

信用等级公告

联合〔2020〕752号

中国燃气控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国燃气控股有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中国燃气控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”
中国燃气控股有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中国燃气控股有限公司 2020年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过人民币20亿元

债券期限：5年期

还本付息方式：按年付息，到期还本

评级时间：2020年4月23日

主要财务数据

项目	2017财年	2018财年	2019财年	2019年4-9月
资产总额（亿港元）	602.22	820.58	1,098.80	1,113.34
所有者权益（亿港元）	239.47	327.30	407.82	417.28
长期债务（亿港元）	127.45	212.93	214.91	217.11
全部债务（亿港元）	236.18	323.72	378.99	386.66
营业收入（亿港元）	319.93	528.32	593.86	279.26
净利润（亿港元）	46.95	66.69	89.85	54.33
EBITDA（亿港元）	78.94	108.49	137.20	--
经营性净现金流（亿港元）	41.16	64.46	101.17	40.33
净资产收益率（%）	20.91	23.53	24.44	13.17
资产负债率（%）	60.24	60.11	62.88	62.52
全部债务资本化比率（%）	49.66	49.73	48.17	48.10
流动比率（倍）	0.68	0.92	0.89	0.88
EBITDA全部债务比（倍）	0.33	0.34	0.36	--
EBITDA利息倍数（倍）	8.19	9.69	8.41	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.56	4.89	6.19	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指港元；3. 2019财年的时间范围为自2018年4月1日至2019年3月31日止，以前年度以此类推

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国燃气控股有限公司（以下简称“公司”或“中国燃气”）的评级反映了公司作为国内最大规模的跨区域城市与乡镇燃气运营服务商之一，在经营规模、管网布局、气源供应等方面具备的综合竞争优势。近三财年，得益于国家大力推广清洁能源天然气应用，公司业务成长较快，拥有专营权的管道燃气项目数量、管网长度、供气能力和下游用户逐年增长，收入和利润大幅提高，经营获现能力强。同时，联合评级也关注到近年来受国际油价影响天然气价格波动较大、公司市场竞争压力加大以及盈利空间易受政策影响等因素对公司信用水平可能造成的不利影响。

未来，公司将通过外延式扩张、持续获取新项目，并通过创新、灵活调整市场开发策略以巩固其在燃气市场的领先地位。随着中国天然气消费需求的日益增长和公司业务规模的扩张，公司未来收益水平有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司规模优势明显，市场地位显著。公司作为国内最大规模的跨区域的城市与乡镇燃气运营服务商之一，规模优势明显，市场地位显著。

2. 公司已与上游供应商建立良好的合作关系，有利于保证气源的稳定供应。为保障公司气源供应，公司与中石油、中石化、中海油等公司建立了长期的战略合作关系，保障公司的气源稳定供应。

3. 近三年公司业务规模增长迅速，经营业

绩持续向好发展。工商业“煤改气”和华北乡镇“气代煤”等环保政策的实施，天然气需求量大增，带动公司收入规模大幅增长。

4. 公司盈利能力强，经营获现能力强。近年来，公司拥有专营权的管道燃气项目数量、管网长度和供气能力逐年增长，公司天然气销售数量逐年增多，整体盈利能力强；公司经营活动现金流持续净流入，经营获现能力强。

关注

1. 公司业绩易受原油价格波动影响。原油价格波动可能影响天然气的需求，同时，LPG价格一定程度与油价挂钩，油价波动将对公司业务产生影响。

2. 公司经营业绩易受政策调整影响。由于居民用户天然气销售价格和接驳费政策由相关政府部门监审，盈利空间受政策影响大，且具有一定滞后性，如我国政府对相关政策予以调整，将对公司经营业绩产生相应影响。

3. 公司未来或将面临一定资本支出压力。公司“气代煤”业务发展迅速，该业务投资规模较大，公司未来或将面临一定资本支出压力。

分析师

余瑞娟 登记编号（R0040218040004）

王彦 登记编号（R0040219040002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次（期）信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

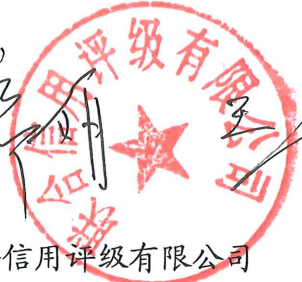
联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

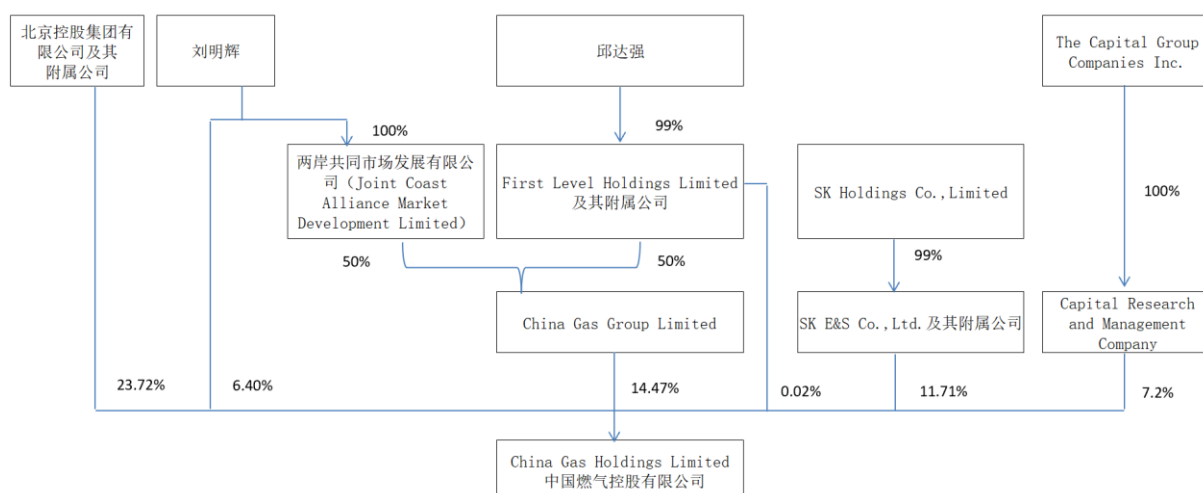
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

China Gas Holdings Limited（中国燃气控股有限公司）（以下简称“中国燃气”或“公司”）于1995年8月22日经百慕达公司注册署登记设立，百慕达公司注册编号为21056。1995年10月20日，中国燃气在香港联合交易所主板公开发行人并上市，股票代码为0384.HK。

截至2019年9月底，公司已发行股份5,218,562,972股，公司股权结构如下图所示；公司无控股股东和实际控制人。

图1 截至2019年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司及其附属公司主要于中国从事投资、建设、经营城市与乡镇燃气管道基础设施，燃气码头，储运设施和燃气物流系统，向居民和工商业用户输送天然气和液化石油气，建设和经营压缩天然气/液化天然气加气站，开发与应用天然气及液化石油气等相关技术。

截至2019年3月底，公司下设资金部、财务部、投资发展部、天然气开发部、物资采购部等16个部门（见附件1）。截至2019年3月底，公司在职工合计51,000人。

截至2019财年底，公司资产合计1,098.80亿港元，负债合计690.97亿港元，所有者权益（含非控股权益）合计407.82亿港元，其中归属于公司持有人的应占权益及储备353.21亿港元。2019财年，公司实现营业收入593.86亿港元，年度溢利（含非控股权益）89.85亿港元，其中归属于公司持有人的年度溢利82.24亿港元；营运活动所得的现金净额101.17亿港元，现金及现金等价物增加净额54.19亿港元。

截至2019年9月底，公司资产合计1,113.34亿港元，负债合计696.06亿港元，所有者权益（含非控股权益）合计417.28亿港元，其中归属于公司持有人的应占权益及储备360.05亿港元。2019年4—9月，公司实现营业收入279.26亿港元，年度溢利（含非控股权益）54.33亿港元，其中归属于公司持有人的年度溢利49.10亿港元；营运活动所得的现金净额40.33亿港元，现金及现金等价物增加净额-35.28亿港元。

公司注册地址：百慕达，Clarendon House, 2 Church Street, Hamilton HM 11, Bermuda；董事会主席：周思，董事会执行主席：刘明辉。

二、本期债券及债券募集资金用途

1. 本次（期）债券概况

本期债券名称为“中国燃气控股有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”。本期债券发行规模为不超过人民币 20 亿元，期限为 5 年期。本期债券为固定利率，票面利率将根据网下簿记建档结果确定，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司及其下属子公司的有息债务。

三、行业分析

公司主要向各类用户提供燃气管道安装（接驳）服务，并向各类用户输送及销售燃气、销售并提供配套增值服务等，拥有国内多个城市、县域的燃气管道专营权，是国内最大规模的跨区域燃气运营商之一。

1. 天然气行业

（1）行业概况

随着我国能源结构的持续优化，天然气产业仍具有较大的发展空间；我国已基本形成资源多元、调度灵活、供应稳定的全国性管网和天然气供应，城市燃气发展较快；LNG 发展迅速。

目前天然气与石油、煤炭共同构成一次能源的三大支柱，由于天然气在燃烧过程中产生的可影响人类呼吸系统健康的物质极少，产生的二氧化碳仅为煤的 40% 左右，产生的二氧化硫也很少，燃烧后无废渣、废水产生，相较于煤炭、石油等能源具有使用安全、热值高、洁净等优势，因此近年来天然气成为全球各国大力开发的新能源之一。

长输管线

我国天然气资源地域分布不均衡，主要集中在我国西部地区的塔里木盆地、柴达木盆地、陕甘宁和四川盆地等中西部地区，共蕴藏 26 万亿立方米的天然气资源和石油资源，约占全国陆上天然气资源的 87% 左右。随着我国天然气地域的不均衡性和用气区域、规模的不断扩大，为实现天然气资源与市场的衔接，我国积极推进东北、西北、西南、海上四大天然气进口通道建设。

我国天然气管道形成了以陕京一线、陕京二线、陕京三线、西气东输一线、西气东输二线、西气东输三线、川气东送等为主干线，以冀宁线、淮武线、兰银线、中贵线等为联络线的国家基管网，干线管网总输气能力超过 2,000 亿立方米/年，初步形成横跨东西、纵贯南北、联通海外的全国性天然气管网。同时，川渝、华北、长江三角洲、东北等地区已经形成相对完善的区域天然气管网，在国外天然气进口上，构筑了中亚天然气管道、中缅天然气管道、海上进口 LNG 以及已经建设的中俄东线天然气管道组成的四大天然气进口通道。截至 2018 年底，中国天然气长输管道在建项目和已完工项目天然气管道总里程已达 7.6 万千米。其中，潜江—韶关、中俄东线天然气管道已部分完工，全年建成跨省干线管道 1,540 千米；蒙西管道一期、鄂安沧输气管道一期、中缅管道支干线楚雄至攀枝花天然气管道投产。此外，南川水江—涪陵白涛国家重点天然气管道工程开工建设，计划 2019

年 10 月投运，建成后将有利于涪陵页岩气外输。区域管网建设持续推进，广东天然气管网粤东、粤西、粤北三地 6 个主干管网项目动工，计划 2020 年底建成。

目前，我国天然气管道已形成纵贯全国和联通海外的供气网络，并形成“西气东输、缅气北上、海气登陆、就近外供”的供气格局，初步实现天然气在全国范围统一调度、合理配置。

城市燃气

城市燃气（包括民用、商业和工业燃气）是由几种气体组成的混合气体，目前主要使用的城市燃气种类包括天然气（NG）、人工燃气（MG）等，其中天然气占 60% 左右。天然气来源于气田，其中管输天然气供应系统由天然气的开采与生产（上游）、长输管线（中游）和城市输配气系统（下游）组成。

随着城市化进程的逐渐推进，城市燃气的用气人口逐渐增长；但从区域来看，我国城市燃气普及率整体较高，但区域发展不平衡。整体看，东部及南部沿海省市燃气普及率高于全国平均，而大多数中西部省市、东北地区由于设施建设不完备、气源不足等问题，导致普及率偏低。

LNG 业务

近年来，LNG（液化天然气）工业也逐步发展。2018 年全球天然气贸易量约为 1.21 万亿立方米，比上年增长 7.1%，较上年增速加快。其中，管道气贸易量为 7,710 亿立方米，比上年增长 4.1%；LNG 贸易量为 3.24 亿吨，比上年增加 10%。LNG 进口增量主要来自亚洲和欧洲，出口增量主要来自美国和澳大利亚。中国天然气消费继续保持强劲增长，2018 年天然气进口量持续高速增长，继 2017 年 LNG 进口量超越韩国成为全球第二大 LNG 进口国之后，2018 年又超过日本成为全球第一大天然气进口国，全年天然气进口量为 1,254 亿立方米，比上年增长 31.7%，高于 2017 年的 24.7%，对外依存度已超过 45%。

我国 LNG 工厂投产势头继续扩张，但由于资源勘探落后，未能有效利用，以及政策不配套，造成用气结构不合理，在一定程度上制约了我国天然气工业的健康发展。目前以交通运输为代表的 LNG 下游市场开拓亦并不理想：一是国家只注重电动汽车补贴，对 LNG 车船补贴有限，高价格和高故障率影响使用；二是加气网络不完善，省际之间公路 LNG 加气站太少，建站征地难，手续多。

（2）行业上下游

我国目前天然气需求增长较快，供给整体偏紧；后续国家燃气管网公司的设立，将逐步改善天然气上游供应商高度集中的局面，未来天然气产业仍具有较大的发展空间。

天然气行业分为上游生产、中游输送及下游分销三个环节。上游生产主要包括天然气开采、净化，以及进一步进行压缩或液化加工。由于天然气属于重要的资源，目前我国天然气生产由中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团公司（以下简称“中石化”）和中国海洋石油集团公司（以下简称“中海油”）等大型天然气勘探企业垄断，行业壁垒非常高；中游输送主要为天然气储运、输配，包括天然气的干线、中长线管道输送、储存与调峰，以及液化天然气的运输、接收、储存和气化，体现出一定的垄断性和区域专属性，对地方政府和资源存在一定的依赖性，主要为中石油、中石化、中海油和地方燃气公司控制。下游分销主要由各城市燃气公司运营，市场化程度相对高。

天然气供给

我国天然气上游气源包括国产气和进口气，以 2018 年数据为例，国产气占总供给比重为 57.1%，进口气占比 42.9%。国产气方面，我国天然气气田主要分布在中西部，探明的储量集中在 10 个大型盆地，分别为渤海湾、四川、松辽、准噶尔、莺歌海-琼东南、柴达木、吐哈、塔里木、渤海、鄂尔多斯。其中以新疆的塔里木盆地和四川盆地资源最为丰富，资源占比超过 40%。根据国家统计局的

数据，2018 年我国天然气产量共实现 1,610 亿方，其中陕西省、四川省、新疆地区产量分别为 445 亿方、409 亿方、321 亿方，分别占比 27.6%、25.4%、20.0%。

进口气方面，主要可以分为进口管道气和进口 LNG 两类，管道气包括中亚和缅甸天然气，两者分别从新疆、云南登陆我国境内；LNG 则是通过沿海的 LNG 接收站进入境内，登陆地点主要分布在东部地区。2018 年，天然气进口量持续增加，全年天然气进口量达到 1,266 亿立方米，同比增长 31.9%，对外依存度上升为 45.3%，其中 LNG 进口量占比 59%，较上年提高 4 个百分点，管道气占比 41%。

天然气需求

天然气市场方面，2018 年，天然气消费保持强劲增长，国内天然气产量稳步增加，进口天然气量显著增长，中国首次超过日本成为全球第一大天然气进口国，市场总体供需偏紧。国家天然气价格市场化步伐提速，实施居民和非居民天然气门站价格并轨，中间管输环节的价格监管进一步加强，上海石油天然气交易中心开展 LNG 接收站窗口期交易，重庆石油天然气交易中心开展国际 LNG 交易。据国家统计局资料显示，2018 年国内天然气产量 1,610 亿立方米，比上年同期增长 7.5%；天然气进口量 9,039 万吨，同比增长 31.9%；据国家发改委资料显示，天然气表观消费量 2,803 亿立方米，比上年同期增长 18.1%。

（3）天然气价格

随着天然气价格改革的持续推进，未来我国天然气市场化定价机制将不断完善。

天然气价格因采用了立足于石油产品价格的定价公式，因此即便在取消天然气市场管制后，其价格在很大程度上仍受到原油价格的影响；在“照付不议”条款存在于长期合同中的情况下，天然气价格与相关能源价格指数之间具有较为密切的联系。一般来说，天然气的月度价格维持在以家用取暖油价格为上限和以重质燃料油价格为下限的范围之内；我国 LNG 进口价格则与 Brent 原油价格存在滞后 3—4 个月的正向相关性。

天然气价格分为门站价格和销售价格。门站价格实行政府指导价，供需双方以国家规定的出厂基准价为基础，在规定的浮动幅度内协商确定具体结算价格；销售价格由省级价格行政主管部门制定。

2017 年 9 月，上海石油天然气交易中心与中石油天然气销售分公司合作开展管道天然气竞价交易试点，为我国加快实现天然气市场化定价作出了积极探索和实践。

门站价格

为理顺天然气与可替代能源比价关系，最终实现天然气价格完全市场化，2013 年 6 月，国家发改委发布了《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》（以下简称《通知》）。《通知》确认了我国天然气价格调整、天然气价格管理两方面内容。

价格调整方面，按存量气（2012 年实际使用气量）和增量气（2013 年超出 2012 年实际使用气量的部分）进行区分调整。其中，增量气价格一步调整到与燃料油、液化石油气（权重分别为 60% 和 40%）等可替代能源保持合理比价的水平；存量气价格分步调整。

价格管理方面，由出厂环节管理调整为门站环节管理。门站价格为国产陆上或进口管道天然气的供应商与下游购买方（包括省内天然气管道经营企业、城镇管道天然气经营企业、直供用户等）在天然气所有权交接点的价格；目前，门站价格由天然气出厂（或首站）实际结算价格（含 13% 增值税）和管道运输价格组成。门站价格为政府指导价，实行最高上限价格管理，供需双方可在国家规定的最高上限价格范围内协商确定具体价格。

销售价格

根据《中华人民共和国价格法》的有关规定，我国目前的城市燃气销售价格由省级价格行政主管部门制定。在销售定价方式上，居民用户基本为固定价格，主要以当地政府核准价为准，若需上调，目前尚需经过听证会程序；对工商业用户的销售价格最高价由当地政府确定，但燃气企业通常有一定比例的浮动权利，可由企业根据市场情况灵活掌握。根据国家对于公用事业企业的价格管理政策，管道燃气价格实行全成本定价和联动机制，即管道燃气价格由进货成本、经营管理费用、税金、利润四部分组成。物价部门按一定的利润率核定公司合理利润，同时及时根据燃气进货成本调整管道燃气价格。

2017年6月，国家发改委印发《关于加强配气价格监管的指导意见》，指出，配气价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定，准许成本的归集应当遵循合法性、相关性和合理性原则，凡与配气业务无关的成本均应予以剔除；配气业务和其他业务的共用成本，应当按照固定资产原值、收入、人员等进行合理分摊；鼓励各地建立激励机制，科学确定标杆成本，低于标杆成本的，可由燃气企业与用户利益共享，激励企业提高经营效率、降低配气成本。准许收益率为税后全投资收益率，按不超过7%确定。

（4）市场竞争

我国城市燃气业务具有明显的区域垄断性；随着近几年企业兼并重组，市场集中度不断提高；我国对天然气中游输配行业的监管将进一步加强，中游行业垄断性将被减弱。

我国城市管道燃气实行管道燃气特许经营，即由当地政府建设行政主管部门以一定方式选择符合条件的管道燃气经营企业，与其签订《特许经营协议》，企业按照协议约定规范经营。因此，城市管道燃气运营在特许经营地域内具有垄断性。我国城市燃气行业中的企业主要有三种类型：地方政府控制下的国有燃气公司、全国布局的民营燃气公司和三大石油公司下设的燃气公司。

近年来，我国城市燃气公司市场集中程度不断提高，城市燃气行业市场格局基本成形。城市燃气行业从最初的“跑马圈地”到“群雄逐鹿”，再发展到目前国有燃气企业、外资（港资）燃气企业和民营燃气企业“三足鼎立”的局面，市场竞争格局基本形成。各城市为引入天然气，吸引有实力的企业进行城市燃气基础设施建设，通过引资改制、并购重组、授予城市燃气专营权等市场化的方式，快速推进城市气化。目前，全国共有800多家燃气经营企业，已形成跨区经营的燃气公司以昆仑燃气、中华煤气、中国燃气、新奥燃气、华润燃气五家为主。在全国337个地级区划以上区域中（含北京、天津、重庆、上海四个直辖市），仅有西藏、云南、青海所辖12个经济欠发达地级区划没有燃气企业经营。五大跨区燃气企业进入地级区划239个，占比71%。在全国31个省会城市和直辖市中，16个以地方燃气企业为主，13个以五大跨区燃气企业经营为主，2个以其他跨区燃气企业经营为主。

国家能源局发布《油气管网设施公平开放监管办法（试行）》（以下简称《办法》），鼓励和引导民间资本进入石油天然气领域，提高管网设施利用效率，保障油气安全稳定供应，规范油气管网设施开放相关市场行为，在目前油气行业纵向一体化的体制下，解决上、下游多元化市场主体的开放需求问题。《办法》规定，油气管网设施开放的范围为油气管道干线和支线（含省内承担运输功能的油气管网），以及与管道配套的相关设施；在有剩余能力的情况下，油气管网设施运营企业应向第三方市场主体平等开放管网设施，按签订合同的先后次序向新增用户公平、无歧视地提供输送、储存、气化、液化和压缩等服务。《办法》在一定程度上削弱天然气中游输配的垄断性，市场将更为开放，竞争将更为激烈。

（5）行业政策

政策推动能源结构的持续优化，天然气行业仍将持续快速发展；随着定价体制改革的不断推进，价格倒挂现象将逐步得到缓解；国家和政府政策将加大天然气管网的建设力度，引导行业健康发展，有利于天然气供应的稳定和保障，行业面临较好的外部发展环境。

2016年10月12日，国家发改委公布《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）》，明确按照“准许成本加合理收益”的原则定价，给予投资收益率8%，而且明确要求经营天然气管输的企业原则上应将管道运输业务与其他业务分离，暂不能实现业务分离的，应当实现管道运输业务财务独立核算。

2016年11月10日，国家发改委发布《关于推进化肥用气价格市场化改革的通知》，自2016年11月10日起，全面放开化肥用天然气价格。至此，除少量涉及民生的居民用气外，由市场主导价格的气量已占到我国天然气消费总量的80%以上。

2017年1月，国家发改委印发石油天然气发展“十三五”规划（以下简称“规划”），规划提出，“十三五”期间新增常规天然气探明地质储量3万亿立方米，到2020年累计探明地质储量16万亿立方米；新增页岩气探明地质储量1万亿立方米，到2020年累计探明地质储量超过1.5万亿立方米；新增煤层气探明地质储量4,200亿立方米，到2020年累计探明地质储量超过1万亿立方米。

“十三五”期间，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。同时，加快推动石油天然气市场化改革，健全天然气产业法律法规体系，完善产业政策体系，建立覆盖全行业的天然气监管体制。

2017年5月，《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》（以下简称“意见”）发布，意见实行勘查区块竞争出让制度和更加严格的区块退出机制，加强安全、环保等资质管理，在保护性开发的前提下，允许符合准入要求并获得资质的市场主体参与常规油气勘查开采，逐步形成以大型国有油气公司为主导、多种经济成分共同参与的勘查开采体系。此外，改革油气产品定价机制，完善成品油价格形成机制，发挥市场决定价格的作用，保留政府在价格异常波动时的调控权。推进非居民用气价格市场化，进一步完善居民用气定价机制。依法合规加快油气交易平台建设，鼓励符合资质的市场主体参与交易，通过市场竞争形成价格。

2017年5月，国家发展改革委、国家能源局印发《中长期油气管网规划》，要求统筹规划、加快构建油气管网体系，以扩大设施规模、完善管网布局、加强衔接互联、兼顾公平开放为重点，大力发展天然气管网，优化完善原油和成品油管道，提升储备调峰设施能力，提高系统运行智能化水平，构建布局合理、覆盖广泛、外通内畅、安全高效的现代油气管网。

2017年，政府工作报告提出打赢“蓝天保卫战”，加快解决燃煤污染问题，“煤改气”作为改善空气质量的重要措施之一得到大范围的推广。《京津冀2017—2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》要求北京、天津、河北、山西、山东、河南6省市完成“煤改气”与“煤改电”改造合计355万户，并将改造任务分配落实到省。

2017年9月，国家发改委以委令形式颁布了修订后的规章《政府制定价格行为规则》，进一步明确政府制定价格的权限范围，将政府制定价格的范围进一步缩小为“重要公用事业、公益性服务和自然垄断经营的商品和服务”。同时补充规定政府制定价格还可以参考联系紧密的替代商品或服务价格；为强化对垄断行业的约束，明确规定网络型自然垄断环节价格应按照“准许成本加合理收益”的原则制定，有利于燃气企业销售价格走向合理化。

2018年9月，国务院印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，指出要按照党中央、

国务院关于深化石油天然气体制改革的决策部署和加快天然气产供储销体系建设的任务要求，落实能源安全战略，着力破解天然气产业发展的深层次矛盾，有效解决天然气发展不平衡不充分问题，确保国内快速增储上产，供需基本平衡，设施运行安全高效，民生用气保障有力，市场机制进一步理顺，实现天然气产业健康有序安全可持续发展。要加强产供储销体系建设，促进天然气供需动态平衡，深化天然气领域改革，建立健全协调稳定发展体制机制。《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》有利于天然气供应的稳定和保障。

2019年6月30日，国家发改委、商务部发布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019年版）》，进一步减少外资准入限制，在基础设施建设方面，取消城市人口50万以上的城市燃气、热力管网须由中方控股的限制，对于外资企业进驻中国城市燃气领域提供了一定的便利。

（6）行业关注

居民用户城市门站价格与销售价格调整不匹配

由于居民用户用气上下游价格定价政策的不一致，造成上下游价格调整难以在时间上和调整幅度上同步，燃气分销商面临一定的成本上涨无法及时、完全通过售价传导的风险。

气源供应不足、对进口天然气的依赖度偏高

我国天然气资源较为贫乏，发展天然气工业必须充分利用国外气源，随着我国天然气消费量的快速增长，天然气进口数量不断增加，我国对进口天然气的依赖程度上升。城市分销商上游企业多为三大石油公司，加之天然气需求不断增长，若天然气气源紧张，城市分销商将面临气源供应不足，影响用户需求的形势。

价格波动

我国天然气进口比重大，城市燃气行业易受国际天然气价格影响。受全球供应增加、库存高企影响，天然气价格波动剧烈。另外，国际原油价格的波动一定程度影响天然气价格。

（7）未来发展

油气行业改革

“十三五”期间，我国将继续深化油气行业体制机制改革，构建有效竞争的市场结构和市场体系。《深化石油天然气体制改革的若干意见》的出台促进“十三五”期间实现政府只监管自然垄断的管网输配气价格，气源和销售价格两头放开。

在行业改革方面，上游勘探开发领域将围绕矿权制度推进改革，重点集中在提高矿权持有成本、加快矿权流转、建立储量交易市场、建立健全勘探开发监管体系等方面；油气储运领域将按照网运分开的既定思路，逐步推动管道业务分离和分立，在条件成熟的情况下成立独立的管网公司；天然气价格按照管住中间、放开两头的思路，严格管输费的管理，完善天然气交易中心的功能，逐步推进天然气价格的市场形成。

非常规油气资源

随着老油田开发程度已达到较高水平，近年来我国原油产量增速缓慢，常规油气资源开发难度加大；同时，美国页岩油产量的大幅攀升压低国际油价，使石油企业面临较大的开发成本压力。非常规油气资源储量较大，开发程度很低。在此背景下，煤层气、页岩油气等非常规油气资源的开发对石油行业企业的可持续发展日趋重要。

海外油气项目合作

2015年，三大石油公司转变海外业务发展思路，通过调整投资节奏，压缩低效产量，优化资产结构等措施提质增效，投资以上游项目为重点，主要在中亚俄罗斯地区收购油气资产，部分企业通过收购非常规油气资产进入美国等发达国家。中国企业借国家推动“一带一路”战略之势，加快海

外油气全产业链的合作布局。在中亚-俄罗斯地区，中国公司与俄油、俄气签署了包括上中下游各领域的多项协议或谅解备忘录；完成了一系列资产收购，其中包括丝路基金收购亚马尔 LNG 项目 9.9% 的股权，华信公司收购俄远东地区三个油气区块及哈萨克斯坦国家石油国际公司（KMGI）下属企业 51% 的股权。此外，三大石油公司还与阿联酋、越南、印尼等“一带一路”沿线国家签署了多项油气合作协议。

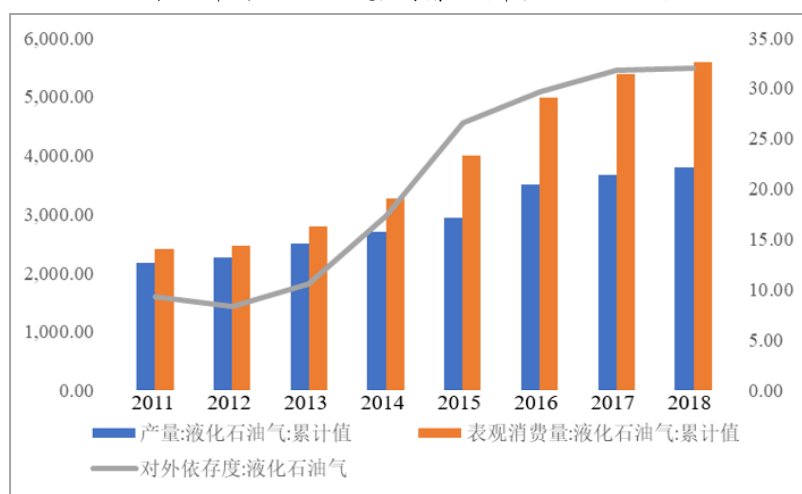
2. LPG 行业

长期以来，我国液化石油气产量虽逐年增长，但其对外依存度高，近些年处于净进口状态；且液化石油气价格与石油价格挂钩，波动较为频繁。

液化石油气（LPG）与石油和天然气一样，是化石燃料。液化石油气是在石油炼制过程中由多种低沸点气体组成的混合物，没有固定的组成，主要成分是丁烯、丙烯、丁烷和丙烷。液化石油气产自油田和炼化企业，具有热值高、易于运输、储存设施简单、供应方式灵活等特点，广泛应用于民用、商业服务、工业生产等领域。从地区看，全世界液化石油气主要缺口地区是亚太；剩余量较多、可供出口的地区是中东和美国。

随着国内新增炼油能力的释放、催化裂化加工能力的增长以及大型乙烯装置的陆续投产，国内液化石油气供应量自 2010 年重回上升轨道。2011 年中国液化石油气产量 2,180.86 万吨，到 2017 年全年液化石油气产量达 3,677.30 万吨。2018 年中国液化石油气产量为 3,800.50 万吨，同比增长 3.35%。从对外依存度看，近年来，我国液化石油气对外依存度逐年上升，但逐步趋缓，目前已上升至 32%。

图 2 中国液化石油气供需情况（单位：万吨、%）



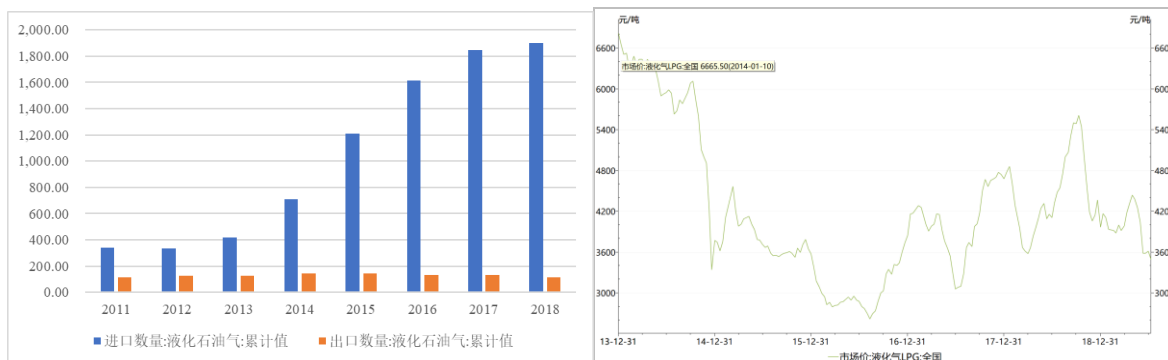
资料来源：Wind

在消费结构方面，中国 LPG 主要下游消费领域包括民用、工业（包括化工原料）和交通运输等。受国内城市天然气管网快速建设及居民使用能源的方式转变影响，城市民用 LPG 市场逐渐被天然气和电力替代，民用 LPG 需求呈现萎缩。但随着农村家庭人均收入提高和环保趋严下的煤改气，农村民用 LPG 需求仍保持一定平稳略增。PDH 的快速发展，拉动了 LPG 在化工领域的消费，这也是近两年 LPG 进口量快速增长的因素。2000 年中国 LPG 消费结构中，民用、工业及其他领域分别占比约 72%、19%和 9%，到 2015 年民用、工业及其他领域分别占比约 62%、32%和 6%，工业用途占比大幅度提升，预计随着 PDH 在建和拟建项目的投放，到 2020 年，民用、工业及其他领域分别占比约 55%、38%和 7%。

从近些年中国 LPG 进出口情况看，中国 LPG 一直处于净进口状态，自 2014 年开始，中国进口

LPG 大幅增长, 2014—2017 年中国 LPG 进口量分别为 710.13 万吨、1,208.78 万吨、1,612.49 万吨和 1,844.90 万吨, 分别同比增长 68.65%、70.22%、33.40%和 14.41%; 2018 年增幅有所下降, 2018 年中国 LPG 进口量 1,899.40 万吨, 同比增长 2.95%, 逐步趋于平稳。从液化石油气价格看, 我国液化石油气价格波动较为频繁。

图 3 中国液化石油气进出口情况及液化石油气价格波动情况 (单位: 万吨、元/吨)



资料来源: 联合评级根据公开资料整理

政策方面, 为了认真落实《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》(中发[2015]28号)要求, 加快推进价格改革, 国家发改委于 2016 年 5 月发文《充分发挥价格杠杆作用, 助力供给侧结构性改革》, 指出进一步完善成品油价格形成机制, 设置价格调控下限, 简化调价操作方式, 并放开液化石油气出厂价格。随着供给体系质量和效率的提高, LPG 行业市场化进程得到进一步推进, 优质企业将在市场竞争中将发挥更多优势。

未来几年, LPG在深加工领域和新农村建设中将有很大的发展, 随着国家相关监管制度和体系的完善, 液化石油气行业过度竞争、无序竞争、恶性竞争的现象将得到有效遏制; 上游资源整合与行业的技术进步将为液化石油气行业商业模式创新提供条件, 进而带动产业链的进一步整合。可以预见, “十三五”期间将是中国液化石油气行业走向集约化、规模化、规范化经营的转折期, 也是加快实现跨越式发展的重要战略机遇期。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为国内跨区域燃气运营的龙头服务商之一, 具备很强的市场地位, 规模优势显著。近年来, 公司气代煤业务发展迅速, 市场地位得以进一步巩固。

公司是目前国内规模最大的跨区域燃气运营服务商之一, 是中国城市与乡镇管道燃气分销领域的龙头企业。截至 2019 年 9 月底, 公司累计共于 26 个省(包括自治区及直辖市)取得 582 个拥有专营权的管道燃气项目(包含 369 个城市管道燃气项目和 213 个乡镇气代煤项目), 并拥有 17 个天然气长输管道项目、555 座压缩/液化天然气汽车加气站、1 个煤层气开发项目、以及 100 个液化石油气分销项目以及建成运营 75 个多能互补的综合能源供应项目。公司的城市燃气业务覆盖 26 个省、自治区、直辖市, 覆盖了 300 余个市、市辖区、县。截至 2019 年 9 月底, 公司已建管道总长达到 344,242 公里, 累计已接驳住宅用户数量 32,612,237 户, 工业用户数量 13,838 户, 商业用户数量 213,951 户, 压缩/液化天然气汽车加气站数量 555 座。

2017 年以来, 公司大力发展乡镇“气代煤业务”, 截至 2019 财年末, 公司累计签约乡镇“气

代煤”居民用户超过 700 万户，累计完成 3,540,746 乡镇家庭用户的燃气管道接驳。2019 财年，公司向农村居民用户提供 6.05 亿立方米天然气用于冬季采暖。同时，公司若干附属公司根据相关法规享有相关税收优惠，主要体现为：西部地区企业及高科技企业实行所得税税率 15% 的优惠税率政策，以及农村气代煤项目涉及中央财政补贴的，享受增值税减免等方面的税收优惠等。

2. 人员素质

公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富；公司员工素质能够满足目前经营需要。

截至 2019 年 9 月底，公司董事、高级管理人员合计 15 名，包括：4 名执行董事，4 名非执行董事，5 名独立非执行董事以及 2 名副总裁代表。

公司执行主席、董事总经理及总裁刘明辉先生，1963 年 6 月生，于 1984 年毕业于河北师范大学数学系，获理学学士学位。于 1999 年取得中国人民大学研究院政治经济学专业研究生学历，以及于 2006 年获得中国人民大学深圳研究院 DBA（工商管理博士）课程研修班学历。2002 年 7 月—2011 年 4 月担任公司执行董事、2002 年 7 月—2011 年 1 月担任公司董事总经理，于 2012 年 8 月至今担任公司董事总经理及总裁，中燃投资有限公司董事长兼总裁、总经理。

公司执行董事、常务副总裁、财务总监朱伟伟先生，1972 年 9 月生，分别于 1993 年和 1996 年获中南财经政法大学经济学学士及硕士学位。于 2002 年 9 月获委任为公司执行董事。现亦为公司财务总监，中燃投资有限公司董事、副总裁兼财务总监。

截至 2019 年 3 月底，公司在职员工合计约为 51,000 人；按岗位结构划分，基层人员占比 77.74%，中层管理人员占比 19.69%，高层管理人员占比 2.57%；按教育程度划分，高中及以下占比 55.53%，大专占比 26.98%，本科及以上学历占比 17.49%；按年龄结构划分，30 岁及以下占比 33.36%，31—50 岁占比 57.04%，50 岁以上占比 9.60%。

五、公司管理

1. 公司治理

公司按照港股上市公司要求制定了完善的内部管理体制，可满足公司生产经营需要。

公司根据《公司法》制定了《公司章程》和各项规章制度，建立了权责分明、管理科学、激励和约束机制相结合的完善内部管理体制，并按照现代企业制度规范运行。

股东大会是公司的权力机构，根据公司章程，在特别股东大会上处理的所有事务都应视为特别事务，在股东年度大会上处理者亦然；但批准分红、通读、考虑及接纳账户和资产负债表及董事和审计报告及要求资产负债表加注说明的其他文件、选举董事和委任审计师和其他官员代替已退休者，确定给审计师的报酬及投票确定报酬或给董事的额外报酬除外。

公司设立董事会，对股东负责。董事会由 15 名成员组成，包括 6 名执行董事、4 名非执行董事（其中两名非执行董事分别委任了替任董事）以及 5 名独立非执行董事。董事会负责公司所有主要领域的事务，包括为公司制定整体策略及处理事宜的优先次序、辨认及评估本集团可能面对的机会及挑战、批准年度预算、确保稳健的内部监控及风险管理系统、监督管理层之表现以及其他重大财务及营运事宜。公司所有营运决策皆授权予由五名公司执行董事及一名副总裁所组成的执行委员会作出。

公司未设置监事会或监事。公司主要高级管理人员共 15 人。

2. 管理体制

公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

公司下设资金部、财务部、投资发展部、天然气开发部、物资采购部等 16 个部门。公司以各职能部门为核心，建立了覆盖战略规划、财务管理、经营计划、人力资源、内部审计、办公管理等的制度体系，制定了包括《公司章程》在内的较为完善的公司治理制度，建立了以《公司章程》为基础，以管理规章为支撑的制度体系，形成了以董事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系，并根据公司实际经营情况和管理需要，建立并完善各自内部控制制度。

采购供应管理方面，为保障生产物资及时供应，规范物资采购行为，公司制定了一系列采购方面的制度，包括《采购网供应商管理制度》《工程物资采购价格管理制度》《工程建设物资采购供应管理规定》《采购网管理规定》等，从规范采购价格管理流程入手，到采购对象、采购价格审核管理等，确保公司及各项目公司采购的工程材料质优价廉，采购流程合规，审核有效，公司采购工作平稳进行。

安全生产管理方面，公司制定了《安全生产管理制度》《安全生产大检查工作指引》等规章制度，对安全生产部门和个人的职责作出界定，对安全生产管理的内容和具体要求进行了明确，制定了惩处原则和处罚标准，进一步明确了质量、环境、职业健康安全工作的责、权、利关系，对推动安全质量工作起到了积极的作用。

财务管理方面，公司设有独立的财务管理部门，独立的会计核算体系，并建立健全了各项财务管理制度及内部控制办法，拥有独立的银行账户，并依法独立纳税。公司财务管理制度包括《财务管理制度》《财务分析管理制度》《资产管理制度》《材料物资管理制度》《应收款项管理制度》《财务报销制度》《成本费用管理制度》《月度资金计划管理制度》等，这些制度对公司收入管理、支出管理、资产管理、应收账款管理、应收款项管理、会计档案管理、财务机构及会计人员管理、财务报告和财务分析等多方面内容进行了制度规范，使母子公司及各部门权责分明，保证了公司经济管理活动的有序进行。

融资管理方面，公司资金部主要行使公司统一融资的职能，统筹国内外债券、股票发行，安排国内金融机构、外国政府、国际金融机构贷款计划，未经公司批准，严禁项目公司与外部公司、个人，以及内部非公司的个人发生资金借贷关系。当项目公司生产经营或工程建设产生资金需求时，可由项目公司财务部负责提出融资申请。项目公司财务部可根据资金需求计划通过 OA 向公司报批，公司批准后项目公司方可使用银行授信额度。银行授予项目公司的流动资金授信额度每年需续延时无论金额是否变动均需通过内部 OA 融资申请审批流程报批。

投资管理方面，为促进公司健康稳定发展，控制公司投资决策风险，规范投资行为，公司制定了《投资管理制度》《项目尽职调查管理制度》《项目公司周边项目市场开发管理办法》《投资发展管理制度》等，内容主要包括投资管理组织机构和职责、投审会内部决策操作程序等。公司设立了由公司各部门负责人、总裁办领导、以及股东董事会执行委员会成员等组成的投资审核委员会，其职能：根据公司发展规划确定公司投资发展战略；在董事会授权投资额度内对公司直接投资的项目作出投资决策，超过授权额度的经审核后报集团董事会审议；并对以上事项的实施进行检查、评估等。

关联交易管理方面，公司遵循公平合理的交易原则，规范公司的关联交易管理，明确管理职责和分工，维护公司的合法权益。公司关联交易采用市场定价原则。公司制定内部管理制度及规则，履行必要的关联交易决策程序，并按规定进行信息披露。公司对下属附属公司提供担保均按照公司章程规定，由公司董事会批准后办理。

项目公司管理方面，为加强对公司附属公司、联营及合资公司资产、人员、财务等方面的有效管理，根据《公司法》并结合实际情况，公司制定了《下属三级公司财务管理办法》《下属三级公司管理制度》《下属机构车辆配置管理办法》《项目公司经营管理层绩效考核管理制度》《项目公司干部竞聘管理办法》《项目公司工程自主结算管理办法》《项目公司中基层员工薪酬福利管理制度》《项目公司月度资金计划管理制度》《项目公司材料核销工作管理办法》等，通过以上各项制度的实施运行，公司能够做到对下属子公司资产、人员、财务等全方位较好的内部控制和管理。

六、经营分析

1. 经营概况

天然气销售业务和液化石油气销售业务是公司主要收入来源，近年来收入结构保持稳定。随着公司业务扩张，营业收入逐年增长，各主要业务板块溢利率有所波动。

2017—2019 财年，公司分别实现营业收入 319.93 亿港元、528.32 亿港元和 593.86 亿港元，逐年增长，年均复合增长 36.24%，主要系业务规模扩大、天然气销售收入增多所致。2017—2019 财年，公司除税前溢利分别为 59.02 亿港元、86.00 亿港元和 111.83 亿港元，年均复合增长 37.65%；同期，公司年内溢利分别为 46.95 亿港元、66.69 亿港元和 89.85 亿港元，年均复合增长 38.34%。

从收入构成来看，天然气销售业务和液化石油气销售业务是公司主要收入来源，2017—2019 财年，随着公司天然气业务规模的快速扩大，公司天然气销售业务收入及燃气接驳业务均逐年大幅增长，其中天然气销售业务收入年均复合增长 40.26%，其在营业收入中的占比亦有所提高，分别为 43.07%、42.80%和 45.64%；燃气接驳业务收入年均复合增长 39.45%，在营业收入中的占比分别为 17.97%、16.89%和 18.82%，略有提高。2017—2019 财年，公司液化石油气销售业务收入亦大幅增长，年均复合增长 16.86%，主要为 2018 年财年增加所致，其在营业收入中的比重有所下降，分别为 36.43%、30.23%和 26.80%。公司增值服务主要系公司依托燃气业务不断开拓推广包括壁挂炉、燃气具、波纹管、燃气保险等业务，虽然在整体营业收入中占比相对较小，但增幅明显，近三财年年均复合增长 119.29%。公司为了明确核算“工程设计与施工”相关业务情况，故从 2019 财年开始，将工程设计与施工有关的业务所取得的收入从原有的燃气接驳业务中剥离出来。

溢利率方面，2017—2019 财年，公司综合溢利率分别为 18.87%、13.73%和 13.82%，有所波动，主要系天然气销售业务及接驳业务溢利率下降所致。2017—2019 财年，公司天然气销售业务溢利率分别为 14.44%、10.89%和 11.00%，其中 2018 财年溢利率下降主要系部分地区管道天然气销售成本上涨而销售价格上涨有所滞后所致。2017—2019 财年，公司接驳业务溢利率分别为 55.80%、32.71%和 30.79%，公司接驳业务 2018 财年开始溢利率较 2017 财年大幅下降，主要系公司严格按照各地政府物价部门的批文收取接驳费用，并对特殊、弱势群体提供优惠政策，近年来平均接驳收费下降，同时接驳成本较高的乡镇气代煤安装接驳体量大幅增加所致。2017—2019 财年，公司液化石油气销售溢利率逐年下降，主要系 LPG 市场价格波动所致；公司增值服务业务溢利率有所波动，分别为 36.45%、26.28%和 29.32%。

表1 2017财年—2019年9月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿港元、%）

项目	2017 财年			2018 财年			2019 财年			2019 年 4—9 月		
	收入	占比	溢利率	收入	占比	溢利率	收入	占比	溢利率	收入	占比	溢利率
管道天然气销售	137.79	43.07	14.44	226.13	42.80	10.89	271.06	45.64	11.00	124.18	44.47	13.86
燃气接驳	57.48	17.97	55.80	89.24	16.89	32.71	111.79	18.82	30.79	60.56	21.69	37.01

工程设计及施工	--	--	--	75.74	14.34	17.19	127.89	21.54	16.45	58.97	21.12	19.32
分部间抵消	--	--	--	-51.95	-9.83	--	-115.09	-19.38	--	-51.63	-18.49	--
液化石油气销售	116.55	36.43	4.68	159.70	30.23	3.17	159.17	26.80	0.78	65.10	23.31	0.35
增值服务	8.12	2.53	36.47	29.47	5.58	26.28	39.03	6.57	29.32	22.08	7.91	30.65
合计	319.93	100.00	18.87	528.32	100.00	13.73	593.86	100.00	13.82	279.26	100.00	19.45

资料来源：公司年报

2019 年 4—9 月，公司实现营业收入 279.26 亿港元，较上年同期减少 3.30%，但得益于公司营运效率提升，加大成本控制力度，提高安全运营水准和风险管控能力，公司各主要业务板块溢利率均有所提升，公司实现期间溢利 54.33 亿港元，较上年同期增长 18.18%。

2. 天然气销售业务

公司通过招投标获取城市、乡镇管道燃气专营权的方式来经营全国各个城市，华北及山东、山西、陕西、河南等地乡镇管道燃气的销售，专营权期限一般为 30 年，在此期间，公司成为该区域唯一一家燃气运营商。取得专营权后，公司会成立独资公司或与当地政府合资成立燃气公司，一般由公司控股。随后，公司将投资铺设各类压力燃气管网，并为下游的各类用户（包括：工商业用户、居民用户等）提供建筑区划红线内燃气工程勘察、设计、施工、监理、验收等服务，并为该服务收取与工程建设相关的服务费和材料费等费用。用户实现正常通气后，公司将以合理的售气毛利为基准收取燃气费用。

（1）天然气采购

公司与中石油、中石化、中海油等公司建立了长期的战略合作关系，气源供应较为稳定；随着后续国家燃气管网公司的设立，将逐步改善天然气上游供应商高度集中的局面，将更加有利于公司气源保障。

公司燃气采购通过总部与上游主要供气商建立长期友好战略合作关系，总部再通过区域化管理延伸手段，由九大区域管理中心设立气源、气价专项协调小组，最终由项目公司总经理为首的团队与政府保持良好合作关系，在最大化争取气源指标的前提下，由项目公司与燃气供应商签订燃气年度采购合同，年度采购量在保障不低于上年度采购量的同时，燃气供应商提供上浮一定比例的气量保障。具体采购业务通过公司内部燃气采购网完成，并由项目公司负责合同货款实际气量的款项的支付、燃气质量把控和燃气仓储管理。

从采购情况看，2017—2019 财年，随着公司业务规模的扩大，公司天然气采购量逐年增长，年均复合增长 42.02%；同期，公司天然气采购均价分别为 1.79 元/立方米、1.88 元/立方米和 2.09 元/立方米，随着用气量的提升上游门站价格上涨而逐年提高。

表 2 公司天然气采购情况

项目	2017 财年	2018 财年	2019 财年
采购量（亿立方米）	122.24	186.59	246.56
采购均价（不含税价）（元/立方米）	1.79	1.88	2.09

资料来源：公司提供

从采购渠道上看，为保障公司气源供应，公司与中石油、中石化、中海油等公司建立了长期的战略合作关系，保障公司的气源稳定供应。下属子公司大部分都锁定气源，在照付不议采购合同的有效期内，每年各地子公司还会与中石油、中石化等各地分公司、省天然气管网公司或管输公司签订年度采购合同，以核定且保障各子公司的充足气源，年度采购合同的用气量均参照各地子公司以

往各年度的实际用气量、当地用户实际变动情况等进行合理预测，最终核定年度采购合同约定的供气量。2018—2019 财年，公司从前五大供应商采购情况如下表所示，采购集中度较高。

表 3 2018 - 2019 财年天然气主要供应商情况（单位：亿立方米、%）

项目	供货方/气源来源	协议模式	采购量	占比
2018 财年	中石油	照付不议	52.10	39.42
	中石化	照付不议	0.10	0.07
	中海油	照付不议	26.40	19.98
	其他	每年与省天然气管网公司或其他管道公司签订框架协议或直接于现货市场采购	53.56	40.53
	合计	--	132.16	100.00
2019 财年	中石油	照付不议	55.90	37.98
	中石化	照付不议	14.10	9.58
	中海油	照付不议	9.60	6.52
	其他	每年与省天然气管网公司或其他管道公司签订框架协议或直接于现货市场采购	67.60	45.92
	合计	--	147.20	100.00

注：该表的数据口径为“通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气（零售）”所对应的天然气采购部分，不包括通过管道与贸易销售的天然气对应采购部分

资料来源：公司提供

采购价格方面，受国家价格调控等因素影响，公司天然气采购价格有所波动；为减少上游燃气采购价格的波动所带来的成本波动风险，公司主要采取以下方式来减少风险：要求下属的项目公司与上游供应商签订有保障性的采购合同；成立统一的采购平台、统一签订采购合同；增加储气设施的投资和建设；内部跨地域进行气量调节。

采购结算方面，公司以“先款后气”为主，根据从上游购气量的差异情况，一般情况下有周结算、十日结算、半月结算和月结算等几种结算周期；结算方式上以电汇和现金支票等方式为主。

（2）天然气销售

近年来，公司业务规模增长较快，拥有专营权项目数量、管网长度、供气能力和下游用户均逐年增长，带动公司天然气销售规模逐年扩大；公司销售结构中向工商业用户销售占比高，公司对居民用户销售的天然气价格尚不能市场化定价，但对工商业用户完全按市场化收费，具有一定价格传导能力。

近年来，公司业务规模不断扩大，天然气通气城市数量逐年增长，截至 2019 财年底，达 365 个；其中取得城市与乡镇燃气项目个数年均复合增长 28.16%，已建管道总长年均复合增长 76.33%，储配站和 LNG 气化站个数小幅增加。截至 2019 年 3 月底，公司累计共于 26 个省（包括自治区及直辖市）拥有 542 个具有专营权的管道燃气项目，已建管道总长达 296.80 千公里，并拥有 17 个天然气长输管道项目、575 座压缩/液化天然气汽车加气站、1 个煤层气开发项目、以及 100 个液化石油气分销项目以及建成运营 68 个多能互补的综合能源供应项目。

表 4 2017 财年 - 2019 年 9 月公司管道燃气业务主要指标

项目	2017 财年	2018 财年	2019 财年	2019 年 9 月
天然气通气城市（个）	236	311	365	369
城市与乡镇燃气项目数目（个）	330	495	542	582
已建管道总长（千公里）	95.46	172.54	296.80	344.24
储配站和 LNG 气化站数目（个）	580	580	575	555

资料来源：公司提供

2017—2019 财年，随着公司业务规模的扩大，公司天然气总销量年均复合增长 42.02%，其中通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气（零售）年均复合增长 31.91%，通过管道与贸易销售的天然气（包括长输管道）年均复合增长 62.56%。

表 5 2017 财年—2019 年 9 月公司天然气销量（按业务分类）情况（单位：百万立方米）

项目	2017 财年	2018 财年	2019 财年	2018 年 4—9 月	2019 年 4—9 月
通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气（零售）	8,473	11,787	14,744	5,959	6,874
通过管道与贸易销售的天然气（包括长输管道）	3,751	6,873	9,912	5,018	4,962
合计	12,224	18,659	24,656	10,977	11,836

注：长输管道业务，下游客户自行寻找上游气源，公司只收取中间管道服务费
 资料来源：公司提供

通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气中，工业项目占比最高，且近三年占比呈逐年上升态势，2017—2019 财年占比分别为 43.42%、45.98%和 47.82%；其次为住宅项目及商业项目，2019 财年占比分别为 27.03%和 17.06%；通过压缩/液化天然气加气站销气量略有减少，占比逐年下降。

表 6 公司 2017—2019 财年城市与乡镇燃气项目天然气销量情况（单位：百万立方米、%）

项目	2017 财年		2018 财年		2019 财年	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比
住宅	1,930	22.78	3,089	26.21	3,985	27.03
工业	3,679	43.42	5,420	45.98	7,050	47.82
商业	1,661	19.60	2,054	17.43	2,516	17.06
压缩/液化天然气加气站	1,204	14.21	1,224	10.38	1,194	8.10
合计	8,473	100.00	11,787	100.00	14,744	100.00

资料来源：公司提供

乡镇“气代煤”业务方面，截至 2019 年 9 月底，公司累计签约乡镇“气代煤”居民用户超过 800 万户，累计完成 475.78 万乡镇家庭用户的燃气管道接驳。

天然气销售价格方面，公司居民天然气价格尚不能自主定价，但工商业用户基本实行市场化定价。公司城市、乡镇管道居民用户燃气价格采用政府定价或政府指导价方式，由当地燃气公司提交定价书面申请，当地政府部门（主要是物价部门）在对燃气公司成本审核基础上，依据企业的实际经营成本、合理利润并综合考虑当地的经济水平以及用户的经济承受能力等因素后给出指导价格。定价完成后，若遇上游采购价格或企业运行成本变化需要调整价格时，需要重新履行上述定价程序，由地方物价部门进行审批调整。工商业用气及压缩/液化天然气加气站均为市场定价。

2017—2019 财年，随着天然气采购价格的上涨，公司居民、工商业燃气销售价格均呈上涨态势，见下表。

表 7 公司 2017—2019 财年城市与乡镇燃气项目天然气平均销售价格情况（单位：元/立方米）

项目	2017 财年	2018 财年	2019 财年
住宅	2.36	2.40	2.52
工业	2.38	2.50	2.65
商业	2.55	2.60	2.79
压缩/液化天然气加气站	2.79	2.63	2.93

注：1、公司天然气价格为不含税价格；2、上述价格为综合价格，并非以收入除以销量倒推的平均价格
 资料来源：公司年报

结算方式方面，公司一般与管道燃气居民用户签订协议，根据抄表量结算，委托银行每月自动扣款，收款风险较小。工商业户一般根据其用气量，先行预收部分燃气款，再按供气合同中约定的1周至1个月的结算周期予以结算，当用户无法按时缴款时，先行从预收款中抵收气款，收款风险可控。部分项目公司对居民用户也采取了预收款的结算方式（燃气IC卡预充值），预存一定燃气费，有利于资金回笼并控制收款风险。

3. 接驳业务

近年来，公司接驳业务增长迅速，已成为公司重要的收入来源之一，有助于缓解公司在项目前期管网铺设阶段的资金支出压力。

拥有专营权后，公司将投资铺设城市燃气管网，并为各类用户提供建筑区划红线内燃气工程勘察、设计、施工、监理、验收等服务，并为该服务收取与工程建设相关的服务费和材料费等费用（通常称为接驳费或安装费）。对于专营权范围内新建居民小区，房地产开发商一般主动与公司洽谈新建房地产燃气安装事宜，公司从开发商处收取接驳费；对于已建成入户居住的居民小区，公司一般联系辖区的物业管理公司，宣传和沟通安装事宜，并商请物业公司协助收取接驳费；对于原老旧小区及零散居民户，公司一般直接联系每一家居民户，每家沟通签订接驳协议后，分别收费逐个安装。对于工商业客户，一般公司直接联系目标客户，沟通说明使用天然气的优点和成本节约的预测，争取目标客户使用公司天然气。

2017—2019 财年，公司新接驳用户量逐年增长，年均复合增长 40.78%，主要来自于新接驳住宅用户的增长，其中新接驳住宅用户户数逐年增长，年均复合增长 41.12%，主要系 2017 财年以来，公司乡镇“气代煤”业务快速发展所致；新增工业用户户数逐年增长，年均复合增长 30.84%，新增商业用户户数有所波动，年均复合增长 5.78%。

截至 2019 年 9 月底，公司累计接驳居民用户 32,612,237 户，工业用户 13,838 户，商业用户 213,951 户，压缩/液化天然气汽车加气站 555 个。

表 8 2017—2019 财年公司新接驳用户情况

项目	2017 财年	2018 财年	2019 财年
住宅（户）	2,564,943	3,926,762	5,107,836
工业（户）	1,569	2,318	2,686
商业（户）	27,411	26,829	30,673
新接驳用户合计	2,593,923	3,955,909	5,141,195
压缩/液化天然气加气站（个）	9	--	-5

资料来源：公司提供

在业务定价方面，公司居民燃气接驳业务均由公司提出申请，由当地政府部门审核后给出指导价，公司严格按照各地政府物价部门的批文，收取居民客户管道燃气接驳费用，并对特殊、弱势群体提供优惠政策；2017—2019 财年公司城市燃气项目居民平均接驳费逐年下降，年均复合减少 0.63%，乡镇燃气项目平均接驳收费亦有小幅下降。对工、商业用户则采用市场化定价的模式自主定价。接驳业务收入为公司重要的收入来源之一，也有助于缓解公司在项目前期管网铺设阶段的资金支出压力。

表 9 2017 - 2019 财年公司居民用户平均接驳收费情况

项目	2017 财年	2018 财年	2019 财年
城市燃气项目（人民币）	2,540	2,523	2,508
乡镇燃气项目（人民币）	—	3,089	3,010

资料来源：公司提供

4. 液化石油气（LPG）业务

公司 LPG 业务已建立了稳定的供销渠道，业务产业链基本覆盖上中下游，经营情况良好，但进口液化石油气的成本受国际原油价格波动的影响较大，公司液化石油气业务收入规模和盈利水平面临一定的价格波动风险。

截至 2019 年 3 月底，作为中国规模最大的纵向一体化 LPG 业务运营服务商，公司产业布局包括进口、码头、贸易、仓储、物流、充装、配送、零售全产业链，公司拥有 8 个液化石油气码头（30 万立方米储量的储存设施）、100 个液化石油气分销项目（1,100 个零售门店）、一个专业的海上运输船队及大型陆地物流车队，服务民用、商用、工业多个领域超过 600 多万用户。此外，公司拥有 4 个大型石化产品仓储物流基地，以及亚洲最大的液化石油气常温储存罐群，销售市场覆盖中国 19 省。

液化石油气采购方面，公司坚持进口气、国内气的双气源多供应的采购策略。国外气源供应商主要包括 VILMA、GLOBAL REALITY、Astomos 等；国内气源供应商主要包括中石化、中石油、中海油和中化泉州等。公司进口 LPG 采购价格为国际市场价格，由于公司在同行业中进口量大且一直以来保持良好信誉记录，一般采购价格较其他 LPG 分销商采购价格有一定的优势，公司与国外供应商结算主要采取信用证方式（15—90 天以内），与国内供应商主要采取现货方式结算（先付款后发货）。从供应商集中度看，2019 财年，公司从前五大供应商采购 LPG 占总采购量的 45.75%。

表 10 2019 财年公司主要 LPG 供应商情况（单位：万吨、%）

供应商	采购数量	占比
VILMA	72.1	18.06
Astomos Energy Corporation	69.3	17.35
GLOBAL REALITY	21.1	5.28
TRILIANCE	13.1	3.28
ENEOS	7.1	1.78
合计	182.7	45.75

资料来源：公司提供

公司通过利用现有的 LPG 码头、仓储、船队与车队，加大国际与国产 LPG 的采购量，将有望逐步提升对 LPG 资产的利用率。同时，公司的下游终端业务实行 LPG 资源的统一采购，通过利用上、下游一体化的优势，公司有望实现气源采购、储配资源和市场覆盖的合理配置。公司还利用在覆盖全国的庞大城市天然气网络与资源，协助 LPG 分销业务从中国南方向全国各省市扩张，大幅提高 LPG 售气量，实现规模效益。

2018 财年，公司 LPG 业务营业收入大幅增长 37.03%，主要系 LPG 价格上涨所致；2019 财年，公司实现销售收入 159.17 亿港元，较上年基本持平；公司销售液化石油气 399.33 万吨，实现销售收入 159.17 亿港元，其中，批发业务销量为 278.54 万吨，终端零售业务销量为 120.80 万吨。批发销售量中，合同销售占比达 60%以上，从而使公司在一定程度上规避了由于国际液化石油气价格的异动带来的不利影响，降低了液化石油气批发业务的经营风险。

从购销价差看，近三财年，随着国际原油及 LPG 市场价格波动加剧，公司液化石油气购销价差有所波动。2018 财年，公司液化石油气购销价差同比上升 11.19%，2019 财年同比下降 12.11%。

表 11 液化石油气采购及销售情况如下：

项目	2017 财年	2018 财年	2019 财年
采购量（万吨）	369.90	403.04	399.33
平均采购价格（元/吨）	2,811.15	3,584.84	3,654.12
销售量（万吨）	369.90	403.04	399.33
销售收入（亿港元）	116.54	159.70	159.17
平均销售单价（元/吨）	3,150.70	3,962.39	3,985.93
购销价差	339.55	377.55	331.81

资料来源：公司提供

5. 在建工程

公司积极争取外部燃气管网的特许经营项目，由于项目投资一般规模较大，公司对取得项目制定了严格的流程：公司主要在建工程为工商业“煤改气”和华北“气代煤”以及城市燃气管网及配套建设项目，随着公司燃气管网及配套建设工程投产，公司天然气业务规模有望进一步扩大，有利于公司营业收入的进一步增长。

公司积极争取各区域燃气项目专营权。由于项目投资一般规模较大，公司对取得项目制定了严格的流程。首先公司对将要获取的项目进行立项、调研，并按公司的要求进行可行性测算，各项潜在风险、运营、财务指标预计及测算均须达到公司投资原则的要求；然后交由投资审核委员会审核，投资审核委员会由多个部门的骨干及负责人、总裁办领导、以及董事等组成，分别包括公司经营管理高层领导、财务部、资金部、法务风控部、投资发展部、工程技术部、天然气开发部、人资文化部等，投资审核委员会按期、重要紧急项目可临时安排上会讨论；上会通过投资规模较大的将上报董事会和股东审批，审核通过后按审批意见指导投资。

表 12 截至 2019 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

序号	在建工程	预计总投资	已投资金额	工程进度	合规情况		
					立项批文	用地批文	环保批文
1	芜湖中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	5.44	5.76	建设中	计工（2001）16 号、计工业（2001）27 号	芜开国用（2005）第 040 号	环监管（2001）142 号
2	淮南中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	2.67	3.65	建设中	计工业（2002）938 号	淮国用（2007）第 020006 号	环监函[2002]181 号
3	宝鸡中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	5.16	7.18	建设中	陕计投资（2003）443 号	1998 年地批字第 4 号	陕环监函（1997）055 号环评批复
4	扬州中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	3.38	4.61	建设中	苏发改办发（2005）1299 号	扬国用（2014）第 0380 号	杨邗环计（2013）118 号
5	呼和浩特中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	21.03	16.79	建设中	呼建委发（2008）317 号	呼国用（2007）第 00264 号	呼环政批字（2011）191 号
合计	--	37.68	37.99	--	--	--	--

注：由于物价水平较可研时期有提升等原因，实际投资金额可能超过预计投资总额

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建工程情况如上表所示；主要在建工程为城市燃气管网及配套建设工程。其中呼和浩特中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设项目总投资规模较大，项目预

计总投资 21.03 亿元，预计施工总工期为 11 年，建设期为 2010 年到 2020 年。该项目分为两期：一期从 2010 年至 2015 年，主要是呼和浩特市门站和高中压调压设施的建设，其中包括新建 7 座高中压调压站、22 座 CNG 加气站、LNG 加气站 4 座等；二期规划从 2016 年至 2020 年，主要是完善高中压调压设施和系统，其中包括新建各城镇区中压 A 级管网、6 座 CNG 加气站等。

截至 2019 年 3 月底，公司在建工程账面价值 145.39 亿元，主要系工商业“煤改气”和华北“气代煤”等项目，公司在建工程规模较大，但考虑到公司目前银行授信尚未使用额度充裕，经营活动现金流表现良好，以及公司作为上市公司，融资渠道通畅等，公司未来筹资压力不大。

6. 经营效率

公司经营效率有待提高。

2017—2019 财年，公司应收账款周转率分别为 4.17 次、4.72 次和 3.74 次，存货周转率分别为 16.33 次、17.34 次和 13.99 次，总资产周转率分别为 0.56 次、0.74 次和 0.62 次，各项经营效率指标均存在较明显的波动；与同行业其他主要上市公司比较，公司存货周转率和总资产周转率有待提高，由于公司液化石油气销售业务规模较大，公司应收账款周转率处同行业较高水平；其中，公司存货周转率在同行业处于较低水平，主要系公司自 2017 年以来大力拓展农村气代煤业务所致。

表13 同行业上市公司2018年经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
华润燃气	48.91	12.02	0.73
中油燃气	30.52	12.60	0.60
新奥能源	49.34	16.24	0.92
中裕燃气	20.18	6.51	0.55
中国燃气	13.99	20.32	0.62

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据；中国燃气数据为 2019 财年数据
资料来源：Wind

7. 经营关注

(1) 目前我国天然气采购价格主要由发改委和政府相关价格管理部门决定，居民天然气销售价格采取政府定价或政府指导价，公司在居民用户天然气的采购、销售定价方面无自主定价权，利润空间受限。

(2) 公司燃气业务受上游天然气供气量的制约较大。公司天然气采购集中于中石油、中石化及其下属企业，对于上游供应商的依赖性较大，若上游供应商供应量大幅减少或出现其他不可抗力因素，公司的业务经营将受到重大影响。

(3) 当前政府、企业和社会公众逐渐重视清洁能源的开发和利用，光伏太阳能、风能、地热能等新的能源利用形式不断出现，能源利用效率、经济可行性不断提高，对天然气的利用形成了一定的竞争。

8. 未来发展

公司的经营思路务实稳健，符合公司自身及行业发展需求，可行性强。

未来公司将持续推进城市燃气管网投资，加大农村气代煤和美丽乡村建设；加速发展 LPG 批发与零售、LNG 贸易、热电、增值服务、分布式能源和其他新业务，全面构建综合能源生态圈。

同时，公司将以“降本增效、变革发展”为主题推动事业进步，同时以坚定不移地开展降本增

效、坚定不移地实施变革发展、坚定不移地推进市场化、坚定不移地发展新业务为要求，不断构筑核心竞争力。在天然气业务发展方面，公司将继续不断强化、优化组织管理结构，以制度创新来激发组织活力。进一步提升精细化运营及成本管理水平，并运用市场化、信息化手段，促进各项业务进一步发展。此外，公司将抓住国家管网改革、俄气入境、国六标准实施等契机，实现市场拓展和经营效益的高速增长。在液化石油气业务方面，继续在纵向整合“垂直一体化”产业链的同时，加大与城市管道燃气业务在市场和资源方面的“横向协同”，继续推动业务的垂直一体化，继续加大下游市场布局，利用自身优势打造“4G”能源网络，实现天然气板块和液化石油气板块的双轮协同发展。在增值业务方面，公司将继续重点推广中燃“新零售”平台。以客户为中心，以网格化管理为基础，以新零售系统为工具，推动在线线下一体化服务，进一步提升运营及服务水平。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 财年年财务报告经德勤·关黄陈方会计师行审计，均出具了无保留意见的审计报告。公司执行香港会计师公会颁布的《香港财务报告准则》、《香港会计准则》及诠释和香港《公司条例》的披露规定。

从合并范围看，2017 财年，公司新增 6 家子公司；2018 财年，公司新增 7 家子公司；2019 财年，公司合并范围新增子公司超过 10 家；截至 2019 年 9 月底，公司合并范围子公司超过 1,000 家。2017—2019 财年，公司合并范围变动较大，但由于新增子公司主要为项目子公司，其营业收入及利润相对于公司整体规模较小，且考虑近三财年公司经营范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

截至 2019 财年底，公司资产合计 1,098.80 亿港元，负债合计 690.97 亿港元，所有者权益（含非控股权益）合计 407.82 亿港元，其中归属于公司持有人的应占权益及储备 353.21 亿港元。2019 财年，公司实现营业收入 593.86 亿港元，年度溢利（含非控股权益）89.85 亿港元，其中归属于公司持有人的年度溢利 82.24 亿港元；营运活动所得的现金净额 101.17 亿港元，现金及现金等价物增加净额 54.19 亿港元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产合计 1,113.34 亿港元，负债合计 696.06 亿港元，所有者权益（含非控股权益）合计 417.28 亿港元，其中归属于公司持有人的应占权益及储备 360.05 亿港元。2019 年 4—9 月，公司实现营业收入 279.26 亿港元，年度溢利（含非控股权益）54.33 亿港元，其中归属于公司持有人的年度溢利 49.10 亿港元；营运活动所得的现金净额 40.33 亿港元，现金及现金等价物增加净额-35.28 亿港元。

2. 资产质量

随着公司收购规模及经营规模的扩大，资产规模快速增长；公司物业、厂房及设备规模较大，且占比较高；资产受限规模小，整体资产质量较好。

2017—2019 财年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 35.08%。截至 2019 财年底，公司合并资产总额 1,098.80 亿港元，较年初大幅增长 33.90%，主要系流动资产大幅增加所致。公司资产总额中流动资产占 37.86%，非流动资产占 62.14%，资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2017—2019 财年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 64.56%。截至 2019 财年底，公司总流动资产 416.03 亿港元，较年初大幅增长 67.23%，主要系应收合资公司款项、合约资产及银行结存

及现金大幅增加所致。截至2019财年底，公司流动资产主要由存货（占8.20%）、合约资产（占17.27%）、贸易应收账款及其他应收账款（占24.18%）、应收合资公司款项（占17.66%）和银行结存及现金（占31.82%）构成。

图4 截至2019财年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2017—2019 财年，公司存货逐年增长，年均复合增长 42.56%，主要系公司经营规模增长所致；截至 2018 财年底，公司存货 30.69 亿港元，较年初增长 82.81%；截至 2019 财年底，公司存货 34.12 亿港元，较年初增长 11.16%。其中，公司存货主要由建材（占 29.31%）、消耗品、备件、燃气器具及其他物料（占 24.81%）、天然气（占 18.33%）和液化石油气（占 27.55%）构成。

2017—2018 财年，公司无合约资产。截至 2019 财年底，公司合约资产 71.85 亿港元，主要系公司新增燃气管道建设建造合约所致，公司合约资产全部由燃气管道建设建造合约构成。

2017—2019 财年，公司贸易应收账款及其他应收账款逐年增长，年均复合增长 28.78%，主要系公司营业收入大幅增长所致；截至 2018 财年底，公司贸易应收账款及其他应收账款 90.19 亿港元，较年初增长 48.66%；截至 2019 财年底，公司贸易应收账款及其他应收账款 100.61 亿港元，较年初增长 11.55%；其中，公司贸易应收账款及其他应收账款账龄主要由 6 个月内（占 87.82%）、6 个月至一年（占 9.16%）和一年以上（占 3.03%）构成。截至 2019 财年底，贸易应收账款及其他应收账款累计计提准备 6.84 亿港元，占贸易应收款项的 19.25%。

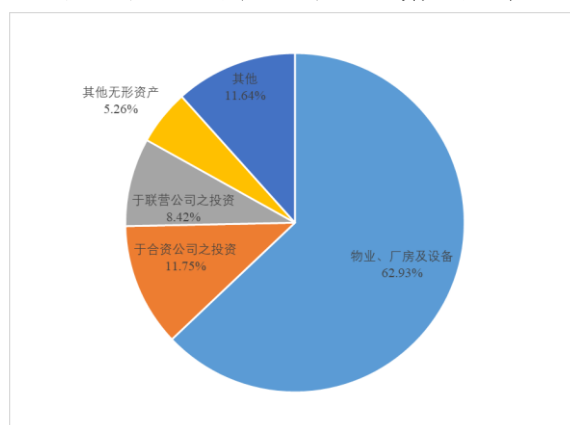
2017—2019 财年，公司应收合资公司款项逐年增长，年均复合增长 391.53%，主要系随着公司业务拓展，合资公司数量增多导致与合资公司往来款项增加所致。截至 2018 财年底，公司应收合资公司款项 9.35 亿港元，较年初增长 207.46%；截至 2019 财年底，公司应收合资公司款项 73.49 亿港元，较年初增长 685.81%。

2017—2019 财年，公司银行结存及现金逐年增长，年均复合增长 67.39%，主要系公司经营性净现金留存所致；截至 2018 财年底，公司银行结存及现金 82.46 亿港元，较年初增长 74.54%；截至 2019 财年底，公司银行结存及现金 132.39 亿港元，较年初增长 60.54%。

非流动资产

2017—2019 财年，公司非流动资产逐年大幅增长，年均复合增长 23.37%。截至 2019 财年底，公司非流动资产合计 682.77 亿港元，较年初增长 19.40%，主要系物业、厂房及设备增加所致。截至 2019 财年底，公司非流动资产主要由物业、厂房及设备（占 62.93%）、于联营公司之投资（占 8.42%）、于合资公司之投资（占 11.75%）和其他无形资产（占 5.26%）构成。

图5 截至2019财年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2017—2019 财年，公司物业、厂房及设备逐年大幅增长，年均复合增长 28.85%，主要系公司经营规模逐年增长，导致购置物业、厂房及设备规模增长所致。截至 2019 财年底，公司物业、厂房及设备账面净值 429.65 亿港元。截至 2019 财年底，公司物业、厂房及设备主要由租赁土地及楼宇（占 9.25%）、管道（占 48.62%）、在建工程（占 33.84%）和傢俬及固定机器及设备（占 6.33%）构成。

2017—2019 财年，公司于联营公司之投资波动增长，年均复合增长 17.45%，主要系公司对联营公司投资规模不断增长所致。截至 2019 财年底，公司于联营公司之投资合计 57.46 亿港元，较年初小幅下降 3.01%。

2017—2019 财年，公司于合资公司之投资逐年增长，年均复合增长 21.74%，主要系公司对合资公司投资规模不断增长所致。截至 2019 财年底，公司于合资公司之投资合计 80.22 亿港元，较年初增长 24.88%。

2017—2019 财年，公司其他无形资产波动下降，年均复合下降 1.68%。截至 2018 财年底，公司其他无形资产 39.03 亿港元，较年初增长 4.96%；截至 2019 财年底，公司其他无形资产 35.94 亿港元，较年初下降 7.91%。主要系汇兑调整所致；其中，公司其他无形资产主要由天然气业务之独家经营权（占 62.82%）和生产分成权（占 36.24%）构成。

截至 2019 财年底，公司受限资产合计 3.07 亿港元，占同期资产总额的 0.75%，主要为银行存款受限。

表14 截至2019财年底公司资产受限情况（单位：亿港元）

受限资产名称	受限金额
银行存款	2.43
其他保证金	0.64
合计	3.07

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 1,113.34 亿港元，较 2019 年 3 月底增长 1.32%，其中非流动资产增长 3.20%，流动资产减少 1.75%。

3. 负债及所有者权益

随着公司经营规模的扩大，公司贸易应付账款及其他应付账款、银行及其他借贷于一年内到期及合约负债增长，致使负债总额和债务规模增长。公司债务负担处于合理水平。公司累计溢利增加，

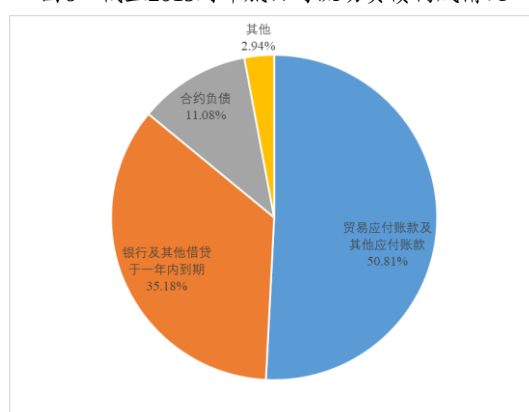
带动公司所有者权益大幅增长。所有者权益中累计溢利占比较高，所有者权益结构稳定性较弱。

2017—2019 财年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 38.01%。截至 2019 财年底，公司负债总额 690.97 亿港元，较年初增长 40.08%，主要系流动负债增长所致。其中，公司负债总额中流动负债占 67.51%，非流动负债占 32.49%，负债结构以流动负债为主。

流动负债

2017—2019 财年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 43.73%；截至 2019 财年底，公司流动负债 466.44 亿港元，较年初增长 72.11%，主要系贸易应付账款及其他应付账款和合约负债增长所致。其中，公司流动负债主要由贸易应付账款及其他应付账款（占 50.81%）、合约负债（占 11.08%）和银行及其他借贷于一年内到期（占 35.18%）构成。

图6 截至2019财年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2017—2019 财年，公司贸易应付账款及其他应付账款逐年大幅增长，年均复合增长 56.71%，主要系经营规模及采购规模扩大所致。截至 2019 财年底，公司贸易应付账款及其他应付账款为 236.99 亿港元，较年初增长 68.73%。

2017—2018 财年，公司无合约负债。截至 2019 财年底，公司合同负债 51.68 亿港元，主要系根据最新的会计准则将应付客户合约工程款调至该科目所致；其中，公司合同负债主要为燃气管道建设建造合约（占 37.59%）和购买管道燃气及液化石油气（占 62.41%）构成。

2017—2019 财年，公司银行及其他借贷于一年内到期逐年增长，年均复合增长 22.84%，主要系公司经营规模增长，融资需求不断增长所致。截至 2019 财年底，公司银行及其他借贷于一年内到期为 164.08 亿港元，较年初增长 48.09%。

非流动负债

2017—2019 财年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 28.04%。截至 2019 财年底，公司非流动负债为 224.53 亿港元，较年初增长 1.02%。公司非流动负债主要由银行及其他借贷于一年后到期（占 95.72%）构成。

2017—2019 财年，公司银行及其他借贷于一年后到期逐年增长，年均复合增长 29.86%，主要系公司经营规模增长，融资需求不断增长所致。截至 2019 财年底，公司银行及其他借贷于一年后到期为 214.91 亿港元，较年初增长 0.93%。

2017—2019 财年，公司全部债务逐年大幅增长，年均复合增长 26.67%。截至 2019 财年底，公司全部债务为 378.99 亿港元，较年初增长 17.07%，主要系一年内到期的（包括原有中长期债务在最近一年内到期、以及短期债务）大幅增长所致。其中，一年以内到期的债务 164.08 亿港元（占 43.29%）、

中长期债务 214.91 亿港元（占 56.71%），公司债务结构以长期债务为主。2017—2019 财年，随着公司融资需求增长，公司资产负债率有所增长，分别为 60.24%、60.11%和 62.88%；全部债务资本化比率波动增长，分别为 49.66%、49.73%和 48.17%；长期债务资本化比率有所波动，分别为 34.74%、39.41%和 34.51%。

表15 截至2019财年底公司银行贷款及其他债券组合期限构成情况（单位：亿港元）

期限	金额
不超过一年	164.08
一年以上但不超过两年	98.33
两年以上但不超过五年	100.19
五年后	16.39
合计	378.99

资料来源：公司年报

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 696.06 亿港元，较 2019 年 3 月底增长 0.74%，变动不大；公司全部债务 386.66 亿港元，较 2019 年 3 月底增长 2.02%，变动不大；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.52%、48.10%和 34.22%，分别较 2019 年 3 月底下降了 0.36 个百分点、0.07 个百分点和 0.29 个百分点。

所有者权益

2017—2019 财年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 30.50%。截至 2019 财年底，公司所有者权益合计 407.82 亿港元，较年初增长 24.60%，其中，公司累计溢利较年初增长 33.23%至 229.47 亿港元，主要系公司盈利规模增长所致。归属于公司持有人的权益 353.21 亿港元（占 86.61%）；公司归属于公司持有人的权益主要由股本（占 0.15%）、股份溢价占 33.00%、储备占-3.06%、法定基金占 4.95%、累计溢利占 64.97%。其中，储备主要由汇兑储备（占-2.15%）、投资重估储备（占-0.06%）、对冲储备（占-0.06%）、雇员股份报酬储备（占 0.03%）和资本储备（占-0.83%）构成，所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益 417.28 亿元，较 2019 财年底增长 2.32%，构成变动不大。

4. 盈利能力

随着业务规模的持续扩大，公司整体经营业绩持续向好发展；公司费用控制能力较强，盈利能力强。

2017—2019 财年，公司营业收入逐年大幅增长，年均复合增长 36.24%，主要系公司燃气业务不断增长所致。2019 财年，公司实现营业收入 593.86 亿港元，较上年增长 12.41%。同期，公司销售成本逐年大幅增长，年均复合增长 38.54%；2019 财年，公司销售成本 453.27 亿港元，较上年增长 10.12%。随着公司营业收入增长，公司除税前溢利逐年增长，年均复合增长 37.65%。2019 财年，公司除税前溢利 111.83 亿港元，较上年增长 30.04%。同期，公司年内溢利逐年增长，年均复合增长 38.34%。2019 财年，公司年内溢利 89.85 亿港元，较上年增长 34.72%，其中归属于公司持有人的年内溢利为 82.24 亿港元。

期间费用方面，2017—2019 财年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 24.66%，主要系财务费用增长所致。2018 财年，公司费用总额 50.56 亿港元，较上年增加 14.46 亿港元；2019 财年，公司费用总额 56.10 亿港元，较上年增加 5.54 亿港元；其中，销售费用占 32.44%，管理费用占 44.66%，财务费用占 22.89%。2017—2019 财年，公司销售费用分别为 12.29 亿港元、16.16 亿港元和 18.20

亿港元，逐年增长，主要系公司经营范围扩大，销售及分销成本不断增长所致。公司管理费用逐年增加，分别为 16.75 亿港元、26.32 亿港元和 25.05 亿港元，主要系行政开支及以股份为基础的开支不断增长所致。公司财务费用逐年大幅增加，分别为 7.05 亿港元、8.08 亿港元和 12.84 亿港元，主要系公司债务规模不断增长，以及 2019 财年金融机构控杠杆、缩规模，公司融资成本亦有所上升所致，带动银行及其他借贷之利息增长所致。2017—2019 财年，随着公司业务规模大幅增长，公司费用收入比逐年下降，分别为 11.28%、9.57%和 9.45%，整体看，公司费用控制能力较强。

从盈利指标来看，2017—2019 财年，随着公司经营规模和盈利规模大幅增长，公司总体盈利能力有所提升，总资本收益率分别为 11.35%、13.27%和 14.28%；总资产报酬率分别为 11.62%、13.22%和 12.99%；净资产收益率分别为 20.91%、23.53%和 24.44%。

2019 年 4—9 月，公司实现营业收入 279.26 亿港元，较上年同期减少 3.30%，但得益于各主要业务板块毛利率的提升，公司实现期间溢利 54.33 亿港元，较上年同期增长 18.18%。

5. 现金流

经营活动持续为净流入状态且净流入规模较大，可基本覆盖公司投资活动现金流出，公司未来筹资压力不大。

营运活动方面，2017—2019 财年，公司营运活动现金净额分别为 41.16 亿港元、64.46 亿港元和 101.17 亿港元。其中，公司营运活动现金净额大幅增长，主要系公司经营规模扩大所致。

投资活动方面，2017—2019 财年，公司投资活动现金净额分别为-41.12 亿港元、-71.68 亿港元和-110.32 亿港元。其中，公司投资活动现金净流出量维持较大规模，主要系公司收购附属公司和在建规模较大，添置物业、厂房及设备、燃气管网建设等金额规模较大所致。

融资活动方面，2017—2019 财年，公司融资活动现金净额增幅较大，分别为-5.20 亿港元、39.08 亿港元和 63.35 亿港元，主要系公司经营规模大幅增长，新筹的银行及其他借贷规模持续增长所致。

2019 年 4—9 月，公司经营业务所得现金净额 40.33 亿港元，投资活动所用现金净额-56.04 亿港元，融资活动（所用）所得现金净额-19.58 亿港元。

6. 偿债能力

公司偿债指标表现较好，同时考虑到公司受限资产规模小、融资空间广阔，燃气业务经营稳定性和持续性较强，国内天然气政策环境和发展前景较好，目前公司拥有专营权的分布区域较广泛、燃气销售规模大，未来公司经营规模有望进一步扩大，结合公司整体竞争力强等因素，公司偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 财年，公司流动比率波动增长，分别为 0.68 倍、0.92 倍和 0.89 倍；速动比率逐年增长，分别为 0.61 倍、0.80 倍和 0.82 倍。流动资产和速动资产对公司流动负债的覆盖程度尚可。2017—2019 财年，公司经营现金流动负债比率分别为 18.23%、23.78%和 21.69%，经营现金净流量覆盖公司流动负债程度较低。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 财年，公司 EBITDA 大幅增长，分别为 78.94 亿港元、108.49 亿港元和 137.20 亿港元，主要来自除税前溢利的增长；2019 财年 EBITDA 主要由除税前溢利（占 81.51%）构成。2017—2019 财年，公司 EBITDA 利息保障倍数有所波动，分别为 8.19 倍、9.69 倍和 8.41 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；EBITDA 全部债务比分别为 0.33 倍、0.34 倍和 0.36 倍，EBITDA 对公司全部债务的覆盖程度较高。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2019 年 9 月底，公司在多家商业银行共获得 1,090.36 亿港元的综合授信额度，其中尚未使

用的授信余额为 712.26 亿港元，间接融资渠道通畅且尚未使用额度较大；同时，公司为港股上市公司，具有资本市场直接融资能力。

由于中国燃气控股有限公司为香港上市公司，不适用境内征信报告等相关事项。

2017 年 3 月 30 日，公司接到公司前任董事于香港劳资审裁处提交的申索书，以声称其作为公司董事及雇员于 2011 年 3 月 29 日被公司不当解雇为由向公司申索约 1.4 亿港元（为声称截至 2014 年 3 月 31 日止三个财政年度的薪金损失总额 21.6 百万港元（年度薪金为 7.2 百万港元）及截至 2014 年 3 月 31 日止四个财政年度的花红约 1.184 亿港元）及其他未经算定损害赔偿及利息。经双方同意，该申索将转交高等法院原讼法庭。

此外，上述前任董事及若干其他购股权持有人就其各自声称行使购股权向公司提起法律诉讼，有关人士将有权获得公司共 110,000,000 股股份。

截至 2019 年 9 月底，公司合并口径无对外担保。

八、本期公司债偿债能力分析

本期公司债券相对于公司债务总额规模不大，且各项指标对本期债券覆盖程度很高，并考虑到燃气经营的区域垄断性、公司经营规模、融资能力、行业前景、政策环境等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 9 月底，公司债务总额 386.66 亿港元，本期拟发行债券规模为不超过 20 亿元¹（人民币）（折算为 22.17 亿港元），占公司全部债务的 5.73%，本期债券相对于公司目前债务规模尚可。

以 2019 年 9 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 20 亿元（人民币）（折算为 22.17 亿港元），本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.25%、49.49%和 36.44%，分别提高了 0.73 个百分点、1.39 个百分点和 2.22 个百分点；考虑到募集资金拟用于偿还公司及下属子公司有息债务，本期债券发行对公司债务影响将小于上述预测值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2019 财年的相关财务数据为基础，公司 2019 财年 EBITDA 为 137.20 亿港元，为本期公司债券发行额度 20 亿元（人民币）（折算为 22.17 亿港元）的 6.19 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高；2019 财年经营活动现金净流量为 101.17 亿港元，为本期公司债券发行额度 20 亿元（人民币）（折算为 22.17 亿港元）的 4.56 倍，对本期债券覆盖程度高。

九、综合评价

公司作为国内最大规模的跨区域城市与乡镇燃气运营服务商之一，在经营规模、管网布局、气源供应等方面具备的综合竞争优势。近三财年，得益于国家大力推广清洁能源天然气应用，公司业务成长较快，拥有专营权的管道燃气项目数量、管网长度、供气能力和下游用户逐年增长，收入和利润大幅提高，经营获现能力强。同时，联合评级也关注到近年来受国际油价影响天然气价格波动较大、公司市场竞争压力加大以及盈利空间易受政策影响等因素对公司信用水平可能造成的不利影

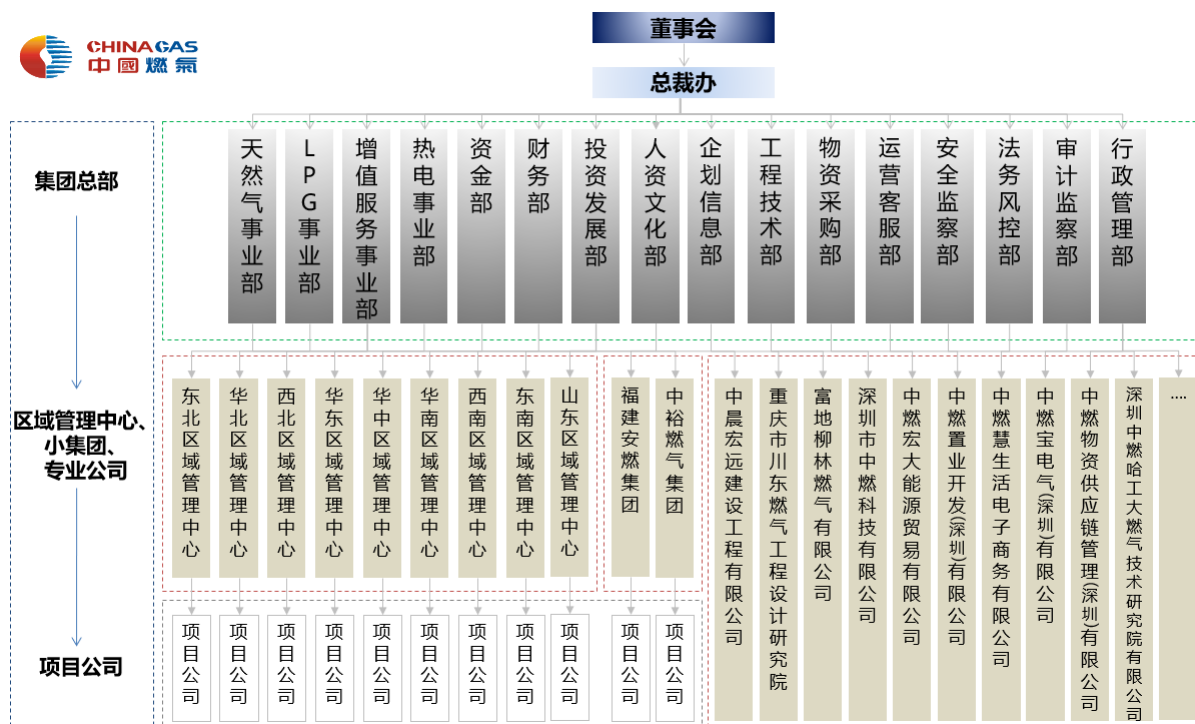
¹根据中国人民银行网站公布的 2019 年 9 月 30 日人民币汇率中间价，1 港元对人民币 0.90201 元

响。

未来，公司将通过外延式扩张、持续获取新项目，并通过创新、灵活调整市场开发策略以巩固其在燃气市场的领先地位。随着中国天然气消费需求的日益增长和公司业务规模的扩张，公司未来收益水平有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2019 年 9 月底中国燃气控股有限公司组织结构图



附件 2 中国燃气控股有限公司

主要财务指标

项目	2017 财年	2018 财年	2019 财年	2019 年 4—9 月
资产总额 (亿港元)	602.22	820.58	1,098.80	1,113.34
所有者权益 (亿港元)	239.47	327.30	407.82	417.28
短期债务 (亿港元)	108.73	110.79	164.08	169.55
长期债务 (亿港元)	127.45	212.93	214.91	217.11
全部债务 (亿港元)	236.18	323.72	378.99	386.66
营业收入 (亿港元)	319.93	528.32	593.86	279.26
净利润 (亿港元)	46.95	66.69	89.85	54.33
EBITDA (亿港元)	78.94	108.49	137.20	--
经营性净现金流 (亿港元)	41.16	64.46	101.17	40.33
应收账款周转次数 (次)	4.28	4.80	3.74	--
存货周转次数 (次)	16.33	17.34	13.99	--
总资产周转次数 (次)	0.56	0.74	0.62	0.25
总资本收益率 (%)	11.35	13.27	14.28	--
总资产报酬率 (%)	11.62	13.22	12.99	--
净资产收益率 (%)	20.91	23.53	24.44	13.17
费用收入比 (%)	11.28	9.57	9.45	9.97
资产负债率 (%)	60.24	60.11	62.88	62.52
全部债务资本化比率 (%)	49.66	49.73	48.17	48.10
长期债务资本化比率 (%)	34.74	39.41	34.51	34.22
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.19	9.69	8.41	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.33	0.34	0.36	--
流动比率 (倍)	0.68	0.92	0.89	0.88
速动比率 (倍)	0.61	0.80	0.82	0.79
经营现金流动负债比率 (%)	18.23	23.78	21.69	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	3.56	4.89	6.19	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指港元；3. 2019 财年的时间范围为自 2018 年 4 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日止，以前年度以此类推

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 销售费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国燃气控股有限公司 2020年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中国燃气控股有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国燃气控股有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国燃气控股有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国燃气控股有限公司的相关状况，如发现中国燃气控股有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国燃气控股有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国燃气控股有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国燃气控股有限公司、监管部门等。

