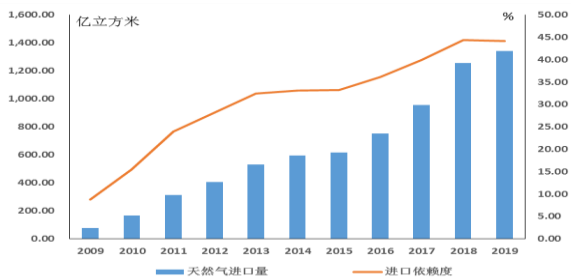
发，我国用气类型和供气结构也逐步进行调整，作为清洁能源的天然气已成为我国城市用气和供气的主要产品。天然气供气总量从 2002 年的 1,259,334 万立方米增加至 2019 年的 16,085,569.83 万立方米。从城市用气人口来看，截至 2019 年末，人工煤气、液化石油气和天然气用气人口分别为 675.37 万人、11,297.10 万人和 39,024.99 万人，占全部城市燃气用气人口的 1.32%、22.15% 和 76.52%。

其中，我国天然气消费量由 2010 年的 1,074.02 亿立方米增加至 2019 年的 3,073.30 亿立方米，年均增长率为 12.22%。按天然气消费结构来看，城市燃气和工业用气仍是天然气消费的主力，2019 年消费量分别占全国消费量的 37.2% 和 35.0%。

我国天然气行业面临着总产量不足且区域分布不均衡的状态。截至 2019 年末，我国天然气已探明储量为 8.40 万亿立方米，占世界探明储量的 4.23%。同期，我国天然气储采比为 47.30 年，低于全球天然气储采比 49.82 年。天然气产量由 2000 年的 277.26 亿立方米增加至 2019 年的 1,736.20 亿立方米，呈快速增长的趋势。我国自产气主要集中在塔里木、鄂尔多斯、四川、柴达木盆地、准噶尔盆地等地，天然气供给存在地区发展不均衡的情况。

从 2006 年开始，我国成为天然气净进口国，从 2000 年的 76.92 亿立方米增长至 2019 年的 1,342.64 亿立方米，进口依赖度从 2000 年的 8.80% 增长至 2019 年的 44.13%，天然气进口量快速增长。目前，我国主要的进口天然气通道为西北-中亚、西南-中缅、东北-中俄进口天然气管道以及东南沿海进口 LNG。具体来源方面，2019 年，我国管道天然气进口来源包括土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、缅甸和哈萨克斯坦；LNG 进口来源主要为澳大利亚、卡塔尔、马来西亚及印度尼西亚。

图 1：2009 年~2019 年天然气进口情况



资料来源：wind，中诚信国际整理

2017 年 4 月，国家发改委公布《加快推进天然气利用的意见》（发改能源[2017]1217 号），提出将天然气培育成为我国现代清洁能源体系主体能源之一，至 2020 年，天然气在一次能源消费结构中的占比拟达到 10% 左右。截至 2019 年末，我国天然气消费占能源消费总量的比重为 8.3%，预计未来天然气在能源消费结构中的占比将持续提升。根据《天然气十三五规划》，到 2020 年，我国气化人口预计达到 4.7 亿人，年均增速 10.30%，城镇人口天然气气化率 57%。目前我国气化人口与十三五规划目标仍存在一定差距，预计未来天然气需求将继续保持增长态势。

总体来看，未来随着城市化和工业化进程持续推进，国家环保标准提高和国民环保意识增强，作为清洁能源的天然气在能源消费结构中的比重将持续提升，天然气需求将继续保持增长态势，但总体供给和区域不均衡仍将长期存在。

**近年来，天然气管网和储气设施建设稳步推进，一定程度上缓解了天然气供给缺口；未来将持续加强勘探开发、管网和储气设施建设，以提升天然气保障能力**

为缓解天然气区域间供需矛盾，我国已形成“西气东输、川气东送”的供气格局。截至 2019 年末，我国天然气使用区域已扩展至国内 31 个省、市、自治区，已投产的长输管道主要有西气东输线、陕京线、川气东送、忠武线、中贵线、中缅线和涩宁兰线等，天然气管道长度为 76.79 万公里，其中已建成投产的长输管道长度超过 7 万公里。

依据全国天然气管网布局建设储气设施，主干管道应配套建设地下储气库，地下储气库和 LNG 接收站应与全国管网相联通，加强城市燃气应急调峰能力建设，构建储气调峰服务市场。我国将继续争取进口更多的 LNG，并在沿海地区加速建造 LNG 接收终端、天然气管道和贮存设施。近年来，我国进口 LNG 接收站及地下储气库建设逐步加速。东南沿海进口 LNG 方面，我国在天津、广东、河北等地新建多个 LNG 接收站项目，截至 2019 年末，国内已投产的进口 LNG 接收站 22 座，总接收能力 7,742 万吨/年；在建及扩建 LNG 接收站至少 8 座，接受能力为 2,355 万吨/年。

同时，按照“海陆并进、常非并举”的工作方针，我国将加强基础调查和资源评价，持续加大国内勘探投入，围绕塔里木、鄂尔多斯、四川和海域四大天然气生产基地，加大新区、新层系风险勘探，深化老区挖潜和重点地区勘探投入，夯实国内资源基础；在加强常规天然气开发的同时，加大致密气、页岩气、煤层气等低品位、非常规天然气科技攻关和研发力度，突破技术瓶颈，实现规模效益开发，形成有效产能接替。

根据《天然气十三五规划》，“十三五”期间，我国计划新建天然气主干及配套管道 4 万公里，2020 年总里程达到 10.4 万公里，干线输气能力超过 4,000 亿立方米/年；地下储气库累计形成工作气量 148 亿立方米。2020 年，天然气计划年产量 2,020 亿立方米，年均增速 8.9%；国内天然气综合保供能力达到 3,600 亿立方米以上。预计未来我国将继续加强勘探开发，加快天然气管网和储气设施建设，以提升天然气输送能力和供给能力。

**近年来，天然气价格改革持续向完全市场化定价机制推进**

长期以来，我国天然气终端销售价格由天然气出厂价格、长输管道的管输价格以及城市输配价格构成。天然气出厂价格和跨省的长输管道的管输价格由国家发改委制定，终端销售价格由省级发改委



和物价部门制定。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的水平。

非居民用天然气价格方面，自 2013 年以来，国家发改委多次调整非居民用天然气价格，有利于按照市场化取向建立起与可替代能源价格挂钩的动态调整机制，逐步理顺与可替代能源的比价关系，逐步放开天然气直供用户（化肥企业除外）用气门站价格，由供需双方协商定价，进行市场化改革试点，并于 2015 年实现存量气、增量气价格并轨，逐步放开非居民用天然气气源价格，落实页岩气、煤层气等非常规天然气价格市场化政策。

居民用气方面，国家发改委于 2014 年 4 月指出，对所有已通气城市均应在 2015 年底之前建立起居民生活用气阶梯价格制度，将居民用气价格划分为三档，各档具体气量和气价由各地结合当地实际情况确定。与此同时，我国天然气价格改革在输配价格监管、储气设施价格明确、化肥企业用气价格放开及上海石油天然气交易中心正式投运等方面均取得了进展。

2018 年 5 月，国家发改委发布《国家发展改革委关于理顺居民用气门站价格的通知》（发改价格规[2018]794 号），将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平按非居民用气基准门站价格水平（增值税税率 10%）安排，同时提出供需双方可以基准门站价格为基础，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。方案实施时门站价格暂不上浮，实施一年后允许上浮。居民用气价格理顺后，对城乡低收入群体和北方地区农村“煤改气”家庭等给予适当补贴。补贴由地方政府承担主体责任，中央财政利用大气污染防治等现有资金渠道加大支持力度。这是居民天然气价格首次实现市场化改革，解决了居民用气价格与成本倒挂的问题。

此外，2019 年 7 月，国家发改委发布《关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见》，要求燃气工程安装竞争性市场体系尚未建立、收费标准纳入

政府定价目录进行管理的地方，合理确定收费标准，原则上成本利润率不超过 10%。目前，燃气接驳工程毛利率较高，是燃气运营行业利润的主要增长点，新规发布后，或将加剧燃气接驳工程业务的竞争。

长期来看，我国天然气定价将由可替代能源定价向完全市场化定价机制转变，天然气体制改革的进一步深入将有利于市场化进程的推进，有利于国内天然气市场深度融入全球市场，提高国内天然气市场的国际影响力。

**目前行业内垄断性较强，下游市场化程度相对较高，整体行业格局短期内较稳定；近期油气改革将以“X+1+X”市场体系为方向，但改革难度大，未来改革进度和效果需关注**

天然气行业分为上游生产、中游输送及下游分销三个环节。目前，我国天然气生产由中国石油天然气集团有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司和中国海洋石油集团有限公司等大型天然气勘探企业进行，上游天然气开采商及供应商基本被“三桶油”垄断；中游天然气输送由拥有跨省及进口长输管网的“三桶油”及经营省内长输管道的省级天然气管输企业负责；天然气运输的下游分销商主要是各个城市的燃气公司，市场化程度相对较高，但由于城市管道燃气实行特许经营政策，故具有较强的区域垄断性，目前多以获取更多特许经营权形式进行竞争。

自 2002 年燃气行业市场化改革以来，我国城市燃气中下游行业目前已形成央企、国企、外企和民企等不同类型所有制为主体的多元化市场竞争格局。如行业上游的中石油下属昆仑燃气收购了中石油的燃气资产，进入了下游分销领域，覆盖全行业产业链；拥有地方政府背景的国有燃气运营企业供气范围以我国直辖市或大型省会省市为主，如北京市燃气集团有限责任公司、深圳市燃气集团股份有限公司、陕西燃气集团有限公司和安徽省天然气开发股份有限公司等；而民营资本则多布局在二三线城市中，如新奥（中国）燃气投资有限公司、奥

德集团有限公司、百川能源股份有限公司、河南天伦燃气集团有限公司、贵州燃气集团股份有限公司等；此外，20世纪90年代以港资为主的外资以参股、收购等方式获得国内部分城市燃气市场20~30年的独家经营权，如南京港华燃气有限公司。但随着天然气利用的深入和燃气行业的快速发展，燃气运营企业竞争将加剧。

需要关注的是，2019年12月31日，自然资源部印发了《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（运行）》，提出在国内注册净资产不低于3亿元人民币的内外资企业均有资格按规定取得油气矿业权。2019年12月9日，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责的国家石油天然气管网集团有限公司在北京成立，其主要职责是负责全国油气干线管道、部分储气调峰设施的投资建设，负责原油、成品油、天然气的管道输送，并统一负责全国油气干线管网运行调度。以上举措将对我国天然气行业上游、中游产生重大影响，有助于推动我国形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的“X+1+X”油气市场体系，但考虑到行业特性和相关利益复杂，改革难度大，未来改革进度和效果仍需关注。

总体来看，随着油气体制改革的推进，未来多元化的资本或将进入燃气行业上游，中游管网格局或将调整，但仍需较长时间逐步落实，短期内变化有限；下游多元化的竞争格局仍将保持，而具有较稳定的气源供应和销售渠道的城市管道运营商将在竞争中得以保持相对优势的竞争地位。

### 跟踪期内公司燃气供应仍保持山西省内垄断地位；2020年受疫情及市场价格波动因素影响，燃气购销价差大幅下降导致盈利空间压缩，2021年一季度有所好转

根据2020年9月25日国新能源发布的《关于省属燃气企业整合重组有关事宜的通知》，国新能源作为山西省燃气市场整合主体，获得省内天然气管网特许经营权，负责全省天然气管网的统一建

设、运营。公司作为国新能源下属核心管输企业，是本次山西省燃气市场改革的重要参与者，近三年以来公司天然气供应量约占省内供应总量的90%，在区域燃气市场处于绝对的主导地位。截至2021年3月末，公司在运营燃气管网总长度5,000余公里，已覆盖山西省11市104县（市、区），设计管输能力255亿立方米/年。

燃气采购方面，公司气源主要来自中石油的陕京一线、陕京二线、陕京三线、西气东输线等多条国家级天然气输气管线。2020年来，公司股东国新能源按照分板块、专业化运营方向，成立国新销售进行天然气统购分销工作，强化上游气价谈判能力。2020年来，公司天然气上游采购方逐步转移为以国新销售为主。同时，山西省煤层气资源丰富，公司额外采购山西省内的煤层气以弥补天然气的供气缺口，公司主要与中石油煤层气有限责任公司达成气源供应协议，且所建设管道已覆盖省内主要煤层气气源地。此外，由于山西省用气结构呈现夏季富余、冬季缺口的状态，为提高供气保障能力，公司设有液化工厂以消纳夏季采购的富余天然气，并在冬季为了保障天然气供应而采购LNG开展气化反输工作。

燃气采购定价方面，公司天然气采购价格由国家发改委制定，煤层气、LNG采购价格实行市场化的定价机制，与供应商协商确定。近年来，公司燃气采购均价有所波动，其中2020年同比有所下降，2021年一季度又有所回升。整体看，公司气源稳定性较强，但采购均价易受煤层气及LNG市场价格波动影响，成本波动较大。

表1：2020年公司前五大气源供应商（万元）

供应商名称	类型	采购额	占当期采购总额比例
山西省国新能源股份有限公司销售分公司	天然气及煤层气	191,945.03	34.37%
中国石油天然气股份有限公司天然气销售山西分公司	天然气	151,523.70	27.13%
中石油煤层气有限责任公司	煤层气	43,296.03	7.75%
太原东山中石油昆仑燃	煤层气	33,968.50	6.08%

气有限公司			
山西富城锦华燃气有限公司	煤层气	32,796.22	5.87%
<b>合计</b>	--	<b>453,529.48</b>	<b>81.20%</b>

资料来源：公司提供

公司作为天然气长输管道省属运营商，销售模式包括直接销售和代输两种，其中直接销售业务模式为公司从上游购入天然气、煤层气等通过公司管网直接销售给下游大型工业客户等；天然气代输业务模式为公司通过上游采购天然气后将天然气销售给城市燃气公司等，再由城市燃气公司销售给终端客户。目前公司客户仍以省内的城市燃气运营商为主，多为联营和合营的燃气销售公司，终端直接销售燃气规模较小。公司盈利仍主要来自管输费。2020年，公司前五大销售客户销售收入合计30.31亿元，占当期销售总收入比例为29.07%，较上年下降4.32个百分点，下游客户集中度下降。

**表 2：2020 年公司前五大销售客户（万元）**

客户名称	公司持股比例	销售收入	占销售总收入比例
太原燃气集团有限公司	50.00	145,577.52	13.96%
华能太原东山燃机热电有限责任公司	--	58,190.96	5.58%
山西压缩天然气集团有限公司	50.00	35,754.13	3.43%
宁夏马斯特实业集团有限公司	--	32,338.58	3.10%
太谷县鑫扬元通能源有限公司	--	31,273.79	3.00%
<b>合计</b>	--	<b>303,134.98</b>	<b>29.07%</b>

资料来源：公司提供

结算方式方面，公司向下游客户供气一般采取预收款的形式，但部分优质的大客户可以采取先供气后付款的形式。

燃气销售价格方面，公司长输管道运营业务燃气销售均价包含门站售价和管输价两部分，其中居民用天然气门站价由国家发改委统一制定，非居民

**表 4：截至 2020 年末公司主要在建项目情况（亿元）**

项目名称	预计总投资	截至 2020 年末已投资	2021 年 4~12 月计划投资
<b>液化项目：</b>			
大同液化调峰储备集散中心项目	4.90	3.94	1.00
临汾液化调峰储备集散中心项目	4.60	4.06	0.50
<b>煤层气热电联产项目：</b>			

用天然气门站价不得高于省物价局提出的最高指导价，管输价由省物价局根据公司每年上报的各类成本核算确定，公司长输管道运营业务盈利主要来自管输价，公司议价能力有限。2020年公司燃气平均售价有所下降，主要系受新冠肺炎疫情影响，下游用户用气需求下降，叠加进口 LNG 价格低位冲击，山西省内局部市场价格下跌，公司销售端采取降价措施所致。受上述因素影响，2020年公司燃气购销价差大幅下降，盈利空间压缩。2021年一季度，公司相较于上年同期受到的疫情及市场价格影响大幅减小，燃气销售价格回升较为迅速，购销价差已恢复至2020年前水平。

燃气销量方面，虽然2020年前三季度燃气销售下游需求受疫情影响有所降低，但由于第四季度寒冬带来的燃气需求上升，公司2020年全年燃气销售量较上年整体略有回升。

**表 3：2018 年~2021 年 3 月公司供气主要指标**

	2018	2019	2020	2021.3
燃气采购量（亿立方米）	48.58	41.97	45.52	12.21
平均采购价（元/立方米）（不含税）	1.83	2.01	1.88	2.00
燃气销量（亿立方米）	48.58	41.97	45.52	11.85
平均售价（元/立方米）（不含税）	2.12	2.43	2.14	2.48

资料来源：公司提供

在建方面，截至2020年末，公司在建主要为液化项目、煤层气热电联产项目和管道工程项目等。资金平衡方面，公司主要通过项目建成后进行经营活动产生的现金流解决，剩余缺口一方面主要由股东提供长周期、低成本的地方债转贷资金，另一方面公司通过向银行等金融机构申请固定资产贷款解决。截至2020年末，公司在建项目预计总投资38.85亿元，已投资33.60亿元，未来支出压力较小。同期末，公司暂无拟建项目。



保德煤层气热电联产项目	8.13	7.85	0.20
昔阳煤层气热电联产项目	8.17	7.89	0.20
<b>管道工程项目:</b>			
怀仁-左云-右玉输气管道工程	1.95	1.58	0.40
右玉-平鲁(七墩)输气管道工程	1.48	1.26	0.31
临汾应急联络线	0.79	0.71	0.12
段纯-回龙输气管道工程	0.42	0.33	0.10
段纯-温泉乡输气管道工程	0.86	0.48	0.20
太原-岚县输气管道工程	3.64	2.20	1.00
端氏-长子输气管道工程	2.99	2.54	0.30
长子-长治输气管道工程	0.92	0.76	0.16
<b>合计</b>	<b>38.85</b>	<b>33.60</b>	<b>4.49</b>

资料来源: 公司提供

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2018~2020年财务报告和未经审计的2021年一季度财务报表。各期财务报表均按照新会计准则编制,评级报告中所采用财务数据均为各期财务报表期末数或当期数。

### 2020年公司收入小幅下滑,营业毛利率受燃气销售业务盈利空间压缩影响而大幅下降;公司期间费用规模较大且持续增长,对利润侵蚀严重;公司利润总额大幅亏损,盈利指标恶化

2020年,天然气及煤层气销售收入仍为公司主要收入来源,受销售均价下降影响,该业务板块收入小幅下降。营业毛利率方面,2020年1~3季度受疫情导致的需求减少以及进口LNG价格低位冲击影响,公司销售端采取降价措施;同时第四季度出现寒冬情况下燃气需求激增,公司为确保山西省燃气迎峰度冬保障需加大燃气采购量,在冬季北方区域气源气量紧张情况下,一方面公司天然气及LNG外购价格大幅上升,另一方面公司需要把前期储备的LNG进行气化反输,导致公司燃气销售业务盈利空间大幅压缩,进而使得公司营业毛利率大幅下滑。2021年一季度,公司实现营业总收入30.84亿元,同比增长12.88%;营业毛利率为17.70%,较上年同期小幅提升,公司盈利状况有所改善。

表5: 近年来公司营业总收入及营业毛利率情况(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
天然气及煤层气	102.98	99.65	97.42
其他	8.36	8.42	6.86
<b>合计</b>	<b>111.34</b>	<b>108.08</b>	<b>104.28</b>
毛利率	2018	2019	2020
天然气及煤层气	16.27	17.88	12.25
其他	30.39	25.77	22.43
<b>营业毛利率</b>	<b>17.33</b>	<b>18.50</b>	<b>12.92</b>

注: 分项收入加总与合计数尾数差系四舍五入所致。

资料来源: 公司提供

公司期间费用仍以销售费用和财务费用为主。2020年,公司销售费用继续上升,主要系管网折旧费和运行费用上涨所致,同期,公司财务费用亦小幅增长。此外,随着计入管理费用的折旧费增加,公司管理费用亦持续上升。公司期间费用规模较大且持续上升,期间费用率水平较高,对利润侵蚀较为严重。

2020年,公司利润总额大幅亏损,一方面公司主营业务利润受燃气销售业务盈利空间压缩而大幅下降,另一方面公司计入其他收益的政府补助较上年有所下降,加之折旧、利息支出等费用增加,2020年公司实现净利润-9.45亿元,亏损金额超过净资产的10%,盈利状况遭受严重冲击。公司EBITDA主要由利润总额、费用化利息支出和折旧构成,由于2020年利润总额亏损严重,EBITDA相关盈利指标大幅下滑,同时总资产收益率亦出现恶化。2021年一季度,公司实现净利润-0.01亿元,较上年同期的-0.64亿元回升较大,盈利情况较上年同期有所改善。

**表 6: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%)**

	2018	2019	2020	2021.3
期间费用合计	18.97	21.61	23.34	5.42
期间费用率	17.04	20.00	22.38	17.58
经营性业务利润	1.68	0.76	-7.98	0.74
其中: 其他收益	1.73	2.85	2.20	0.75
资产减值损失	0.18	--	0.28	--
信用减值损失	--	0.08	0.20	-0.008
投资收益	-0.08	0.87	-0.19	-0.11
利润总额	1.74	1.58	-8.81	0.66
净利润	0.35	0.43	-9.45	-0.01
EBITDA	14.55	17.14	7.62	--
EBITDA 利润率	13.07	15.86	7.31	--
总资产收益率	3.15	3.52	0.05	--

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

### 跟踪期内, 公司减少对外借款以及转让部分子公司及持有的其他公司股权, 资产规模小幅下降; 应收类款项较大, 对资金形成一定占用; 公司财务杠杆率水平高, 债务负担较重, 资本结构亟待优化

跟踪期内公司总资产仍以输气管道等固定资产及在建项目构成的非流动资产为主。2020 年末, 公司货币资金小幅增加, 其中受限 2.00 亿元; 公司应收账款仍主要为客户燃气款, 其中账龄 1 年内占比为 76.24%; 公司预付款项大幅增加, 主要系公司提前向燃气供应商支付采购款锁定气源所致, 其中预付国新能源 6.22 亿元; 公司其他应收款大幅下降, 主要系收到国新能源支付的山西国新天然气利用有限公司股权转让款 4.36 亿元所致; 公司债权投资大幅下降, 主要系公司对国新能源及其子公司的借款余额下降所致。同期末, 公司其他资产项目无较大变化。

2021 年 3 月末, 公司其他应收款大幅增加, 主要系 2021 年来, 股东国新能源实施资金集中管理措施, 应收资金管理中心存款所致。公司债权投资小幅上升, 主要系对外借款增加所致。整体上, 公司应收和预付类款项规模较大, 对资金形成一定占用。

**表 7: 近年来公司主要资产构成情况 (亿元)**

	2018	2019	2020	2021.3
总资产	285.14	286.19	276.70	276.02
货币资金	31.74	21.67	23.74	14.57
应收账款	10.96	13.57	13.76	15.53

预付款项	2.66	3.64	10.81	4.76
其他应收款	5.89	8.23	4.12	19.05
固定资产	128.93	129.41	137.14	134.02
在建工程	70.16	59.90	53.63	52.16
债权投资	--	14.27	3.41	5.75
长期股权投资	8.69	8.64	7.71	6.11
其他非流动资产	9.18	6.88	7.22	6.86
无形资产	6.81	5.80	6.02	5.96

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

除有息债务外, 公司负债主要由预收货款为主的合同负债、工程及设备款为主的其他应付款构成; 2021 年 3 月末, 公司合同负债大幅增加, 主要系预收国新销售 5.70 亿元燃气款所致。

公司债务方面, 截至 2021 年 3 月末, 公司债务规模较大, 长期债务占比相对较高。间接融资方面, 公司信用良好, 信用借款占比较高, 其中 2020 年末公司短期借款和长期借款中信用借款分别为 44.36 亿元和 67.97 亿元。直接融资方面, 2020 年公司新增发行“20 晋天然气 PPN001”和“20 晋天然气 PPN002”, 融资金额合计 10.00 亿元。

所有者权益方面, 2020 年, 公司经营大幅亏损, 未分配利润有所下降, 同期, 公司向关联方转让临汾市城市天然气有限公司 35% 股权和阳泉华润燃气有限公司 25% 股权, 少数股东权益有所下降; 2021 年 3 月末, 公司收到股东国新能源增资款 10.02 亿元, 所有者权益得以提升。

整体上, 公司财务政策较为激进, 2021 年 3 月末, 受益于公司用股东增资款偿还债务, 公司资产负债率和总资本化比率小幅下降, 但仍保持高位, 且债务负担较重, 资本结构亟待优化, 中诚信国际将持续关注公司对财务杠杆比率的控制情况。

**表 8: 近年来公司主要负债、权益及资本结构情况 (亿元、%)**

	2018	2019	2020	2021.3
总负债	242.57	244.91	244.81	233.49
短期借款	29.86	46.77	63.28	53.10
应付票据	5.20	3.96	3.19	7.46
合同负债	0.00	0.00	5.85	12.19
预收款项	7.23	5.83	0.00	0.00
其他应付款	19.30	14.41	13.71	12.15
一年内到期的非流动负债	62.87	47.19	33.46	26.78
长期借款	103.95	98.54	89.20	86.99



应付债券	5.99	18.13	20.20	20.21
<b>所有者权益合计</b>	<b>42.56</b>	<b>41.27</b>	<b>31.90</b>	<b>42.54</b>
实收资本或股本	20.20	20.20	20.20	30.22
资本公积	2.62	2.62	2.56	2.57
未分配利润	10.54	11.68	4.27	4.66
少数股东权益	6.48	3.85	1.84	1.31
<b>总债务</b>	<b>208.97</b>	<b>216.70</b>	<b>216.02</b>	<b>201.22</b>
短期债务/总债务	47.39	45.19	46.26	43.40
资产负债率	85.07	85.58	88.47	84.59
总资本化比率	83.08	84.00	87.13	82.55

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2020年，受政府补助减少及成本费用支出增加影响，公司经营活动净现金流大幅下降；各偿债指标大幅弱化，货币资金对短期债务覆盖水平弱，短期偿债压力较大

2020年，受成本费用支出增大及收到与经营活动相关的政府补助减少影响，公司经营活动净现金流较上年大幅下降，但收现比指标仍表现较好。同期，公司投资支出规模下降，且收到相关股权转让款，公司投资活动现金流呈大幅净流入。筹资活动现金流方面，公司现金流入主要来自银行借款和发行债券，流出主要为偿还债务本息。2021年一季度，公司经营活动净现金流 2.86 亿元，同比增长 200.35%，经营获现能力有所提升。

偿债能力方面，2020年，公司经营大幅亏损，各偿债指标均大幅弱化，且无法覆盖利息支出；截至2021年3月末，公司货币资金/短期债务 0.17 倍，货币资金对短期债务覆盖情况弱，公司短期偿债压力较大。

到期债务方面，2021年1~3月、2022年、2023年、2024年及以后，公司到期债务<sup>1</sup>分别为 55.10 亿元、43.68 亿元、37.30 亿元和 54.18 亿元，公司面临较大的短期偿债压力。

**表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.3
收现比	0.94	0.99	1.08	1.13
付现比	1.00	1.08	1.15	0.64
经营活动净现金流	8.13	7.75	1.41	2.86
投资活动净现金流	-18.51	-15.96	10.85	-1.20
其中：资本支出	17.33	12.55	8.61	1.07

<sup>1</sup> 公司提供的到期债务不包含债务利息及应付票据。

筹资活动净现金流	17.01	-0.62	-9.69	-9.99
FFO	13.44	14.93	7.99	--
FFO/总债务	0.06	0.07	0.04	--
FFO 利息保障系数	1.37	1.35	0.78	--
总债务/EBITDA	14.37	12.64	28.34	--
EBITDA 利息保障倍数	1.48	1.55	0.75	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.83	0.70	0.14	1.18
货币资金/短期债务	0.32	0.22	0.24	0.17

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司备用流动性一般，受限资产和对外担保规模均较小，过往债务履约情况良好

截至 2020 年末，公司共获得银行授信额度 202.56 亿元，其中未使用额度为 32.24 亿元，备用流动性一般。

截至 2020 年末，公司受限资产 64.52 亿元，占总资产的比重为 23.32%，主要为公司以在建工程及固定资产进行售后租回导致的资产所有权受限。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保 3.13 亿元，占公司净资产的比重为 7.36%，被担保企业多为合营或联营公司。

截至 2020 年末，公司无可能对经营造成影响的重大未决诉讼。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 5 月 8 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

## 外部支持

### 公司区域燃气市场地位突出，政策优势显著，仍为山西省最大的燃气经销商，常年获得政府相关补助

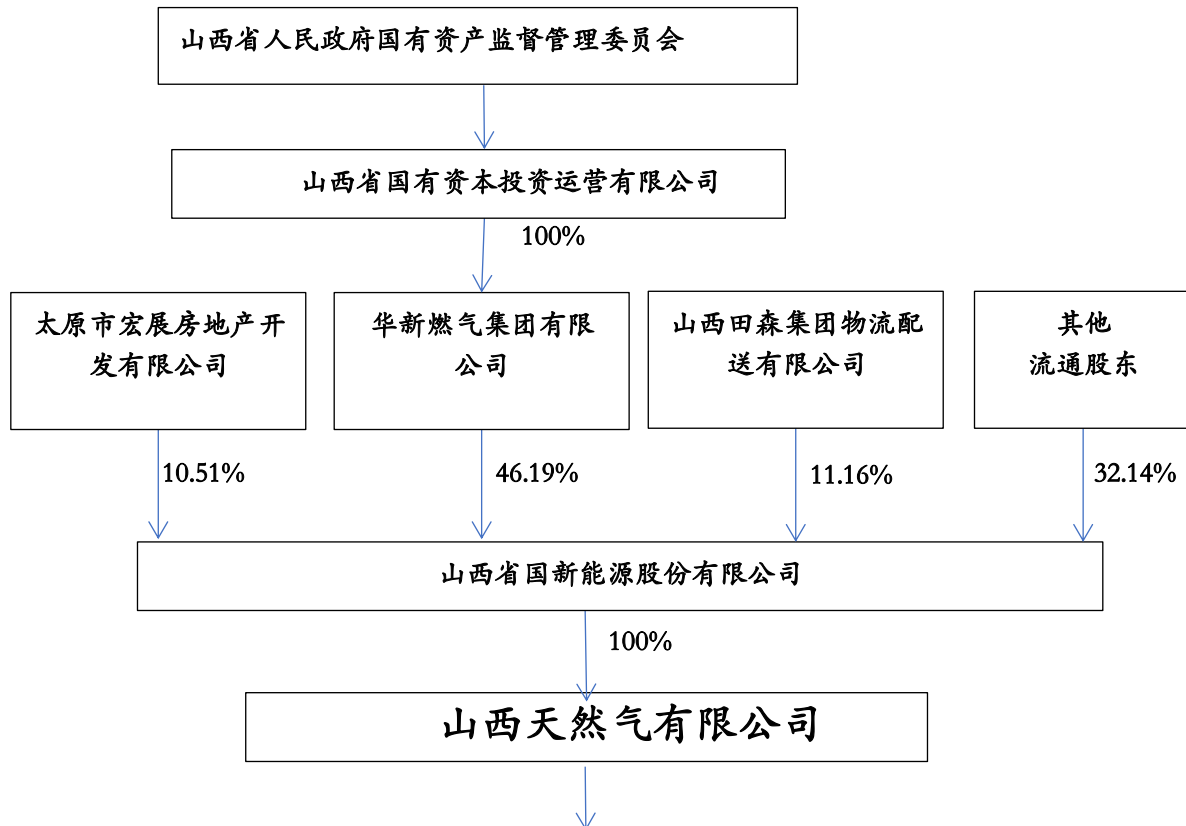
2020 年 9 月 25 日，国新能源发布《关于省属燃气企业整合重组有关事宜的通知》，山西省将按照“抓住中间”改革要求和全省“一张网”的产业布局思路，以国新能源为整合主体，通过市场化方式整合其他省属和民营管网公司。同时，依法依归

授予国新能源山西省内天然气管网特许经营权，负责全省天然气管网的统一建设、运营。公司作为国新能源下属核心管输企业，是本次山西省燃气市场改革的重要参与者，近三年来公司天然气供应量约占省内供应总量的 90%，在区域燃气市场处于绝对的主导地位，政策优势显著。公司常年获得政府相关补助，2018~2020 年，公司计入其他收益的政府补助分别为 1.60 亿元、2.85 亿元和 2.19 亿元。

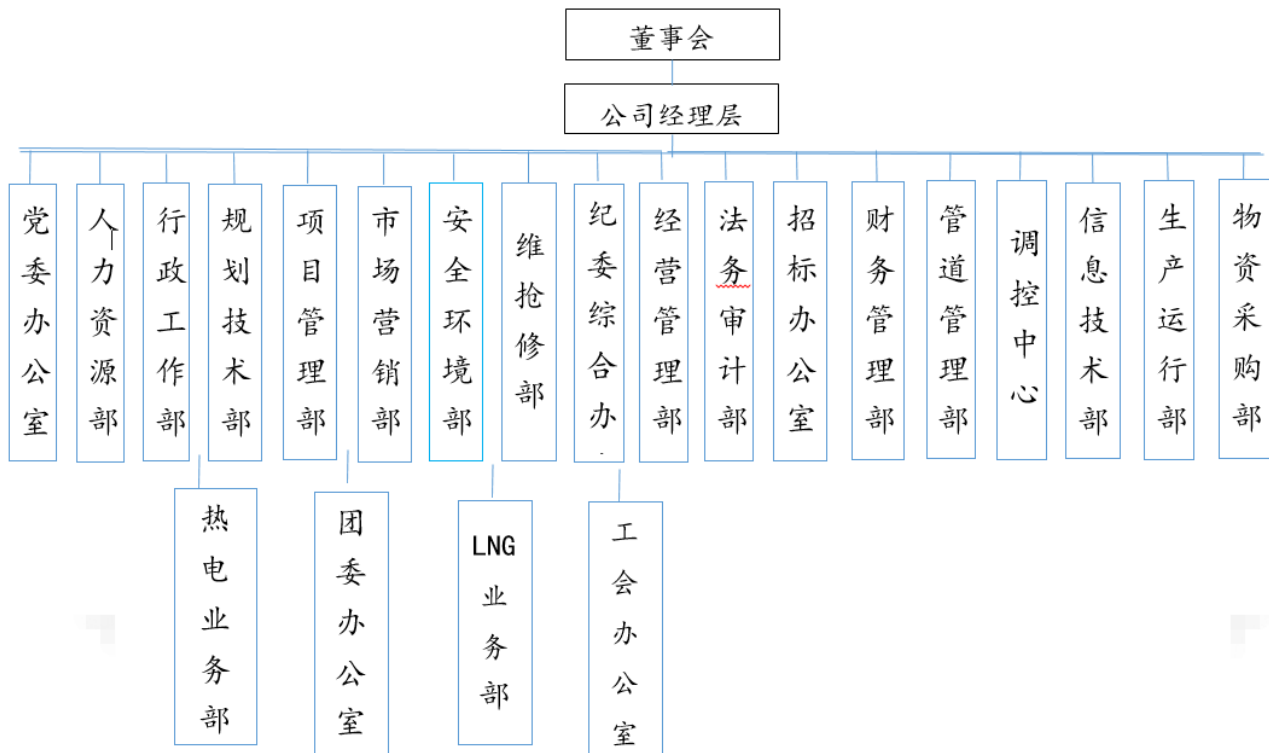
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持山西天然气有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“16 晋然 02”、“17 晋然债”、“19 晋天然气 MTN001”和“19 晋天然气 MTN002”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

## 附一：山西天然气有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



公司名称	持股比例 (%)
山西煤层气（天然气）集输有限公司	91.62
山西临县国新燃气有限公司	51.00
永和国新燃销售有限公司	100.00
山西晋西北天然气有限责任公司	51.00
忻州市燃气有限公司	51.00
清徐县凯通天然气有限公司	70.00
晋中国新液化天然气有限公司	100.00
山西平遥液化天然气有限责任公司	51.00
灵石县通义天然气有限责任公司	41.00
山西晋西南天然气有限责任公司	51.00
山西众能天然气有限公司	50.00
山西寿阳国新热电综合利用有限公司	51.00
山西天然气供气合同债权资产支持专项计划	100.00
山西天然气有限公司第一期资产支持票据	100.00
上海国新能源贸易有限公司	51.00
山西霍州国新液化天然气有限公司	100.00
山西中液互联能源有限公司	51.00
山西国新电力销售有限公司	100.00
山西国新交通服务有限公司	100.00
山西保德国新热电有限公司	100.00
山西昔阳国新热电有限公司	100.00
平遥远东燃气有限公司	51.00



资料来源：公司提供

## 附二：山西天然气有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	317,395.36	216,738.46	237,418.26	145,728.13
应收账款	109,595.78	135,675.94	137,554.68	155,308.06
其他应收款	58,894.25	82,276.03	41,200.40	190,503.01
存货	21,227.70	24,084.41	25,830.69	26,084.84
长期投资	87,214.20	229,605.38	111,556.63	119,009.71
在建工程	701,584.89	599,026.96	536,255.75	539,031.81
无形资产	68,051.13	58,017.37	60,187.16	59,640.53
总资产	2,851,365.52	2,861,880.23	2,767,036.49	2,760,215.26
其他应付款	193,007.17	144,102.44	137,100.56	122,695.47
短期债务	990,265.56	979,281.53	999,278.74	873,338.17
长期债务	1,099,442.39	1,187,717.92	1,160,899.53	1,138,828.60
总债务	2,089,707.95	2,166,999.45	2,160,178.27	2,012,166.77
总负债	2,425,728.22	2,449,135.71	2,448,071.32	2,334,857.56
费用化利息支出	67,621.11	84,852.94	89,599.12	20,322.31
资本化利息支出	30,825.07	25,783.16	12,377.70	3,987.42
实收资本	202,000.00	202,000.00	202,000.00	302,200.00
少数股东权益	64,752.38	38,493.11	18,403.15	13,090.40
所有者权益合计	425,637.30	412,744.52	318,965.16	425,357.70
营业总收入	1,113,362.15	1,080,813.23	1,042,762.49	308,368.05
经营性业务利润	16,775.65	7,581.38	-79,830.81	7,382.06
投资收益	-799.46	8,740.81	-1,879.93	-1,059.51
净利润	3,522.94	4,274.64	-94,469.78	-106.78
EBIT	85,042.22	100,610.75	1,518.38	26,916.96
EBITDA	145,471.19	171,379.59	76,216.35	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,049,730.88	1,069,418.93	1,124,501.09	337,470.35
收到其他与经营活动有关的现金	34,264.11	55,285.16	23,491.59	354,777.62
购买商品、接受劳务支付的现金	917,003.93	953,218.41	1,042,446.93	162,288.36
支付其他与经营活动有关的现金	23,364.30	14,399.53	19,328.04	487,931.02
吸收投资收到的现金	1,480.00	50.00	0.00	107,634.39
资本支出	173,282.69	125,454.37	86,089.63	10,704.37
经营活动产生现金净流量	81,293.82	77,529.34	14,146.40	28,582.93
投资活动产生现金净流量	-185,117.61	-159,570.63	108,450.04	-12,035.16
筹资活动产生现金净流量	170,146.39	-6,224.24	-96,941.12	-99,943.87
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	17.33	18.50	12.92	17.70
期间费用率(%)	17.04	20.00	22.38	17.58
应收类款项/总资产(%)	5.95	7.62	6.46	12.53
收现比(X)	0.94	0.99	1.08	1.13
总资产收益率(%)	3.15	3.52	0.05	--
资产负债率(%)	85.07	85.58	88.47	84.59
总资本化比率(%)	83.08	84.00	87.13	82.55
短期债务/总债务(X)	0.47	0.45	0.46	0.43
FFO/总债务(X)	0.06	0.07	0.04	--
FFO 利息倍数(X)	1.37	1.35	0.78	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.83	0.70	0.14	1.18
总债务/EBITDA(X)	14.37	12.64	28.34	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.18	0.08	--
货币资金/短期债务(X)	0.32	0.22	0.24	0.17
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.48	1.55	0.75	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、公司未提供 2021 年一季度现金流量补充表，故相关指标失效；3、中诚信国际将“其他应付款”中有息债务纳入短期债务核算，将“长期应付款”中有息债务纳入长期债务核算。



### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。