

# 信用等级通知书

信评委函字 [2016]跟踪1038 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：

维持贵公司的主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；  
维持“16晋天然气CP001”的信用等级为A-1。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一六年十一月二十九日

## 山西天然气有限公司 2016 年度第一期短期融资券跟踪评级报告

发行主体 山西天然气有限公司  
本次主体信用等级 **AA+** 评级展望 稳定  
上次主体信用等级 **AA+** 评级展望 稳定

### 存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	发行期限	本次债项 级别	上次债项 级别
16 晋天然气 CP001	9	2016.5.31~2017.5.31	A-1	A-1

### 概况数据

山西天然气	2013	2014	2015	2016.9
总资产(亿元)	107.94	141.95	172.61	199.88
所有者权益合计(亿元)	17.90	25.96	37.92	41.70
总负债(亿元)	90.04	115.98	134.70	158.18
总债务(亿元)	74.14	96.32	114.24	140.43
营业总收入(亿元)	43.93	55.03	67.65	46.33
净利润(亿元)	3.13	4.43	5.55	3.70
EBIT(亿元)	5.99	7.90	10.67	-
EBITDA(亿元)	7.97	10.02	3.73	-
经营活动净现金流(亿元)	7.14	0.90	8.95	2.10
营业毛利率(%)	21.75	21.39	24.11	25.10
总资产收益率(%)	6.54	6.33	6.79	-
资产负债率(%)	83.41	81.71	78.03	79.14
总资本化比率(%)	80.55	78.77	75.08	77.10
总债务/EBITDA(X)	9.30	9.61	8.32	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.04	1.81	2.14	-

注：1、以上报表均执行新会计准则；  
2、2016 年三季度财务报表未经审计；  
3、将公司提供的财务报表中“长期应付款”中的融资租赁款调整至“长期借款”项目。

### 分析师

项目负责人：马康达 [kdma@ccxi.com.cn](mailto:kdma@ccxi.com.cn)  
项目组成员：袁雨晴 [yqyuan@ccxi.com.cn](mailto:yqyuan@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

2016 年 11 月 29 日

### 基本观点

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”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定，维持“山西天然气有限公司 2016 年度第一期短期融资券”的信用等级为 **A-1**。

中诚信国际肯定了公司在山西省内垄断的行业地位和明显的规模优势，主营业务突出、盈利能力稳步提升等对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到公司资产负债率较高、未来投资压力较大、管网转固后营业成本和期间费用增加或将影响盈利水平等对公司整体信用状况的影响。

### 优势

- **区域行业垄断地位和规模优势。**公司负责全省长输管网的规划和经营管理，担负着山西省各市和省级天然气干线沿途县（市、区）的天然气供给任务，天然气供应量约占省内供应总量的 95%，在区域内处于主导地位。
- **主营业务突出，盈利能力稳步提升。**公司以天然气及煤层气销售的主营业务格局突出，区域垄断地位和规模优势明显，业务具有稳定性，随着公司业务规模的扩大，收入水平和盈利能力稳步提高。

### 关注

- **债务规模持续上升，资产负债率较高，且未来投资压力大。**公司未来投资规模较大，资金平衡主要依赖自有资金和银行借款，目前公司资产负债率较高，债务负担较重。
- **输气管网转固、营业成本和期间费用上升对公司盈利水平的影响。**公司在建工程投资数额仍然较大，部分处于工程后期，未来输气管网转固后利息支出将停止资本化，并开始计提折旧，公司营业成本和财务费用将随之增长；未来公司输气管网转固以及期间费用的增加对公司盈利水平的影响值得关注。

## 声明

一、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。

二、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。

三、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。



## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在该短期融资券的存续期内进行定期跟踪评级。

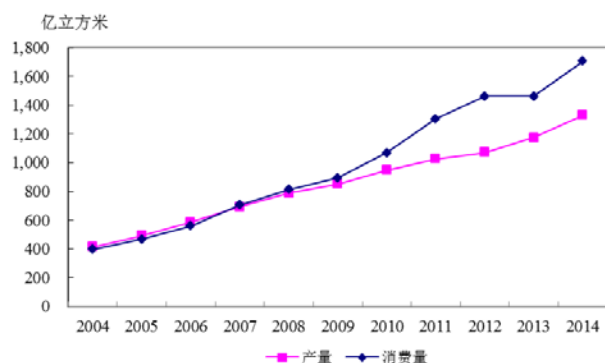
## 近期关注

### 我国燃气行业发展较快，但在城市化快速推进背景下，仍面临着相关基础设施配置不到位和气源紧张的问题

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。2014 年，我国城市用气人口达到 42,108.3 万人，燃气普及率达到 94.6%，较上年增长 0.3 个百分点。

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。2014 年，我国天然气产量 1,329.00 亿立方米，消费量 1,705.37 亿立方米，供应缺口 376.37 亿立方米。

图 1：2004 年~2014 年我国天然气产量、消费量



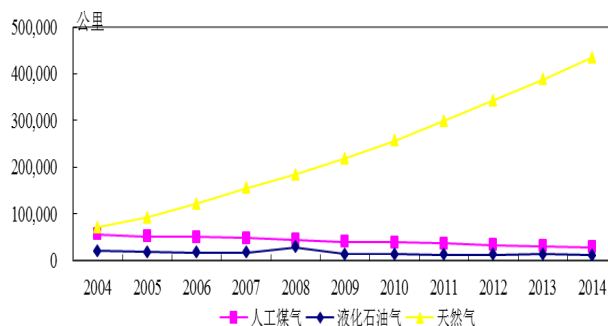
资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

相比较天然气消费量的快速增长，在目前国内气源和管网建设条件的制约下，行业供需矛盾仍然比较突出。气源方面，国内天然气产量增速在 13~15% 之间，而天然气消费量增速在 25% 左右，通过进口、开发非常规天然气等方式增加天然气供应将是必然。我国天然气进口分为两大来源，一是

管道天然气，二是 LNG。随着中俄天然气协议的签署，加之之前的中亚管道天然气、中缅管道天然气、中俄管道天然气以及沿海进口 LNG，我国四大天然气进口战略通道基本建立。2014 年，我国进口管道天然气 313.1 亿立方米，进口 LNG 269.9 亿立方米<sup>1</sup>，分别同比增长 12.2% 和 7.8%。

管道建设方面，随着天然气应用范围的不断扩大，供气管道长度也呈现快速上升的态势。除对原人工煤气和液化石油气输配系统进行改造外，我国新建了大量的天然气管道，2014 年新增天然气管道 46,098 公里，总长度达到 434,571 公里，已覆盖全国大多数市（县），并在重点地区实现天然气全覆盖。但相对于未来在非重点区域大幅增长的用气需求，管网的建设程度仍有待提升。

图 2：2004 年~2014 年我国城市供气管道长度<sup>2</sup>



资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

综上，伴随着城镇化发展和供气结构调整，我国天然气行业正在迎来并将保持快速发展的趋势，供需矛盾日益突出，由此气源的解决和管网建设速度的加快，将是解决问题的关键。

### 公司继续保持明显的区域垄断地位和规模优势，天然气管网建设和城市燃气运营的主营业务格局比较突出

公司代表山西省政府进行统一的燃气管网建设和运营，同时省政府授予公司山西省内天然气项目专营权。公司负责全省长输管网的规划建设和经营管理，担负着山西省各市和省级天然气干线沿途县（市、区）的天然气供给任务，天然气供应量约

<sup>1</sup> 按照 1 吨 LNG=1,360 立方米天然气换算

<sup>2</sup> 供气管道长度指从气源厂压缩机的出口或门站出口至各类用户引入管之间的全部已经通气投入使用的管道长度

占省内供应总量的 95%，在区域内处于主导地位。公司共运营管理燃气管网总长度 4,000 余公里，2015 年供气量达 29.42 亿立方米。截至 2016 年 9 月末，公司已累计完成燃气设施建设投资约 140 亿元，年管输能力 280 亿立方米/年。

目前山西省共有 11 市 119 县（市、区），截至 2016 年 9 月末，公司在省内天然气管网覆盖全省 11 市 105 县（市、区）。总体来看，公司天然气业务具有明显的区域垄断地位和规模优势。

表 1：公司近期管网建设情况

	2013	2014	2015	2016.9
管网长度（公里）	3,647	4,000	4,000	4,000
管输能力（亿立方米/年）	200	200	280	280

资料来源：公司提供

公司主营业务范围涉及天然气管道建设和运营、天然气及煤层气销售等。2015 年，公司实现营业收入 67.65 亿元，其中天然气及煤层气销售收入 65.87 亿元，占营业收入的 88.44%，是公司营业收入的主要来源。

凭借优越的地理位置，山西省内煤层气资源丰富，为有效改善单一的气源结构，公司额外采购部分煤层气以弥补天然气的供气缺口。公司已与山西省内主要煤层气生产企业（如晋煤集团、中石油煤层气有限责任公司、中石油华北油田分公司等）达成气源供应协议，并且公司所建设管道已覆盖省内主要煤层气气源地。

表 2：2015 年公司前五名燃气供应商

公司名称	供气种类	占当年公司采购总量占比
中国石油天然气股份有限公司	天然气	71%
中石油煤层气有限责任公司	天然气	11%
山西沁水国新煤层气综合利用有限公司	煤层气	5%
山西新天能源股份有限公司	天然气	2%
华恒物流有限公司	LNG	2%
合计	-	91%

资料来源：公司提供

从采购量来看，随着区域经济和城镇化的不断发展，近年来，公司燃气采购量呈增长态势，2013 年~2015 年分别为 21.76 亿立方米、26.02 亿立方米和 29.50 亿立方米。平均采购价格方面，2014 年起，中石油提高对公司的供气价格导致当年公司采购价格大幅增长，2015 年增长至 1.71 元/立方米。由于 2015 年 11 月的天然气调价，公司 2016 年 1~9 月燃气平均采购价格下降到 1.43 元/立方米。

表 3：2013 年~2016 年 9 月公司燃气采购情况

	2013	2014	2015	2016.9
燃气采购量（亿立方米）	21.76	26.02	29.50	22.19
燃气平均采购价（元/立方米）（不含税）	1.58	1.68	1.71	1.43

含税）

注：燃气含天然气和煤层气；平均采购价格含出厂价和管输费。

资料来源：公司提供

随着山西省天然气气源的逐渐丰富，公司的供气结构逐渐形成了以天然气为主、煤层气为辅的供气格局。煤层气在采购价格方面的优势，一定程度上有利于降低公司的购气成本，提高盈利水平。为提高公司的供气能力，公司还将页岩气、煤制气等非常规天然气作为气源补充，但目前受制于输送压力及气源组份构成等方面的原因，非常规天然气尚未进行大规模开发。

凭借气源和管网优势，为巩固区域垄断优势、扩大市场占有率、增强盈利能力，公司向下游城市

燃气运营拓展产业链。截至 2015 年末，公司及子公司、合营公司和联营公司在山西省内 55 个县(市、区)经营天然气分销业务，并取得了上述地区的特

许经营权。2015 年公司燃气销售数量为 29.42 亿立方米，近年呈稳定增长态势。2016 年 1~9 月，公司燃气销售量为 22.13 亿立方米，继续保持较快增速。

表 4：2013 年~2016 年 9 月公司燃气销售情况

	2013	2014	2015	2016.9
燃气销售数量（亿立方米）	20.72	23.73	29.42	22.13
燃气平均销售价格（元/立方米）（含税）	2.12	2.54	2.53	2.15

资料来源：公司提供

天然气价格方面，2016 年 11 月，根据《山西省发展和改革委员会关于调整我省冬季非居民用天然气价格的通知》（晋发改价格[2016]803 号），提高冬季非居民用天然气门站价格，从中石油陕京线接气的山西省内管输企业供各城市燃气企业非居民门站价格上调 0.2865 元/立方米，从中石油西气东输管线接气的上调 0.191 元/立方米；居民用天然气门站价格不作调整。中诚信国际将继续关注天然气价格的逐步市场化对公司业务的影响。

表 5：目前公司供山西省城市门站价格

单位：元/立方米

气源	用户分类	最高门站价格
陕京一线	居民	1.68
	非居民	2.5665
陕京二线	居民	1.67
	非居民	2.5665
西气东输	居民	1.72
	非居民	2.4710

资料来源：山西省物价局

从销售客户来看，公司主要向联营或合营公司供应燃气，客户相对集中并保持一定稳定性。公司天然气销售按月结算，结算周期为 24~26 天，并要求购买方支付计划款。价格方面，公司对下游客户的销售价格多采用政府指导价。2015 年，公司对前五大客户实现销售收入 36.56 亿元，占营业收入的比例为 54%。

表 6：2015 年公司前五大销售客户

客户名称	公司持股比例（%）	销售收入（亿元）	占营业总收入比例（%）
太原燃气集团有限公司	40	20.43	30.20
原平市天然气有限责任公司	0	6.49	9.59
华能太原东山燃机热电有限责任公司	0	5.19	7.67
大同华润燃气有限公司	25	2.56	3.78
阳泉华润燃气有限公司	25	1.89	2.79
合计	-	36.56	54.04

资料来源：公司提供

未来投资方面，公司将走专业化分工的道路，打造长输管道、城市燃气、液化工厂、燃气电厂、LNG 加气站建设运营等五个专业化板块，全力推进全产业链发展。截至目前，寿阳热电联产项目已投产使用，保德、昔阳热电联产项目已开工建设，预计将于 2017 年投产，届时公司三个热电联产项目日用气量达到 120 万立方米。对外部天然气电厂供气方面，公司已于 2015 年为太原地区华能电厂、嘉节电厂供气，以上两家电厂日高峰合计用气量达 553 万立方米以上。

从在建及拟建项目来看，公司资本支出项目主要包括管网建设、LNG 加气站、液化工厂和煤层气热电联产项目。截至 2016 年 9 月末，公司在建及拟建项目投资概算总计 89.59 亿元，已投入 34.32 亿元，2017 年公司计划投资 13.25 亿元

表 7：截至 2016 年 9 月末公司主要在建及拟建项目情况（万元）

项目名称	投资概算	已投资	计划投资		
			2016.10~12	2017	2018
在建项目					
管网工程					
蒲县-河津输气管道工程	40,080.12	37,160.11	-	745.28	-
晋城至侯马二期输气管道工程	18,000.00	24,331.47	-	-	-
黄白塔-兔坂输气管道工程	13,000.00	12,457.78	382.01	-	
太原东山复线输气管道工程	50,992.41	35,829.31	4,964.62	5,099.24	5,099.24
河津-运城输气管道工程	23,776.07	15,918.48	3,102.38	2,377.61	2,377.60
大宁-永和输气管道工程	24,547.69	17,031.91	997	2,454.77	-
右玉-平鲁（七墩）输气管道工程	14,833.40	1006.82	7,921.18	2,976.00	2,976.00
榆次-清徐输气管道项目	29,250.00	10,413.81	11,523.69	-	-
液化项目					
霍州液化天然气调峰储气设施项目	13,095.00	25,391.79	255.36	-	-
众能液化工厂项目	40,343.04	43,920.34	-	-	-
LCBM 项目（寿阳煤层气液化工厂）	42,227.07	55,962.90	-	-	-
平遥 30*104Nm3/d 万天然气液化装置工程	28,844.43	34,446.76	-	-	-
大同液化调峰储备集散中心项目	49,000.00	1,691.22	16,308.77	14,000	-
临汾液化调峰储备集散中心项目	46,000.00	368.54	9,750.27	19549.69	-
祁县液化调峰储备集散中心项目	78,600.00	15,003.02	16,235.67		-
煤层气热电联产					
保德煤层气热电联产	75,232.00	3,336.51	24,655.39	23,620.05	23,620.05
昔阳煤层气热电联产	81,742.00	8,909.33	1,090.67	61,692.27	10,031.73
小计	669,563.23	343,180.10	97,187.01	132,514.91	44,104.62
拟建项目					
管网工程					
6 条长输管网	40,480.00	-	-	-	-
忻州城市管网	3,000.00	-	-	-	--
LNG 加气站及 LNG 液化工厂					
70 座 LNG 加气站	154,430.00	-	-	-	-
平遥液化二期	28,400.00	-	-	-	-
小计	226,310.00	-	-	-	-
合计	895,873.23	343,180.10	97,187.01	132,514.91	44,104.62

注：公司部分在建工程实际投资额超出投资概算，部分在建工程实际投资额低于投资概算；部分在建项目已完工未竣工决算。

资料来源：公司提供

总体来看，公司以天然气管网建设和城市燃气

运营的主营业务格局比较突出，区域垄断地位和规模优势较为明显，业务具有稳定性。但中诚信国际



关注到，公司未来投资规模仍然较大，资金平衡主要依赖自有资金和银行借款。中诚信国际将密切关注较高的融资需求对公司资本结构的影响。

## 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 2013 年~2015 年财务报告以及未经审计的 2016 年三季度财务报表。上述报表均按照新会计准则编制。

## 资本结构

2013 年~2015 年末，公司资产总额分别为 107.94 亿元、141.95 亿元和 172.61 亿元，保持了较快的增长速度。资产增加主要是由于公司作为山西省主要天然气长输管网的建设和经营管理者，不断地进行管网的投资建设，固定资产和在建工程增长较快。截至 2016 年 9 月末，公司总资产为 199.88 亿元。

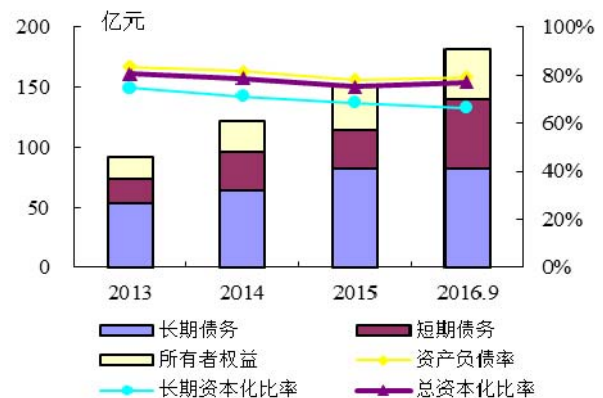
2013 年~2015 年末，公司所有者权益分别为 17.90 亿元、25.96 亿元和 37.92 亿元。2015 年 6 月，根据公司股东决定，公司增加注册资本人民币 2.7 亿元，全部由国新能源股份以货币资金出资，2015 年 12 月，国新能源股份发行股份募集资金后向公司增资 9.5 亿元。当年末公司实收资本增加至 20.20 亿元。截至 2016 年 9 月末，公司所有者权益为 41.70 亿元。

资产构成方面，公司非流动资产占资产总额的比重较高。2013 年~2015 年末，公司非流动资产分别为 88.79 亿元、116.95 亿元和 140.76 亿元，占总资产的比例分别为 82.26%、82.39%和 81.55%。非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成。截至 2015 年末，上述三项占非流动资产的比例分别为 5.53%、45.83%和 40.91%。截至 2015 年底，公司固定资产 64.52 亿元，同比增长 62.87%，主要是输气管线、房屋及建筑物，其中输气管线的账面价值为 38.62 亿元，同比增长 37.02%；截至 2015 年末，公司在建工程 57.59 亿元，当年转入固定资产 27.51 亿元。截至 2016 年 9 月末，公司非流动资

产为 161.61 亿元，其中长期股权投资、固定资产和在建工程分别为 8.33 亿元、70.03 亿元和 63.31 亿元，较 2015 年末有所增长。

负债方面，2013 年~2015 年末，公司的负债总额分别为 90.04 亿元、115.98 亿元和 134.70 亿元，负债规模呈上升趋势，同期资产负债率分别为 83.41%、81.71%和 78.03%，2015 年末所有者权益的显著增长使当年末的资产负债率有所下降，但仍处于较高水平。公司负债构成方面，主要仍以非流动负债为主。2013 年~2015 年末，非流动负债在总负债中的占比分别为 60.37%、56.69%和 62.01%。截至 2016 年 9 月末，公司负债总额为 158.18 亿元，资产负债率为 79.14%。公司非流动负债为 83.43 亿元，占负债总额的 52.75%，由于短期借款增加以及部分长期借款转入一年内到期的非流动负债，公司非流动负债占比有所下降。

图 3：2013 年~2016 年 9 月公司资本结构分析

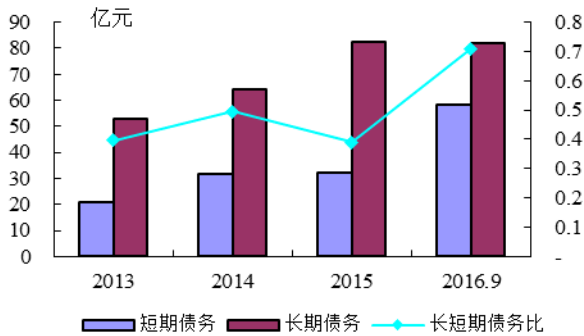


资料来源：根据公司财务报表整理

从债务结构来看，公司债务以长期债务为主，2013 年~2015 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.40 倍、0.50 倍和 0.39 倍。2015 年，由于公司长期借款大幅增加，促使当期长期债务占比有所上升。公司以长期债务为主的债务结构符合其行业特征。截至 2016 年 9 月末，公司长短期债务比为 0.71 倍，短期债务上升较快。



图 4: 2013 年~2016 年 9 月公司长短期债务情况



资料来源: 根据公司财务报表整理

总体来看, 公司的资产规模和负债规模逐年增加。未来, 随着公司对燃气管网、CNG/LNG 加注站和煤层气热电联产等项目的投入, 预计公司债务规模或将随之增长。同时受益于股东注资和良好的经营, 公司所有者权益也相应较快增长。公司资产负债率呈现逐年降低趋势, 但仍然处于较高水平, 中诚信国际将持续关注公司降低负债水平的举措。

## 盈利能力

2013 年~2015 年公司分别实现营业总收入 43.93 亿元、55.03 亿元和 67.65 亿元, 公司营业收入增长速度较快。公司主营业务收入来自天然气和煤层气板块收入, 2015 年公司实现天然气和煤层气收入 65.87 亿元, 同比增长 23.75%。天然气和煤层气收入来源于对山西省各市和省级天然气干线沿途县(市、区)的天然气供给销售, 包括 LNG 和 CNG 销售。2016 年 1~9 月, 公司实现营业总收入 46.33 亿元, 其中天然气及煤层气收入 44.39 亿元。公司其他业务收入主要包括入户安装费收入等。

表 8: 2014 年~2016 年 9 月公司主营业务收入及毛利率情况

项目	2014		2015		2016.9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
天然气及煤层气	53.25	20.39	65.87	23.22	44.39	23.93
合计	53.25	20.39	65.87	23.22	44.39	23.93

资料来源: 公司提供

营业毛利率方面, 2015 年和 2016 年前三季度, 公司主营业务毛利率分别为 23.22% 和 23.93%。2015

年天然气及煤层气毛利率的大幅提升主要由于近年来公司调整气源结构, 对成本较低的煤层气采购比重不断提升; 此外, 近期公司加大毛利率较高的工业用气市场的开拓力度, 增加了毛利率较高的工业直供气销售量及销售占比。

期间费用方面, 随着营业收入和固定资产的增加, 三费总支出逐年增加。公司期间费用以销售费用为主, 由于公司管线折旧计入销售费用, 近年来呈逐年上升趋势; 随着公司债务规模和固定资产的上升, 财务费用亦持续增长。2015 年, 公司三费合计 8.39 亿元, 三费支出同比增加 42.11%, 三费收入占比较 2014 年上升 1.67 个百分点。2016 年前三季度, 公司三费支出合计 6.57 亿元, 三费收入占比为 14.19%。中诚信国际将继续关注公司未来控制期间费用规模的相关举措。

表 9: 2013 年~2016 年 9 月公司三费占比情况 (亿元)

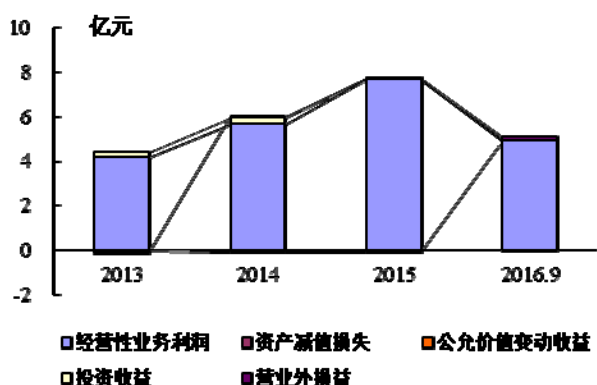
	2013	2014	2015	2016.9
销售费用	2.37	2.84	4.17	3.21
管理费用	1.23	1.13	1.28	1.22
财务费用	1.72	1.93	2.94	2.14
三费合计	5.32	5.90	8.39	6.57
三费收入占比 (%)	12.10	10.73	12.40	14.19

资料来源: 根据公司财务报表整理

2013 年~2015 年, 公司经营性业务利润分别为 4.15 亿元、5.65 亿元和 7.67 亿元, 随着公司业务规模的扩大, 经营性业务利润逐年增长。2013 年~2015 年, 公司利润总额分别为 4.23 亿元、5.86 亿元和 7.58 亿元。2016 年前三季度, 公司实现经营性利润 4.90 亿元, 利润总额 5.08 亿元。

此外, 中诚信国际也关注到公司在建工程投资数额仍然较大, 部分处于工程后期, 未来输气管网转固后利息支出将停止资本化, 并开始计提折旧, 公司营业成本和财务费用将随之增长, 中诚信国际将关注管网转固后对公司盈利水平的影响。

图 5：2013 年~2016 年 9 月公司利润总额构成



资料来源：根据公司财务报表整理

总体来看，公司以天然气及煤层气销售的主营业务格局突出，区域垄断地位和规模优势明显，业务具有稳定性，随着公司业务规模的扩大，收入水平和盈利能力稳步提高。此外，中诚信国际关注到公司期间费用增长较快，随着公司债务规模增长和在建工程转固的增加，或将对公司盈利水平产生一定影响。

## 现金流

经营活动方面，受益于公司天然气供应区域的增加和业务规模的扩大，2013 年~2015 年公司经营性活动现金流入和流出规模逐年增加，经营活动净现金流分别为 7.14 亿元、0.90 亿元和 8.95 亿元。2014 年经营活动净现金流大幅减少，主要由于当年购买商品和劳务支付的现金及税费增加所致。2016 年前三季度，公司经营活动净现金流为 2.10 亿元。

近年公司投资活动现金流为净流出状态，公司的投资主要集中在天然气管网铺设和煤层气热电联产等项目，2013 年~2015 年，公司的投资活动净现金流分别为-27.35 亿元、-20.91 亿元和-19.93 亿元。2016 年前三季度，公司投资活动净现金流为-20.72 亿元。

由于经营活动净现金流不能完全覆盖投资活动的支出，公司主要以债务融资来满足投资活动的资金需求。2013 年~2015 年，公司筹资活动净现金流量为 23.62 亿元、21.57 亿元和 18.58 亿元，2015 年公司借款规模显著增加。预计公司未来筹资活动流入流出规模仍将保持一定规模。2016 年前三季

度，公司筹资活动净现金流为 18.76 亿元。

表 10：2013 年~2016 年 9 月公司现金流情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016.9
经营活动现金流入	49.18	56.41	71.44	49.28
经营活动现金流出	42.04	55.52	62.49	47.18
经营活动净现金流	7.14	0.90	8.95	2.10
投资活动现金流入	0.72	0.46	1.19	0.15
投资活动现金流出	28.07	21.37	21.12	20.88
投资活动净现金流	-27.35	-20.91	-19.93	-20.72
筹资活动现金流入	48.56	55.01	75.19	56.20
其中：吸收投资	1.95	4.94	12.50	0.05
借款	38.60	37.99	58.44	50.25
筹资活动现金流出	24.95	33.44	56.60	37.43
其中：偿还债务	17.83	21.90	38.46	25.99
筹资活动净现金流	23.62	21.57	18.58	18.76
现金及等价物净增加	3.40	1.56	7.60	0.14

资料来源：根据公司财务报表整理

总体来看，公司获现能力较好，未来投资活动仍将保持一定规模，筹资活动现金流入、流出规模或将继续扩大。

## 偿债能力

2013 年~2015 年末，公司短期债务规模不断扩大，公司总债务分别为 74.14 亿元、96.32 亿和 114.24 亿元，总债务规模快速增长。截至 2016 年 9 月末，公司短期债务为 58.33 亿元，总债务为 140.43 亿元。

从偿债能力指标来看，2013 年~2015 年，虽然由于公司同期债务规模增速较快，但公司 EBITDA 呈逐年上升的趋势，总债务/EBITDA 分别为 9.30 倍、9.61 倍和 8.32 倍，EBITDA 对总债务的覆盖能力较稳定。2013 年~2015 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.04 倍、1.81 倍和 2.14 倍，2015 年 EBITDA 对利息支出覆盖能力同比有所上升。经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障系数由于经营活动净现金流的波动而有所起伏。2015 年，上述两个指标分别为 0.08 倍和 1.40 倍。总体来看，公司债务规模近年来不断扩大，同时公司盈利能力有所增强，获现能力的起伏一定程度上将影响公司的偿债能力。同时，公司 2016 年以来短期债务增长较快，短期偿债压力增大。

表 11：2013 年~2016 年 9 月公司偿债能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.9
货币资金（亿元）	12.50	14.09	22.06	21.86
短期债务（亿元）	21.09	31.94	32.07	58.33

总债务（亿元）	74.14	96.32	114.24	140.43
EBITDA（亿元）	7.97	10.02	13.73	-
经营活动净现金流（亿元）	7.14	0.90	8.95	2.10
经营活动净现金流/总债务（X）	0.10	0.01	0.08	-
总债务/EBITDA（X）	9.30	9.61	8.32	-
EBITDA 利息保障系数（X）	2.04	1.81	2.14	-
经营活动净现金流利息保障系数（X）	1.83	0.16	1.40	-

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2016 年 9 月末，公司共获得各银行综合授信额度 145.71 亿元，尚可使用的授信额度为 64.63 亿元，备用流动性较为充足。

债务到期方面，公司 2017 年至 2020 年到期债务分别为 63.72 亿元、22.49 亿元、10.63 亿元和 6.62 亿元，2017 年和 2018 年是公司还款高峰。

对外担保方面，截至 2016 年 9 月末，公司对外担保余额为 1.98 亿元，占净资产比重为 4.96%。

所有权或使用权受到限制的资产方面，截至 2016 年 6 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产：（1）为银行承兑汇票保证金、履约保函保证金、及向银行抵押借款，其账面价值为 0.57 亿元。（2）公司以在建工程及固定资产进行售后租回，导致资产所有权受限，其协议约定租赁物原值为 44.3 亿元。

## 过往债务履约情况

根据企业提供的企业信用报告相关记录，截至 2016 年 11 月 6 日，山西天然气不存在未结清不良信贷信息。

## 评级展望

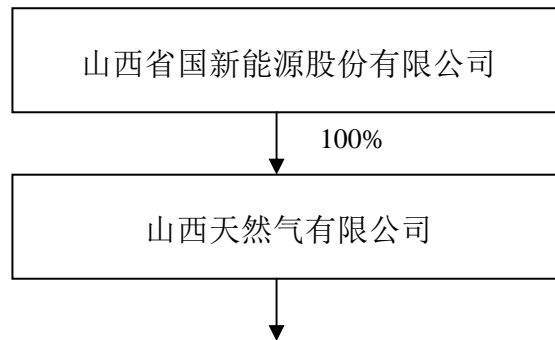
中诚信国际肯定了公司在山西省内垄断的行业地位和明显的规模优势，主营业务突出、盈利能力稳步提升以及近期股东对公司的增资等对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到公司资产负债率较高、未来投资压力较大、管网转固后营业成本和期间费用增加或将影响盈利水平等对公司整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

## 结 论

中诚信国际维持山西天然气有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定，维持“山西天然气有限公司 2016 年度第一期短期融资券”债项的信用等级为 **A-1**。

附一：山西天然气有限公司股权结构图（截至 2016 年 9 月末）

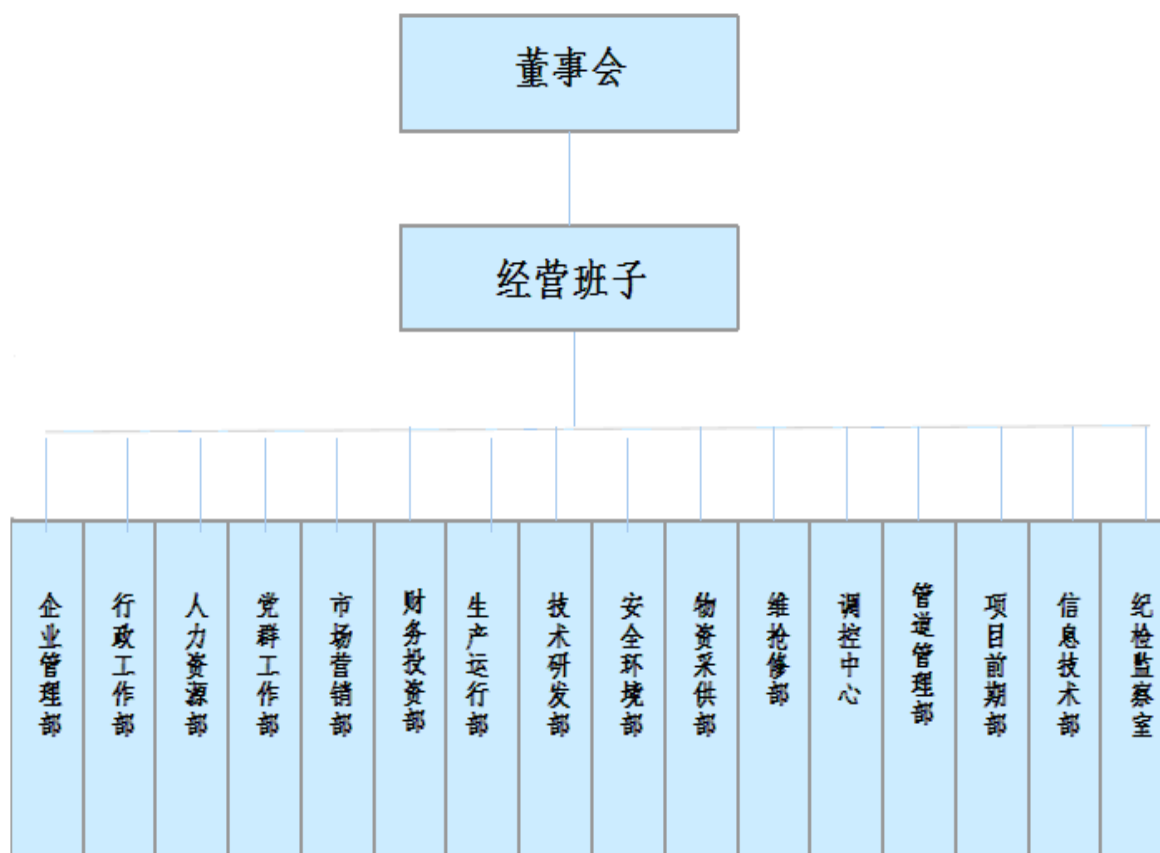


序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	山西煤层气（天然气）集输有限公司	44,750	88.474
2	山西晋西南天然气有限责任公司	12,000	51
3	山西平遥液化天然气有限责任公司	10,000	51
4	忻州市燃气有限公司	3,622.33	51
5	山西晋西北天然气有限责任公司	28,000	51
6	山西临县国新燃气有限公司	3,000	51
7	清徐县凯通天然气有限公司	3,000	70
8	晋州市中心城区洁源天然气有限公司	3,000	88.67
9	忻州五台山风景名胜区国新能源天然气有限公司	3,000	90
10	山西寿阳国新热电综合利用有限公司	10,000	51
11	上海国新能源贸易有限公司	1,000	51
12	灵石县通义天然气有限责任公司	3,000	41
13	山西国新天然气利用有限公司	10,000	100
14	北京旭日光大投资有限公司	1,500	100
15	山西众能天然气有限公司	5,000	50
16	山西中液互联能源有限公司	1,000	51
17	山西霍州国新液化天然气有限公司	10,000	100
18	山西国新城市燃气有限公司	15,000	100

资料来源：公司提供



附二：山西天然气有限公司组织结构图（截至 2016 年 9 月末）



资料来源：公司提供

### 附三：山西天然气有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.9
货币资金	124,985.09	140,905.35	220,649.89	218,551.77
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	17,262.69	34,785.87	35,075.96	57,423.53
其他应收款	26,901.02	37,733.73	34,768.29	62,526.01
存货净额	2,747.82	4,799.50	6,218.06	9,249.66
可供出售金融资产	0.00	300.00	300.00	300.00
长期股权投资	77,173.55	77,217.03	77,906.49	83,349.63
固定资产	271,459.94	396,145.30	645,182.70	700,348.38
在建工程	471,745.24	603,467.19	575,861.18	633,145.43
无形资产	11,013.10	14,314.61	23,350.71	29,442.71
总资产	1,079,393.29	1,419,470.59	1,726,145.17	1,998,783.73
其他应付款	76,257.45	115,629.64	114,862.08	94,303.39
短期债务	210,931.98	319,361.17	320,716.62	583,276.13
长期债务	530,451.01	643,845.93	821,708.90	821,036.81
总债务	741,382.99	963,207.10	1,142,425.52	1,404,312.94
净债务	616,397.89	822,301.76	921,775.63	1,185,761.17
总负债	900,368.30	1,159,825.28	1,346,992.92	1,581,752.77
财务性利息支出	17,640.88	20,418.17	30,907.38	-
资本化利息支出	21,356.77	34,876.26	33,121.32	-
实收资本	40,000.00	80,000.00	202,000.00	202,000.00
少数股东权益	52,857.32	51,789.38	51,674.15	50,934.96
所有者权益合计	179,024.99	259,645.31	379,152.25	417,030.95
营业总收入	439,340.92	550,286.08	676,519.79	463,297.57
三费前利润	94,636.01	115,573.69	160,617.76	114,735.15
营业利润	43,489.93	58,370.13	75,685.87	49,054.60
投资收益	2,342.33	2,871.04	39.34	43.81
营业外收入	2,236.22	377.20	669.44	2,437.62
净利润	31,345.47	44,313.06	55,450.48	37,023.53
EBIT	59,896.78	79,041.99	106,725.56	-
EBITDA	79,734.84	100,238.71	137,281.99	-
销售商品、提供劳务收到的现金	488,899.29	556,956.40	712,034.72	474,397.32
收到其他与经营活动有关的现金	2,925.43	7,155.34	2,395.33	18,432.43
购买商品、接受劳务支付的现金	391,933.47	512,708.26	569,461.69	422,329.15
支付其他与经营活动有关的现金	9,554.27	5,063.89	7,018.42	6,796.54
吸收投资收到的现金	19,463.00	49,352.91	125,040.00	490.00
资本支出	249,622.86	190,203.48	199,702.05	170,411.83
经营活动产生现金净流量	71,383.90	8,951.35	89,517.20	21,041.37
投资活动产生现金净流量	-273,541.02	-209,088.42	-199,300.44	-207,236.49
筹资活动产生现金净流量	236,161.25	215,707.09	185,816.67	187,642.28
财务指标	2013	2014	2015	2016.9
营业毛利率(%)	21.75	21.39	24.11	25.10
三费收入比(%)	12.10	10.73	12.40	14.19
总资产收益率(%)	6.54	6.33	6.79	-
流动比率(X)	0.54	0.50	0.62	0.51
速动比率(X)	0.53	0.49	0.61	0.50
资产负债率(%)	83.41	81.71	78.03	79.14
总资本化比率(%)	80.55	78.77	75.08	77.10
长短期债务比(X)	0.40	0.50	0.39	0.71
经营活动净现金/总债务(X)	0.10	0.01	0.08	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.34	0.03	0.28	-
经营活动净现金/利息支出(X)	1.83	0.16	1.40	-
总债务/EBITDA(X)	9.30	9.61	8.32	-
EBITDA/短期债务(X)	0.38	0.31	0.43	-
货币资金/短期债务(X)	0.59	0.44	0.69	0.37
EBITDA 利息倍数(X)	2.04	1.81	2.14	-

注：1、以上报表均执行新会计准则；

2、2016 年三季度财务报表未经审计；

3、将公司提供的财务报表中“长期应付款”中融资租赁款调整至“长期借款”项目。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

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））

长短期债务比=短期债务/长期债务

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：主体信用等级的符号及定义

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。



## 附六：短期融资券信用等级的符号及定义

等级符号	等级含义
A-1	为最高级短期融资券，其还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性很高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。