

# 信用等级公告

联合[2017] 2329 号

联合资信评估有限公司通过对中国燃气控股有限公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况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

中国燃气控股有限公司

2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。



# China Gas Holdings Limited (中国燃气控股有限公司) 2017 年度第一期中期票据信用评级报告

## 评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期债券发行额度：品种一：初始 10 亿元，  
品种二：初始 5 亿元；品  
种一和品种二双向回拨

本期中期票据期限：品种一期限为 3 年，品种  
二期限为 5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还子公司境内债务

评级时间：2016 年 9 月 29 日

## 财务数据

项目	2014 财年	2015 财年	2016 财年
资产总额(亿港元)	452.65	506.24	535.33
权益总额(亿港元)	181.57	214.36	209.64
长期债务(亿港元)	141.92	168.17	120.10
全部债务(亿港元)	199.53	207.36	223.34
营业额(亿港元)	260.08	316.66	291.39
除税前溢利(亿港元)	37.21	48.10	37.18
EBITDA(亿港元)	49.75	62.09	61.90
经营性净现金流(亿港元)	33.83	46.53	58.62
毛利率(%)	15.04	15.16	17.76
净资产收益率(%)	16.41	18.05	13.04
资产负债率(%)	59.89	57.66	60.84
全部债务资本化比率(%)	52.36	49.17	51.59
流动比率(%)	113.42	111.44	68.91
全部债务/EBITDA(倍)	4.01	3.34	3.61
EBITDA 利息倍数(倍)	6.08	7.88	5.90
EBITDA/本期中期票 据额度(倍)	1.04	1.29	1.29

注：公司综合财务报表按《香港财务报告准则》编制，每年 3 月 31 日至次年 3 月 31 日为一个完整财年。

## 评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对 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”）的评级，反映了公司作为国内大型的城市燃气运营服务商之一，在区域市场竞争力、气源供应、资产规模和盈利能力等方面具备的综合优势。同时，联合资信也关注到，行业景气度下行导致公司营业收入和利润水平有所波动、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经营产生的不利影响。

今后，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专业市场的领先地位。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，公司未来收入利润水平有望持续提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

## 优势

1. 公司作为国内大型的城市燃气运营服务商之一，规模优势明显，市场地位显著。
2. 城市管道燃气实行特许经营权政策，公司在区域内具有经营优势。
3. 公司与上游供应商建立良好的合作关系，气源供应较为稳定。
4. 公司经营稳定，财务状况良好。

## 关注

1. 近年来，受燃气行业景气度下行影响，公司营业收入和利润水平有所波动。
2. 随着城市管道燃气的不断推广，未来公司

**分析师**

高利鹏 张钰 黄露

**邮箱:** [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@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)

**网址:** [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

面临的市场竞争压力加大。

3. 由于天然气销售价格和接驳费政策由相关政府部门制定,盈利空间受政策影响大。
4. 公司股权相对分散,无实际控制人。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由中国燃气控股有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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

## 2017 年度第一期中期票据信用评级报告

### 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, 中国燃气在香港联交所主板公开发行并上市, 股票代码为 384。

截至 2016 财年末, 公司已发行股份 4910384561 股, 其中, 北京控股集团有限公司 (以下简称“北控集团”) 通过其全资子公司北京控股集团 (BVI) 有限公司 (以下简称“北控集团 BVI”) 实现对公司的持股, 北控集团、北控集团 BVI 及北京控股有限公司 (以下简称“北京控股”) 均被视为各自于 1275962382 股股份中拥有权益, 其中 72752000 股股份由北京控股实益拥有, 149122250 股代价股份被视为由北京燃气集团 BVI 有限公司实益拥有 (根据公司日期为二零一六年三月三十一日的公告, 公司尚未配发及发行 149122250 股代价股份), 而 1054088132 股由泓茂直接实益拥有, 泓茂及北京燃气集团 BVI 均由北京控股全资拥有, 而北京控股被视为由北控集团 BVI 拥有 60.96% 权益; 刘明辉先生被视为于合共 1092706000 股份中拥有权益, 包括: (1) 由彼实益拥有的 287798000 股股份, (2) 以购股权方式实益拥有的 50000000 股相关股份, (3) 由 CGGL 实益控制的 754908000 股股份, CGGL 由 Joint Coast 拥有 50% 权益, Joint Coast 由刘明辉先生全资拥有; CHEY Taewon 及其关联方 SK Holdings Co., Ltd、SK E & S Co., Ltd 及 Pusan City Gas Co., Ltd. (以下简称“韩国 SK”) 持股 15.84%。公司无实际控制人。

公司主要于国内从事投资、建设、经营城市燃气管道基础设施, 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气等相关技术产品。

截至 2016 财年末, 公司纳入合并范围的主要附属公司 61 家; 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 15 个部门。

截至 2016 财年末, 公司 (合并) 资产总额为 535.33 亿港元, 权益总额为 209.64 亿港元 (其中少数股东权益 31.12 亿港元); 2016 财年, 公司实现营业收入 291.39 亿港元, 除税前溢利 37.18 亿港元。

公司注册地址: 百慕达, Clarendon House, 2 Church Street, Hamilton HM 11, Bermuda。

### 二、本期中期票据概况

公司已于 2016 年注册总金额为 48 亿元人民币的中期票据, 本期计划发行 2017 年度第一期中期票据 15 亿元人民币 (以下简称“本期中期票据”)。公司计划将募集资金全部用于偿还子公司境内债务。

本期中期票据设置品种一和品种二, 品种一和品种二初始发行规模分别为 10 亿元和 5 亿元。品种一期限为 3 年期; 品种二期限为 5 年期。中国燃气与联席主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整, 即减少其中一个品种发行规模, 同时将另一品种发行规模增加相同金额; 两个品种间可以进行双向回拨, 回拨比例不受限制, 两个品种的最终发行规模合计为 15 亿元。

本期中期票据无担保。

### 三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构

和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016年上半年，我国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，我国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，我国经济保持稳定增长。2016年1~6月份，中国国内生产总值（GDP）34.1万亿元，同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格指数（CPI）指数在2%左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数（PMI）自3月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016年1~6月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016年1~6月份，中国固定资产投资（不含农户）25.8万亿元，同比增长9.0%，增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016年1~6月份，中国社会消费品零售总额15.6万亿元，同比增长10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016年1~6月份，全国居民人均可支配收入同比增长6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016年1~6月份，中国进出口总值1.7万亿美元，同比下降8.8%，自3月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差2571亿美元，同比变动不大。2016年6月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在6.5%~7.0%增长、物价温和回升、就业市场稳定等2016年年度目标，2016年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，

通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为达到13%的社会融资规模和M2的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计2016年全年GDP增速为6.7%左右。

#### 四、行业及区域经济环境

##### （一）LPG

###### 1. 行业概况

液化石油气（LPG）与石油和天然气一样，是化石燃料。液化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。

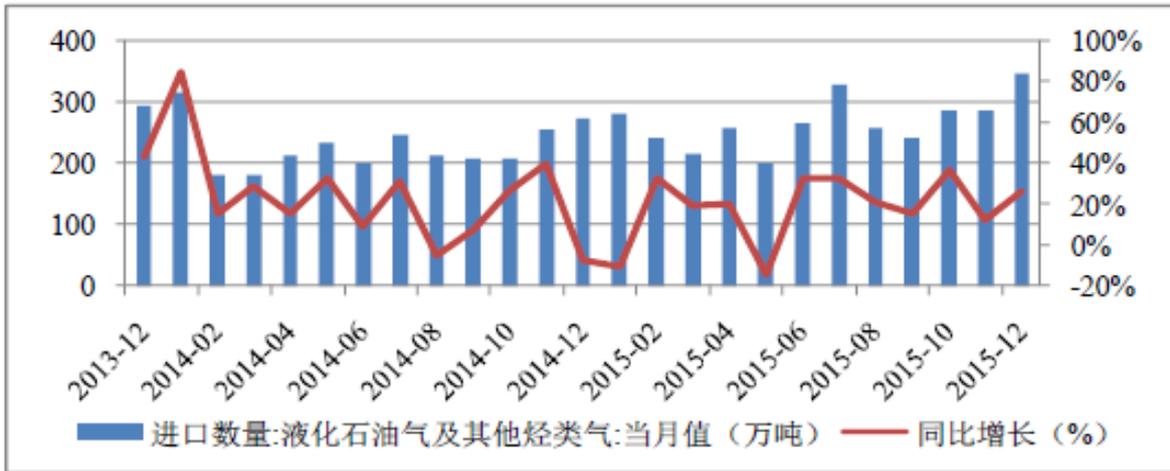
从地区看，全世界液化石油气主要缺口地区是亚洲和西欧；剩余量较多、可供出口的地区是中东，其次是非洲和大洋洲。中东仍是全

世界LPG主要产地及输出地,未来中东的LPG有效供给将是影响价格变化的重要因素。

从市场需求来看,2015年,国内LPG市场表现出较强的需求增长,全国全年液化石油气及其他烃类气进口量同比增长17.57%,增长至3212.21万吨。分月度来看,2015年,仅1

月和5月进口量较上年同期分别下滑10.77%和14.34%,其他月份液化石油气及其他烃类气进口量较上年同期均出现约15%~35%的上涨(见图1),全年增长势头较为稳定,为LPG进口企业提供了较好的外部市场需求条件。

图1 2015年中国液化石油气及其他烃类气月度进口量和增长率情况



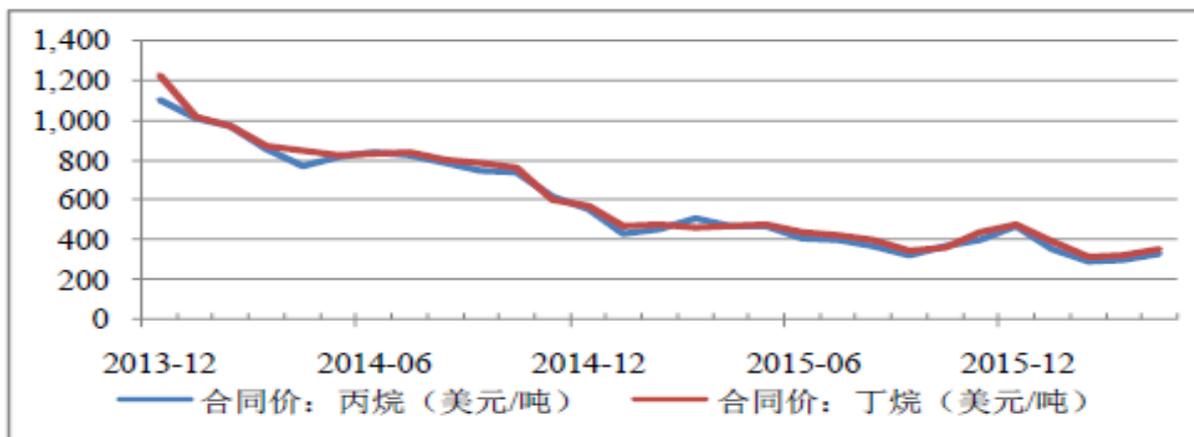
资料来源:中商产业研究院

随着开发技术不断提升并趋于成熟,页岩气等其他气源占LPG进口企业的采购量的比重有逐步加大的可能;但目前而言,中东地区油田伴生气仍然是丙烷、丁烷等液化石油气的重要采购来源。

2015年,随着国际油价持续走低并保持震荡,丙烷和丁烷也保持低位震荡走势。2015

年12月,沙特阿拉伯石油公司丙烷和丁烷合同价格分别为460美元/吨和475美元/吨,同比分别下跌约16%和17%。按月度情况来看,2015年1~12月,丙烷和丁烷始终保持同比下跌走势,跌幅大多在40%~60%之间,没有明显的反弹回升迹象。

图2 沙特阿拉伯石油公司丙烷和丁烷合同价格情况



资料来源:中商产业研究院

2016年以来,沙特阿拉伯石油公司丙烷和

丁烷合同价格继续震荡走低,丙烷和丁烷价格

下跌有效地降低了 LPG 进口企业的成本压力；考虑到 LPG 行业整体毛利率较低，利润规模对成本和售价较为敏感，原材料价格走低对业内企业利润提升有积极的作用。

LPG 运输成本方面，船舶经纪机构 Banchero Costa 指出，2015 年，LPG 船现货运价出现了大幅波动，而 2016 年运力供应的变化也将继续对 LPG 船现货运价造成下行影响。截至 2016 年 2 月，波斯湾-日本航线 VLGC 现货日盈利价格达到 43.5 美元/公吨，与 2015 年 1 月 16 日的 136 美元/公吨相比出现大幅下降。

数据显示，2015 年全球共有 86 艘 LPG 船交付，总运力达到了 370 万立方米。2016 年，全球 LPG 船交付总运力预计为 540 万立方米，数量预计为 124 艘。船舶经纪指出，2017 年市场预计仍将有 350 万立方米运力交付，这将使得 LPG 船队规模增长 10%。船队规模快速增长，有助于为 LPG 运输量与贸易量增长提供运力保障。

## 2. 市场竞争

表 1 中国液化石油气主要竞争企业情况

企业名称	企业业务简介
中国石油化工集团公司	实业投资及投资管理；石油、煤炭、天然气的勘探、开采、储运、销售和综合利用等。
中国石油天然气股份有限公司	原油及天然气的勘探、开采、生产和销售
中国海洋石油总公司	油气勘探开发、工程技术与服务、炼化与销售、天然气及发电、金融服务等。
山东东明石化集团有限公司	原油加工、石油化工、氯碱化工、精细化工、天然气化工及建筑安装、房地产开发、物流运输、热电、成品油等。
山东昌邑石化有限公司	产品包括汽油、柴油、重交沥青、液化气、丙烯、MTBE、苯、甲苯、对二甲苯、石油焦、硫磺等十几个品种。

资料来源：中商产业研究院

## 3. 行业政策

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。

## 4. 未来发展

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”期间将是我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。中商产业研究院预测到 2016 年我国液化石油气产量将超过 3087 万吨，到 2021 年，液化石油气（LPG）产量将达到 3856 万吨。

## （二）天然气

### 1. 行业概况

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能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。

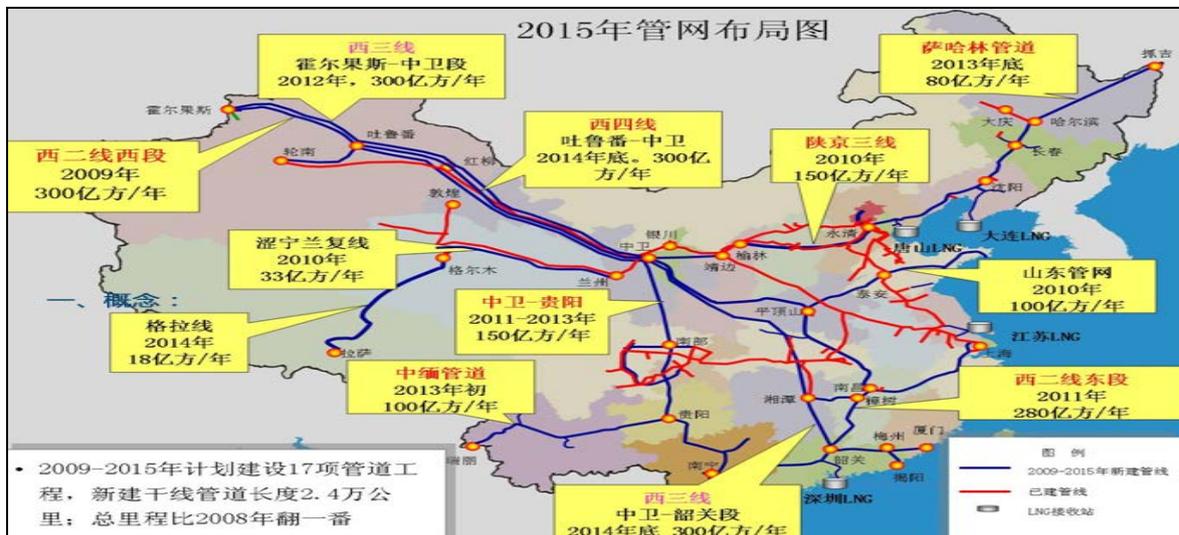
### 长输管线

中国天然气资源地域分布不均衡，主要集中在在中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。随着中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，中国积极推进东北、西北、西南、海上四大天然气进口通道建设。2000年国务院第一次会议批准启动“西气东输”工程，将新疆塔里木盆地的天然气输往长江三角洲地区。继“西气东输”之后，2007年中国正式启动“川气东送”工程，2013年随着中贵天然气管道的建成投产，中国基本实现天然气管网化和气源地多元化。目前，中国已建天然气管线包括西气东输一线、西气东输二线、川气东送管道工程、陕京线、广东LNG、福建LNG等大中型输气管道工程。截至2015年底，中国天然气长输管道长度已

超过10万公里，已投产的长输管道主要有西气东输线、陕京线、川气东送、忠武线、中贵线、中缅线和涩宁兰线，在建及拟建的长输管道主要有西气东输四线、陕京四线、新粤浙和中俄天然气管线，上述4条管线总长度约1.6万公里。此外，LNG作为对管道天然气的有益补充，近年来，中国进口LNG接收站建设逐步加速。随着天然气基础设施建设的大力推进，目前中国已基本形成“西气东输、北气南下、海气登陆”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。

图3 2015年中国主要天然气管道布局图



资料来源：中商情报网

### 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）和液化石油气（LPG），三种业态并存是中国城市燃气的主要特点，其中天然气约占60~70%。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。公司主要经营品种为天然气。

近20年中国城市化率持续提高，中国城市化率不断提高，城镇人口持续增长，为燃气供应行业提供了可观的市场基础。发达国家的

城市气化率85%左右，北京、上海、深圳等国内发达城市气化率均已超过90%，而中国城镇平均气化率约为15%左右，燃气供应行业蕴藏着较大的市场空间。

城市管道燃气供应具有以下特点：①自然垄断的特性，城市管道燃气实行特许经营制，具有自然垄断性。②固定资产投资大，边际成本较低；城市管道燃气企业的主要成本是建网、维护、折旧、摊销等固定费用，其成本结构与传统制造业有明显的差异。相对其固定成本，每增加一个客户所要支出的边际成本较低。③具有公用事业的特性；城市管道燃气是城市基础设施，为广大居民及工商业主提供燃

气供应服务，属于公用事业类行业，销售价格受到政府一定的管制，但收益具有稳定性特征。

随着城镇化水平的提升和城市燃气管道覆盖范围的扩大，居民商业用气将快速增长。2015年城市燃气消费量为827亿立方米，增长9.1%，占比升至40.3%。从区域来看，中国城市燃气普及率整体较高，但区域发展不平衡。国家统计局数据显示，中国城市燃气普及率从2007年的87.4%上升到2015年的97.6%。但由于各区域经济发展水平、气源供应等问题，区域发展不平衡，如广东、北京、江苏、四川、上海、山东等地年用气量在40亿立方米以上，合计需求量占到全国60%的水平。整体来看，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、以及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。

## 2. 行业上下游

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，目前中国天然气生产只能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，市场化程度在天然气产业链中相对要高。

### 天然气供给

国家统计局数据显示，2015年中国天然气

产量达1350亿立方米，较2014年增长116亿立方米。2015年全年天然气进口量达到624亿立方米，同比增长4.7%，对外依存度升至32.7%。其中，管道气进口量占56.7%，以土库曼斯坦天然气资源为主，少量的从乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦、缅甸等国家进口；LNG进口量占为43.3%，主要来自澳大利亚、印度尼西亚、马来西亚、卡塔尔四国。同时，中国在天津、广东、河北等地新建多个LNG接收站项目，截至2015年底，国内已投产的进口LNG接收站已达到11座，合计年接转能力约4080万吨/年，在建6座，预计到2016年底总接收能力将进一步提高到5000万吨。一方面通过进口缓解了国内天然气供应紧缺的问题，另一方面起到了调节天然气供应峰谷的作用。为解决国内天然气供应不足的矛盾，我国将继续争取进口更多的LNG，并在沿海地区加速建造LNG接收终端、天然气管道和贮存设施。随着西气东输二线逐步达产，以及西气东输三线、中缅线、正在商谈中的中俄线的投运，未来管道天然气将占到进口天然气量的70%以上。

### 天然气需求

随着中国天然气气源的多元化和城镇天然气管道的完善，近几年中国天然气需求快速发展。中国为了加快能源结构调整，国务院出台了《大气污染防治行动计划》（简称“国十条”），国十条明确规定京津冀、长三角、珠三角等区域需通过增加天然气供应等措施替代燃煤，此后，各省市亦相继出台了一系列实施细则，均在一定程度上致使天然气市场需求增加；同时，天然气与其他替代能源相比价格优势十分明显，亦推动了天然气消费需求的不断上涨。2015年，受经济增速放缓、气候温和、气价缺乏竞争力等因素影响，我国天然气需求增速明显放缓，天然气表观消费量1932亿立方米，同比增长5.7%，创近10年来的新低。目前城市燃气中应用最广泛的是天然气。截至2015年底，中国天然气用气人口已达25000万人，占人口总占比18%。国际能源署(IEA)预

测，到 2019 年，中国电力、工业和交通部门将推动中国的天然气需求量增至 3150 亿立方米。

总体来看，未来随着中国能源结构的持续优化和天然气管网建设进一步完善，天然气产业仍具有较大的发展空间，但由于需求增速相对较快，故供需矛盾将进一步加剧。

### 3. 天然气价格

天然气价格分为城市门站价格和销售价格。门站价格实行政府指导价，供需双方可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；城市燃气销售价格由省级价格行政主管部门制定。

为理顺天然气定价机制，国家发改委于 2012 年 10 月出台《天然气利用政策》，明确提出建立并完善天然气上下游价格联动机制。2013 年 6 月，国家发改委发布《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》，自 2013 年 7 月起，调整非居民用天然气门站价格，居民天然气价格不作调整；此次非居民用天然气价格调整，将天然气分为存量气（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），各省份门站价格按存量气和增量气区别定价；对门站价格（出厂价+管道运输价）执行政府指导价。2014 年 8 月国家发改委出台了《关于调整非居民用存量天然气价格的通知发改价格》（[2014]1835 号），这次非居民用存量气价格调整是分步理顺存量天然气价格的第二步。2015 年 2 月，国家发改委发布《关于理顺非居民用天然气价格的通知》，按照现行天然气价格机制，增量气最高门站价格每立方米降低 0.44 元，存量气最高门站价格每立方米提高 0.4 元，实现存量气与增量气的价格并轨，理顺非居民用天然气价格；放开天然气直供用户（化肥企业除外）用气门站价格，由供需双方协商定价，进行市场化改革试点。2015 年 11 月，国家发展改革委发布了《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进

价格市场化改革的通知》，决定非居民用气最高门站价格每千立方米降低 700 元。

根据《中华人民共和国价格法》的有关规定，中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。

整体来看，中国天然气定价机制不断完善，未来随着天然气价格改革的持续推进；城市门站的价格形成机制及价格的变化会使下游分销商面临采购成本上涨的风险，当下游需求偏弱时，公司存在成本上涨无法完全通过售价传导的风险。

### 4. 市场竞争

中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。中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，中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 个省座城市和直辖市中，有 16 个以地方燃气企业为主，有 13 个以五大跨区燃气企业经营为主，有 2 个以其他跨区燃气企业经营为主。

总体看，中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；中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。

#### 5. 未来发展

2014 年，国家制订《能源发展战略行动计划（2014-2020）》（以下简称《能源发展计划》），天然气作为最现实的清洁能源，其利用和发展得到国家鼓励。《能源发展计划》提出实施气化城市民生工程、稳步发展天然气交通运输、适度发展天然气发电等措施积极发展天然气；同时，国家密集出台有关天然气管网设施公平开放、基础设施建设与运营、建立阶梯气价、加快推进储气设施建设、建立保障天然气稳定供应长效机制等若干规定和意见，将在今后较长的一段时间内对我国天然气发展产生积极的影响。

总体看，未来随着中国天然气资源的稳步增长，储运设施不断完善，天然气需求快速增长，作为下游的城市燃气行业将获得较好的发展机遇；但也存在市场集中度不断提高，中小企业面临被兼并收购的风险。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

公司为在香港联交所上市的天然气营运服务商。截至 2016 财年末，公司已发行股份 4910384561 股，其中，北京控股集团有限公司（以下简称“北控集团”）通过其全资子公司北京控股集团（BVI）有限公司（以下简称“北控集团 BVI”）实现对公司的持股，北控集团、北控集团 BVI 及北京控股有限公司（以下简称“北京控股”）均被视为各自于 1275962382 股股份中拥有权益，其中 72752000 股股份由北京控股实益拥有，149122250 股代价股份被视为由北京燃气集团 BVI 有限公司实益拥有（根据公司日期为二零一六年三月三十一日的公告，公司尚未配发及发行 149122250 股代价股份），而 1054088132 股由泓茂直接实益拥有，泓茂及北京燃气集团 BVI 均由北京控股全资拥有，而北京控股被视为由北控集团 BVI 拥有 60.96% 权益；刘明辉先生被视为于合共 1092706000 股份中拥有权益，包括：（1）由彼实益拥有的 287798000 股股份，（2）以购股权方式实益拥有的 50000000 股相关股份，（3）由 CGGL 实益控制的 754908000 股股份，CGGL 由 Joint Coast 拥有 50% 权益，Joint Coast 由刘明辉先生全资拥有；CHEY Taewon 及其关联方 SK Holdings Co., Ltd、SK E& S Co., Ltd 及 Pusan City Gas Co., Ltd.（以下简称“韩国 SK”）持股 15.84%。公司无实际控制人。

### 2. 企业规模

公司进入燃气领域时间较早，具备了一定的规模优势，目前是国内最大的燃气运营服务商之一，是中国城市管道燃气分销领域的龙头企业。国内管道燃气业务实施特许经营权，区域内具有自然垄断性，公司所属各成员企业均获得了经营区域的特许经营权，因此，在特许经营区域内，管道燃气业务为独家经营。目前，公司的城市燃气业务涉及安徽、湖北、湖南、江苏、浙江、河北、广西、陕西、广东、辽宁、

重庆、山东、山西、天津、吉林、内蒙古、黑龙江、宁夏、福建、江西、甘肃、河南、贵州、云南、新疆等 25 个省、自治区、直辖市。截至 2016 财年末，公司累计共于 25 个省（包括自治区及直辖市）取得 305 个拥有专营权的管道燃气项目，并拥有 13 个天然气长输管道项目、571 座压缩/液化天然气汽车加气站、1 个煤层气开发项目、以及 98 个液化石油气分销项目；截至 2016 财年末，公司燃气项目覆盖城市可接驳人口已增至 99439021 人（约 30529434 户），较 2015 年同期增长 8.3%，处于国内燃气分销行业前列。

### 3. 人员素质

周思先生，60 岁，公司董事会现任主席以及企业管治及风险控制委员会主席。周思先生于 2013 年 8 月获委任为公司执行董事。周思先生为一家香港上市公司北京控股有限公司（股份代号：392）副主席、执行董事兼行政总裁，同时担任北京控股集团有限公司副董事长。周思先生于 1982 年毕业于首都师范大学物理系，获理学学士学位，于 1998 年毕业于清华大学经济管理学院，获工商管理硕士学位，拥有高级经济师职称。1984 年至 2003 年期间，周思先生历任北京市市政管委综合计划处主任科员、副处长、处长及北京市市政管委副主任等职务，在城市管理、经济、财务和企业管理方面都具丰富经验。

刘明辉先生，53 岁，公司现任执行主席、董事总经理及总裁，以及提名委员会及薪酬委员会成员。刘明辉先生于 2012 年 8 月获委任为公司非执行董事，并于 2012 年 9 月获选为公司执行董事。刘明辉先生于 2002 年 4 月至 2002 年 7 月为公司非执行董事，于 2002 年 7 月至 2011 年 4 月为公司执行董事及于 2002 年 7 月至 2011 年 1 月为公司董事总经理。刘明辉先生同时为公司若干附属公司之董事。刘明辉先生毕业于河北师范大学数学系，并拥有中国人民大学政治经济学硕士研究生和中国人民

大学工商管理博士研究生学历，于中国基础设施及能源行业拥有丰富经验。

黄勇先生，53 岁，自 2002 年起任公司执行总裁，2013 年 6 月，黄勇先生获任公司执行董事，黄勇先生同时为公司若干附属公司之董事。在加入公司前，黄勇先生曾就职于深圳市南油集团、亚洲环境发展有限公司等公司。黄勇先生获武汉大学法学硕士学位，具有丰富的法律和企业管理经验。

截至 2016 财年末，公司共有在职员工 38500 人。

总体看，公司高层管理人员和员工能够满足现阶段日常经营管理需要。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

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。截至本报告出具日，公司共有董事 15 名，包括执行董事 6 名，非执行董事 4 名（其中一名非执行董事俞征准先生另外委任了一位替任董事金容仲先生）及独立非执行董事 5 名。

公司股东周年大会每年召开一次，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，董事会为公司最高权力机构。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，根据百慕达公司法及《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

公司不断完善制度建设，在安全管理、会计核算、预算管理、重大事项决策、风险控制和资金管理等方面均制定了相关规章制度，并在日常的生产经营中严格按其执行。

安全管理方面，公司制定了《中燃集团安全管理制度》，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。

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。

预算管理方面，公司依据有关法律法规和《企业内部控制基本规范》，制定了《中燃集团预算管理制度》。管理制度确定的全面预算，是指在科学预测和决策的基础上制定的，以货币及其他数量形式反映的公司在未来一定期间内全部经营活动各项目标的行动计划和相

应措施的数量说明，体现并贯穿在预算编制、分解、执行、监测、分析、考核等连续衔接的、整个管理活动中。

公司重大决策程序按照《细则》以及其他管理制度的规定进行。根据《细则》，除百慕达法律、细则或指定证券交易所另有要求外，董事会被赋予公司一般事务管理权，并向股东及公司整体负责，以及执行股东决定和制定实施方案。由于公司为在香港联交所上市之上市公司，其事务须符合香港联交所上市规则的相关规定。管理层按照《细则》依法行使职权，主持公司的日常经营管理工作，决定公司的生产经营计划和重大投资方案，执行董事会决议，对董事会负责。

风险控制方面，公司设有企业管治及风险控制委员会，负责对公司的重大经营、财务事项作出风险评价，审查和监督公司及其项目公司的经营、日常运作、财务事项以及内控制度的运行，以尽可能防范并及时发现业务操作过程中可能存在的重大风险。此外，公司还建立了健全的内部审计、内部监察管理制度，以全方面监督和核查公司日常业务中对各项法律法规、内部制度的遵守情况。

资金管理方面，为加强资金的内部控制和管理，保证资金安全，根据国际法律法规，结合公司的具体情况，公司制定了《中燃集团资金管理制度》，对资金申请、资金使用、现金管理、银行支票管理、资金理财和违规处罚等进行了规范。

总体看，公司法人治理结构较为完善，并不断完善内部管理制度，提升公司经营管理水平。

## 七、经营分析

### 1. 经营现状

公司为国内规模最大的燃气运营服务商之一，主要从事投资、建设、经营城市燃气管道基础设施，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/液化天然气加气站，开发与应用天然气、液化石油气相关技术。

近年来，随着公司业务的拓展，接驳用户数及燃气销售量增长较快。2016 财年，受宏观经济不景气影响，燃气行业增速放缓、下游需求不足，同时国际油价下跌对公司液化石油气销售业务的单位销售价格和销售收入影响较大。受上述因素综合影响，2014 财年~2016 财年，公司营业收入规模呈波动增长趋势，三年分别为 260.08 亿港元、316.66 亿港元和 291.39 亿港元，年均复合增长 5.85%。其中，管道天然气销售和液化石油气销售是公司收入的主要来源（近三年来两个业务板块收入占营业收入比重一直保持在 80% 以上），管道天然气销售和燃气接驳业务是公司主要的利润来源。

2016 财年，受国际油价暴跌带来的 LPG 单位销售价格和销售收入大幅下降影响，公司液化石油气销售业务收入较 2015 财年同比下降 19.38% 至 113.49 亿港元，为公司第二大收入来源；同期，公司管道天然气销售收入较 2015 财年增长 0.52% 至 129.96 亿港元，成为公司最主要的收入来源，其占营业收入比重上升至 44.60%；燃气接驳业务仍为公司最主要的利润来源。

毛利率（板块溢利/收入）方面，近三年公司毛利率呈增长趋势，2016 财年为 17.76%，

同比上升 2.60 个百分点，主要是管道天然气销售和液化石油气销售板块的资产利用率逐年提升、形成规模效应导致毛利率增长所致。其中，管道天然气销售板块方面，公司购销价格均受政府管制，由于政府对工商业用户价格管制较为宽松，且目前公司业务结构以工商业为主，易于其转嫁上游天然气价格的波动并获得较为稳定的盈利空间，2014 财年~2016 财年管道天然气板块毛利率分别为 14.27%、14.88% 和 16.13%；得益于液化石油气批发业务的资产利用率逐年提升，公司液化石油气销售板块的毛利率逐年增长，2014 财年~2016 财年分别为 1.48%、2.75% 和 4.48%；公司燃气接驳业务毛利率较高，2014 财年~2016 财年分别为 54.11%、50.35% 和 52.72%；由于焦化业务因亏损而关停，公司将焦化及燃气用具业务板块重新分类至其他收入，且公司并未评估该项收入。

表2 2014财年~2016财年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿港元、%）

项目	2014 财年			2015 财年			2016 财年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
管道天然气销售	101.69	39.10	14.27	129.29	40.83	14.88	129.96	44.60	16.13
燃气接驳	36.58	14.06	54.11	46.59	14.71	50.35	47.94	16.45	52.72
液化石油气销售	112.68	43.33	1.48	140.78	44.46	2.75	113.49	38.95	4.48
燃煤及气体设备销售	0.09	0.03	-4.38	--	--	--	--	--	--
富地燃气	9.04	3.48	22.10	--	--	--	--	--	--
中裕燃气	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	260.08	100.00	15.04	316.66	100.00	15.16	291.39	100.00	17.76

资料来源：公司提供。

注：1. 毛利率=板块溢利/收入；2. 公司 2014 年收购富地燃气并实现并表，中裕燃气为公司的联营公司，2014~2015 财年以上两家公司经营业绩分版块列示；3. 2016 财年，公司对各经营业务板块进行了重新划分：（1）由于焦化业务因为亏损而关停，公司将焦化及燃气用具业务板块重新分类至其他收入，且公司并未评估该项收入，（2）公司根据富地燃气的业务性质将富地燃气收入与公司类似业务收入进行合并，富地燃气收入不再作为单独板块列示；4. 本表中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

总体看，近年来公司主营业务快速发展，但受燃气行业景气度下行影响，公司营业收入及毛利率有所波动。考虑到公司燃气供应业务的区域垄断特点，公司收入及现金流稳定性良好。

## 2. 天然气业务

公司是以提供天然气作为主要能源的运营服务商，经过十四年的快速发展，公司已经在国内建立了燃气行业独有的且适合自身发展需要的营运和管理系统，并对该系统进行适时优化，使之成为公司的管理效率和经营业绩的提升发挥积极作用。截至 2016 财年末，公司累计共于 25 个省、市、自治区取得 305 个拥有专营权的管道天然气项目，并拥有 13 个天然气长输管道项目、571 座压缩/液化天然气汽车加气站、1 个煤层气开发项目，以及 98 个液化石油气分销项目。

表 3 2014 财年~2016 财年公司管道燃气业务主要指标

	2014 财年	2015 财年	2016 财年
已建管道总长（千公里）	47.67	60.42	74.11
储配站和 LNG 气化站数目（个）	207	269	287
天然气通气城市（个）	160	190	216
城市燃气项目数目（个）	237	273	305
储配站和 LNG 气化站设计日供气能力（百万立方米/日）	59.78	79.29	81.21
天然气总销量（百万立方米）	8044.80	8974.60	9860.00

资料来源：公司提供

### （1）管道燃气网络建设

城市燃气管网是燃气供应企业经营的基础。公司修建城市天然气管网的主干管网及支线管网，将天然气管道接驳到居民用户和工商业用户，并向用户收取接驳费和燃气使用费。截至 2016 财年末，公司已实现天然气通气的城市达到 216 个，累计已建成 74.11 千公里燃气管网和 287 座储配站（门站）和 LNG 气化站，储配站和 LNG 气化站设计日供气能力为 81.21 百万立方米。

表 4 近年公司已接驳用户及加气站情况

	2014 财年	2015 财年	2016 财年
已接驳住宅用户数（万户）	1030.70	1259.04	1469.12
已接驳工业用户数（万户）	0.27	0.37	0.46
已接驳商业用户数（万户）	5.95	7.18	8.70
压缩/液化天然气加气站数（个）	353	520	571

资料来源：公司提供

近年来，随着居民使用天然气的普及和工商企业煤改气的进行，接驳天然气需求日趋增加，公司已接驳用户数及加气站数呈快速增长态势。

2016 财年，公司实现燃气接驳收入 47.94 亿港元，较 2015 财年同比增长 2.90%，占公司全年营业收入的比重为 16.45%。

### （2）天然气用户

公司天然气供应用户分为住宅、工商业及压缩/液化天然气汽车加气站。

#### 住宅用户

近年来中国商业住宅市场呈现疲软态势，燃气公司的居民用户接驳业务面对考验。在中国政府的大力推动下，社会性住房发展迅猛，使得整体新建住宅的接驳总量相较于上年有所增长。为积极应对逐渐疲弱的新建住宅市场，公司近年来通过出台存量用户市场开发激励策略，并不断优化，大力发展存量居民用户的接驳。

2016 财年，公司完成新接驳 2100256 户天然气住宅用户，较 2015 财年同比增长 9.34%；同期，住宅用户平均支付的管道燃气接驳费为每户 2530 人民币。截至 2016 财年末，公司累计接驳的住宅用户为 14691200 户，较 2015 财年末增长 16.68%，占公司整体可供接驳住宅用户的 48.1%。

#### 工商业用户

2016 财年，公司共新增 922 户工业用户及 15169 户商业用户，其中新开发的“煤改气”工业用户占新增工业用户的 46.1%。截至 2016 财年末，公司共有 4590 户工业用户及 86976 户商业用户，分别较 2015 财年末增长 25.10%

和 21.10%，工业用户及商业用户的平均接驳费分别为每户人民币 296266 元及 37823 元。

中国政府一直鼓励高耗能的工业用户逐渐采用天然气等清洁能源来代替高污染的煤和石油从而强化节能减排。2013 年 9 月，中国国务院发布《大气污染防治行动计划》，要求在全国范围内全面整治燃煤小锅炉，加快推进集中供热、“煤改气”工程建设，到 2017 年，地级及以上城市基本淘汰每小时 10 蒸吨及以下的燃煤锅炉，禁止新建每小时 20 蒸吨以下的燃煤锅炉。2014 年 4 月，中国国务院发布《保障天然气稳定供应长效机制若干意见的通知》，再次从气源供应上，确保到 2020 年累计满足“煤改气”工程用气 1120 亿立方米的需求量。2014 年 6 月，中国国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发能源发展战略行动计划（2014-2020 年）的通知》，提出到 2017 年，基本完成重点地区燃煤锅炉、工业窑炉等天然气替代改造任务。

受 2016 财年中国经济整体增长放缓的影响，房地产、建筑、运输等行业不景气，工业用户开工率下降，下游天然气需求较大的用户如玻璃、陶瓷、铝厂、钢材等行业的用气需求都受到负面影响；同时，2016 财年油价持续处于低位，天然气价格与相关替代能源的价格相比没有优势，天然气在工业领域的需求面临巨大挑战。公司积极应对宏观经济环境与低油价带来的挑战，适时调整市场开发策略，深挖市场潜力，加大存量工商业用户的开发力度，寻求新的燃气需求增长点。积极协调与配合各级政府，按照中国国务院于 2013 年 9 月发布《大气污染防治行动计划》的要求，加快推进集中供热、“煤改气”工程建设。同时，利用集团自身的天然气物流车队，开展城镇及点对点供气项目，有效地促进和提升公司工商业与冬季取暖领域的销气量。

在“煤改气”工作方面，公司适时调整市场开发奖励政策，加大督导项目公司快速推进。2016 财年，公司新增 23 家项目公司获得

当地政府的“煤改气”批复；截至 2016 财年末，公司共有 67 家项目公司获得了“煤改气”批复，累计签约“煤改气”工商业客户 950 户，新增改造燃煤锅炉 3067 蒸吨；同期，公司实现“煤改气”天然气销售量 4.3 亿立方米。未来，“煤改气”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。

与住宅用户相比，工商业用户用气需求巨大，而单位燃气销售所需的运营费用较低，因此，公司在满足住宅用户燃气需求之基础上，加速接驳工商业用户。随着公司的“中心—卫星城市”发展战略的持续推进，公司将继续获取更多工业化城市、经济开发区和工业园区的管道天然气项目。该等新项目是公司未来天然气销售增长的强大动力之一。

#### **压缩天然气(CNG)和液化天然气(LNG)加气站**

2012 年 10 月 14 日，国家发改委发布了《天然气利用政策》，首次强调优先发展汽车与船舶等运输领域的“油改气”利用工程。“油改气”政策激发了车船用加气站市场的发展。公司迅速调整了内部市场开发政策，将发展 CNG/LNG 加气站及清洁能源利用列为公司持续发展的重要增长动力之一，全面推进项目公司车船用 CNG/LNG 加气站的开发和建设力度，并以优先发展 CNG 加气站为主的市场开发策略力争到 2017 年建成 1000 座天然气加气站。在船用天然气加气业务方面，集团拥有船用液化天然气改造的专利及知识产权以及先进的船舶“油改气”的转换技术和开发经验。结合发改委和交通部对水上天然气应用的鼓励政策，集团编制了船用项目的三年发展战略规划，提出“大胆布局、认真分析、谨慎推进”的船用项目实施方针，积极推进集团的船用 LNG 加气业务。自 2014 年下半年以来，国际油价在经历暴跌后一直处于低位，而中国汽油、柴油价格也不断下调，车用 LNG 的经济性受到极大影响。同样，随着汽油价格下降，

CNG 与汽油之间的价差也在缩小。针对加气站行业面临的短期困难局面，公司根据市场变化，积极调整加气站的发展策略。通过提升项目管理水平，强化投资风险控制，推动市场开发，实现了在经济低迷形势下以及车用燃气经济性相对收窄的情况下，新加气站项目开发数量和销售气量都取得了可观增长。与此同时，公司大力宣传并不断提高服务质量，推广加气站“一卡通”、便利店等增值服务扩大利润来源，同时吸引新旧客户，提升客户忠诚度。

2016 财年，在船用天然气业务发展方面，公司完成了中国首个液化天然气船用码头——重庆麻柳液化天然气船用加气码头项目的建设，并在气源保证、市场开发和船只技改等方面取得了进展，为公司未来开拓国内船用天然气市场奠定了基础；液化天然气贸易方面，2016 财年，公司 LNG 通过中燃宏大能源贸易有限公司进行统购统销，在 LNG 气源采购方面，公司利用其网络和品牌优势，与多家大型国有油气企业进行直接采购，采购效率得以提高；同时，公司通过搭建 LNG 销售网络，积极在全国推进 LNG 外部市场拓展。

2016 财年，公司新增 CNG 汽车加气站 38 座和 LNG 汽车加气站 13 座，截至 2016 财年末，公司累计已拥有压缩/液化天然气汽车加气站 571 座，加气站总数较 2015 财年末增长 9.81%。2016 财年，公司车用 CNG/LNG 销量占公司城市燃气项目天然气销量的 15.80%。

表 5 2014 财年~2016 财年汽车加气业务情况

	2014 财年	2015 财年	2016 财年
CNG/LNG 天然气销量 (百万立方米)	758.60	1072.00	1153.20
CNG 加气站数量(座)	295	360	398
LNG 加气站数量(座)	58	160	173

资料来源：公司提供

### (3) 天然气销售

2016 财年，公司共销售 9860.00 百万立方米天然气，较 2015 财年增长 9.87%，其中城市管网共销售 7294.80 百万立方米天然气，较

2015 财年增长 8.02%，2565.20 百万立方米天然气则通过长输管道直接销售，同比增长 15.48%。

2016 财年，公司天然气总销量中，售予住宅用户、工业用户和商业用户的占比分别为 15.67%、32.12% 和 14.50%，售予 CNG/LNG 汽车用户的占比为 11.70%。以工商业用气为主的客户结构使得公司未来天然气销量的增长具有巨大的潜力，同时，政府对于工商业用气宽松的价格管制政策，使公司更容易转嫁上游天然气价格的波动。

气源采购方面，公司与中石化、中石油、中海油等公司建立了长期的合作关系。管道气采购价格是政府定价，由国家发改委根据天然气与替代能源之间的比价关系定期调整，采购均价根据各地管线长度有所不同，相关单位遵照执行。

2016 财年，公司管道天然气销售收入共计 129.96 亿港元，占公司全年营业收入的比重为 44.60%，管道天然气销售收入较 2015 财年增长 0.52%。

### 3. 液化石油气 LPG 业务

截至 2016 财年末，公司拥有 8 个液化石油气码头及 98 个液化石油气分销项目。

2014 财年~2016 财年，公司 LPG 业务分别实现营业收入 112.68 亿港元、140.78 亿港元和 113.49 亿港元。2016 财年，公司实现液化石油气销量 310.34 万吨，同比增长 28.60%，其中，批发业务销量为 215.65 万吨，同比增长 38.30%，终端零售业务销量为 94.69 万吨，同比增长 10.90%；同期，公司实现 LPG 销售收入 113.49 亿港元，同比减少 19.38%，主要是国际油价下跌导致 LPG 销售价格下降所致；受 LPG 采购成本大幅下降影响，公司 2016 财年液化石油气销售板块取得溢利 5.09 亿港元。公司 LPG 批发业务销售量中，合同销售占比高达 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变动带来的不

利影响，降低了液化石油气批发业务的经营风险。

未来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。

#### 4. 终端增值服务

公司通过打造以家庭及社区为主要服务对象的电商入口与平台，为燃气及燃气相关产品及服务的销售提供更便捷的互联网营销平台。

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 2016 财年末，公司已经在全国 25 个省、市、自治区拥有了超过 2000 万天然气与液化石油气家庭用户，燃气业务覆盖超过 1 亿城镇人口。

2016 财年，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。公司利用“互联网+”及自主开发的电商平台将中国燃气品牌、渠道和客户资源与产业链条上的其他要素资源整合，大力拓展包括工商业以及民用燃气终端产品与服务的增值业务范围，利用客户服务中心、服务网站、电商平台、手机应用程序、抄表员、安检员等多种用户接触渠道，推广宣传以“中国燃气-惠生活”为服务品牌的增值业务，简历燃气具产品检测中心，推出自有品牌的燃气波纹管产品和燃气报警器产品，以及以“中燃宝”为品牌的多个类型的燃气具产品，推动锅炉和节能设备

销售，以及锅炉燃气改造和节能改造服务业务。为搭建线上线下融合的销售渠道，公司成立了中燃惠生活电子商务有限公司。截至 2016 财年末，中燃惠生活电商共发展线上用户 343 万，商家数目近千家，总商品数近万种。

通过为用户提供终端增值服务，公司从单纯的燃气用户开发商和燃气销售商，发展转型成为以燃气业务为基础的综合运营服务商。

#### 5. 经营效率

从经营效率来看，2014 财年~2016 财年，公司销售债权周转次数和存货周转次数呈波动上升趋势，2016 财年分别为 4.47 次和 18.33 次；同期，总资产周转次数波动下降，2016 财年为 0.56 次。总体看，公司经营效率尚可。

#### 6. 未来发展

未来，公司在促进现有项目的内延式发展的同时，将不断通过外延式扩张，获取新项目。通过严格管理、变革创新，以及灵活调整市场开发策略，持续推动城市燃气、液化石油气、车船燃气等传统业务的稳健发展。此外，公司将打造燃气行业的“4G”网络（管道天然气 PNG、压缩天然气 CNG、液化天然气 LNG 以及液化石油气 LPG），开发“乡镇天然气”、“点对点供气”等项目。通过及时有序地推出 LNG 贸易、增值业务、分布式能源、中燃宝气具、中燃惠生活电子商贸等多项创新战略措施，推动中国燃气从单纯的燃气用户开发商和燃气销售商，发展转型成为以燃气业务为基础的综合运营服务商。

表 6 公司截至 2016 财年末主要在建工程情况

序号	项目/设备名称	预计投资总额 (亿元)	截止 2016 财年末 投资金额(亿元)	截至 2016 财年 未完工进度 (%)	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	3.44	63.24	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	1.06	39.7	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	4.85	93.99	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	3.92	116	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	3.97	18.88	呼建委发(2008)317号	呼国用(2007)第00264号	呼环政批字(2011)191号
<b>合计</b>	--	<b>37.68</b>	<b>17.24</b>	--	--	--	--

资料来源：公司提供

目前，公司每年用于企业发展的固定资产投资基本维持在 40 亿左右，2014 财年~2016 财年分别为 44.65 亿元、41.22 亿元和 37.64 亿元。

截至 2016 财年末，公司在建项目有：

1) 呼和浩特燃气规划项目。该项目总投资 21.03 亿元，自有资本金 7.74 亿元，自有资本金总投资比例为 36.80%，资本金到位率 100%。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。

2) 宝鸡天然气规划项目。该项目总投资 5.16 亿元，自有资本金 1.30 亿元，自有资本金总投资比例为 25.23%，资本金到位率 100%。施工总工期为 9 年，建设期为 2012 年到 2020 年。一期规划从 2012 年至 2015 年，主要是建设次高压管道、改造现有调压站、建设汽车加气站，提升城镇天然气供气规模；二期规划从 2016 年至 2020 年，主要是进一步完善市域天然气管道供应系统，建设和完善次高压管道及调压站、加气子站及减压站。

3) 扬州天然气规划项目。该项目总投资 3.38 亿元，自有资本金 0.98 亿元，自有资本金

占总投资比例为 28.99%，资本金到位率 100%。建设年限为 10 年。该项目的建设内容为：高压系统包含天然气门站 1 座，含 CNG 目站、4 座高中压调压站、46KM 高压管道、4 座 CNG 汽车加气站；输配系统包含中低压管网约 275 公里和中低压调压站（箱）53 座；SCADA 系统包含现有输配调度设施的完善、门站和高中压调压设施的数据采集、远传、分析、设施调控、供用气调度等设施的建设；以及原有设施的改造。

4) 芜湖天然气规划项目。该项目总投资 5.44 亿元，自有资本金 1.94 亿元，自有资本金总投资比例为 35.63%，资本金到位率 100%。施工总工期为 10 年。该项目分为两期：一期规划从 2011 年至 2015 年，主要是芜湖市区门站和高中压调压设施的建设，其中包括新建 3 座高中压调压站、应急气源 LNG 储配站等；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，其中包括新建城区中压 A 级管网、20 座 CNG 加气站等。

5) 淮南天然气规划项目。该项目总投资 2.67 亿元，自有资本金 0.92 亿元，自有资本金总投资比例为 32.5%，资本金到位率 100%。该项目的建设内容包括：新建天然气门站 1 座、建设高压球罐 6 座、建设高压干管 56 公里、中压管网 82 公里、低压管网 17 公里、各种调压设备及城市燃气监控系统(SCADA 系统)等配套设施、建设汽车加气母站 1 座、及加气子

站 5 座。

总体看，公司在建项目总投资规模 37.68 亿元，公司近年投资支出较稳定，如不考虑未来可能出现的重大投资，以前期投资规模来测算，公司资金压力较小。

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供的2014~2016财年财务报表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与公平地反映近三年财务状况、盈利及现金流量，并已按照香港公司条例的披露规定妥为编制。公司综合财务报表按《香港财务报告准则》编制。

截至2016年3月31日、2015年3月31日和2014年3月31日，根据中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价，港元对人民币的汇率水平分别为1港元对人民币0.8410元、1港元对人民币0.7993元、1港元对人民币0.78623元、1港元对人民币0.8338元。

2014财年，公司财务报表合并范围的变化主要来自新收购的富地燃气投资控股有限公司（以下简称“富地燃气”）、百江燃气控股有限公司、北京国润富力能源技术发展有限公司和中燃-爱思开能源控股有限公司；2015财年的变化主要来自新收购的宜黄县通达管道燃气有限公司、瑞川新能（北京）投资有限公司、十堰武当山特区中燃城市燃气发展有限公司、富裕县龙光能源有限责任公司、富地柳林燃气有限公司和信阳富地车用燃气有限公司，以及公司新设立的深圳市中油能源发展有限公司、广西广投中燃清洁能源有限公司和中燃能源发展（深圳）有限公司；2016财年，公司以约0.42亿港元收购潍坊中凯清洁能源技术有限公司51%股权并取得该公司控制权，实现并表。

截至 2016 财年末，公司纳入合并范围的主要附属公司 61 家。富地燃气除了拥有 11 个

城市天然气和 1 个煤层气开发项目，还拥有液化天然气项目的开发经验、丰富的客户资源、多项船用液化天然气引擎制造的专利及知识产权以及先进的船舶油改气的转换技术，与公司的液化天然气船舶加气业务产生战略协同作用。考虑到公司通过收购附属子公司，产业链得到延伸，有利于公司协同效应。公司合并范围的改变对财务数据可比性有一定影响，下文着重分析 2014~2016 财年数据及变动。

截至 2016 财年末，公司（合并）资产总额为 535.33 亿港元，所有者权益合计为 209.64 亿港元（其中少数股东权益 31.12 亿港元）；2016 财年，公司实现营业收入 291.39 亿港元，除税前溢利 37.18 亿港元。

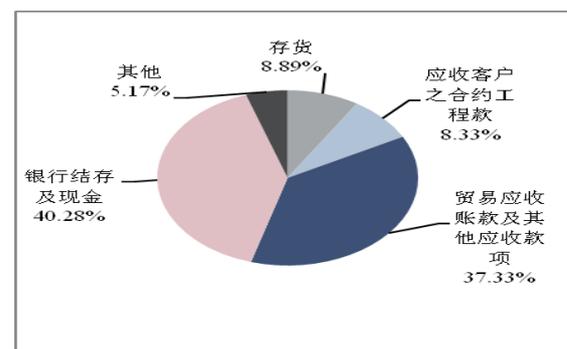
### 2. 资产质量

2014~2016财年，随着公司业务规模的扩张，公司资产总额稳定增长，年均复合增长 8.75%。截至2016财年末，公司资产总额535.33亿港元，同比增长5.75%。从资产构成来看，流动资产占25.49%，非流动资产占74.51%，公司资产以非流动资产为主，符合燃气行业资产构成的一般特征。

#### 流动资产

2014~2016财年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合变动率-1.03%。截至2016财年末，公司流动资产136.47亿港元，同比增长 5.23%。从构成来看，现金及银行结余占 40.28%，贸易应收账款及其他应收款项占 37.33%，存货占8.89%，应收客户之合约工程款占8.33%等。

图 4 截至 2016 财年末公司流动资产构成



资料来源：2016 财年审计报告

2014~2016财年，公司银行结存及现金波动中有所下降，年均复合变动率为-7.71%。截至2016财年末，公司银行结存及现金54.97亿港元，同比增长5.13%。截至2016财年末，公司已抵押银行存款12.76亿港元。

2014~2016财年，公司贸易应收账款及其他应收款项波动中有所增长，年均复合变化率为3.70%。截至2016财年末，公司贸易应收账款及其他应收款项为50.94亿港元，其中，贸易应收账款18.15亿港元，占35.63%；其他应收款项包括工程及其他材料已付按金、购置天然气及液化石油气已付按金及预付分包商之款项等，占64.37%。从公司贸易应收账款（扣除减值亏损）的账龄看，180日以内占83.84%，180~365日占10.45%，365日以上占5.71%，公司贸易应收款账龄较短。公司给予贸易客户的平均信贷回收期为30至180日。2016财年，由于公司对与输气管道建设业务油管道贸易应收账款已有部分逾期，该笔应收款账龄久远，且有关客户自欠款日期以来还款速度缓慢，故公司对该笔应收款计提0.32亿港元特定拨备；同期，公司贸易应收款中包括已逾期但未做减值准备的欠款2.30亿港元，平均账龄为365日，且无任何抵押，但基于信贷素质未有重大变化且金额仍被视为可收回，公司未对其计提减值准备。

2014~2016财年，公司存货规模较为稳定，年均复合增长0.24%。截至2016财年末，公司存货12.13亿港元，同比小幅增长1.19%。从构成来看，建材占41.62%，消耗品、备件及其他物料占26.68%，天然气占9.07%，液化石油气占22.63%。

2014~2016财年，随着公司业务的不扩张，公司应收客户合约工程款项快速增长，年均复合增长46.52%。截至2016财年末，公司应收客户之合约工程款11.36亿港元，同比增长42.46%。

截至2016财年末，公司应收联营及合营公司款项<sup>2</sup>期末余额合计3.72亿港元，其中应收联营公司款项1.01亿港元，应收合资公司款项2.71亿港元。截至2016财年末，计入应收联营公司款项结余的贷款为0.14亿港元，无抵押，按每年6厘的固定利率计息。2016财年，公司对应收联营公司非贸易结余计提1.46亿港元坏账准备，主要原因是该部分款项已逾期，且相关联营公司自到期日以来还款速度缓慢。

### 非流动资产

2014~2016财年，受物业、厂房及设备增长影响，公司非流动资产稳定增长，年均复合增长12.83%。截至2016财年末，公司非流动资产为398.86亿港元，同比增长5.92%。从构成来看，物业、厂房及设备占57.29%，于合营及联营公司之投资占22.32%，其他无形资产占7.67%，商誉占6.22%等。

2014~2016财年，随着公司主营业务的发展，公司物业、厂房及设备固定资产逐年增长，年均复合增长率13.19%。截至2016财年末，公司物业、厂房及设备账面原值为273.10亿港元，计提折旧和减值准备共计44.61亿港元，物业、厂房及设备账面净值为228.50亿港元，较2015财年末增长8.21%。从物业、厂房及设备账面净值构成来看，主要包括租赁土地及楼宇（占10.71%）、管道（占51.06%）、在建工程（占26.58%）和机器及设备（占8.51%）。

公司不断通过联营及合营方式扩大生产规模优势及区域市场竞争优势，2014~2016财年，公司于联营及合营公司之投资合计增长较快，年均复合增长14.39%。截至2016财年末，公司于联营及合营企业之投资合计89.03亿港元，其中，公司于联营公司之投资为38.33亿港元，于合资公司之投资为50.70亿港元，主要联营公司为哈尔滨中庆和中裕燃气及其附属公司等，主要合资公司包括呼和浩特中燃和福建

<sup>1</sup>已抵押银行存款指为取得授予公司的银行融资而抵押给银行的存款。2016财年，公司已抵押银行存款按每年1.55厘至2.80厘之固定利率计息。

<sup>2</sup> 应收联营及合营公司款项主要是公司在联营及合营公司中股权应收的股息及公司提供的、按市场借贷利率计息的有息借款本金及利息收入，根据联营及合营公司政策及经营情况存在一定的不确定性。

安然及其附属公司等。

公司其他无形资产包括天然气业务之独家经营权、生产分成权、技术权和客户关系<sup>3</sup>。2014~2016财年，公司其他无形资产波动增长，年均复合增长24.19%，主要由于2015财年公司新增生产分成权11.51亿港元。截至2016财年末，公司其他无形资产账面原值为33.80亿港元，2016财年，公司对其他无形资产累计摊销3.20亿港元。截至2016财年末，公司无形资产账面净值30.60亿港元，其中，天然气业务之独家经营权占60.93%，生产分成权占37.31%。

2014~2016 财年，公司商誉稳定增长，年均复合增长 3.00%。截至 2016 财年末，公司商誉的账面值为 24.80 亿港元，受汇兑调整影响，同比小幅下降 1.03%。公司基于业务单位，将商誉分配至不同的独立现金产生单位，2016 财年，分配至各附属公司之管道燃气销售业务的商誉为 18.97 亿港元，占商誉账面值的 76.49%；分配至各附属公司之液化石油气销售业务的商誉为 5.83 亿港元，占商誉账面值的 23.51%。

总体看，随着公司现有市场的不断渗透及联合经营多种方式开拓新市场工作的推进，公司资产稳定增长且以非流动资产为主，符合燃气行业特征。整体来看，公司资产质量尚可。

### 3. 负债及权益总额

#### 权益

2014~2016财年，公司权益总额波动增长，年均复合增长7.45%。截至2015财年末，公司权益总额214.36亿港元，较2014财年末增长18.06%，主要由于可供出售投资公平值的快速增长带动公司储备的增长。截至2016财年末，公司权益总额209.64亿港元，同比减少2.20%，

主要由于汇兑损失和购汇股份的增长。截至2016财年末，公司非控股权益31.12亿港元，占权益总额的14.84%；归属公司拥有人之权益178.53亿港元，占权益总额的85.16%，其中，股本占0.28%，储备占99.72%。整体看，公司权益总额结构稳定性差。

#### 负债

2014~2016财年，公司负债稳定增长，年均复合增长9.61%。截至2016财年末，公司负债合计325.69亿港元，同比增长11.58%，主要来自银行及其他借贷-于一年内到期的快速增长。从结构看，流动负债占60.80%，非流动负债占39.20%，公司非流动负债占波动下降。

2014~2016财年，公司流动负债规模波动增长，年均符合增长26.97%。截至2016财年末，公司流动负债合计198.03亿港元，同比增长70.17%。其中，贸易应付账款及其他应付账款占43.17%，银行及其他借贷-于一年内到期占52.14%。

2014~2016财年，公司贸易应付账款及其他应付账款快速增长，年均复合增长18.59%。截至2016财年末，公司贸易应付账款及其他应付账款合计85.49亿港元，同比增长23.47%。其中，贸易应付账款及应付票据合计49.19亿港元。按账龄分析法核算，90以内的占58.66%，91日至180日的占8.70%，180日以上的占32.64%。同期，公司其他应付账款合计36.30亿港元，主要由来自客户之预付款项（占40.48%）、其他应付账款及应计费用（占15.25%）、工程客户收取之垫款（占15.10%）和应付工程费用（占14.18%）构成。

2014~2016财年，公司银行及其他借贷-于一年内到期波动增长，年均复合增长33.87%。截至2015财年末，公司银行及其他借贷-于一年内到期39.19亿港元，较2014财年末下降31.98%。截至2016财年末，公司银行及其他借贷-于一年内到期103.24亿港元，同比增长163.48%，主要为银行借款。

2014~2016财年，公司非流动负债规模波

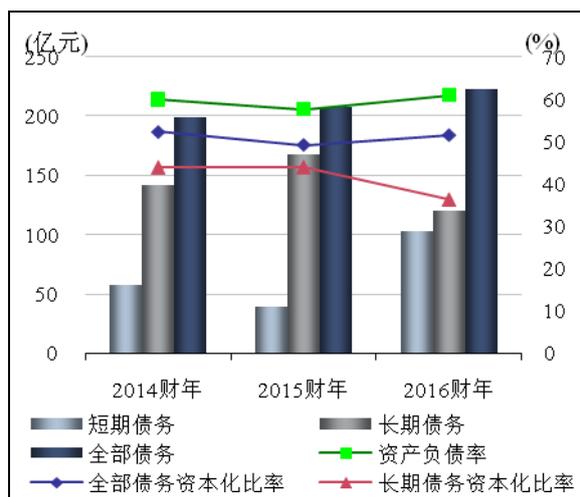
<sup>3</sup> 天然气业务之独家经营权、技术权及客户关系分别于30年、40年及10年之期间内以直线法予以摊销；生产分成权至公司一间附属公司于一间中国实体就根据中国政府授出与中国实体（作为共同营运伙伴）勘探、开发及生产煤层气的独家经营权二勘探及开发中国煤层气资源订立的生产合约项下的权益，有效期至2029年。生产分成权根据于合约期内将开采的预期经探明储备使用生产单位法作摊销。

动下降，年均复合减少7.20%。主要由银行及其他借贷-于一年后到期构成，截至2016财年末，公司银行及其他借贷-于一年后到期120.10亿港元，同比减少28.59%，占非流动负债的94.08%。从账龄看，1~2年的占17.44%、2~5年的占68.18%、5年以上的占14.38%。

截至2016财年末，公司合计银行及其他借贷合计223.34亿港元，主要为银行借贷，占94.45%，此外，公司其他借款主要为2016年1月以私募配售方式发行的3年期公司债券（11.67亿港元，折合人民币约10.00亿元）。公司银行及其他借贷合计中定息借款40.06亿港元，占17.94%；浮息借款183.28亿港元，占比82.06%。

2014~2016财年，随着公司业务增长，对外融资需求的增长，公司全部债务逐年增长，年均复合增长5.80%。截至2016财年末，公司全部债务为223.34亿港元，同比增长7.71%，债务负担有所上升。从债务结构来看，公司短期债务占比46.23%，长期债务占比53.77%，公司有息债务以长期债务为主，但长期债务占比波动下降。

图5 近年公司债务指标情况



资料来源：公司审计报告

从债务指标来看，2014~2016财年，公司资产负债率呈波动上升趋势，三年均值为59.69%，截至2016财年末为60.84%；同期，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比

率均呈波动下降趋势，三年加权平均值分别为51.01%和40.17%，截至2016财年末分别为51.58%和36.42%。

总体看，近年来受银行及其他借贷规模的快速增长，公司债务规模有所上升，但整体债务负担适宜。

#### 4. 盈利能力

2014~2016财年，公司营业收入波动增长，年均复合增长5.85%。2015财年，随着业务规模扩张，公司实现营业收入316.66亿港元，较2014财年增长21.76%。但2016财年，由于国际油价的快速下跌带来液化石油气销售价格和收入的下降，公司营业收入同比下降7.98%至291.39亿港元。同期，公司营业成本同比下降12.32%，降幅高于营业收入降幅。

2014~2016财年，公司期间费用快速增长，年均复合增长12.61%。公司近年来大力推进管网建设及产品销售力度，导致行政开支的不断提高。此外，公司为降低潜在汇率风险，积极调整本币与外币债务结构，用人民币债务置换存量美元债务，由于大量美元银行长期贷款被提前偿还<sup>4</sup>，所有未摊销的前端费用均立即确认当期财务费用，导致公司财务费用的快速增长。2016财年，公司期间费用为34.07亿港元，占营业收入的11.69%，占比同比增长1.78个百分点。公司费用成本控制能力有所减弱。

2014~2016财年，公司其他收入分别为4.05亿港元、6.76亿港元和6.66亿港元，主要由政府补贴和其他服务收入构成。其中，近三年，政府补贴分别为1.02亿港元、1.44亿港元和1.75亿港元，主要为置换天然气供应管道补贴款。同期，公司其他收益及亏损呈现快速下降趋势，2016财年，由于出售物业、厂房及设备确认的减值准备以及诉讼申索拨备、汇兑损失的

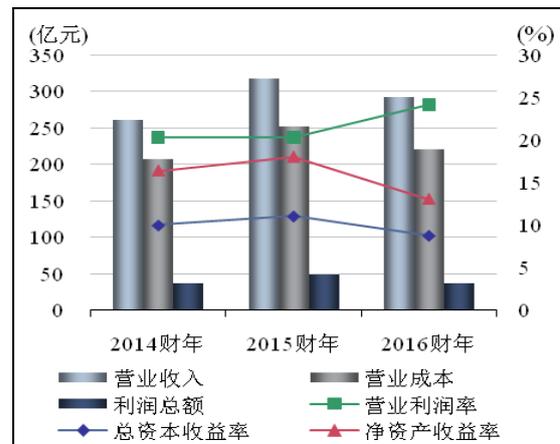
<sup>4</sup> 2015年8月11日，中国人民银行宣布对美元与人民币汇兑的中间报价机制进行改革，增加了美元与人民币汇率的不确定性。针对外汇政策改变，公司积极调整本币（人民币）、外币债务结构，用人民币债务置换存量美元债务，采用汇率对冲等衍生产品，就小部分外币汇兑风险进行锁定，大幅降低了潜在的汇率风险。公司外币债务占全部债务比重由2016财年初的83%大幅降至2016财年末的7.1%。

快速增长，公司其他经营亏损9.59亿港元；其中，2016财年，公司因人民币贬值产生汇兑亏损5.13亿港元；诉讼事项方面，由于公司两名前任董事于2011年4月因期权纠纷对公司提起诉讼，2015年10月15日，香港上诉法庭颁布判决，要求公司向两名前任董事支付损害赔偿总计279291087.44港元另加利息及诉讼及上诉成本。2016年2月17日，上诉法庭暂缓执行判决，以待公司作出向终审法院提出上诉许可申请的决定，条件为公司需向上诉法庭全数支付判决总额279291087.44港元连同作为部分判决后利息的8019094.26港元，公司因此确认诉讼申索拨备2.87亿港元，拖累了公司当期业绩表现。2016年8月18日，终审法院决定不给予公司对判决提出上诉的许可，该项诉讼已告终结。诉讼成本总额将于适当时候评定。2014~2016财年，应占联营和合资公司之业绩波动下降，年均复合下降22.37%。主要受中国宏观经济和国际原油价格下跌速度快等影响，公司应占联营和合资公司的公司业绩均有所下滑，2016财年合计为3.83亿港元，同比下降50.03%。其中，应占联营公司业绩为1.85亿港元，同比下降39.99%，主要由于中裕燃气汇兑损失及其资产拨备导致其溢利下降至0.41亿港元；同期，应占合资公司业绩为1.98亿港元，同比下降56.80%，主要因为呼和浩特中燃城市燃气发展有限公司的焦炭业务相关设备停产而导致的资产减值增长2.69亿港元。

受上述因素影响，2014~2016财年，公司除税前溢利波动较大，分别为37.21亿港元、48.10亿港元和37.18亿港元。

从盈利指标看，2014~2016财年公司毛利率分别为15.04%、15.16%和17.76%；同期，随着公司股东权益和全部债务的波动增长，净资产收益率和总资本收益率均呈现波动下降趋势，三年均值分别为15.22%和9.67%，2016财年分别为13.04%和8.73%。公司整体盈利较强。

图6 近年公司盈利能力指标情况



资料来源：公司审计报告

总体看，近三年公司经营规模逐步扩大，但受宏观经济及，收入和除税前溢利规模有所波动，公司整体盈利能力较强。

#### 5. 现金流分析

从经营活动来看，2014~2016财年，公司经营产生的现金流量净额分别为33.83亿港元、46.53亿港元和58.62亿港元；主要由除税前溢利、物业、厂房及设备折旧和利息支出构成。

投资活动方面，近年公司通过新建、联营合营等方式积极扩大产能并增加市场占有率，2014~2016财年，受公司购买物业、厂房及设备的资金流出较大影响，公司投资活动支出的现金保持在较高水平，投资活动产生的现金流量净额分别为-51.41亿港元、-51.70亿港元和-40.01亿港元。2016财年，公司投资活动现金净流出的减少主要由于受到合营公司股息的增长以及购买物业、厂房及设备投入的减少。

公司筹资活动资金主要来自于银行贷款，2014~2016财年公司银行及其他借贷所得款分别为197.78亿港元、72.37亿港元和230.35亿港元；同期，公司分别偿还银行及其他借款150.48亿港元、64.69亿港元和213.42亿港元。2014~2016财年筹资活动产生的现金流量净额分别为42.26亿港元、-7.08亿港元和-13.27亿港元。公司经营活动净现金流逐步覆盖投资

活动所需资金，导致公司筹资活动净现金流逐步表现为净流出。

总体看，公司经营活动产生的现金流量净额稳步增长，可基本支持公司发展及布局所进行的投资活动，外部融资需求较小。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 财年，公司流动比率和速动比率呈现下降趋势，三年均值分别为 90.57% 和 82.45%，截至 2016 财年末，上述比率分别为 68.91% 和 62.79%。2014~2016 财年，公司经营现金流动负债比分别为 27.54%、39.98% 和 29.60%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 财年公司 EBITDA<sup>5</sup> 波动增长，年均复合增长 11.55%，2016 财年为 61.90 亿港元。2014~2016 财年，公司 EBITDA 利息倍数呈波动下降趋势，三年均值为 6.53 倍，2016 财年为 5.90 倍；同期，公司全部债务/EBITDA 呈波动下降趋势，三年均值为 3.61 倍，2016 财年为 3.61 倍。总体看，公司整体偿债能力强。

截至 2016 财年末，公司在银行共获得授信额度 520.01 亿人民币、7.67 亿美元，其中尚未使用的授信额度分别为 387.89 亿人民币、5.94 亿美元；总体看，公司间接融资渠道通畅。同时，公司为香港联交所上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2016 财年末，公司无对外担保。

## 7. 过往债务履约情况

根据公司提供的说明文件，公司维持良好信用记录，无违约记录及不良贷款。

## 8. 抗风险能力

公司作为国内最大的城市燃气运营服务

商之一，规模与竞争优势突出，公司收入规模和盈利能力保持较高水平。基于对城市供气行业和液化石油气行业发展的分析，以及公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

## 九、本期中期票据偿债能力分析

### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行中期票据 15 亿元人民币，根据 2016 年 3 月 31 日中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价，港元对人民币的汇率水平为 1 港元对人民币 0.8338 元，本期中期票据约为 17.99 亿港元，以下偿债能力分析均基于此数值。本期中期票据发行额度分别占 2016 财年末公司全部债务和长期债务的 8.05% 和 14.98%，对公司现有债务结构有一定影响。同时，联合资信关注到 2015 年 8 月以来，港元对人民币汇率水平变动较大，存在一定的汇兑风险。

截至 2016 财年末，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 60.84%、51.58% 和 36.42%。以公司 2016 财年末报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率将分别上升至 62.11%、53.51% 和 39.71%，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金拟全部用于偿还子公司境内债务，本期中期票据发行后，公司债务指标或低于上述模拟值。

### 2. 本期中期票据偿债能力分析

2014~2016 财年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 33.83 亿港元、46.53 亿港元和 58.62 亿港元，分别为本期中期票发行额度的 1.88 倍、2.59 倍和 3.26 倍；同期，公司 EBITDA 分别为 49.75 亿港元、62.09 亿港元和 61.90 亿港元，分别为本期中期票发行额度的 2.77 倍、3.45 倍和 3.44 倍。

整体看，公司经营活动产生的现金流量净

<sup>5</sup> 包含合营联营公司数据。由于“诉讼中索拨备”及“汇兑（亏损）收益”属于非经营性不涉及现金变动的科目，因此不包含在 EBITDA 计算范围内，具体计算公式详见“附件 3：有关计算指标的计算公式”

额和 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

## 十、结论

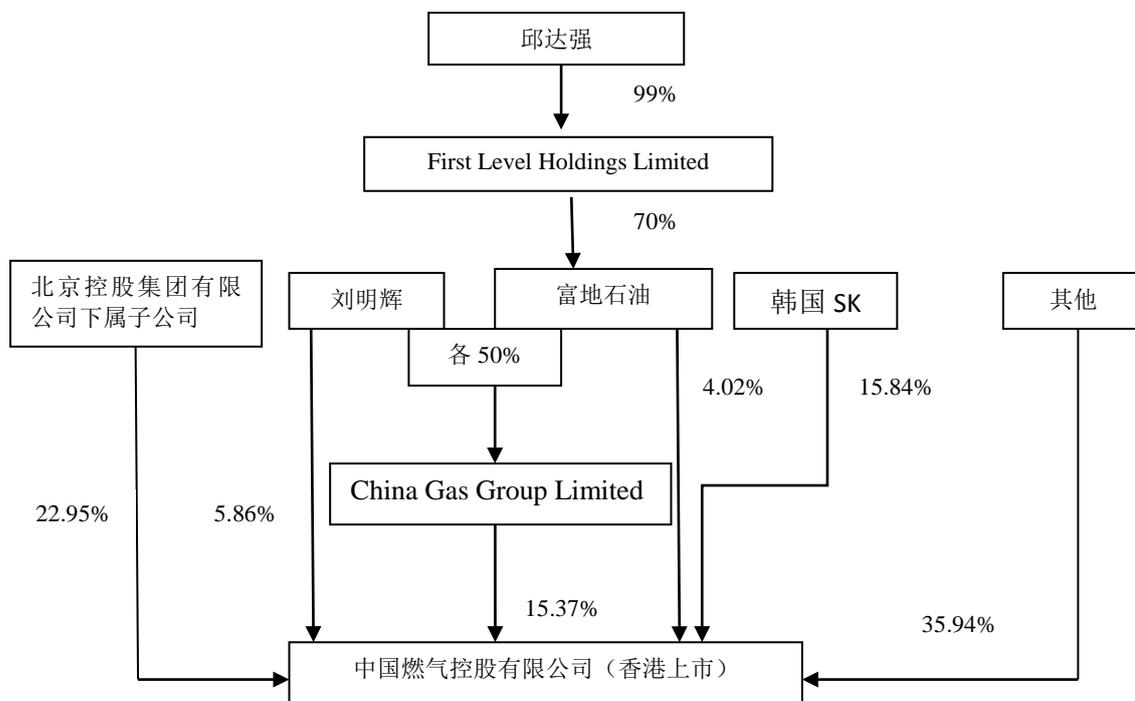
城市燃气建设是重要的基础设施和民生工程，而天然气作为城市燃气的主要气源之一，随着消费需求的增加，供需矛盾日益突出，天然气以及其他气源形式均有较大的发展空间。目前，国内城市管道燃气实行特许经营权政策，基于行业特点，取得特许经营权的公司特定区域内将占有相当市场份额，能够获得持续稳定的收入和现金流。

公司作为中国最大的城市燃气运营服务商之一，具有一定的区域垄断性和规模优势。近年来，随着公司不断开拓新的城市以及对现有城市客户的开发，公司保持较强的盈利能力。公司负债水平适宜，债务压力小，经营获现能力强，整体偿债能力较强。

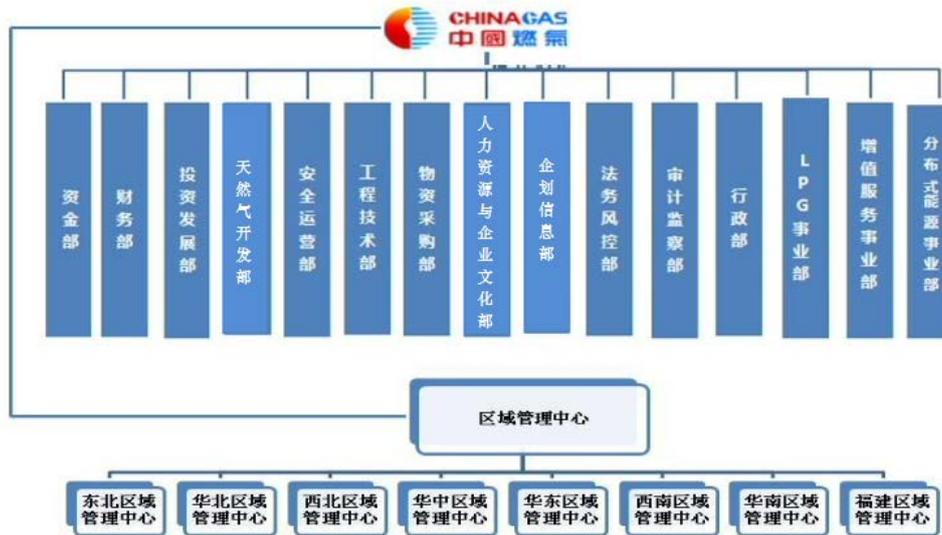
本期中期票据的发行将有助于公司改善债务结构，公司经营稳定，财务状况良好。

综合分析，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2016 财年末公司股权结构图



附件 1-2 截至 2016 财年末公司组织结构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 财年	2015 财年	2016 财年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿港元)	64.63	52.39	55.08
资产总额(亿港元)	452.65	506.24	535.33
权益总额(亿港元)	181.57	214.36	209.64
短期债务(亿港元)	57.61	39.19	103.24
长期债务(亿港元)	141.92	168.17	120.10
全部债务(亿港元)	199.53	207.36	223.34
营业额(亿港元)	260.08	316.66	291.39
除税前溢利(亿港元)	37.21	48.10	37.18
EBITDA(亿港元)	49.75	62.09	61.90
经营性净现金流(亿港元)	33.83	46.53	58.62
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	4.35	5.11	4.47
存货周转次数(次)	17.16	20.95	18.33
总资产周转次数(次)	0.57	0.66	0.56
毛利率(%)	15.04	15.16	17.76
总资本收益率(%)	9.97	11.05	8.73
净资产收益率(%)	16.41	18.05	13.04
长期债务资本化比率(%)	43.87	43.96	36.42
全部债务资本化比率(%)	52.36	49.17	51.58
资产负债率(%)	59.89	57.66	60.84
流动比率(%)	113.42	111.44	68.91
速动比率(%)	103.59	101.13	62.79
经营现金流动负债比(%)	27.54	39.98	29.60
EBITDA 利息倍数(倍)	6.08	7.88	5.90
全部债务/EBITDA(倍)	4.01	3.34	3.61

注：公司综合财务报表按《香港财务报告准则》编制，每年 3 月 31 日至次年 3 月 31 日为一个完整财年。

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年均复合增长率	
净资产年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
收入年均复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
除税前溢利年均复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业额/平均应收贸易账款净额
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业额/平均资产总额
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(年度溢利+银行贷款及其他借款利息)/(权益总额+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	年度溢利/权益总额×100%
毛利率	分部溢利总额/分部收入总额×100%
<b>债务结构指标</b>	
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+权益总额)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+权益总额)×100%
担保比率	担保余额/权益总额×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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	经营活动产生的现金净额/流动负债合计×100%

注: 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

现金类资产=银行结存及现金

短期债务=衍生金融工具+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-其他收益及亏损中的“诉讼申索拨备”和“汇兑(亏损)收益”

利息支出=资本化利息支出+银行贷款及其他借款利息

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其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 联合资信评估有限公司关于 中国燃气控股有限公司 2017 年度第一期中票的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国燃气控股有限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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中国燃气控股有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国燃气控股有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国燃气控股有限公司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中国燃气控股有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国燃气控股有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国燃气控股有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国燃气控股有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国燃气控股有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国燃气控股有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。