



信用等级通知书

信评委函字[2013] 029号

深圳市燃气集团股份有限公司

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“深圳市燃气集团股份有限公司2013年可转换公司债券”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
信用评级委员会
二零一三年六月七日

深圳市燃气集团股份有限公司 2013 年可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	深圳市燃气集团股份有限公司
发行规模	不超过人民币 16 亿元（含 16 亿元）
债券期限	6 年
转股期	自可转债发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

概况数据

深圳燃气	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益（亿元）	28.71	41.15	44.87	47.19
总资产（亿元）	72.64	92.51	96.79	98.88
总债务（亿元）	27.99	35.01	34.71	36.52
营业总收入（亿元）	65.59	81.12	89.68	18.62
营业毛利率（%）	16.19	15.84	16.77	21.09
EBITDA（亿元）	6.37	8.35	10.28	4.03
所有者权益收益率（%）	11.67	10.25	12.12	19.04
资产负债率（%）	60.48	55.51	53.64	52.27
总债务/EBITDA（X）	4.39	4.19	3.38	2.27
EBITDA 利息倍数（X）	7.01	5.33	6.20	7.98

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、2013 年一季度的所有者权益收益率和 EBITDA 全部债务比指标经年化处理。

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

罗庆 qluo@ccxr.com.cn

吴楚斯 cswu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 6 月 7 日

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“深圳市燃气集团有限公司（以下简称“深圳燃气”或“公司”）2013 年可转换公司债券”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评授予发行主体深圳燃气主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映了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。中诚信证评肯定了深圳市良好的经济发展水平、公司在管道燃气业务上具备的区域专营优势、稳定的气源供应以及公司在天然气上中下游协同发展带来的产业链一体化优势。同时中诚信证评关注到公司未来存在一定资本支出压力、以及供气量大幅增加带来的市场拓展压力等因素对公司信用状况的影响。

正面

- 区域经济发展水平很高。2009~2012 年深圳市地区生产总值由 8,201.32 亿元增长至 12,950.08 亿元，年均复合增长率 12.10%，经济总量在全国大中城市连续多年位居第四位。深圳市经济的持续快速发展，为公司业务发展提供了良好保障。
- 公司燃气业务拥有特许经营权，具有区域专营优势。截至 2013 年 3 月末，公司已在深圳市及异地 18 个城市取得了城市管道燃气的特许经营权，拥有的管网长度超过 6,000 公里，其业务在主要经营区域内地位稳固，不存在明显竞争压力。
- 稳定的气源优势。公司分别与广东大鹏天然气有限公司和中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）签订了照付不议天然气采购合同，这些气源将在较长时间内、较大程度上保障公司业务的稳定发展。2012 年 5 月，西气东输二线开始向公司供气，公司气源更加稳定。
- 产业链一体化优势。公司以城市管道燃气为立

足点，不断向上游气源项目、液化厂以及下游加气站等领域拓展，天然气产业链一体化优势逐步显现。

- 很强的现金获取能力。受公用事业属性影响，公司具有很强的现金获取能力，2010~2012年，公司经营活动净现金流分别为3.88亿元、6.95亿元和6.17亿元，能为债务本息偿还提供很强保障

关 注

- 产品定价管制。公司从事的城市管道燃气业务的门站采购价格和终端销售价格均由政府相关部门制定，受到严格管制。
- 资本支出压力。未来几年公司仍将重点投资于天然气管道设施以及异地城市燃气项目，上述资本投入将为公司带来一定的资金压力。
- 供气量增加带来的市场拓展压力。按照公司与中石油签订的照付不议天然气供应合同，达产后照付不议¹气量将达到36亿立方米。而目前公司消化这部分新增气源的主要对象电厂客户则受经济增速放缓等多重因素影响，需求有所下降，因此公司下游市场开拓情况值得关注。

¹所谓“照付不议”，是天然气供应的国际惯例和规则，就是指在市场变化情况下，付费不得变更，用户用气未达到此量，仍须按此量付款；供气方供气未达到此量时，要对用户作相应补偿。如果用户在年度内提取的天然气量小于当年合同量，可以三年内进行补提。

概 况

发债主体概况

深圳燃气原名深圳市燃气集团有限公司，系经深圳市政府深府[1995]270 号文批准，由原深圳市液化石油气管理公司和原深圳市煤气公司合并重组设立的国有独资有限责任公司，注册资本 12,000 万元。2006 年 7 月 31 日，经公司董事会深燃董[2006]16 号决议批准，公司进行股份制改造，由中外合资有限责任公司变更为中外合资股份有限公司。2009 年 11 月 27 日，经中国证监会证监许可[2009]1269 号文批准，公司首次公开发行人民币普通股 13,000 万股，注册资本变更为 123,000 万元。2009 年 12 月 25 日，公司股票在上海证券交易所上市，股票简称：深圳燃气，股票代码：601139。2011 年 12 月 8 日，经中国证监会证监许可[2011]1532 号文核准，公司非公开发行人民币普通股 9,030 万股，注册资本变更为 132,030 万元。截至 2013 年 3 月 31 日，公司注册资本为 198,045 万元，控股股东和实际控制人深圳市国有资产监督管理委员会持有其 51% 的股权。

公司经营范围：从事管道燃气业务的经营，包括以管道输送形式向用户供应液化石油气（LPG）、液化天然气（LNG）、天然气、掺混气、人工煤气及其他气体燃料，并提供相关服务；燃气输配管网的投资、建设和经营；深圳市城市天然气利用工程的开发、建设和经营；液化石油气、天然气、燃气、燃气用具、钢瓶检测等。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产 96.79 亿元，所有者权益 44.87 亿元；2012 年，公司实现营业总收入 89.68 亿元，净利润 5.44 亿元，经营活动现金净流量 6.17 亿元。

截至 2013 年 3 月 31 日，公司总资产 98.88 亿元，所有者权益 47.19 亿元；2013 年 1~3 月，公司实现营业总收入 18.62 亿元，净利润 2.25 亿元，经营活动现金净流量 2.70 亿元。

本次债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券品种	可转换公司债券
发行总额	不超过人民币 16 亿元（含 16 亿元）
发行价格	按面值发行
债券期限	6 年
债券利率	本次发行的可转债票面利率不超过每年 2%。具体利率提请股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定。本次可转债在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权公司董事会对票面利率作相应调整
债券付息	本次可转债采用每年付息一次的付息方式，每年的付息债权登记日为每年付息日的前一交易日，公司将在每年付息日之后的五个交易日内支付当年利息。
转股期	自可转债发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止
转股价的确定	本次可转债初始转股价格不低于募集说明书公布日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前的交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会根据市场和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定。
赎回条款	本次发行的可转债到期后五个交易日内，公司将不超过 105 元（含最后一期利息）的价格赎回未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐人及主承销商协商确定。转股期内，当上述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值的 105%（含当期利息）赎回全部或部分未转股的可转债：1）在转股期内，如果公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 20 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；2）当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。
回售条款	在本可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值的 103%（含当期计息年度利息）回售给公司。若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值 103% 加上当期应计利息的价格回售给公司。
募集资金用途	本次发行可转债募集资金拟用于建设深圳市天然气储备与调峰库工程及天然气高压管道支线项目，该项目总投资额为 16.73 亿元

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

城市燃气行业概况

城市燃气行业属于公共事业范畴，是城市基础设施建设的重要组成部分，具有受国家政策严格管制、气源供应和输送干线专营、明显的地域特点等特征。

随着城市化进程的推进，城镇人口数量持续增长，对提高城市燃气普及水平以及能源利用效率的要求不断加深。根据《全国城镇燃气发展“十二五”规划》，“十二五”期间，我国新建城镇燃气管道约 25 万公里，到“十二五”期末，城镇燃气管道总长度 60 万公里，城市燃气普及率达到 94% 以上，县城及小城镇的燃气普及率达到 65% 以上。其中：居民用气人口达到 6.25 亿以上，用气家庭数达到 2 亿户，居民用气量达到 330 亿立方米。

用气类型方面，目前城市燃气中应用最广泛的是天然气。2011 年，我国城市天然气、液化石油气和人工煤气用气人口分别为 19,027 万人、16,093.6 万人和 2,676.3 万人，分别占城市用气人口的 50.34%、42.58% 和 7.08%。其中，人工煤气由于在生产的过程中需要耗费大量能源，且对环境造成一定污染正逐渐被置换。可以看出，我国城市燃气用气类型已实现从人工煤气到液化石油气再到天然气的转换。

供气结构方面，目前我国正在由以液化石油气为主向以天然气为主进行过渡，作为清洁能源的天然气得到大力推广，2002~2011 年间城市天然气供应量年平均增幅达到 21.35%，明显高于液化石油气和人工煤气的增长速度。

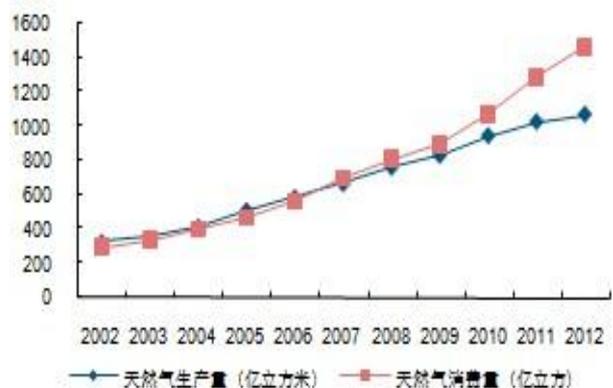
天然气供需情况

近年来，各地争相上马以天然气为原料或燃料的高耗能项目，且纷纷进行“油改气”；同时，国际市场天然气价格通常为等热值原油价格的 60% 左右，而目前国产陆上天然气平均出厂基准价格仅相当于国际市场原油价格的 25% 左右，价格优势十分明显，由此带来天然气消费需求不断上涨。

2010~2012 年，我国天然气产量分别为 945 亿立方米、1,013 亿立方米和 1,077 亿立方米；表观消

费量分别为 1,072 亿立方米、1,289 亿立方米和 1,471 亿立方米；供应缺口分别为 127 亿立方米、276 亿立方米和 394 亿立方米。根据《天然气发展“十二五”规划》，“十二五”期间，预计我国年均新增天然气消费量超过 200 亿立方米，到 2015 年达到 2,300 亿立方米，年复合增长率约为 17%。同时，我国天然气产量将达到 1,700 亿立方米，年供需缺口达 600 亿立方米。

图 1：2002~2012 年我国天然气产量和消费量



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

伴随着供气结构的调整到位以及消费气量的逐步攀升，天然气供给与需求之间的矛盾亟待解决。

天然气供气来源情况

我国天然气供给主要来自于三大部分：一是国产常规天然气，包括陆上天然气、海上天然气和致密气；二是国产非常规天然气，包括煤层气、页岩气和煤制气，但目前我国煤层气、页岩气产量还较少，而煤制气大部分项目仍处于试点及规划阶段；三是进口天然气，包括进口管道天然气和进口液化天然气（LNG）。

目前我国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、陕京一线、陕京二线、忠武线和涩宁兰等，上述 7 条输气管道的年输气能力已经达到 856 亿立方米。2011 年 6 月 30 日西气东输二线东段工程竣工投产，实现干线全线贯通，同时与其他管道联网，形成我国天然气干线管道网络。

表 2：我国主要的天然气输气管道

单位：亿立方米/年

主气源	主干线途径地区	输气能力
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 170
西气东输二线	土库曼斯坦、哈萨克斯坦等	新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、广西、浙江、上海、江苏、安徽 300
川气东送	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
涩宁兰	柴达木盆地	青海、甘肃、宁夏 33

资料来源：中诚信证评整理

我国进口天然气主要包括从中亚地区进口的管道天然气和从东南沿海地区进口的液化天然气（LNG）。我国管道天然气进口开始较晚，西气东输二线是我国第一条进口天然气管线，西二线西段工程于 2009 年底投产，2010 年开始我国才逐步有管道天然气进口。2012 年我国进口管道天然气 221 亿立方米，占当年进口天然气总量的 51.7%。此外，2012 年 10 月 16 日，西气东输三线在北京、新疆、福建同时开工，西气东输三线途径新疆、甘肃、宁夏、陕西、河北、湖北、江西、福建、广东等 10 个省（区、市），设计输气能力 300 亿立方米/年。

LNG 进口方面，我国从 2006 年 5 月开始进口 LNG，由澳大利亚西北大陆架公司提供 LNG 的深圳大鹏 LNG 项目是我国首个进口项目。截至 2012 年，我国进口 LNG 达到 1,470 万吨（约 206 亿立方米），占进口天然气总量的 48.3%。截至 2012 年底，我国在上海、广东、福建等地已经竣工 7 座 LNG 接收站，年接收 LNG 能力合计达 1,980 万吨/年，折合天然气 277 亿立方米/年。根据我国 LNG 接收站的建设规划，2013~2015 年，我国新增的 LNG 接收能力将分别达到 650、800、1,500 万吨/年。到 2015 年，我国将拥有 LNG 接收能力 4,930 万吨/年，折合天然气 690 亿立方米。

总体来看，包括西气东输、川气东送等在内的国家重点工程建设加快了我国天然气的利用，新建

的多个液化天然气项目在一定程度上缓解了国内天然气供应紧缺的问题。

竞争格局

2002 年 12 月，建设部下发《关于加快市政公用行业市场化改革进程的意见》（以下简称“意见”），提出“鼓励社会资金、外国资本采取独资、合资、合作等多种形式，参与市政公用设施的建设，形成多元化的投资结构”，燃气行业市场化改革由此展开。新奥能源、百江燃气、中华煤气等民营资本和境外资本纷纷进入国内城市管道燃气市场。2007 年，中华煤气并购百江燃气，百江燃气更名为“港华燃气”，成为中华煤气在中国的重要投资平台。目前，我国城市燃气行业已经形成了跨区域经营管理的五大燃气集团，即拥有国资背景的华润燃气、昆仑燃气以及代表民营资本的新奥能源和代表境外资本的中华燃气和中国燃气。同时，北京燃气、上海燃气、深圳燃气等区域性燃气企业快速发展，并逐渐向周边地区辐射。

表 3：截至 2012 年 12 月 31 日我国主要城市燃气企业概况

公司简称	城市燃气项目数量（个）	用户数量（万户）
华润燃气	151	1,403
新奥能源	117	住宅 779 工商业 3.07
中华煤气	107	1,482
昆仑燃气	约 100	—
中国燃气	172	78

资料来源：中诚信证评整理

目前，我国天然气生产供应和管道运输均由中石油、中石化和中海油三大公司垄断，三大公司凭借资源优势，实施“以资源换市场”的竞争战略，将业务范围拓展至下游市场，对其他企业的发展形成挤压。以中石油为例，截至 2012 年末，中石油国内运营天然气管道 40,995 公里，约占全国的 75% 以上。2008 年 8 月 6 日，中石油于投资设立中石油昆仑燃气有限公司（以下简称“昆仑燃气”），目前昆仑燃气已在全国 20 多个省（区、市）拥有近 100 个城市管道天然气项目，供气能力达 50 万立方米以上。

中诚信证评认为，城市天然气行业竞争的关键是气源，获得上游气源和拓展下游业务能力较强的

企业具备竞争优势。

深圳市天然气市场

深圳市地处广东省南部沿海，是广东省省辖市、副省级计划单列市。1980年经全国人大常委会批准，深圳设立了我国第一个经济特区，包括罗湖、福田、南山和盐田四个区，该举措有效地推动了深圳市的经济蓬勃持续发展。自2010年7月1日起，根据国务院《关于扩大深圳经济特区范围的批复》，将深圳经济特区范围扩大到深圳全市，将宝安、龙岗两区纳入特区范围。2012年，深圳市地区生产总值(GDP)达到12,950.08亿元，比上年增长10.0%，经济总量在全国大中城市中仅次于北京、上海、广州居第四位。特区内外一体化有利于解决特区内外发展不平衡、特区发展空间局限和“一市两法”等问题，增强经济辐射带动能力，进一步提高城市整体竞争能力，可以预见，这将为深圳市下一个十年的发展奠定良好的基础。

2004年11月，深圳市天然气利用工程正式开工，2006年8月开始接收来自广东LNG项目的天然气，到2008年5月，深圳市基本实现由管道液化石油气向天然气的转换。深圳市天然气利用工程是广东LNG项目一期工程的子项目，广东LNG项目一期工程对深圳市的合同分配气量为146万吨/年。除供居民使用外，深圳市还积极推动燃油电厂的“油改气”项目。根据《深圳市天然气高压输配系统工程（深圳市西二线配套工程）可行性研究报告》，深圳市2020年天然气需求量为110~130亿立方米，其中电厂天然气需求量为90~100亿立方米。

**表 4：广东 LNG 项目一期工程对深圳市合同分配气量
主气源（万吨/年）**

电厂	
前湾电厂	50.6
东部电厂	50.6
南天电厂（原美视电厂）	17.7
深圳燃气	27.1
合计	146.0

资料来源：中诚信证评整理

为了满足经济发展对能源的需求，深圳市还引入了西气东输二线的天然气。2012年8月1日，西气东输二线深港支干线正式向深圳市供气。预计到

2015年，深港支干线进入稳定供应期后供应量为40亿立方米/年。西气东输二线向深圳市供气，不但缓解了目前天然气供应紧张的局面，还实现了多个气源稳定供气的目标。

根据《深圳市燃气行业发展规划（2006~2020年）》，到2020年“天然气场站设施全部建成投运，各级管网覆盖全市区域。城市燃气居民气化率100%，其中天然气居民气化率75%”。

行业关注

天然气具有清洁、高能、低碳和安全的特点，其发展得到国家政策的大力支持

随着经济的快速增长，目前中国的能源消费总量已位居世界第一。与此同时，随着能源市场规模逐渐扩大，也带来了一系列的问题，比如能源结构不合理、环境恶化和能耗过高等。2000年之后，政府把能源的稳定、经济、清洁、安全提升到战略地位，进入“十二五”以来，更是将新能源、节能环保等产业作为战略性新兴产业加以鼓励和扶持。

天然气具有清洁、高能、低碳和安全的优点，近年来得到越来越多的重视。2007年起，国家相继出来了一系列政策，支持天然气行业的发展。国家发改委2012年10月发布的《天然气发展“十二五”规划》指出，“十二五”期间，我国将新建天然气管道（含支线）4.4万公里，新增干线管输能力约1,500亿立方米/年。到2015年，天然气在我国能源结构中的比例将由4%提高到8%，比2010年翻一番。

表 5：天然气发展相关政策法规

日期	部门	内容
2007.09	国家发 改委	发布《天然气利用政策》，明确指出：“坚持区别对待，确保天然气优先用于城市燃气，促进天然气科学利用，有序发展”。
2010.06	住房和 城乡建 设部	发布《住宅远传抄表系统》新标准，提出住宅建筑节能，就必须实时掌握住宅各类资源的消耗情况，必须解决好水、电、气、热等住宅能源管理的智能化抄表问题。
2011.04	国家发 改委	公布《产业结构调整指导目录(2011年本)》，将城市燃气工程、天然气的储运和管道输送设施及网络建设、城市燃气塑料管道应用工程列为鼓励类产业。
2012.07	住房和 城乡建 设部	发布《全国城镇燃气发展“十二五”规划》，规划要求到“十二五”期末，城市的燃气普及率达到 94% 以上，县城及小城镇的燃气普及率达到 65% 以上。其中：居民用气人口达到 6.25 亿以上，用气家庭数达到 2 亿户。
2012.10	国家发 改委	公布新版《天然气利用政策》，明确提出要继续深化天然气价格改革，完善价格形成机制，加快理顺天然气价格与可替代能源比价关系。
2012.10	国家发 改委	发布《天然气发展“十二五”规划》，到 2015 年，天然气在我国能源结构中的比例将由 4% 提升到 8%，比 2010 年翻一番

资料来源：湘财证券研究所

中诚信证评认为，未来我国天然气供需增长空间巨大。在国家政策的支持下，行业发展前景良好。

天然气价格形成机制的日益完善有利于天然气价格的市场化

我国天然气定价主要依靠政府指导制定天然气井口价，再通过成本加成法确定跨省输送价。由于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，加之不断攀升的天然气进口量进一步加剧了进口高气价与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。根据能源局相关数据显示，近五年来，在国内天然气上游价格上涨 50% 的情况下，终端均价涨幅只有 24%，成本倒挂现象严重。但是，由于产业链上牵扯利益方较多、不同气源成本差异较大，天然气定价机制改革一直比较缓慢。

自 2010 年 6 月 1 日起，国家发改委将国产陆

上天然气出厂基准价格每立方米提高 0.23 元，调升幅度为 24.9%。受陆上天然气出厂基准价格影响，四川、重庆、湖北、江西、安徽、浙江、上海等省（市）相继上调天然气终端销售价格。2011 年 12 月 26 日起，我国在“两广”试点天然气价改，用市场净值法代替成本加成法，将天然气价格与由市场竞争形成的可替代能源价格挂钩。

天然气价格形成机制，具体包括建立和反映资源稀缺程度和市场供求变化的天然气价格形成机制，研究建立上中下游价格联动机制。此外，发改委 2012 年全国天然气工作会议在部署 2013 年重点工作时也指出要进一步完善天然气价格机制。中诚信证评认为，随着市场化进程的加快，天然气价改将有望在全国范围内推广，使国内天然气价格最终与国际接轨。

竞争优势

公司主营的城市燃气业务需获得特许经营权，具有较强的区域专营优势

《城市燃气管理办法》规定：用管道供应城市燃气的，实行区域性统一经营。公司自 2003 年取得深圳市管道燃气特许经营开始从事城市燃气业务，此后逐步将业务拓展至异地城市，目前已在深圳市以及异地 18 个城市获得管道燃气业务特许经营权，特许经营权期限均为 30 年。这意味着在相当长的时期内，公司在这些区域都将独家经营管道燃气，获得专营优势。

未来，公司仍将在外地继续寻求较好的投资机会，拓展管道燃气在异地的特许经营范围。

充足、稳定的供气来源对公司业务的持续发展提供了良好保障

公司经营过程中，稳定的气源是其业务良好运营的重要保障。目前公司天然气气源主要来自于广东大鹏液化天然气有限公司以及中石油的西气东输二线。其中，公司与广东大鹏于 2004 年 4 月签订了 25 年稳产期（2011 年 4 月 1 日~2027 年 3 月 31 日）年供 27.1 万吨照付不议的天然气采购合同，合同约定天然气价格约为 1.70 元/立方米。2010 年 8 月公司与中石油签订了《西气东输二线天然气购

销协议》，协议约定在西气东输二线向深圳供气达产之日起至协议期满（2039年12月31日），公司每年向中石油采购40亿立方米天然气，照付不议气量36亿立方米，采购价格为2.74元/立方米。此外，公司异地管道燃气子公司所供管道气大部分来自西气东输一线工程，西气东输一线采购量基本以照付不议合同锁定。

总体来看，上述气源将在较长时间、较大程度、稳定地保障公司的业务发展需求。

公司以城市管道燃气为立足点，不断向上游气源项目、液化厂以及下游加气站等领域拓展，天然气产业链一体化优势逐步显现

自2004年起，公司相继投资多个城市天然气上游项目，目前拥有广东液化天然气项目广东大鹏10%股权，以及深圳大鹏液化天然气销售有限公司（以下简称“深圳大鹏”）10%股权，二者均向公司深圳地区管道燃气项目供气。天然气液化厂方面，2011年，公司在内蒙古鄂尔多斯乌审旗和安徽省宣城市设立两座液化厂，日处理天然气能力均为30万立方米，其中宣城的液化厂已于2012年5月正式生产，乌审旗的液化厂已试营业，预计近期可正式生产。

另外，2006年7月，公司与中海油投资设立中海深燃能源有限公司，计划在深圳市投资建设60个天然气加气站。此外，公司还与中石化签署《关于设立深圳中石化深燃天然气有限公司合作合同》，计划在深圳市内发展汽车加气站及相关业务。

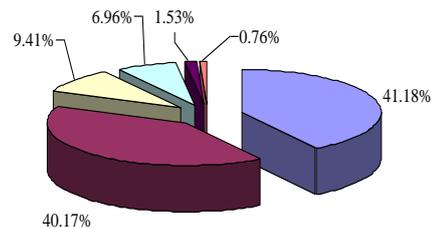
“十二五”期间公司还将在原有项目的基础上继续加大走出去的力度，实践投资与收购兼并并举，除了大力拓展管道燃气项目、工业天然气项目、上游LNG厂项目等，还要争取涉足1-2个新领域，在天然气化工、LNG冷能利用及天然气“冷热电”三联供项目等方面有所突破。以气源为导向，深挖天然气上游产业项目；加强与中石油合作，扩宽项目合作空间。

总体来看，中诚信证评认为公司上中下游一体化的发展策略，不仅能加强天然气气源供应的保障程度；亦有助于盈利能力的提升；更能在较大程度上增强公司天然气业务的整体抗风险能力。

业务运营

深圳燃气目前业务主要分为管道燃气、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售三大板块。2012年，公司实现营业总收入89.68亿元，管道燃气、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售收入占比分别为41.18%、40.17%和9.41%。其中管道燃气系公司核心业务，是其收入、利润的重要来源，也是未来发展的主要方向。

图2：2012年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告

管道燃气

公司管道燃气业务以天然气为主要气源。近年来随着城市化进程的推进，城市燃气普及水平以及能源利用效率不断加深，加之上游充足的气源保障，公司管道燃气业务迅速发展，用户规模和售气规模均实现较快增长（见下表9），2010年~2012年管道燃气用户总数由122.96万户增加至149万户，年复合增长率10.08%；燃气销量则由5.63亿立方米增加至11.21亿立方米，复合增长率41.05%。与此同时，公司管道燃气收入规模也保持了快速增长的态势，2010年~2012年公司管道燃气实现销售收入18.85亿元、30.68亿元和38.29亿元，年复合增长率高达42.52%。

表 6：公司近三年管道燃气收入、用户数以及燃气销量
单位：亿元、万户、亿立方米

	2010	2011	2012
收入规模	18.85	30.68	38.29
用户总数	122.96	134.51	149.00
净增加	11.50	11.55	14.49
增幅	10.32%	9.39%	10.77%
燃气销量 ²	5.18 ³	8.14	11.21
净增加	1.25	2.96	3.07
增幅	31.71%	57.14%	37.71%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

深圳市管道燃气

深圳市区域经济发达，管道燃气业务开展时间较早，已逐步由建设期过渡至收获期，是公司该板块收入和利润的主要贡献者，近三年用户数量用户总数则由 103.21 万户增长至 119.09 万户，复合增长率 7.41%，在公司管道燃气总用户量中占比始终超过 70%。

表 7：公司深圳市管道燃气用户总数及燃气销量情况表
单位：万户、亿立方米

	2010	2011	2012
用户总数	103.21	110.49	119.09
占比	83.94%	82.14%	79.93%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经过十余年的建设发展，深圳市区内管网铺设已日趋完善，截至 2013 年 3 月末，公司在深圳市拥有管网 3,696 公里，输配能力达到 62.50 万吨/年，未来随着特区内外一体化的推进，深圳燃气管道的覆盖率还将进一步提升。

表 8：公司在深圳市管道燃气的管网长度和输配能力
单位：公里、万吨/年

	2010	2011	2012	2013.3
管网长度	2,657.00	3,203.00	3,570.00	3,696.00
输配能力	45	60	62.5	62.5

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

用气结构方面，随着气化率的提高，公司的工业客户以及电厂客户的用气量快速增加，尤其是电厂的“油改气”是未来的发展趋势，其用气水平远高于城市用气，因此公司从 2011 年开始拓展电厂客

户，2012 年实现向电厂客户销售天然气 2.5 亿立方米。截至 2012 年 12 月 31 日，公司已与深圳钰湖电力有限公司（以下简称“钰湖电力”）、深圳宝昌电力有限公司（以下简称“宝昌电力”）以及深圳南天电力有限公司（以下简称“南天电力”）三家电厂签署了《天然气购销协议》，约定了在西气东输二线向深圳市供气达产之日起至协议期满（2039 年 12 月 31 日）的供应量（详见表 13）。此外，公司还与华电国际电力股份有限公司广东分公司等公司签订了《天然气购销意向书》（表 10）。

表 9：公司已签订电厂购气协议

电厂		单位：亿立方米/年			
		第一年	第二年	第三年	第四年
钰湖电力	协议气量	3.74	3.74	3.74	3.74
	照付不议气量	2.62	2.81	2.99	3.18
宝昌电力	协议气量	3.7	3.7	3.7	3.7
	照付不议气量	2.59	2.78	2.96	3.15
南天电力	协议气量	0.5	0.64	2.08	2.21
	照付不议气量	0.35	0.64	2.08	2.21
照付不议气量合计		5.56	6.22	8.03	8.53

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

表 10：公司 2012 年签订的电厂购气意向情况

电厂名称	气量	单位：亿立方米/年
		供气期限
华电国际广东分公司	4	2013.10.1~2038.9.30
宝昌电力	7.5	2014.1.1~2039.12.31
钰湖电力	8	2014.1.1~2039.12.31
国电广东电力	1.8	2014.5.1~2039.9.30

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

总体来看，公司电厂客户个体用气量大，且具备快速放量的能力，是未来消化西气东输二线管道天然气的主要动力。不过中诚信证评同时也注意到，受西气东输二线供应深圳时间晚于预期、经济需求放缓和西电东送广东电量增加影响，短期内电厂客户用气量与预期仍存在较大差距。从最新情况来看，2013 年 1 季度电厂客户用气量仅 0.51 亿立方米，预计短期内其用气量仍难达到理想状况。

终端销售价格方面，目前深圳市管道燃气居民用气价格为 3.5 元/立方米，商业用气价格为 4.9 元/立方米，工业用气价格为 4.8 元/立方米，电厂用气价格为 3.16 元/立方米。随着西气东输二线的建成达产，深圳市用气量尤其是工业、电厂用气量将大

² 含天然气批发销售。

³ 公司 2010 年报告中披露的燃气销售单位为万吨，2011 年和 2012 年披露的销售单位为亿立方米，为保证数据的可比性，本报告将 2010 年销量按 1 吨=1250 立方米进行了换算。

幅增长，因此可以预计未来几年公司销售收入将快速提高，不过由于电厂用气的价格较低，未来该业务板块的整体毛利率将有所下降。

目前，深圳燃气主要的天然气供应商为中石油和广东大鹏。2012年，公司向以上两个供应商采购的天然气分别为36.50万吨和27.54万吨，分别占公司总购气量的46.78%和35.30%。此外出现的供气缺口依靠来自广东、山东、海南、新疆等地的现货采购，主要供应商包括泰安市泰山燃气集团有限公司、深圳大鹏、中海石油气电集团有限责任公司等，基本能够满足公司供气需要。

总体来看，公司在管道燃气经营方面运营情况良好，以西气东输二线为契机，公司将在收入和供气结构改善方面获得较大发展。不过，中诚信证评也注意到，受多重因素影响，目前电厂客户的用气量与理想状态存在较大差距，也将对公司消化新增气源带来一定压力。

异地管道燃气

公司采取“立足深圳、辐射异地”的发展策略，除传统区域--深圳市以外，公司也积极向外拓展业务，截至2012年末已取得江西、广西、安徽等省内18个城市的特许经营权，异地燃气用户总数达到29.91万户，同比增长24.50%；燃气销量2.08亿立方米，同比增长20.97%。

表 11：公司异地管道燃气用户总数及燃气销量情况表

	单位：万户、亿立方米		
	2010	2011	2012
用户总数	19.75	24.02	29.91
占比	16.06%	17.86%	20.07%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 12：2012 年公司部分外埠子公司经营情况

子公司	单位：万立方米、万元、公里、平方公里			
	销量	销售收入	管网长度	服务区域
九江深燃	2,291.57	7,249.89	77.01	270
赣州深燃	3,050.27	10,702.92	655.07	500
景德镇深燃	2,220.48	8,030.74	38.93	20
梧州深燃	514.19	1,926.00	97.37	1,097
肥东深燃	3,818.00	8,434.57	341.46	320
肥西深燃	230.00	552.76	149.93	150
明光深燃	138.00	495.16	85.23	20
长丰深燃	56.00	171.18	74.72	15
瑞金深燃	151.74	690.05	4.75	250
宜春深燃	2,657.42	9,505.49	733.34	75
九江县深燃	64.28	217.07	23.75	10.8
定远县深燃	0	0	20.80	160
江西铅山深燃	0	0	30.73	5

资料来源：深圳燃气

气源方面，目前异地管道燃气所供管道燃气大部分来自西气东输一线工程，西气东输一线采购量以照付不议合同锁定。2012年异地燃气公司新增每年采购天然气3.47亿立方米的协议（达产后），已基本落实年采购天然气8.39亿立方米。

总体来看，公司异地的管道燃气业务基本处于发展初期，收入规模相对较小，但发展速度较快，近三年无论是用户数量或者燃气销售均保持了20%以上的增长速度，未来发展空间广阔。

液化石油气批发

深圳燃气的液化石油气批发业务主要由控股子公司深圳华安液化石油气有限公司（以下简称“华安公司”）负责运营。华安公司是我国最大的进口液化石油气批发商之一，以及国内首家低温常压液化石油气经营企业。

华安公司拥有年设计生产加工能力96万吨、占地面积10万平方米低温常压液化石油气生产中转基地，内有含5万吨级泊位1个及5,000吨级泊位2个的油气海港码头、2×80,000立方米的液化气冷冻库及制冷机组、8×100立方米常温压力卧罐及10个汽车槽车装卸台等生产设施，安全监控系统达到国际水平。华安公司自1998年投产以来累计向市场供应进口液化石油气超过1,000万吨，约占每年国内进口液化石油气总量的20%，约占广东省进

口量的 28%。

华安公司批发业务所需液化石油气全部进口，通过招标形式向国际供应商（如瑞士 GEOGAS TRADING SA、韩国 El Corporation、希腊 Naftomar 公司等）采购。采购价格一般以沙特国家石油公司挂牌公布的当月出货价为基础由买卖双方约定，或者是以远东地区指数为基础约定，或者是以上述两种方式的混合报价为基础约定，在保障供应的前提下以孰低原则确认价格。

该业务销售模式分为陆上销售和海上销售，陆上销售以槽车运输为主，主要销往珠江三角洲地区；海上销售以高压船运输为主，主要销往华南沿海地区。客户主要为二级批发商及城市管道气、瓶装气零售商，销售价格一般以华安公司挂牌价为基础由买卖双方约定，或者是以华南地区指数价、远东地区指数价为基础约定。

目前，公司液化石油气业务已拓展至海外市场，且出口占比较大，导致该业务受海外市场影响较大。2012 年，受国际油气价格上涨的影响，公司液化石油气批发销量为 59.80 万吨，与 2011 年基本持平。2013 年 1~3 月，公司液化石油气批发销量为 8.02 万吨。

表 13：公司液化石油气批发业务经营情况

单位：万吨、元/吨

	2010	2011	2012	2013.3
采购数量	64.92	70.26	71.88	7.37
平均采购价格	5,080.62	5,852.37	5,852.21	5,730.96
销售数量	64.05	59.18	59.80	8.02
平均销售价格	5,147.8	5,848.61	6,021.91	6,139.98

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近几年公司加大液化石油气市场拓展力度，建立了以华安气库为基点、三级站为分销点的销售网络，并大力拓展香港、澳门及东南亚等海外市场，形成上下游一体化经营的产业格局，预计未来液化石油气批发业务仍将保持稳定的发展态势。

瓶装液化石油气零售

公司瓶装液化石油气零售业务由其间接控股的深圳市深燃石油气有限公司（以下简称“深燃石油气”）经营。深燃石油气是深圳市最大的瓶装液化石油气零售企业，拥有国家技术监督局批准的国

内唯一 12 公斤专用钢瓶，液化石油气储罐容量 5,800 立方米。2012 年，公司瓶装液化石油气用户净增加 7.74 万户，瓶装液化石油气用户总数达到 98.54 万户，在当地市场占有率达到 28%；同期，公司瓶装液化石油气销量共计 11.30 万吨，同比下滑 19.11%。2013 年 1~3 月，深燃石油气销售瓶装液化石油气 2.48 万吨。

深燃石油气所需液化石油气均从华安公司采购，将采购的液化石油气运送到储配站后进行储存、灌瓶后即可分送给居民及工商业用户。每年深燃石油气与华安公司签订一年期的供销合同。

深燃石油气的销售模式以送气上门为主，辅以 24 小时门市和便民服务点供应瓶装液化石油气，客户每次购买时支付价款，收费模式固定。过去几年，公司该项业务运营良好，销售数量根据市场变化略有波动。

表 14：公司瓶装液化石油气零售业务经营情况

单位：万吨、元/吨

	2010	2011	2012	2013.3
采购数量	11.71	11.90	9.22	1.98
平均采购价格	5,080.62	5,852.37	5,852.21	5,730.96
销售数量	13.59	13.97	11.30	2.48
平均销售价格	6,293.30	7,063.09	7,464.43	7,450.45

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

战略发展

未来，深圳燃气仍将以城市管道天然气为主导发展产业，以深圳市天然气利用工程和西气东输二线工程的建成为契机，大力发展深圳市管道天然气及天然气利用业务。

同时，公司将兼顾拓展广东省特别是珠江三角洲地区的液化石油气批发、零售业务；积极拓展异地城市管道燃气业务，向上下游产业链拓展延伸，增强公司的抗风险能力，保证公司长期、持续、快速发展，使公司成为全国规模最大、效益最优的燃气产业集团之一。

根据公司资本支出计划，“十二五”期间公司固定资产投资为 27.50 亿元，年均投资金额 5.5 亿元。其中深圳市天然气管道设施总投资 22.68 亿元；液化石油气业务总投资 0.82 亿元；异地城市燃气项目总投资 4 亿元，公司面临一定的资本支出压力。

总体看，公司未来几年战略规划明确，主业经营突出，西气东输二线的顺利建成在气源保障、业务拓展等方面为公司提供良好的发展契机。

管理

公司遵照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《上海证券交易所股票上市规则》等法律、法规以及中国证监会、上海证券交易所有关文件的要求规范运作，设立了股东大会、董事会及下属的专业委员会，规章制度和工作细则较为完善。

在资金管理方面，公司资金实行集中管理的原则。公司计划财务部设立结算中心，承担全部的资金管理职能，包括资金结算、信贷、内部调剂及资金预算管理，各二级子公司财务部门负责承担本单位相应的资金管理职能。费用支出账户资金来源由结算中心拨备，并实行限额管理。

公司设安全生产委员会具体领导安全生产、安全保卫工作，并制定《安全生产管理规定》，对管网管道、液化石油气、气站钢瓶、燃气施工等工作的安全防范做了详细的规定，并制定奖惩措施。

总体看，公司建立了较科学、完善的法人治理结构体系，运行日益规范；下属公司的分工明确，专业化程度较高，能够较好地适应公司业务发展的需要。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010~2012 年财务报告，以及未经审计的 2013 年一季度财务报告。其中，2010、2011 年数据为 2011、2012 年报表合并口径年初数，2012 年数据为当年报表合并口径年末数。

资本结构

近年来，公司天然气利用项目工程进展顺利，资产规模稳步增长，2010~2012 年公司总资产规模分别为 72.64 亿元、92.51 亿元、96.79 亿元，年均复合增长率达 15.43%。所有者权益方面，2010~2012 年公司所有者益（含少数股东权益）分别为 28.71 亿元、41.15 亿元、44.87 亿元，年均复合增长率为 25.02%，自有资本实力不断增强。截至 2013 年 3

月 31 日，公司总资产和所有者权益分别为 98.88 亿元和 47.19 亿元，分别较年初增长 2.15% 和 5.17%。

图 3：2010~2013.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

城市燃气行业属于资本密集型产业，固定资产合计占资产总额比例较高，其中以固定资产和在建工程为主。2010~2012 年，公司固定资产和在建工程合计分别为 31.60 亿元、43.34 亿元和 57.54 亿元，占资产总额的 43.50%、46.85% 和 59.45%。截至 2013 年 3 月末，公司固定资产和在建工程合计进一步提升至 59.59 亿元。公司固定资产和在建工程主要为管网及场站设备，随着天然气利用工程项目的逐步推进，未来几年固定资产规模将不断扩大。

负债方面，随着天然气利用工程项目的深入和异地天然气项目的拓展，公司债务规模总体呈现上升态势。近三年一期，公司总债务分别为 27.99 亿元、35.01 亿元、34.71 亿元和 36.52 亿元。但得益于公司自有资本实力的不断增强，近年来公司负债水平逐年下降。2010~2013 年一季度末，公司资产负债率分别为 60.48%、55.51%、53.64% 和 52.27%；总资本化比率分别为 49.36%、45.97%、43.61% 和 43.62%，在同行业 A 股上市公司中处于中等水平。

表 15：截至 2013 年 3 月 31 日燃气上市公司财务指标对比

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
深圳燃气	98.88	52.27	43.62
大众公用	105.13	56.32	64.22
长春燃气	34.95	45.90	29.14

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司主要通过银行短期借款和滚动的短期融资券进行融资，因此公司债务

以短期债务为主。2012年9月，公司发行了4亿元的中期票据，因而长期债务规模有所增加，长短期债务比（短期债务/长期债务）从2011年的26.70倍下降至2012年7.68倍，债务结构有所优化。截至2013年3月31日，公司总债务为36.52亿元，其中短期债务为31.22亿元，长期债务为5.30亿元，长短期债务比进一步下降至5.89倍。考虑到公司未来仍有一定规模的资本支出计划，适当增加长期债务占比将有利于改善公司的债务结构。

图4：2010~2013.Q1公司债务结构分析



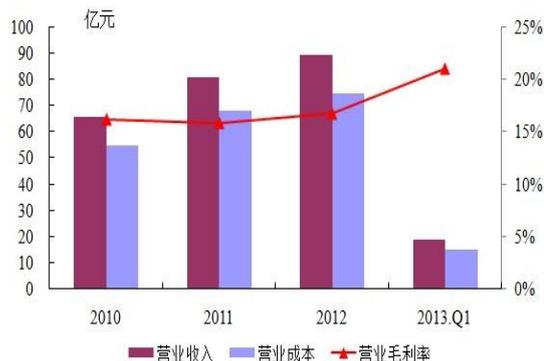
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，公司资产规模稳步提升，自有资本实力不断增强，负债水平合理，债务结构不断优化。但随着深圳市天然气利用项目的深入以及异地天然气项目的拓展，公司未来仍将有较大的资本支出规模，将面临一定的资金压力。考虑到公司畅通的融资渠道以及股东方的支持，预计公司负债水平仍能够控制在较合理的范围。

盈利能力

公司营业收入主要来源于管道燃气、液化石油气批发和瓶装石油气零售业务。近年来，公司在深圳和异地的天然气项目进展顺利，带动营业收入稳步提升。2010~2013年一季度末，公司分别实现营业收入总收入65.59亿元、81.12亿元、89.68亿元和18.62亿元。

图5：2010~2013.Q1公司收入成本和营业毛利率分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

分业务来看，近三年一期，公司液化石油气批发分别实现营业收入33.38亿元、34.61亿元、36.02亿元和4.92亿元，分别占营业总收入的50.88%、42.67%、40.17%和26.42%，是公司主要的收入来源。但随着天然气利用工程项目的实施，广东省逐步完成从液化石油气向天然气的转换，液化石油气批发市场竞争日趋激烈，公司该部分业务收入增速大幅下降。

与此同时，公司管道燃气业务得到快速发展，用户数量稳定增长，用气量逐年攀升。2010~2012年，公司管道燃气业务收入分别为18.85亿元、30.68亿元和36.93亿元，年均复合增长率为39.97%。2013年第一季度，公司管道燃气业务收入为10.01亿元，占营业总收入的53.76%，成为公司发展的重点业务。公司管道燃气收入包括管道天然气收入、管道石油气收入和开户费三部分，其中管道天然气收入占比在95%以上。目前，除部分地区由于主干管道无法铺设或铺设不经济保留管道石油气供应外，公司基本以天然气进行供应，因而管道石油气收入逐年减少。开户费方面，公司按照10年的摊销期限将向用户一次性收取的开户费确认为营业收入。深圳市自2006年12月26日起停止收取管道燃气开户费，2013~2015年，公司待确认的开户费收入合计为4,203万元。

表16：2013~2015年公司递延确认的开户费收入

单位：万元

2013	2014	2015
2,165	1,418	620

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利方面，近三年一期，公司营业毛利率分别为16.19%、15.84%、16.77%和21.09%。分业务看，

管道天然气实行政府定价，且公司与广东大鹏签订了 25 年期的天然气采购照付不议合同，采购价格基本不受天然气市场价格波动的影响。但广东大鹏天然气远不能满足日益增长的天然气需求，2011 年公司净增加深圳市及外埠管道燃气用户 11.55 万户，销售量增加 18.48 万吨，管道燃气用户总数达到 134.51 万户。为满足新增用户的用气需求，公司不得不从现货市场采购了较多价格偏高的天然气。2012 年，随着西气东输二线向深圳市供气，公司气源得到有效保障。但中诚信证评也注意到，公司向

中石油采购的西气东输二线天然气价格为 2.74 元/立方米，远高于公司向广东大鹏的采购价格，公司管道燃气业务的盈利能力将受到一定影响。

与管道天然气不同，液化石油气批发属于完全竞争市场，公司进口液化石油气的成本受国际原油价格波动的影响较大。近年来，为了扩大液化石油气批发量及市场份额，公司采取了薄利多销的促销策略，液化石油气批发业务毛利率维持在 2% 左右的较低水平。2012 年，公司该业务毛利率为 2.29%。

表 17：2010 年~2013.Q1 公司营业收入、毛利率情况

	2010		2011		2012		2013.3	
	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)
管道燃气	18.85	34.94	29.38	28.43	36.93	27.27	10.01	28.82
其中：管道天然气	18.00	34.04	28.64	27.88	36.43	26.93	9.89	28.59
管道石油气	0.42	7.27	0.39	4.48	0.22	-9.43	0.07	6.31
开户费	0.43	—	0.35	—	0.28	—	0.05	-
石油气批发	33.38	2.27	34.61	1.96	36.02	2.29	4.92	0.92
瓶装石油气	8.56	17.68	9.86	15.13	8.44	18.46	1.85	18.41
燃气工程及材料	4.38	37.40	5.35	44.42	6.24	41.24	1.49	42.74
天然气批发	-	-	1.30	-2.02	1.37	1.82	0.17	16.01
其他	0.42	—	0.62	—	0.70	—	0.18	-
合计	65.59	16.19	81.12	15.84	89.68	16.77	18.62	21.09

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来随着业务规模的扩大，公司期间费用也逐年提高。2010~2013 年一季度末，公司期间费用合计分别为 7.70 亿元、8.54 亿元、9.27 亿元和 2.03 亿元，占营业收入的比例分别为 11.74%、10.53%、10.34% 和 10.89%。公司期间费用以销售费用为主，主要系职工薪酬、折旧费等。随着深圳市天然气利用工程逐步完工并结转为固定资产，折旧金额不断增长；同时管网的维修、瓶装石油气的零售等需要聘用大量员工提供服务，职工薪酬支出逐年上升。

表 18：2010~2013.Q1 公司三费收入情况

单位：亿元

	2010	2011	2012	2013.3
销售费用	6.18	6.60	7.09	1.45
管理费用	1.18	1.20	1.36	0.35
财务费用	0.34	0.73	0.83	0.22
三费合计	7.70	8.54	9.27	2.03
营业总收入	65.59	81.12	89.68	18.62
三费收入占比 (%)	11.74	10.53	10.34	10.89

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2010~2013 年一季度末，公司利润总额分别为 3.98 亿元、5.15 亿元、6.92 亿元和 3.03 亿元。经营性业务利润和投资收益是构成公司利润总额的主要部分。2010~2013 年一季度末，公司经营性业务利润分别为 2.74 亿元、3.97 亿元、5.40 亿元和 1.81 亿元。投资收益方面，公司每年均能从参股公司广东大鹏、深圳大鹏等获得一定的投资收益。2012 年，公司投资收益 1.29 亿元，其中从广东大鹏获得的现金股利为 1.03 亿元。2013 年第一季度，公司因转让喜年中心和万商大厦两处房产获得营业外损益 0.93 亿元。2013 年 1~3 月，公司实现净利润 2.25 亿元，同比增长 48.60%。

图 6: 2010~2013.Q1 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

总体来看, 公司管道燃气业务发展快速, 是未来重要的业务增长点。随着西气东输二线向深圳市供气, 公司天然气供应能力大幅攀升, 但消化新增气源仍然需要相当长的一段时间, 同时新增气源成本远高于原有气源, 或将对公司整体盈利能力产生一定影响。

偿债能力

随着公司天然气利用工程项目的深入和异地项目的拓展, 公司营运资金需求增加, 债务规模总体呈现上升态势。截至 2013 年 3 月 31 日, 公司总债务规模为 36.52 亿元, 总资本化比率为 43.62%。

从 EBITDA 构成来看, 公司 EBITDA 主要由利润总额和固定资产折旧和利息支出构成。随着公司天然气利用工程项目的逐步完工, 固定资产折旧部分将会有所增加。2010~2012 年, 公司 EBITDA 分别为 6.37 亿元、8.35 亿元和 10.28 亿元, EBITDA/营业总收入分别为 9.71%、10.29% 和 11.47%。

图 7: 2010~2013.Q1 公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司与广东大鹏、中石油签订天然气采购照付不议合同, 天然气平均采购价格受市场价格波动的影响较小; 且管道天然气采用按月结算收费、由银行托收的结算方式, 经营活动现金流入较为稳定。

随着公司天然气供应量的扩大, 公司经营活动净现金流呈增加趋势。2010~2013 年一季度末, 公司经营活动净现金流分别为 3.88 亿元、6.95 亿元、6.17 亿元和 2.70 亿元。得益于良好的盈利及获现能力, 公司主要偿债指标不断优化。截至 2013 年一季度末, 公司经营活动净现金流对总债务的覆盖倍数增加至 0.30 倍, 经营活动净现金流对利息支出的覆盖倍数增加至 5.35 倍。同期, EBITDA 全部债务比下降至 2.27 倍, EBITDA 对利息支出的覆盖倍数上升至 7.98 倍。

表 19: 2010~2013.Q1 公司偿债能力指标

指标	2010	2011	2012	2013.Q1
EBITDA (亿元)	6.37	8.35	10.28	4.03
经营活动净现金流 (亿元)	3.88	6.95	6.17	2.70
资产负债率 (%)	60.48	55.51	53.64	52.27
总资本化比率 (%)	49.36	45.97	43.61	43.62
经营活动净现金流/利息支出 (X)	4.27	4.44	3.72	5.35
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.14	0.20	0.18	0.30
EBITDA 利息倍数 (X)	7.01	5.33	6.20	7.98
EBITDA 全部债务比 (X)	4.39	4.19	3.38	2.27

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

或有事项方面, 截至 2013 年 3 月 31 日, 公司无对外担保。

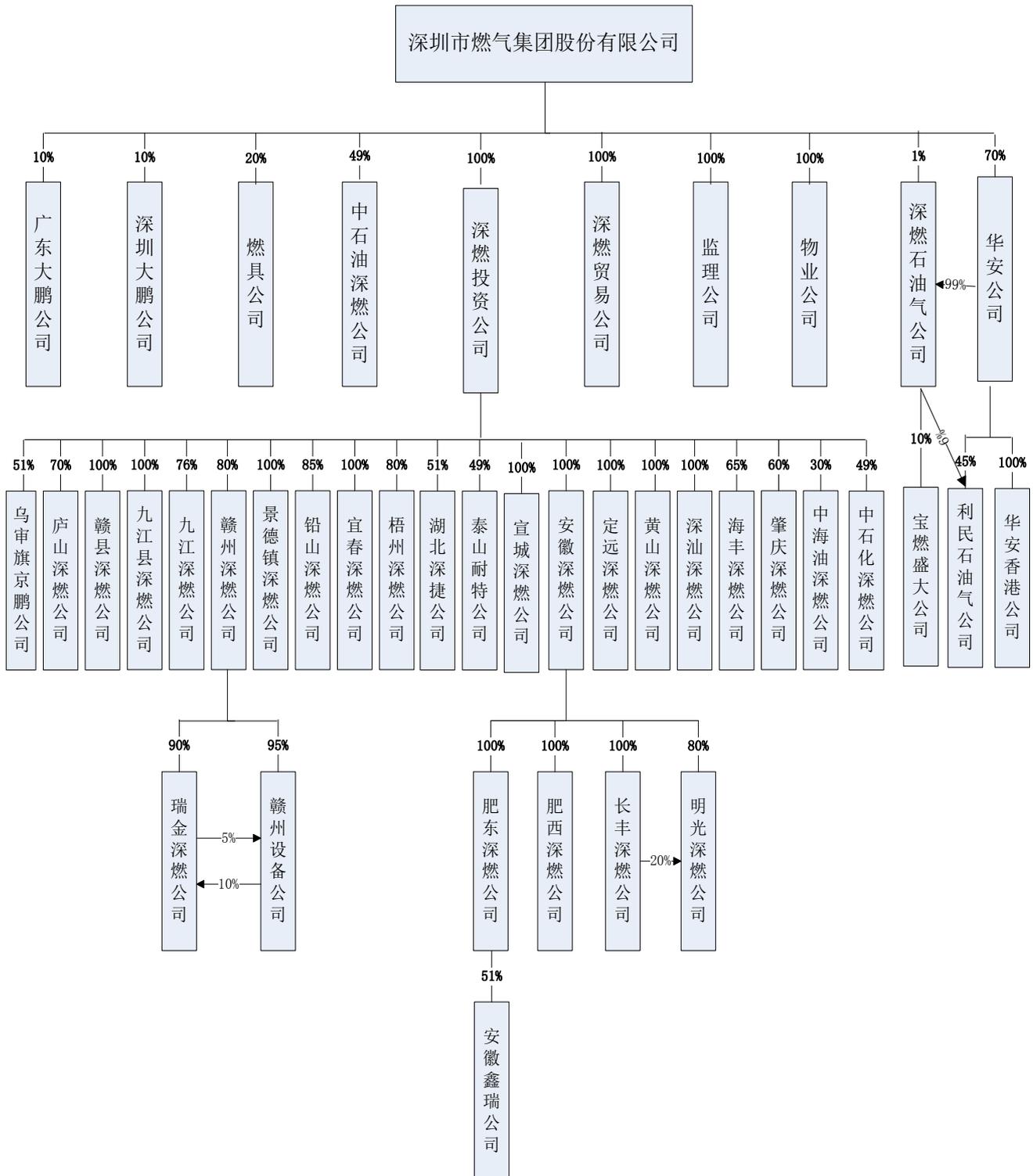
备用流动性方面, 公司与多家银行保持着良好的合作关系, 截至 2013 年 3 月 31 日, 公司银行授信总额为 88.76 亿元, 尚未使用的授信额度为 66.69 亿元, 具有较强的流动性支持。

总体来看, 公司自有资本实力不断增强, 负债水平较为合理, 且盈利性良好, 经营活动现金流入稳定。随着公司天然气利用工程项目的完工和异地项目的进一步拓展, 公司获利能力和获现能力将有望继续增强, 有利于提升公司综合实力及偿债能力。

结论

综上, 中诚信证评认为本期深圳燃气可转换公司债券信用质量很高, 信用风险很低。中诚信证评认为深圳燃气在未来一定时期内的信用水平将稳定。

附一：深圳燃气股权结构图（截至 2013 年 3 月 31 日）



附二：深圳燃气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)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	195,302.95	292,030.84	175,631.82	189,760.36
应收账款净额	31,395.56	31,459.91	26,550.90	37,015.44
存货净额	47,015.70	30,411.60	41,921.80	21,238.08
流动资产	321,702.86	393,763.05	289,208.72	285,925.49
长期投资	27,980.02	27,213.46	29,302.36	31,715.84
固定资产合计	318,722.32	436,570.49	584,584.28	606,640.37
总资产	726,439.04	925,089.17	967,946.55	988,755.92
短期债务	279,882.48	337,454.13	307,064.08	312,197.02
长期债务	0.00	12,637.28	40,000.00	52,984.52
总债务(短期债务+长期债务)	279,882.48	350,091.41	347,064.08	365,181.54
总负债	439,337.49	513,554.20	519,204.68	516,806.85
所有者权益(含少数股东权益)	287,101.55	411,534.97	448,741.87	471,949.07
营业总收入	655,889.16	811,245.29	896,788.17	186,223.48
三费前利润	104,444.75	125,135.03	146,717.34	38,413.77
投资收益	11,948.44	11,095.52	12,942.03	-50.76
净利润	33,490.88	42,195.34	54,396.92	22,467.54
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	63,705.51	83,471.26	102,819.03	40,274.73
经营活动产生现金净流量	38,793.64	69,500.37	61,690.52	26,985.53
投资活动产生现金净流量	-181,094.02	-80,986.91	-104,517.71	-25,842.92
筹资活动产生现金净流量	74,092.94	142,810.76	-38,593.39	11,884.07
现金及现金等价物净增加额	-68,207.44	131,324.21	-81,420.58	13,026.68
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	16.19	15.84	16.77	21.09
所有者权益收益率(%)	11.67	10.25	12.12	19.04
EBITDA/营业总收入(%)	9.71	10.29	11.47	21.63
速动比率(X)	0.63	0.73	0.52	0.57
经营活动净现金/总债务(X)	0.14	0.20	0.18	0.30
经营活动净现金/短期债务(X)	0.14	0.21	0.20	0.35
经营活动净现金/利息支出(X)	4.27	4.44	3.72	5.35
EBITDA 利息倍数(X)	7.01	5.33	6.20	7.98
总债务/EBITDA(X)	4.39	4.19	3.38	2.27
资产负债率(%)	60.48	55.51	53.64	52.27
总债务/总资本(%)	49.36	45.97	43.61	43.62
长期资本化比率(%)	0.00	2.98	8.18	10.09

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、2013.Q1所有者权益收益率指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

总资产报酬率 = EBIT / 平均资产总额

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 (扣除非付息部分)

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 (付息部分)

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

平均资产总额 = (资产总额年初数 + 资产总额年末数) / 2

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附四：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。

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发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。
- 2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因发行主体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、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

关于深圳市燃气股份有限公司 2013年可转换公司债券跟踪评级安排

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，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等因素，以对本次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，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

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。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。