

China Gas Holdings Limited
(中国燃气控股有限公司)
主体长期信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕10120 号

联合资信评估股份有限公司通过对 China Gas Holdings Limited（中国燃气控股有限公司）的信用状况综合分析和评估，确定 China Gas Holdings Limited（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。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年十月二十八日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受 China Gas Holdings Limited（中国燃气控股有限公司）（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、该评级结果自 2024 年 10 月 28 日至 2025 年 10 月 27 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

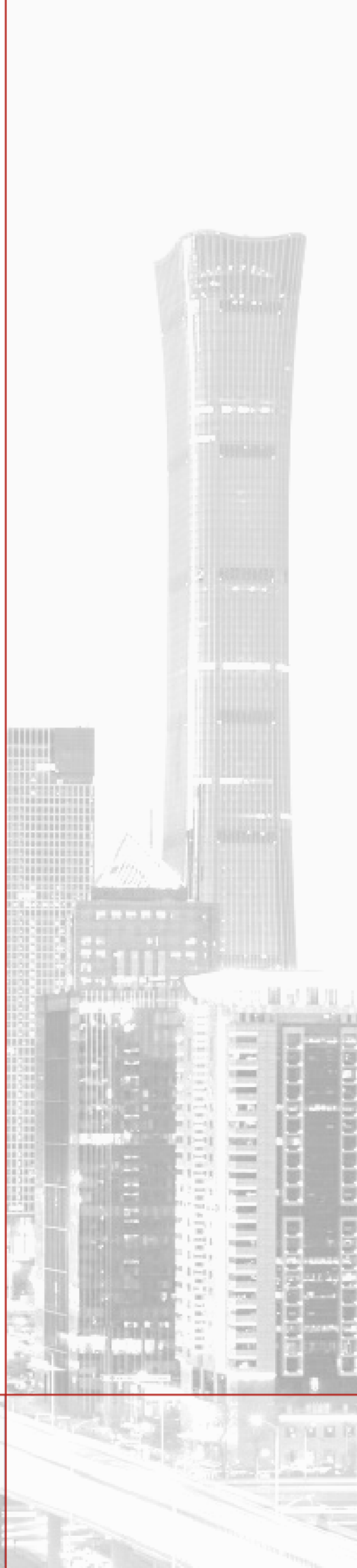
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



China Gas Holdings Limited （中国燃气控股有限公司）

主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AAA/稳定	2024/10/28

主体概况 China Gas Holdings Limited（中国燃气控股有限公司）成立于 1995 年，截至 2023/24 财年底，公司股本 0.54 亿港元，无控股股东及实际控制人；公司主要业务为城市燃气业务，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商企业。

评级观点 公司作为国内大型跨区域燃气运营服务商之一，在业务规模、行业竞争力及盈利能力等方面保持明显优势，公司综合实力强。2021/22 财年—2023/24 财年，公司特许经营权项目数量、管网长度、供气能力和下游用户均有所增长，带动公司燃气销量持续扩大，但公司管道天然气销售业务毛利率受天然气上游采购价格及下游销售价格影响较大，近年来，该业务毛利率波动下降。同时，受房地产行业景气度较低以及煤改气业务收尾影响，公司燃气接驳业务增速明显放缓。公司资产以燃气管网等固定资产为主，受限资产占比很低，资产盈利能力很强，整体资产质量良好，但合约资产及应收类款项规模较大。2021/22 财年—2023/24 财年，公司有息债务规模波动增长，公司偿债能力指标表现有所减弱，但债务负担适中，债务结构合理，整体偿债指标表现很强。

个体调整：无

外部支持调整：无

评级展望 未来，随着公司在建项目完工和天然气消费需求增长，公司综合竞争力及经营业绩有望得到提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：应收类款项及合约资产回款不及时或无法收回；公司上游气源价格增幅较大导致公司盈利能力显著下滑；公司债务负担显著加重等其他不利因素。

优势

- **燃气行业发展前景良好。**燃气行业是涉及民生的基础产业，近年来国家进一步出台鼓励天然气有序发展的相关政策，公司所处行业发展前景良好；同时，在“双碳”目标的驱动下，未来天然气需求将大幅增加。
- **特许经营模式有助于公司稳定经营，公司整体售气量及经营现金净流入规模较大。**我国天然气业务采取区域特许经营模式，作为国内大型跨区域燃气运营服务商之一，公司规模优势显著，市场竞争力强。2023/24 财年，公司管网长度、供气能力和下游用户数量均有增长，带动公司售气量同比增长 6.24%至 416.98 亿立方米；经营现金净流入同比增长 13.09%至 113.40 亿港元。

关注

- **公司合约资产及应收类款项规模较大，对资金形成一定程度占用。**截至 2023/24 财年底，公司合约资产为 102.61 亿港元，应收类款项合计 219.10 亿港元。
- **公司对上游燃气采购价格议价能力较弱，对下游居民用户无自主定价权，价格调整滞后。**燃气价格受国际形势、行业供需等多重因素影响波动较大，公司对上游燃气采购价格的议价能力较弱；下游天然气居民用户销售价格由政府相关价格管理部门监审，公司对居民用户燃气销售价格无自主定价权，且居民用户燃气销售价格调整滞后，公司燃气采购成本无法及时传导，进而影响公司期间盈利。
- **无实际控制人风险及权益稳定性较弱风险。**公司股权分散，无控股股东及实际控制人；股本占比很小，权益稳定性较弱。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：不适用

外部支持变动说明：不适用

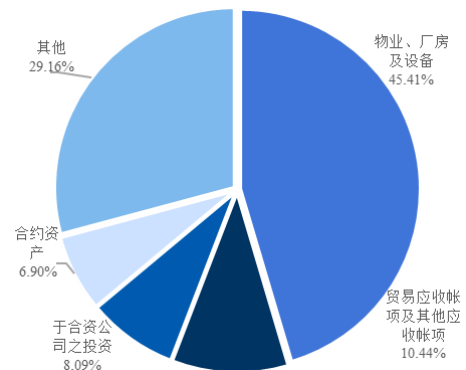
主要财务数据

合并口径			
项 目	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年
银行结存及现金（含已抵押银行存款）（亿港元）	101.88	106.18	82.80
资产总额（亿港元）	1631.46	1572.91	1486.98
所有者权益（亿港元）	720.69	647.90	607.47
短期债务（亿港元）	223.56	221.08	231.02
长期债务（亿港元）	353.43	392.79	361.37
全部债务（亿港元）	576.99	613.87	592.38
营业收入（亿港元）	882.25	919.88	814.10
除税前溢利（亿港元）	107.87	60.38	46.12
EBITDA（亿港元）	153.85	114.16	87.73
经营性净现金流（亿港元）	98.76	100.27	113.40
毛利率（%）	17.84	13.08	13.89
净资产收益率（%）	12.19	7.89	6.34
资产负债率（%）	55.83	58.81	59.15
全部债务资本化比率（%）	44.46	48.65	49.37
流动比率（%）	102.09	100.85	89.81
经营现金流动负债比（%）	18.19	19.37	22.51
EBITDA 利息倍数（倍）	7.67	4.45	3.97
全部债务/EBITDA（倍）	3.75	5.38	6.75
现金短期债务比（倍）	0.45	0.47	0.35

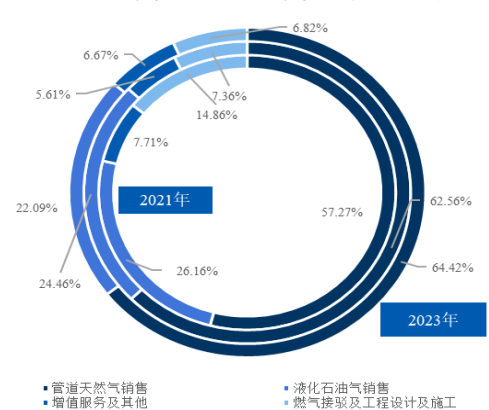
注：1.2021/22—2023/24 财年的起止日期分别为 2021 年 4 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日、2022 年 4 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日和 2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日；2.租赁负债已计入有息债务 3.尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

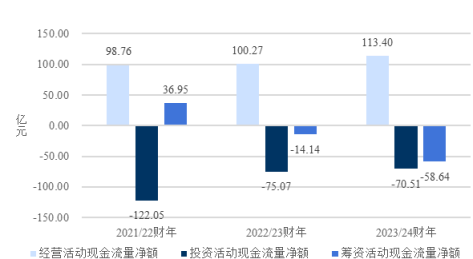
2023/24 财年底公司资产构成



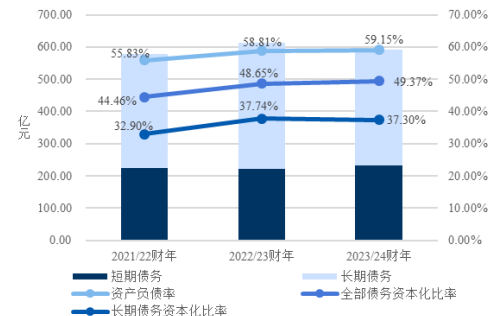
2021/22 财年—2023/24 财年公司收入构成



2021/22 财年—2023/24 财年公司现金流情况



2021/22 财年—2023/24 财年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/10/24	李晨、樊思、邓淇匀	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208）/一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
AAA/稳定	2016/09/29	高利鹏、张钰、黄露	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李晨 lichen@lhratings.com

项目组成员：樊思 fansi@lhratings.com | 邓淇匀 dengqy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



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。1995年10月20日，中国燃气在香港联合交易所主板公开发行并上市，股票代码为：00384.HK。

截至2023/24财年底，北京控股集团有限公司（以下简称“北控集团”）为公司第一大股东，北控集团及其附属公司在公司拥有权益股份比例为23.66%（股权结构详见附件1-1）。北控集团成立于2005年1月18日，是由北京市人民政府出资设立的国有独资公司。由于公司的股权较为分散，主要股东所持有表决权均无法单独对公司股东大会决议重大事项产生直接控制作用，或者不能够单独实际支配公司行为的权利，因此公司不存在控股股东和实际控制人。

截至2024年6月底，公司设立五个中心（天然气卓越中心、投研中心、财务及共享中心、人才中心、风控中心），同时设立五个职能部门和五个事业部企业集团等（组织结构图详见附件1-2）。公司主要业务构成为城市燃气业务，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商企业。

截至2023/24财年底，公司（合并）资产总额为1486.98亿港元，权益总额为607.47亿港元（其中非控股权益68.20亿港元）；2023/24财年，公司实现营业总收入814.10亿港元，除税前溢利46.12亿港元。

公司注册地址：Clarendon House, 2 Church Street, Hamilton HM 11, Bermuda。

二、宏观经济和政策环境分析

2024年上半年，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，国内结构调整持续深化等带来新挑战，经济增速有所回落，随着逆周期调控政策加力，经济整体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月政治局会议精神，积极财政和稳健货币靠前发力，落实大规模设备更新和消费品以旧换新，落实增发国债，调整房地产政策。

2024年上半年，国民经济运行总体平稳。上半年国内生产总值61.7万亿元，同比增长5.0%。二季度国内生产总值同比增长4.7%，增速比一季度有所回落；增速回落有雨涝灾害多发等短期因素的影响，也反映出当前困难挑战有所增多，国内有效需求不足、大循环不畅等问题。信用环境方面，上半年稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，货币信贷和社会融资规模合理增长，综合融资成本稳中有降，流动性合理充裕。下半年，货币政策将加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型；保持融资和货币总量合理增长，充实货币政策工具箱；把握好利率、汇率内外均衡，深入推进利率市场化改革；完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。

展望下半年，党的二十届三中全会对进一步全面深化改革、推进中国式现代化作出了战略部署，进一步凝聚社会共识、解放和发展社会生产力。要完成全年经济增长目标，就要进一步加大逆周期调节力度，用好用足增发国债，继续降低实体经济融资成本，扩大消费，优化房地产政策。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024年半年报）》](#)。

三、行业分析

公司主要在国内从事投资、建设、经营、管理城市、乡镇燃气管道基础设施，向居民、商户和工业用户输送各种燃气，拥有国内多个市、县的城市燃气特许经营权，是国内天然气领域中下游重要的能源运营商。

城市燃气（包括民用、商业和工业燃气）主要由几种气体类型供应，目前主要使用的城市燃气种类包括天然气（NG）、人工燃气（MG）和液化石油气（LPG），三种业态并存是我国城市燃气的主要特点，其中天然气约占60%~70%。

（一）供需格局

2023年，全球天然气供需基本面趋于宽松，全球天然气贸易格局持续深度调整，管道气贸易量下降，LNG贸易量持续增长。2023年，我国天然气产销量同比仍实现增长，管道气进口量增长较快，管道网络建设进一步提速，LNG接收站产能不断扩大，但我国天然气进口依存度仍较高。

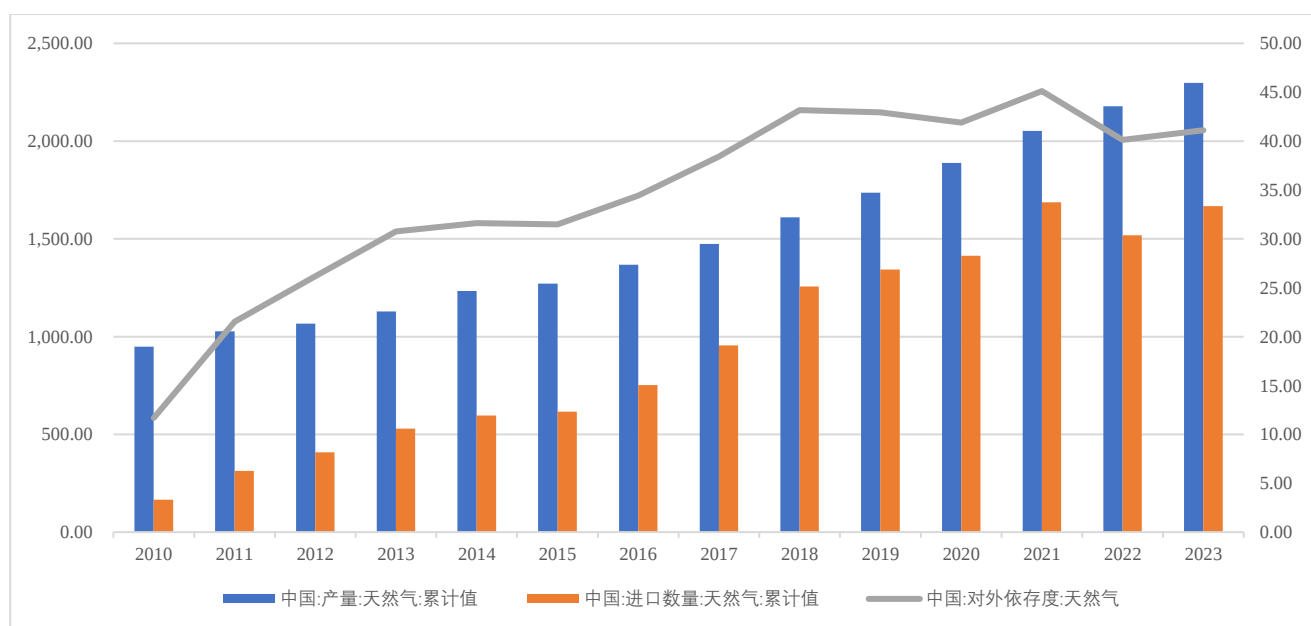
2023 年，全球天然气供应量同比小幅增长约 0.8%至 4.28 万亿立方米，北美、中东、俄罗斯为主要供应国家。其中美国天然气产量增幅接近 3.5%，贡献主要增量；2023 年，受北溪和亚马尔管道全年仍处于断供的影响下，俄罗斯天然气产量同比进一步降低，根据俄罗斯联邦统计局公布数据显示：2023 年俄罗斯天然气全年产量同比减少 7.5%。2023 年全球新增 LNG 产能 400 万吨/年，较上年减少 927 万吨/年，主要来自莫桑比克和阿曼两个项目的 3 条生产线，LNG 产量增长主要依赖已有装置产能利用率提升，全球 LNG 产能增速放缓。

2023 年，全球天然气消费量同比增长约 0.5%至 3.96 万亿立方米，区域出现分化。其中，亚太地区需求较为强劲，主要来自印度和中国；受采暖季影响，中国是亚洲天然气消费增量的主要贡献国家；较低的天然气价格继续刺激新兴市场的需求，印度工业用气在取暖季同比提升。受暖冬、工业复苏慢、新能源渗透率提升等影响，北美地区天然气消费量同比增长 1.2%左右，增速有所下降；欧洲主要经济体经济增长停滞，制造业持续处于收缩区间，抑制了工业用气需求，同时能源转型加速，欧洲区域全年天然气消费同比下降 6.5%左右。

2023 年，全球天然气贸易量约为 1.25 万亿立方米，同比下降 1.0%，其中，管道气贸易量下降，LNG 贸易量持续增长。全球天然气贸易格局持续调整，俄罗斯出口欧洲的管道气持续大幅下降，欧洲 LNG 进口量由高位回落，亚洲 LNG 进口量恢复增长。

2023 年，我国天然气产量为 2297 亿立方米，同比增长 5.5%，连续 7 年增产超 100 亿立方米；天然气进口量为 1668 亿立方米，增速为 9.8%；对外依存度为 41.1%，较上年提高 1.0 个百分点。2023 年，我国管道气进口量较快增长，中俄东线供气量快速增加，全年进口气量超过 220 亿立方米。管道网络建设进一步提速。西三线湖北段、蒙西管道一期等管道投产，中俄东线、西一线等天然气主干管道实现互联互通，截至 2023 年底，天然气长输管道总里程 8.7 万千米。随着西四线加快建设，川气东送二线以及中俄东线嫩江支线、济宁支线等管线建成，我国天然气长输管道总里程将进一步增加。LNG 接收站方面，新天唐山、天津南港等 6 座 LNG 接收站投产（含扩建），合计新增 LNG 接收能力 1880 万吨/年，创历史最高纪录。截至 2023 年底，全国总接收能力达 11610 万吨/年。

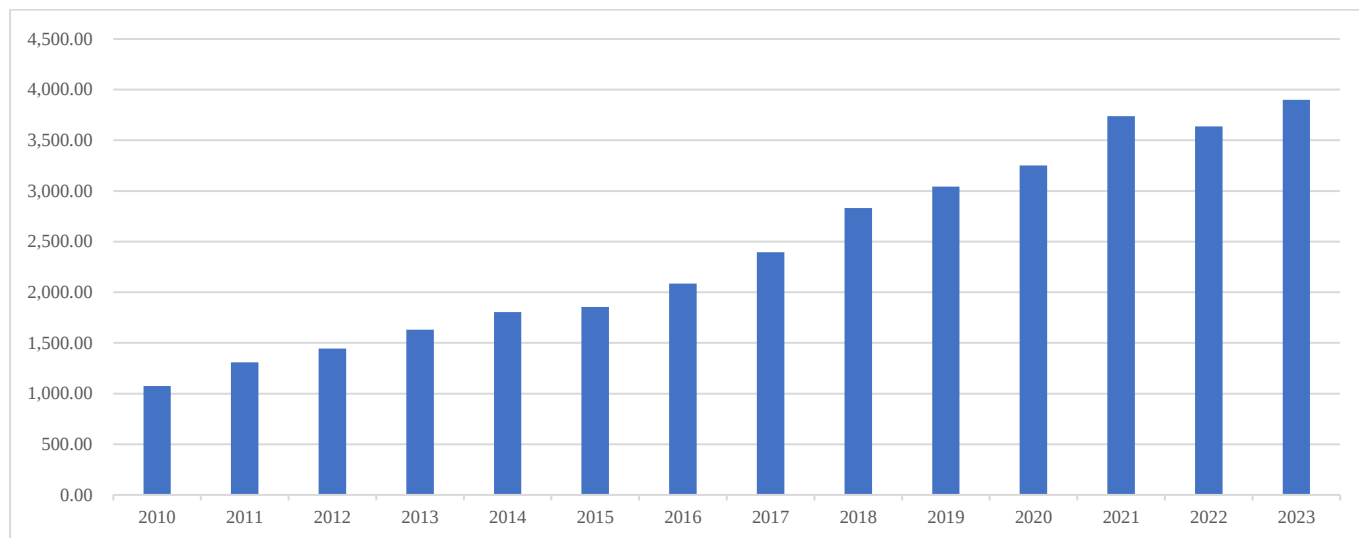
图表 1 • 我国天然气产量、进口量、对外依存度基本情况（单位：亿立方米、%）



资料来源：Wind

天然气消费方面，受我国城镇化发展、工业煤改气工程推进、“双碳”目标驱动等多重因素影响，近年来，我国天然气表观消费量呈现快速增长的趋势。2023 年我国天然气表观消费量 3900 亿立方米，同比增长 7.2%。其中，发电用气增速最快，主要是受全国电力需求较快增长、水电供应下降、气装机快速增长等因素综合影响。城市燃气管道覆盖范围逐步扩大支撑居民用气稳步增长；商业快速恢复，用气量大幅增长；采暖用气稳定增长，京津冀等平原地区稳妥有序推进清洁取暖，宁夏、青海、甘肃等省份持续推进重点地区采暖“煤改气”，南方采暖用户持续增长。

图表 2 • 我国天然气近年来表观消费量（单位：亿立方米）



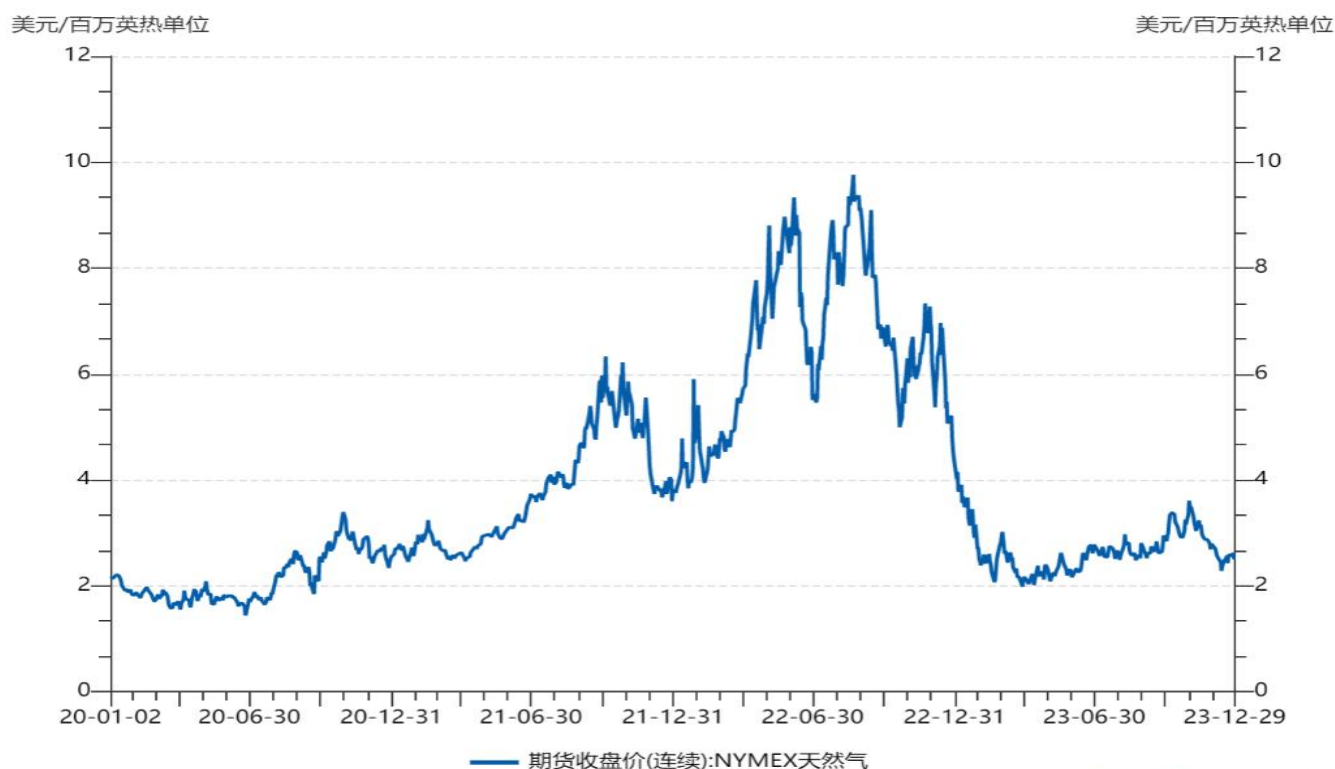
资料来源：Wind

（二）天然气价格

2023 年全球天然气市场供需趋于宽松，天然气价格有所回落，但地缘政治冲突、极端天气、航道阻塞等事件对价格仍有扰动。

2023 年，全球天然气市场供需趋于宽松，国际气价从高位大幅回落，跌回乌克兰危机爆发前水平。但受供应链风险扰动影响，气价波动增加。2023 年，美国本土需求增速明显放缓，产量再创新高，储气库库存持续高于往年同期，现货价格大幅回落；欧洲天然气需求疲弱，资源供应相对充足，储气库库存处于历史同期高位，气价大幅下跌至 2021 年水平。东北亚 LNG 需求缓慢复苏，市场供需整体宽松，叠加欧洲气价联动影响，东北亚 LNG 现货到岸均价大幅下跌。

图表 3 • 全球天然气价格走势



资料来源：Wind

（三）行业政策

燃气行业是涉及民生的基础产业，近年来国家进一步出台鼓励天然气有序发展的相关政策，燃气行业发展前景良好；同时，在“双碳”目标的驱动下未来天然气需求或将大幅增加。

为促进上下游的充分竞争，建立市场配置资源的价格机制，国家近年持续推动天然气行业改革。其中，最为核心和关键的步骤为以组建国家石油天然气管网集团有限公司为代表的管输体制改革。上游开采业主要推动以矿业权改革为基础的放宽准入限制；下游主要推动市场化交易，并逐渐放开天然气门站价格，加强上下游价格联动，现已形成 X+1+X 的行业生态模式。同时，与“双碳”相关的配套政策逐步出台，将推动天然气需求增长。

图表 4 • 我国天然气行业政策

发布时间	政策名称	主要内容
2023 年 4 月	《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》	旨在响应天然气市场化改革，促进终端销售价格灵敏反映市场供需变化，完善天然气上下游价格联动机制，保障城镇燃气安全供应。
2022 年 6 月	《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022—2025 年）》	对城市燃气管道等老化更新改造作了顶层设计和总体部署，明确了 2025 年底前，基本完成城市燃气管道等老化更新改造任务的工作目标。
2022 年 5 月	《关于完善进口液化天然气接收站气化服务定价机制的指导意见》	明确了气化服务价格的定义及内涵，对定价方式、方法、校核周期、其他衍生服务价格管理等内容作了规范；可以概括为“四个统一”：统一定价方式、统一定价项目、统一定价方法、统一重要参数和“一个明确”：明确价格校核周期
2022 年 2 月	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	“十四五”时期，完善交通运输领域能源清洁替代政策。
2021 年 12 月	《国家发展改革委办公厅关于做好化肥生产用煤用电用气保障工作的通知》	各级经济运行部门和天然气供应企业要加强资源调度，优化资源组织支持化肥生产企业签订供气合同。
2021 年 6 月	《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（暂行）》	《价格管理办法》明确了跨省天然气管道运输价格定价原则、定价方法和定价程序。《成本监审办法》明确了定价成本构成和核定方法
2021 年 5 月	《关于“十四五”时期深化价格体制改革行动方案的通知》	稳步推进石油天然气价格改革。按照“管住中间、放开两头”的改革方向，根据天然气管网等基础设施独立运营及勘探开发、供气和销售主体多元化进程，稳步推进天然气门站价格市场化改革，完善终端销售价格与采购成本联动机制。积极协调推进城镇燃气配送网络公平开放，减少配气层级，严格监管配气价格，探索推进终端用户销售价格市场化。

资料来源：公开资料

（四）行业关注

（1）城市门站价格与销售价格调整不匹配

天然气定价机制导致城市门站价格及价格的变化会使下游分销商面临采购成本上涨的风险，当下游需求偏弱或当地主管部门不能同步、顺价调整终端销售价格（包括居民和非居民用气价格），城市燃气分销商存在成本上涨无法及时通过售价传导的风险。

（2）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仍然很高。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。

（3）天然气价格波动风险

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。受国际经济形势、供需格局、政治因素扰动等多重因素影响，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。

（五）行业发展

未来我国天然气需求仍将保持快速增长，在国家政策引导下天然气气源供给、调峰能力、储气能力、行业整合等将得到有效改善。

天然气作为一种清洁能源，其使用便捷性、污染排放情况优于其他主要化石能源。为加快推进天然气利用，提高天然气在我国一次能源消费结构中的比重，稳步推进能源消费革命和农村生活方式革命，有效治理大气污染，国家层面出台了一系列支持政策。2022 年 3 月，国家发展改革委、国家能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》，到 2025 年，国内能源年综合生产能力达到 46

亿吨标准煤以上，天然气年产量达到 2300 亿立方米以上。天然气管网覆盖范围进一步扩大。全国集约布局的储气能力达到 550 亿~600 亿立方米，占天然气消费量的比重约 13%。

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一，燃气业务布局区域广，销售规模大，具备规模优势。中国管道燃气业务实施特许经营权，区域内具有自然垄断性。

公司成立于 1995 年，是在香港联交所上市（股票代码：00384.HK）的跨区域燃气运营服务商，是中国城市、乡镇管道燃气分销领域的大型企业。公司进入燃气领域时间较早，截至 2023/24 财年底，城市燃气业务涉及内蒙古、河北、湖北、安徽、江苏、河南、广东等地区。中国管道燃气业务实施特许经营权，区域内具有自然垄断性。截至 2023/24 财年底，公司累计取得 662 个拥有专营权的管道燃气项目，累计已接驳居民用户数量 4705.13 万户，工业用户数量 2.45 万户，商业用户数量 35.96 万户，其城市燃气项目数、天然气管网长度、已覆盖城市人口等指标处于行业前列。2023/24 财年，公司天然气销售总量 416.98 亿立方米。

2 人员素质

公司高层管理人员从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

截至 2023/24 财年，公司共有董事 15 名，包括执行董事 6 名，非执行董事 9 人（其中独立非执行董事 5 人），高管人员 10 人。

刘明辉先生，1963 年 6 月出生，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，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 年以来，刘明辉先生先后担任公司执行董事、董事总经理兼总裁，现担任公司执行委员会主席、提名委员会主席、总裁。

黄勇先生，1963 年 4 月出生，分别于 1985 年及 1988 年获武汉大学法学学士及硕士学位。黄勇先生自 2002 年加入中国燃气起为执行总裁，于 2013 年 6 月至今任公司执行董事、执行总裁。

截至 2023/24 财年，公司共有在职员工约 74615 人，按照教育程度划分，中专及以下学历员工占 26.18%，大专学历员工占 36.51%，本科及以上学历员工占 37.31%。

3 信用记录

公司为香港上市公司，未提供征信报告。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

五、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构符合法规要求。

公司是依据百慕达公司法设立的有限公司，建立、健全了法人治理结构，有完善的股东大会、董事会和管理层的独立运行机制，根据公司的适用法律，公司未设置监事会或监事。公司依法制定了《中国燃气控股有限公司组织章程大纲及细则》（以下简称“《细则》”），保障了公司的运营决策和效率。公司股东周年大会每个财年召开一次，除股东周年大会外，股东大会还包括股东特别大会。公司设董事会，董事会为股东大会的执行机构。除非公司股东大会另有规定，否则董事会董事的数目不得少于 2 个，对于董事数目没有最大值限制。公司的业务由董事会管理、执行，除法规或细则规定的应由股东大会执行的权力外，公司的其他所有权力（无论是否与公司业务相关）由董事会控制。在不损害《细则》所授予的一般权利的前提下，董事会拥有以下权利：（1）授予某人权力或者期权，在未来的某个时日按照股票面值或议定的溢价获得分红；（2）授权公司的董事、高级人员或服务人员在某些特定业务或交易中获利，或参与公司利润、一般利润的分配，作为工资和其他报酬的补充或取代公司或其他报酬；（3）可以按照百慕达公司法的规定，决定终止公司在百慕达地区的业务并继续公司在制定国家和百慕达以外地区的业务。公司的高级人员包括董事、公司

秘书，以及董事会决定的其他高级人员，根据百慕达公司法和《细则》，以上人士被视为高级人员。董事会可以任命公司总经理、经理或经理层，秘书和其他高级人员（如有）由董事会任命，其任命条件及任期将按照董事会的决定。

2 管理水平

公司建立了较为完善的管理制度，但 2021 年公司下属子公司十堰东风中燃城市燃气发展有限公司发生重大安全事故。事故发生后中国燃气对旗下子公司全面开展隐患排查整治专项行动。

公司不断完善制度建设，在安全管理、会计核算、资金管理等方面均制定了相关规章制度。

安全管理方面，公司制定了《中燃集团安全管理制度》《中燃集团抢险维修体系建设工作指引》《工程合规性管理办法》《中燃集团燃气管网及附属设施第三方破坏管理实施指引》等一系列制度，对安全生产、安全检查与隐患整改、安全教育、场站安全、设备巡检安全等制度进行了规范。除此之外，公司设立了安全监察委员会、安全监察部以及 5 个安全监察中心，负责集团安全生产运营监督管理。安全监察部通过建立集团-监察中心、区域（事业部、专业公司）-项目公司四级监察体系，开展“四不两直”安全检查和全面安全评审等工作，提升公司安全管理水平，遏制重特重大事故发生。但是，2021 年 6 月 13 日，公司下属子公司十堰东风中燃城市燃气发展有限公司（以下简称“十堰东风中燃”）经营区域内发生重大生产安全责任事故，十堰东风中燃对该事故负有直接责任，公司等单位对该事故亦负有重要责任。后期，为了深刻吸取本次爆炸事故教训，公司制定了《中国燃气安全隐患排查手册》，并成立了安全委员会。中国燃气全面开展隐患排查整治专项行动，解决当前存在的各类安全隐患，杜绝事故发生。公司要求其具有控股权或者其作为第一大股东的子公司必须统一按照中国燃气的安全管理模式执行，参股公司则要求同股同权，从法律层面理清安全生产工作责任。

公司设立财务及共享中心，强化财务分析职能。财务及共享中心下设财务管理部、资金部、共享服务中心 3 个部门。公司资金采取“收支两条线”的统一管理模式，下属子公司的授信、融资及外汇等融资均需公司总部审批。公司主要采用预算审核制的方式对下属子公司财务进行管理。

会计核算方面，公司根据《企业会计准则》及国家其他有关法规，结合公司的行业特性制定了《中燃集团会计核算制度》。核算制度规定，按照中国燃气财务管理机构、人员、制度、资金、核算五统一的管理要求，在会计核算上实行统一会计政策，统一会计科目，统一核算方法，统一会计报告格式；会计核算须遵循配比原则、历史成本原则、划分收益性支出与资本性支出原则，以及重要性原则、谨慎性原则、实质重于形式原则。

六、经营分析

1 经营概况

管道天然气销售业务为公司最主要的收入来源，受燃气销售价格波动以及新增接驳用户增速下滑等因素影响，2021/22 财年—2023/24 财年，公司营业总收入及溢利率均波动下降。

从收入构成来看，管道天然气销售业务为公司最主要的收入来源，2021/22 财年—2023/24 财年，公司管道天然气销售业务收入波动增长，主要系燃气销售价格波动增长以及燃气销量持续扩大共同影响所致。公司第二大收入来源为液化石油气销售业务，2021/22 财年—2023/24 财年，液化石油气销售业务收入持续下降，主要系 LPG 贸易规模缩小以及销售价格持续下降所致；燃气接驳以及工程设计及施工业务收入持续下降，主要系房地产政策趋紧，新增房地产燃气接驳工程进度受到一定影响以及煤改气业务收尾导致新增居民接驳数减少所致；增值服务及其他业务收入波动下降，其中 2022/23 财年其收入同比下降 24.08%，降幅较大，主要系气代煤业务收尾带来的增值产品销售下滑、居民消费需求下降以及汇兑损益综合影响所致。

溢利率方面，公司管道天然气销售业务溢利率波动下降，其中，2022/23 财年，公司管道天然气销售溢利率同比下降 3.25 个百分点，降幅较大，主要系当期天然气采购成本加高，且政府主管部门对居民燃气采用指导定价，对燃气采购价格的变动未能及时调整所致；液化石油气销售业务毛利率持续走高，主要系 LPG 产销价差扩大所致，但该业务毛利率较低，对公司整体溢利率影响有限；燃气接驳以及工程设计及施工业务溢利率持续下降，主要系物料及人工成本上涨以及新增安装户数增速放缓导致单位成本增加所致；增值服务及其他业务溢利率基本保持稳定。综上影响，2021/22 财年—2023/24 财年，公司溢利率波动下降。

图表 5 • 公司营业总收入及溢利率情况（单位：亿港元）

业务板块	2021/22 财年			2022/23 财年			2023/24 财年		
	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	505.29	57.27%	8.32%	575.51	62.56%	5.07%	524.45	64.42%	5.84%
燃气接驳以及工程 设计 & 施工	78.16	14.86%	41.48%	67.76	7.36%	24.31%	55.52	6.82%	23.49%
液化石油气销售	230.81	26.16%	0.14%	225.00	24.46%	0.30%	179.81	22.09%	0.67%
增值服务及其他	67.99	7.71%	36.66%	51.62	5.61%	37.60%	54.32	6.67%	36.97%
合计	882.25	100.00%	11.83%	919.88	100.00%	7.25%	814.10	100.00%	7.98%

注：1. 溢利率=板块溢利/收入；2. 尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2 天然气业务

2021/22 财年—2023/24 财年，公司天然气销量持续增长，但新增燃气接驳客户有所下滑。公司对居民销售的天然气价格尚不能自主定价，但对工商业用户具有一定价格传导能力。公司与中石油、中石化等公司建立了长期的战略合作关系，气源供应较为稳定，但公司天然气采购议价能力较弱，受上游采购价格大幅波动影响，2022/23 财年公司城市燃气业务毛差同比缩小。

公司是以销售天然气作为主要业务的运营服务商。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，公司会以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，并为此等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，公司将通过合理的售气毛利来获得利润。

（1）管道燃气网络建设

公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一。截至 2023/24 财年底，公司累计取得 662 个拥有专营权的管道天然气项目，累计已建成 55.48 万公里燃气管网，较上财年底增长 0.56%。

居民用户

2021/22 财年—2023/24 财年，公司居民用户新增接驳数量逐年下降，主要系新增房地产燃气接驳工程量受到房地产行业景气度不佳而有所减少，以及煤改气接近尾声后导致农村燃气接驳用户减少所致，其中，2023/24 财年，公司乡镇燃气项目新接驳用户较上财年下降 70.01%；城市燃气项目新接驳用户较上财年下降 22.34%，下降幅度较大。截至 2023/24 财年底，公司累计已接驳的居民用户为 4705.13 万户，较上财年增长 3.65%。

2021/22 财年—2023/24 财年，公司居民用户燃气接驳费用基本保持稳定，其中，2023/24 财年，公司城市居民用户平均支付的管道燃气接驳费为每户 2427 元，较上财年小幅下降 0.65%；乡镇居民用户平均支付的管道燃气接驳费为每户 2916 元，较上财年小幅下降 2.83%。

工商业用户

2021/22 财年—2023/24 财年，受宏观经济景气度较低影响，公司工商业用户新增接驳数量小幅下降，其中，2023/24 财年，公司新增工商业用户较上财年底下降 3.54%。2021/22 财年—2023/24 财年，工业用户燃气接驳费分别为 17.96 万元/户、18.90 万元/户和 17.60 万元/户；商业用户燃气接驳费用分别为 3.28 万元/户、3.93 万元/户和 3.22 万元/户，接驳费用有所波动，主要系接驳业务的原材料价格波动以及工商业用户新增接驳工程量降低导致竞争加剧所致。未来，在“碳中和”等政策推动下，工商业用户的天然气需求有望保持增长趋势，将成为公司燃气销售量增长的重要支撑。

压缩天然气（CNG）和液化天然气（LNG）加气站

2021/22 财年—2023/24 财年，公司 CNG/LNG 汽车加气站数量有所下降，主要系受新能源汽车行业冲击影响，CNG/LNG 汽车加气需求减少所致，截至 2023/24 财年底，公司累计已拥有 516 座 CNG/LNG 汽车加气站。

图表 6 • 公司已接驳用户及加气站情况

项目	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年
累计已建管道总长（千公里）	525.00	551.69	554.76
累计城市与乡镇燃气项目数目（个）	660	661	662
已接驳居民用户（万户）	4309.52	4539.47	4705.13
其中：城市燃气项目	3489.79	3697.00	3855.84
乡镇燃气项目	819.73	842.47	849.29
已接驳工业用户（万户）	1.98	2.21	2.45
已接驳商业用户（万户）	29.77	32.93	35.96
压缩/液化天然气加气站（个）	533	533	516

注：上表中已接驳居民用户包含自然增长及收购合并带来的户数增长
 资料来源：公司提供

（2）天然气销售

2021/22 财年—2023/24 财年，在项目数量增加、用户数量增长的驱动下，公司天然气销量逐年提高，其中通过管道与贸易销售的天然气销量增幅较大，年均复合增长 11.15%；通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气数量年均复合增长 3.57%，增速较小；压缩/液化天然气加气站销售数量年均复合下降 23.92%，主要系新能源汽车对燃气车的替代效应较强所致。

销售价格方面，居民用户燃气价格未采取市场化定价。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。居民用户燃气价格调整可能会存在一定的滞后，并可能对公司盈利产生一定的影响。非居民用户方面，政府对于工商业用气自动顺价的价格管制政策，使公司更容易转嫁上游天然气价格的波动，且公司对工商业用户的燃气价格有一定的议价能力。2021/22 财年—2023/24 财年，由于居民用户的价格调整具有滞后性，在公司天然气采购价格波动增长的态势下，其销售价格持续走高；但工商业用户销售价格波动上涨，主要系上游天然气采购价格顺利传导所致。

图表 7 • 公司天然气业务经营情况

项目	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年
通过管道与贸易销售的天然气（亿立方米）	147.19	162.44	181.85
通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气（亿立方米）	219.19	230.04	235.13
其中：居民用户（亿立方米）	73.54	83.83	86.67
工业用户（亿立方米）	108.04	112.12	112.49
商业用户（亿立方米）	29.48	28.87	31.27
压缩/液化天然气加气站（亿立方米）	8.12	5.22	4.70
城镇项目售气价（不含税）（元/立方米）	2.95	3.32	3.33
其中：居民用户（元/立方米）	2.65	2.71	2.97
工业用户（元/立方米）	3.01	3.63	3.49
商业用户（元/立方米）	3.18	3.69	3.66
压缩/液化天然气加气站（元/立方米）	3.51	4.31	4.10

注：上述统计口径含公司合营及联营企业
 资料来源：公司提供

（3）天然气采购

气源采购方面，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，由八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。公司天然气采购价格以国家发改委定价为基础，结合各用气区域的实际情况协商确定采购价格。结算方式方面，由于天然气上游基本上要求购气方预付气款、支付用气保证金或者提供银行保函，均

为“先款后气”，根据从上游购气量的差异情况，一般情况下有周结算、10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。

为保障公司气源供应，公司与中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司（以下简称“中石化”）等公司建立了长期的战略合作关系，且公司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（下属子公司）等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。公司下设中燃宏大能源贸易有限公司（以下简称“中燃宏大”），其主要采购 LNG 现货作为补充气源。虽然公司在气源紧张的区域同上游燃气供应商签订照付不议采购合同，保障了公司气源的稳定供应，但公司获取气源仍大范围内受上游供应商的影响，议价能力较弱，影响了公司短期盈利能力。

2021/22 财年—2023/24 财年，公司燃气采购数量有所增加，其中向三桶油的采购量逐年增加，采购集中度较高。2022/23 财年，公司采购均价（不含税）同比提高 0.33 元/立方米，主要系全球天然气价格短期大幅走高所致，导致当期天然气销售价格同比下降；2023/24 财年，公司采购均价同比下降 0.07 元/立方米。

图表 8 • 公司前五大供应商采购情况（单位：亿立方米）

年份	供应商名称	协议模式	采购量	采购量占比
2021/22 财年	中石油	照付不议	72.49	19.75%
	中石化	照付不议	9.70	2.64%
	中海油	照付不议	2.81	0.77%
	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向现货市场采购	282.00	76.84%
	合计	--	367.00	100.00%
2022/23 财年	中石油	照付不议	180.32	46.00%
	中石化	照付不议	27.44	7.00%
	中海油	照付不议	7.84	2.00%
	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向现货市场采购	176.40	45.00%
	合计	--	392.00	100.00%
2023/24 财年	中石油	照付不议	208.00	51.00%
	中石化	照付不议	28.00	7.00%
	中海油	照付不议	12.00	3.00%
	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向现货市场采购	159.00	39.00%
	合计	--	407.00	100.00%

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 公司下属合资企业也从中石油、中石化采购，但上述企业未纳入公司合并范围，上表未统计相关数据
 资料来源：公司提供

3 液化石油气（LPG）业务

2021/22 财年—2023/24 财年，公司 LPG 业务贸易规模有所下降。

截至 2023/24 财年末，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，本集团液化石油气业务覆盖全国 22 个省、市、自治区，运营 5 座液化石油气专用码头及 6 座大型石化产品仓储物流基地，码头年吞吐能力超 1000 万吨，LPG 总库容超 80 万立方米。

2021/22 财年—2023/24 财年，公司液化石油气采购量持续下降，主要系 LPG 进口采购价格相比国内价格较高，公司减少进口采购量所致；2023/24 财年，液化石油气前五大客户采购量占比 44.20%，集中度较高。2021/22 财年—2023/24 财年，受采购量影响，公司液化石油气销量持续下降；受 LPG 公开市场价格波动影响，公司液化石油气销售均价波动下降。

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，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。

图表 9 • 公司液化石油气的采销情况表

项目	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年
采购量（万吨）	424.42	415.53	402.17
平均采购价格（元/吨）	5269.61	4938.63	3838.78
销售量（万吨）	426.80	413.20	399.60
平均销售单价（元/吨）	5501.22	5445.30	4499.75

资料来源：公司提供

4 终端增值服务

2021/22 财年—2023/24 财年，公司增值服务收入有所下降，但其较高的溢利率对公司盈利水平形成有利补充。

公司在发展核心燃气业务的基础上，加速发展增值服务、电商等非燃气销售业务。公司在用户中拓展自有品牌“中燃宝”燃气具等增值服务业务。公司服务的用户群随着接驳率的不断提升而迅速扩大，截至 2023/24 财年底，公司已经拥有了超过 5000 万天然气与液化石油气家庭用户和工商业用户，客户网络的潜在附加值大。2022/23 财年，公司增值服务销售收入同比下降 6.50%至 19.59 亿港元，主要系气代煤业务收尾带来的增值产品销售下滑、居民消费需求下降以及汇兑损益综合影响所致；增值服务溢利率同比提高 9.91 个百分点至 43.31%，主要系公司调整产品结构，毛利高的产品收入占比提升所致。2023/24 财年，公司增值服务销售收入同比增长 5.78%至 36.55 亿港元；增值服务溢利率为 43.29%，同比变动不大。

5 经营效率

公司经营效率表现一般。

从经营效率来看，2021/22 财年—2023/24 财年，公司销售债权周转次数、存货周转次数基本保持稳定，2023/24 财年底分别为 2.39 次、13.50 次；总资产周转次数持续下降，主要系周转较快的液化石油气销售业务收入下降所致。与同行业公司相比，公司经营效率一般，主要系公司农村煤改气业务的经营效率较低所致。

图表 10 • 2023 年同行业公司经营效率情况对比（单位：次）

公司名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
公司	13.50	4.99	0.54
华润燃气控股有限公司	59.15	9.23	0.81
昆仑能源有限公司	--	72.93	1.26
新奥能源控股有限公司	58.71	24.79	1.11

注：Wind 与联合资信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
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

6 在建工程 and 未来发展

公司主要在建工程为城市及乡镇燃气管网及配套建设项目，未来投资压力不大。

截至 2023/24 财年末，公司主要在建工程为南京中燃智慧能源发展有限公司分布式能源站项目、朝阳建平至赤峰输气管道工程项目，主要围绕城市燃气管网及配套建设工程，预计总投资 9.62 亿元，已完成投资 7.99 亿元，尚需投资 1.63 亿元，在建工程剩余尚需投资的资金规模较小。公司其余在建工程大多为下属子公司管网、加气站建设工程，金额较小且分散。公司暂无重大拟建项目。

在我国“清洁低碳、安全高效”的总体能源战略及“碳中和”目标等政策驱动下，公司将继续以天然气业务为基础，积极争取国内外上游资源，加强气源统筹运营，保障稳定的气源供应。同时，公司推动多业态创新发展，通过以多样化的服务满足客户需求，解决客户困境，增强客户黏性，实现以天然气、液化石油气、增值业务、以及数字化服务为核心业务板块的协同发展。

七、财务分析

公司提供的 2021/22 财年—2023/24 财年财务报告经德勤·关黄陈方会计师行审计，审计意见为：该等综合财务报表根据香港财务报告准则真实而中肯地反映了公司于 2022 年 3 月 31 日—2024 年 3 月 31 日的综合财务状况及截至该日止年度的综合财务表现及综合现金流量，并已遵照香港《公司条例》的披露要求妥为编制。公司综合财务报表按《香港财务报告准则》编制。2021/22 财年—2023/24 财年，公司合并范围变化较小且公司主营业务未发生变化，公司财务数据可比性强。截至 2023/24 财年底，公司合并范围主要子公司 89 家。

1 资产质量

2021/22 财年—2023/24 财年底，公司资产规模略有下降，受限资产占比很低，以燃气管网为主的固定资产盈利能力很强，整体资产质量良好，但公司合约资产及应收类款项规模较大，对公司资金形成占用。

流动资产方面，2021/22 财年—2023/24 财年底，公司银行结存及现金规模波动下降，其中，截至 2023/24 财年底，公司银行结存及现金较上财年底下降 22.46%，主要系公司债务规模压缩所致；存货规模持续下降，其中，截至 2023/24 财年底，存货较上财年底下降 16.34%，主要系接驳业务下降导致建材存货减少所致，公司存货主要由建材（占 44.41%）、燃气器具及增值服务消耗品（占 19.84%）、天然气及液化石油气（占 24.57%）构成。2021/22 财年—2023/24 财年底，贸易应收账款及其他应收账款波动下降，其中，截至 2023/24 财年底，公司贸易应收账款及其他应收账款较上财年底下降 7.08%，主要系购买天然气及液化石油气已付按金减少所致。其中，贸易应收账款 56.24 亿港元；其他应收账款包括工程及其他材料已付按金、购买天然气及液化石油气已付按金及预付予分包商之款项等 98.96 亿港元。从公司贸易应收账款（扣除减值亏损）的账龄看，一年以内账期占比 52.93%。2021/22 财年—2023/24 财年底，公司合约资产持续下降，主要系公司收回前期煤改气项目的燃气管网建设款项以及根据项目进度合约资产逐步转入应收账款所致。公司应收合资公司款项主要由应收燃气款、接驳业务款等构成，2021/22 财年—2023/24 财年底，公司应收合资公司款项持续增加。

非流动资产方面，2021/22 财年—2023/24 财年底，公司物业、厂房及设备账面价值整体变动不大，主要由管道资产（2023/24 财年底占 68.16%）构成，燃气业务采用特许经营权模式及公共服务业务属性，该部分资产较为优质，公司整体盈利能力很强。公司于联营公司之投资及于合营公司之投资企业主要为参股的地方燃气企业，其中，截至 2023/24 财年底，公司计入联营公司之投资成本的商誉合计 29.06 亿港元，主要联营公司为哈尔滨中庆燃气有限责任公司、中裕能源控股有限公司及其附属公司和沈阳沈西燃气有限公司等；计入合营公司之投资成本的商誉合计 2.33 亿港元，主要合资公司包括福建省安然燃气投资有限公司及其附属公司、中保投中燃（深圳）清洁能源发展基金（有限合伙）（现名称为“中燃（深圳）清洁能源发展股权投资基金（有限合伙）”）和山东石油天然气股份有限公司及其附属公司等，截至 2023/24 财年底，公司未对商誉计提减值。

截至 2023/24 财年底，公司受限资产主要为已抵押的银行存款 1.86 亿港元；已抵押的固定资产和投资性房地产 85.62 亿港元，受限资产总额 87.48 亿港元，占公司资产总额的 5.88%。除此之外，公司尚有若干附属公司的股权、应收账款质押给贷款银行以获得贷款额度，贷款余额较小（合计 4.57 亿元）。

图表 11 • 公司资产主要构成

科目	2021/22 财年末		2022/23 财年末		2023/24 财年末	
	金额（亿港元）	占比	金额（亿港元）	占比	金额（亿港元）	占比
流动资产	554.23	33.97%	522.20	33.20%	452.47	30.43%
存货	57.01	10.29%	56.55	10.83%	47.31	10.46%
贸易应收账款及其他应收账款	162.47	29.31%	167.02	31.98%	155.20	34.30%
应收合资公司款项	55.02	9.93%	59.60	11.41%	63.15	13.96%
合约资产	171.38	30.92%	127.07	24.33%	102.61	22.68%
银行结存及现金（含已抵押银行存款）	101.88	18.38%	106.18	20.33%	82.80	18.30%
非流动资产	1077.23	66.03%	1050.71	66.80%	1034.51	69.57%

物业、厂房及设备	680.65	63.18%	668.91	63.66%	675.21	65.27%
于联营公司之投资	106.63	9.90%	102.46	9.75%	100.06	9.67%
于合资公司之投资	122.23	11.35%	120.45	11.46%	120.34	11.63%
资产总额	1631.46	100.00%	1572.91	100.00%	1486.98	100.00%

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 资本结构

2021/22 财年—2023/24 财年底，公司所有者权益规模有所下降，但其构成变动不大，权益结构中储备及非控股权益占比较高，权益结构稳定性较弱；公司有息债务规模受汇率影响波动增长，有息债务结构以长期债务为主，公司整体债务负担一般。

2021/22 财年—2023/24 财年底，公司权益总额略有下降，主要系汇率折算导致汇兑储备变动所致。从构成来看，截至 2023/24 财年底，公司非控股权益占权益总额的 11.23%；归属公司拥有人之权益占权益总额的 88.77%，其中，储备占 88.68%。公司所有者权益结构较上财年底保持稳定。

2021/22 财年—2023/24 财年底，公司贸易应付账款及其他应付账款持续下降，主要系燃气接驳及液化石油气销售业务规模下降导致安装工程应付款及液化石油气应付款等规模下降所致。截至 2023/24 财年底，贸易应付账款及应付票据合计 129.70 亿港元；其他应付账款合计 46.59 亿港元，主要由已收保证金及按金、其他应付款项及应计费用和应付工程费用构成。

公司合约负债包括燃气管道建设建造合约（主要为工程预收款）和购买管道燃气、液化石油气及其他销售（主要为用户缴纳的管道燃气及液化石油气预付款）构成，2021/22 财年—2023/24 财年底，公司合约负债持续下降，主要系燃气管道建设建造合约规模下降所致。

截至 2022/23 财年底，公司银行及其他借贷合计 600.10 亿港元，较上财年底增长 6.92%，主要系受汇率影响所致。截至 2023/24 财年底，公司银行及其他借贷合计 590.65 亿港元，较上财年底下降 1.58%，其中，于一年内到期占 39.01%，于一年后到期占 60.99%；有抵押借贷占 11.35%，无抵押借贷占 88.65%；银行借贷占 76.80%，其他借贷占 23.20%。

有息债务方面，2021/22 财年—2023/24 财年底，公司有息债务波动增长，主要受汇率影响所致。截至 2023/24 财年底，公司全部债务为 592.38 亿港元，较上财年底下降 3.50%。其中，短期债务占 39.00%，长期债务占 61.00%，债务结构较上财年底变动不大。公司全部债务 1 年内到期的占 39.00%、1~2 年的占 26.96%、2~5 年的占 27.76%、5 年以上的占 6.28%。公司债务期限结构较为合理。2021/22 财年—2023/24 财年底，公司资产负债率及全部债务资本化率持续增长，但仍处于合理水平。

图表 12 • 公司负债主要构成

科目	2021/22 财年末		2022/23 财年末		2023/24 财年末	
	金额（亿港元）	占比	金额（亿港元）	占比	金额（亿港元）	占比
流动负债	542.87	59.61%	517.80	55.98%	503.82	57.28%
贸易及其他应付账款	210.79	38.83%	195.57	37.77%	176.29	34.99%
合约负债	94.43	17.39%	90.80	17.54%	85.68	17.01%
银行及其他借贷-于一年内到期	221.43	40.79%	219.08	42.31%	230.43	45.74%
非流动负债	367.90	40.39%	407.21	44.02%	375.68	42.72%
银行及其他借贷-于一年后到期	339.86	92.38%	381.03	93.57%	360.22	95.88%
负债总额	910.77	100.00%	925.01	100.00%	879.50	100.00%

注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 13 • 公司债务指标情况

项目	2021/22 财年末	2022/23 财年末	2023/24 财年末
短期债务（亿港元）	223.56	221.08	231.02
长期债务（亿港元）	353.43	392.79	361.37
全部债务（亿港元）	576.99	613.87	592.38

长期债务资本化比率 (%)	32.90	37.74	37.30
全部债务资本化比率 (%)	44.46	48.65	49.37
资产负债率 (%)	55.83	58.81	59.15

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

3 盈利能力

2021/22 财年—2023/24 财年，公司收入总额波动下降，除税前溢利、总资产收益率及净资产收益率均持续下降，但公司盈利规模仍很大。

2021/22 财年—2023/24 财年，公司收入及销售成本波动下降，主要系管道天然气业务、液化石油气业务、燃气接驳以及工程设计及施工业务收入及成本规模下降所致。其他收入主要由利息收入、政府补贴及出租船舶收入构成，期间费用主要由销售及分销成本、行政开支及财务费用，其中，2022/23 财年公司期间费用同比增长 9.16%，增幅较大，主要系美元加息导致公司境外贷款资金成本增加所致。

非经常性损益方面，公司其他收益及亏损主要系对外投资公允价值变动、贸易应收账款及其他应收账款和合约资产（确认）/拨回减值亏损净额等构成，2021/22 财年—2022/23 财年，公司其他收益及亏损金额波动的原因主要系对外投资公允价值变动所致；2023/24 财年，公司对贸易应收账款及其他应收账款和合约资产计提的减值损失金额较大导致当期其他收益及亏损金额较大。

2021/22 财年—2023/24 财年，公司投资收益（应占联营公司损益和应占共同控制实体损益）波动较大，主要受参股企业的城市燃气业务毛差变动以及政府提供相关补贴金额变动共同影响所致。

受上述因素影响，2021/22 财年—2023/24 财年，公司除税前溢利、总资产收益率及净资产收益率均持续下降，与同行业企业相比，公司盈利指标处于行业一般水平。

图表 14 • 公司盈利能力变化情况（亿港元）

项目	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年
收入	882.25	919.88	814.10
销售成本	724.86	799.54	701.06
期间费用（含销售及分销成本、行政开支及财务费用）	72.91	79.59	78.36
其他收入	13.78	13.74	12.13
其他收益及亏损	-4.74	3.45	-7.63
投资收益（含应占联营公司损益和应占共同控制实体损益）	14.35	2.44	6.96
除税前溢利	107.87	60.38	46.12
毛利率 (%)	17.84	13.08	13.89
总资本收益率 (%)	7.89	5.52	4.43
净资产收益率 (%)	12.19	7.89	6.34

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 15 • 2023/24 财年同行业公司盈利能力指标

企业	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
公司	13.89	4.15	5.70
华润燃气控股有限公司	18.22	7.58	13.04
昆仑能源有限公司	--	8.98	9.21
新奥能源控股有限公司	12.59	10.32	16.69

注：Wind 与联合资信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

资料来源：Wind

4 现金流

2021/22 财年—2023/24 财年，公司经营业务所得现金呈净流入状态且规模较大，能满足投资活动现金支出需求。

2021/22 财年—2023/24 财年，公司经营活动现金流净额持续增长，主要系公司应收类账款收回所致；投资现金净流出规模持续下降，其中，2021/22 财年，公司投资活动现金净流出规模较大，主要系当期公司增持电子商务发展有限公司 20% 的股权。2022/23 财年—2023/24 财年，公司经营活动所得现金净流入能够满足投资活动净流出需求，但为满足债务正常滚动需求，公司仍存在一定对外融资需求。2023/24 财年，公司有息债务规模有所压缩，进而导致本期公司融资活动现金净流出规模同比大幅增长。

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿港元）

项目	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年
经营业务所得现金净额	98.76	100.27	113.40
投资活动所用现金净额	-122.05	-75.07	-70.51
融资活动前现金净额	-23.29	25.20	42.89
融资活动所用现金净额	36.95	-14.14	-58.64

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

5 偿债能力指标

2021/22 财年—2023/24 财年底，公司偿债指标表现有所减弱，但公司业务可持续性较强，公司偿债指标整体表现很好。同时，公司为香港上市公司，2023/24 财年底尚未使用的授信额度规模大，直接及间接融资渠道畅通，良好的再融资条件为公司提供了流动性保障。

从短期偿债能力指标看，2021/22 财年—2023/24 财年底，公司流动比率、速动比率持续性下降，现金短期债务比波动下降，主要系公司现金类资产波动下降所致；公司经营现金净流入规模持续增长使得公司经营现金流动负债比表现增强。从长期偿债能力指标看，2021/22 财年—2023/24 财年，公司 EBITDA 持续下降，EBITDA 对利息倍数和全部债务的保障倍数均有所下降。考虑到公司业务可持续性较强，公司偿债指标整体表现很好。

截至 2023/24 财年底，公司在银行共获得授信额度为 1367.86 亿港元（含债券额度），已使用授信金额为 529.38 亿港元，未使用授信金额为 838.48 亿港元，公司间接融资渠道通畅。同时，公司为香港上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2023/24 财年底，公司对联营及合营企业提供担保总额 103.45 亿港元，占公司资产总额的 6.96%。

截至 2023/24 财年底，公司作为被告涉及的未决诉讼案件 5 起，涉案金额约 5.43 亿港元。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年
短期偿债指标	流动比率（%）	102.09	100.85	89.81
	速动比率（%）	91.59	89.93	80.42
	现金短期债务比（倍）	0.45	0.47	0.35
	经营现金流动负债比（%）	18.19	19.37	22.51
长期偿债指标	EBITDA（亿港元）	153.85	114.16	87.73
	EBITDA 利息倍数（倍）	7.67	4.45	3.97
	全部债务/EBITDA（倍）	3.75	5.38	6.75

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

八、ESG 分析

公司主营城市燃气业务，属于环境友好型企业。同时，公司在社会责任、公司治理方面表现较好。

环保方面，天然气作为一种清洁、高效且能有效减少全球温室气体排放的重要资源，是我国经济发展过程中依赖的主要清洁能源之一，公司主营城市燃气业务，属于环境友好型企业。同时，2023/24 财年，公司开展光伏项目 21 个，总发电量达 1.39 万兆瓦时。

社会责任方面，截至 2023/24 财年底，公司员工中女性占比 38%。2023/24 财年，公司员工培训总时长 457.56 万小时，培训覆盖率 100%，雇员流失比率 11%。公益捐赠方面，2023/24 财年，公司公益项目捐赠总额达到 209.70 万港元。安全方面，2023/24 财

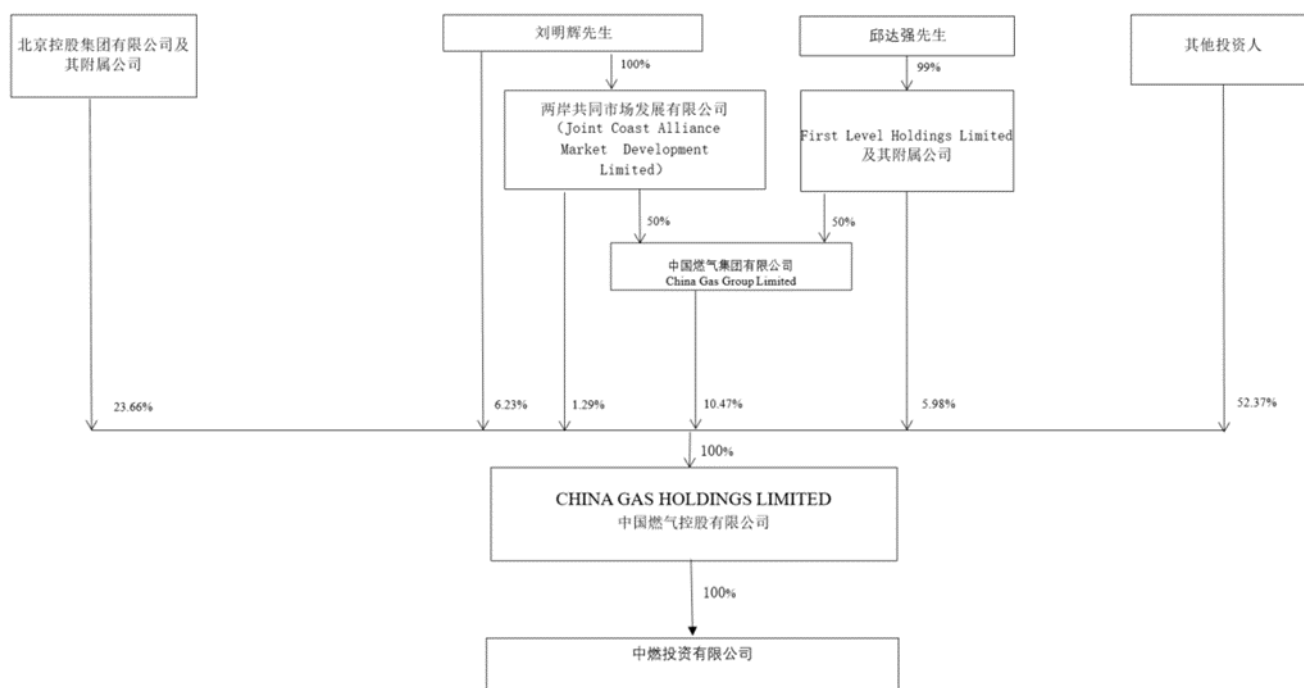
年，公司安全生产投入 23 亿港元，举办 7379 场安全培训，百万工时工伤事故率（员工）0.0077 起/百万工时。

公司治理方面，公司法人治理结构符合法规要求，2021/22 财年以来，公司无重大监管处罚，但 2023 年 11 月 29 日，公司因未按时披露定期报告被上海证券交易所予以监管警示。

九、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023/24 财年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023/24 财年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023/24 财年底）

子公司名称	缴足已发行股本/注册资本	本公司所持已发行股本/注册 资本面值比例（%）	主要业务
中燃燃气实业（深圳）有限公司	2.35 亿美元	100.00	投资控股及库务
中燃投资有限公司	2.50 亿美元	100.00	投资控股及库务
富地燃气投资控股有限公司 Fortune Gas Investment Holdings Limited	普通股 8.77 亿港元	100.00	投资控股、天然气销售及 CBM 业务建设
深圳中燃能源集团有限公司	4.00 亿元	100.00	LPG 销售

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年
财务数据			
银行结存及现金（含已抵押银行存款）（亿港元）	101.88	106.18	82.80
资产总额（亿港元）	1631.46	1572.91	1486.98
权益（亿港元）	720.69	647.90	607.47
短期债务（亿港元）	223.56	221.08	231.02
长期债务（亿港元）	353.43	392.79	361.37
全部债务（亿港元）	576.99	613.87	592.38
营业总收入（亿港元）	882.25	919.88	814.10
除税前溢利（亿港元）	107.87	60.38	46.12
EBITDA（亿港元）	153.85	114.16	87.73
经营性净现金流（亿港元）	98.76	100.27	113.40
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.34	2.44	2.39
存货周转次数（次）	13.18	14.08	13.50
总资产周转次数（次）	0.58	0.57	0.53
毛利率（%）	17.84	13.08	13.89
总资本收益率（%）	7.89	5.52	4.43
净资产收益率（%）	12.19	7.89	6.34
长期债务资本化比率（%）	32.90	37.74	37.30
全部债务资本化比率（%）	44.46	48.65	49.37
资产负债率（%）	55.83	58.81	59.15
流动比率（%）	102.09	100.85	89.81
速动比率（%）	91.59	89.93	80.42
经营现金流动负债比（%）	18.19	19.37	22.51
EBITDA 利息倍数（倍）	7.67	4.45	3.97
全部债务/EBITDA（倍）	3.75	5.38	6.75
现金短期债务比（倍）	0.45	0.47	0.35

注：1.2021/22—2023/24 财年的起止日期分别为 2021 年 4 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日、2022 年 4 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日和 2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日；2.租赁负债已计入有息债务

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
除税前溢利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收客户之合约工程款项+平均贸易及其他应收款项+平均应收联营公司款项+平均应收合资公司款项+平均合约资产)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/权益×100%
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
债务结构指标	
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+权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+权益)×100%
担保比率	担保余额/权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

短期债务=银行及其他借贷-于一年内到期

长期债务=银行贷款-于一年后到期

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前溢利+财务费用+物业、厂房及设备之折旧+无形资产摊销

利息支出=资本化利息支出+财务费用

权益总额=归属公司拥有人之权益+非控股权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在中国燃气控股有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。