信用等级公告

联合[2018] 2244 号

联合资信评估有限公司通过对中国燃气控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，并维持“17 中国燃气 MTN001”的信用等级为 AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年八月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

China Gas Holdings Limited (中国燃气控股有限公司)
跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 中燃气 MTN001	15 亿元	2020/8/3	AAA	AAA

跟踪评级时间：2018 年 8 月 23 日

财务数据

项　　目	2016 财年	2017 财年	2018 财年
银行结存及现金(亿港元)	57.72	52.42	85.37
资产总额(亿港元)	535.33	602.22	820.58
所有者权益(亿港元)	209.64	239.47	327.30
短期债务(亿港元)	103.24	108.73	110.79
长期债务(亿港元)	120.10	127.45	212.93
全部债务(亿港元)	223.34	236.18	323.72
营业收入(亿港元)	294.97	319.93	528.32
除税前溢利(亿港元)	37.18	59.02	86.00
EBITDA(亿港元)	68.33	78.94	108.49
经营性净现金流(亿港元)	58.62	41.16	64.46
毛利率(%)	24.46	26.18	22.09
净资产收益率(%)	13.04	19.60	20.38
资产负债率(%)	60.84	60.24	60.11
全部债务资本化比率(%)	51.58	49.66	49.73
流动比率(%)	68.91	68.04	91.79
经营现金流动负债比(%)	29.60	18.23	23.78
全部债务/EBITDA(倍)	3.27	2.99	2.98
EBITDA 利息倍数(倍)	6.52	8.19	9.69

注：1、2016~2018 财年的起始日期分别为 2015 年 4 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日、2016 年 4 月 1 日至 2017 年 3 月 31 日、2017 年 4 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日；2、2016 财年数据使用 2017 财年年初数；3、2017 财年数据使用 2018 财年年初数；4、银行结存及现金中包含已抵押银行存款；5、EBITDA 中扣除与经营无关的一次性项目。

分析师

杨 栋　蒋智超　张 峥

邮箱：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

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与乡镇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。跟踪期内，随着工商业“煤改气”和华北“气代煤”等政策的实施，公司收入规模大幅增长。同时，联合资信也关注到，近年来原油价格波动、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。

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，公司未来收益水平有望持续提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对存续期债券的保障能力强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“17 中燃气 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为国内大型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. 工商业“煤改气“和华北“气代煤”等环保政策的实施，天然气需求量大幅增长，公司收入规模大幅增长。
3. 城市管道燃气实行特许经营权政策，公司在区域内具有特许经营优势。
4. 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。

5. 跟踪期内，公司经营稳定，盈利能力强，财务状况良好。
6. 公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对存续期债券的保障能力强。

关注

1. 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，油价波动会对公司业务产生影响。
2. 随着城市管道燃气的不断推广，未来公司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，且具有一定滞后性。
4. 公司股权相对分散，无实际控制人。公司股本占比很小，权益稳定性差。

声　明

一、本报告引用的资料主要由 China Gas Holdings Limited（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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)
跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国燃气控股有限公司（以下简称“中国燃气”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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并上市，股票代码为 0384.HK。

截至 2018 财年底，公司已发行股份 4968519572 股，其中，主要股东包括北京控股集团有限公司（以下简称“北控集团”）及其附属公司包括北京控股集团（BVI）有限公司、北京控股有限公司及泓茂发展有限公司；刘明辉先生及其关联方 China Gas Group Limited、Joint Coast Alliance Market Development Limited；邱达强先生及其关联方 First Level Holdings Limited 及其附属公司 Fortune Dynasty Holdings Limited、Fortune Oil Limited 及富地中国投资有限公司；CHEY Taewon 先生及其关联方 SK Holdings Co. Ltd. (以下简称“SK Holdings”)、SK E&S Co. Ltd.及其附属公司 SK E&S Hong Kong Co., Ltd. 及 Busan City Gas Co., Ltd.；The Capital Group Company Inc.及其全资持有的 Capital Research and Management Company。公司无控股股东和实际控制人。

公司主要于国内从事投资、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。

公司于 2018 财年财务报告中载明了纳入合并范围的主要附属公司 65 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 2018 财年底，公司（合并）资产总额为 820.58 亿港元，权益总额为 327.30 亿港元（其中少数股东权益 42.74 亿港元）；2018 财年，公司实现营业收入 528.32 亿港元，除税前溢利 86.00 亿港元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2017 年 8 月发行“17 中燃气 MTN001”，发行规模为 15 亿元，期限为 3 年期。公司已将募集资金全部用于偿还子公司境内债务。

跟踪期内，公司存续债券募集资金均已按约定用途使用完毕。公司“17 中燃气 MTN001”已于 2018 年 8 月 3 日按期支付当期利息。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放

缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的

比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业分析与区域环境

（一）天然气

1. 行业概况

天然气作为一种热值高、燃烧稳定、清洁环保的优势能源，全球资源储量丰富。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。

中国天然气产地集中，自产气占比高。中国天然气气源主要由国内自产气（包括常规天然气及非常规天然气，如页岩气、煤层气、致密砂岩气等）、进口管道天然气和进口 LNG 构成，主要用于城市燃气、工业燃料、化工以及天然气发电等四个领域。

从气源来看，2017 年，中国国内自产气虽然占比逐年下降，但仍占据中国气源 61%左右；进口 LNG 和进口管道天然气分别占总气源供应的约 22%和 17%。从气田产量看，中国国内自产气主要来自中国的四川盆地气区、鄂尔多斯气区、新疆气区等几大常规气区；从地域分布来看，陕西、四川和新疆是中国天然气的主产地，2016 年天然气产量合计占比超过 73%，自产天然气气源分布十分集中。

自 2004 年西气东输天然气管道正式投入商业运营以来，中国的天然气开发与利用始终保持较高速发展，但由于行业的基础设施建设滞后及资源的对外依存度偏高，导致天然气在中国一次能源消费中的比例依然偏低，人均用气量仅为国际水平的三分之一。近年来，随着国家西气东输工程、中亚中缅天然气管道、俄罗斯天然气管道以及沿海各天然气接收站建设的陆续投产及国家大气污染综合治理和煤改气政策的实施，天然气在我国的消费量呈现

逐年快速增长的态势。2014 年前后，受到宏观经济增速放缓和国际油价暴跌影响，天然气相对石油经济性优势大幅削弱，国内天然气消费增速有所下滑，2015~2016 年，我国天然气消费整体增速回落至 2.9%和 6.5%。进入 2017 年，随着宏观经济呈现稳中向好态势，工业、发电等用气需求也显著回升，天然气消费增长明显加快，加上蓝天保卫战、“煤改气”等政策带来用气增加，天然气消费量呈现两位数增长。根据国家发展和改革委员会的统计数据显示，2017 年，全国天然气消费量达到 2373 亿立方米，同比增长 15.3%，比上年增速快 8.8 个百分点，中国已成为世界第二大液化天然气进口国和世界第三大天然气消费国。

近年来，中国北方地区冬季空气重度污染日趋频繁，红色预警频发，空气污染有向南方扩散的迹象。为守护青山绿水、推进生态文明建设，中央政府对环境保护问题高度重视，各级政府纷纷拟定大气污染综合治理措施，着手改善空气品质。

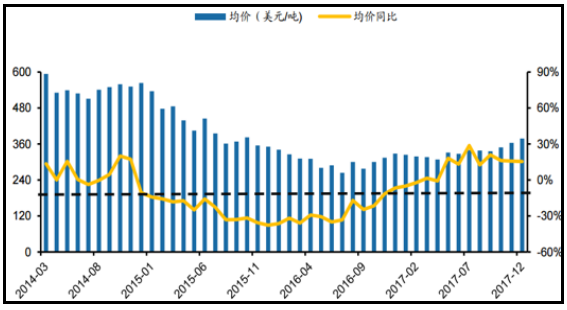
2017 年是中国大规模开展乡镇气代煤工程的元年。环境保护部、发改委、财政部、国家能源局联合北京市、天津市、河北省、山西省、山东省、河南省人民政府与 2017 年 2 月 17 日印发《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，首次将“2+26”城市列入京津冀污染传输通道。方案提出加快京津冀一体化建设，实施冬季清洁取暖重点工程，全面加强城中村、城乡结合部和乡村地区散煤治理，北京、天津、河北的部分城市于 2017 年 10 月底前完成“禁煤区”气代煤建设任务。同年 5 月 17 日，住房城乡建设部、环境保护部、国家能源局等部委发布《关于开展中央财政支援北方地区冬季清洁采暖试点工作的通知》，开展中央财政支援北方地区冬季清洁取暖试点工作。这些环保政策的实施为乡镇“气代煤”工程的开展提供了政策指引和资金保障，对提高天然气在中国的使用量起到积极的推动作用。

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。

2017 年，中国全年天然气生产量 1487 亿立方米，同比增长 8.54%；天然气进口量 920 亿立方米，同比增长 27.6%，对外依存度升至 38.22%，其中进口 LNG 约 503 亿立方米，同比增长 48.9%，进口管道气 417 亿立方米，同比增长 8.78%，主要进口国为土库曼斯坦、卡塔尔、澳大利亚等国家。目前，我国已经形成四大天然气进口通道，包括：中亚管道天然气、中缅管道天然气、中俄管道天然气，以及沿海进口液化天然气。天然气进口价格在 2017 年持续攀升，2017 年 12 月进口均价上升至 378.53 美元/吨，自 2016 年年初以来整体进口均价累计涨幅为 10.9%。

图 1 中国天然气进口均价情况



资料来源：公开资料整理

2017 年，中国天然气消费量 2373 亿立方米，同比增长 15.3%。2017 年天然气消费量保持快速增长，推动天然气消费的主要因素有以下几条：1）宏观经济总体向好，用气量随之增长；2）大气污染治理与环保督察倒逼一些排放不达标企业从燃煤、燃油等燃料改造成使用天然气；3）燃气电厂新增投产 1000 多万千瓦装机；4）居民清洁取暖煤改气；5）冬季气温较往年偏低。

天然气消费具有明显的季节性，调峰需求大。我国天然气的主要消费终端可以分为城市燃气、工商业用气、发电用气和化工用气等，其中，后三者由于生产的持续性，天然气消费的季节性不显著。城市燃气由于冬季城镇居民采暖需求，消费特征上具有明显的季节性，夏季为需求淡季，冬季为需求旺季。自 2010 年来，城市燃气消费占比波动上升，2017 年城市燃气超越工业用气，居国内天然气用气结构之首，占比达到 37%。工业用气和发电用气分别占天然气消费的 31%和 20%。城市燃气消费的高占比导致了我国天然气消费供需峰谷差大、调峰储备需求显著，该现象在我国北方地区尤其明显。

总体来看，2017 年我国天然气总供给量（自产+进口）同比增加 316 亿立方米，其中自产气增加 117 亿立方米，进口气增加 199 亿立方米，进口气是增量供给的主力。进入到供暖季以后，部分地区出现了短时间的“气荒”情况，主要是在冬季每日最大用气需求高增的情况下，自产气源增速有限、中亚进口气意外减量、以及国内储气调峰设施不足。2017 年我国天然气供给增量为 316 亿方，实际消费量为 315 亿方。我国天然气的供给限制了需求的增长。

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。

2017 年 5 月 21 日，中共中央、国务院印发了《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，明确提出：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。2017 年 6 月，国家发改委印发了《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，准许成本引入标杆成本，激励燃气公司降本增效，准许收益率为税后全投资收益率，按不超过 7%确定。随着我国天然气进口量增加，低价气对国内现

有气价格局形成较大冲击。市场化改革的推进有助于理顺国内天然气价格体系。2017 年 11 月 10 日，发改委颁布《关于全面深化价格机制改革的意见》，明确提出：深化非居民用天然气价格市场化改革，适时放开气源价格和销售价格，完善居民用气价格机制。2018 年 5 月 25 日，国家发改委发布《关于理顺居民用气门站价格的通知》，并将于 2018 年 6 月 10 日实施。从长期来看，该通知从以下两个方面利好天然气行业的发展 理顺居民用气门站价格，建立反映供求变化的弹性价格机制推行季节性差价政策，鼓励市场化交易。

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. 未来发展

根据中国《能源发展十三五规划》、《天然气发展十三五规划》及《中国油气产业发展分析与展望报告蓝皮书（2017~2018）》等发展指引，天然气首次被确立为中国新一代的主体能源之一，并期望到 2020 年天然气在中国一次能源消费结构中的占比力争达到 10%，到 2030 年力争将天然气在中国一次能源消费中的占比提高到 15%。预计 2040 年前天然气的消费比重将超越石油成为中国第二大主体能源。2017 年 12 月 5 日，中央十部委共同印发《北方地区冬季清洁取暖规划（2017~2020 年）》，要求，到 2019 年，中国北方地区清洁取暖率要达到 50%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）7400 万吨。到 2021 年，北方地区清洁取暖率达到 70%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）1.5 亿吨。这意味着清洁能源取暖的推广、乡镇“气代煤”的推进将会在更长时间、更广阔的地域内得以贯彻落实，为天然气在中国的广泛利用提供强劲的政策保障。

总体看，天然气市场供需的持续快速增长将进一步推动天然气管网、储运、调峰、接收站等基础设施的建设，加速推动天然气体制和价格改革。长远来看，中国能源转型是比摆脱对煤炭消费的过度依赖、跨越石油时代，实现真正的绿色低碳的可持续发展。

（二）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 2180.86 万吨，到 2017 年全年液化石油气产量达 3677.30 万吨，2011~2017 年年均复合增长率为 9.10%。2018 年 1-4 月中国液化石油气产量为 1269.1 万吨，同比增长 7.9%。

图 2 中国液化石油气供需情况（单位：万吨）



资料来源：公开资料整理

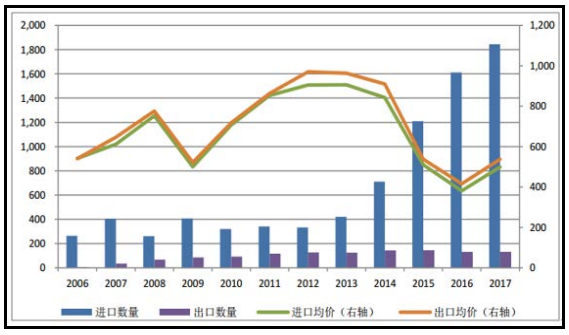
在消费结构方面，我国 LPG 主要下游消费领域包括民用、工业（包括化工原料）和交

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 年我国 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%。

从近十年我国 LPG 进出口情况看，我国 LPG 一直处于净进口状态，自 2014 年开始，进口 LPG 大幅增长，2014~2017 年我国 LPG 进口量分别为 710.13 万吨、1208.78 万吨、1612.49 万吨和 1844.90 万吨，分别同比增长 68.65%、70.22%、33.40%和 14.41%。2014~2017 年我国 LPG 进口均价分别为 842.51 美元/吨、510.07 美元/吨、380.41 美元/吨和 499.16 美元/吨，总体呈现下降趋势。

图 3　中国液化石油气进出口情况

（单位：万吨、美元/吨）



资料来源：公开资料整理

2. 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。

3. 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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司为在香港联合交易所上市的上市公司。截至 2018 财年底，公司已发行股份 4968519572 股，其中，主要股东包括北控集团及其附属公司包括北京控股集团（BVI）有限公司、北京控股有限公司及泓茂发展有限公司；刘明辉先生及其关联方 China Gas Group Limited、Joint Coast Alliance Market Development Limited；邱达强先生及其关联方 First Level Holdings Limited 及其附属公司 Fortune Dynasty Holdings Limited、Fortune Oil Limited 及富地中国投资有限公司；CHEY Taewon 先生及其关联方 SK Holdings Co. Ltd.、SK E&S Co. Ltd.及其附属公司 SK E&S Hong Kong Co., Ltd. 及 Busan City Gas Co., Ltd.；The Capital Group Company Inc.及其全资持有的 Capital Research and Management Company。公司无控股股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争实力

公司进入燃气领域时间较早，具备了一定的规模优势，目前是国内最大的跨区域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、海南等 26 个省、自治区、直辖市。截至 2018 财年底，公司累计共于 26 个省、市、自治区取得 495 个拥有专营权的管道燃气项目，并拥有 14 个天然气长输管道项目、580 座压缩/液化天然气汽车加气站、1 个煤层气开发项目，100 个液化石油气分销项目以及建成运营 19 个多能互补的综合能源供应项目；截至 2018 财年底，公司管道燃气项目共计 495 个，累计接驳住宅用户 2457.03 万户，可接驳居民用户数 4098.30 万户，天然气总销量 186.59 亿立方米，处于国内燃气分销行业前列。

3. 人员素质

截至 2018 年 7 月 31 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：一名非执行董事俞枏准先生委任了一位替任董事权沄相先生，一名非执行董事刘明兴先生委任了一位替任董事刘畅女士）及独立非执行董事 5 名。公司另有副总裁 2 人。经查，公司董事及高级管理人员在企业管理及相关专业领域具有丰富的经验。

截至 2018 财年底，公司管理体系下共有在职员工约 32147 人。按照教育程度划分，硕士及以上占 1%，本科占 16%，大专占 26%，中专及以下占 57%。

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。

七、管理分析

跟踪期内，公司独立非执行董事发生变更，由张凌担任，在管理体制等其他方面无重大变化。此人员变动对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大影响。

张凌，男，62 岁，于 2017 年 11 月获委任为公司的独立非执行董事，兼审核委员会及企业管制及风险控制委员会的成员。现为中国政法大学教授级博士生导师，中国法学会理事，中国犯罪学学会常务副会长及法定代表人等。拥有丰富的法律事务经验。

八、经营分析

1. 经营现状

公司为国内规模最大的跨区域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。2016~2018 财年，受益于中国日益严格的环保政策，工商业“煤改气”、华北乡镇实行“禁煤”政策带来的“气代煤”等天然气利用政策的有效实施，天然气行业景气度有所回升，公司营业收入规模呈快速增长趋势，2018 财年为 528.32 亿港元，同比增长 65.13%。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，管道天然气销售和燃气接驳业务是公司主要的利润来源。近年来，公司在居民用户及工商业用户中大力拓展壁挂炉、厨房燃气具、保险代理等相关增值服务业务，使得公司增值服务板块收入大幅增长，为公司收入和利润提供了一定的支

撑。

溢利率（板块溢利/收入）方面，近三年公司溢利率呈波动下降趋势。2016~2018 财年，公司管道天然气销售板块溢利率不断下降，2018 财年为 10.89%，同比下降 3.55 个百分点，主要系公司上游购气成本上升、综合销气价差有所下降所致；同期，公司燃气接驳业务板块溢利率波动下降，2018 财年为 42.13%，同比下降 13.67 个百分点，主要系本年度公司新接驳用户中乡镇气代煤用户占比增加、乡镇气代煤接驳毛利较低所致；同期，公司液化石油气销售板块溢利率波动下降，2018 财年为 3.81%，该板块溢利率较低主要系 LPG 业务中超过 70%的业务属于批发业务所致，同比下降 0.87 个百分点，主要系进口 LPG 价格增长所致。受上述因素影响，2018 财年，公司溢利率为 16.28%，同比下降 2.17 个百分点。

表1　2016~2018财年公司营业收入及溢利率情况（单位：亿港元、%）

项目	2016 财年			2017 财年			2018 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	129.96	44. 06	15.02	137.78	43.07	14.44	226.13	42.80	10.89
燃气接驳	47.94	16.25	52.72	57.48	17.97	55.80	113.02	21.39	42.13
液化石油气销售	113.49	38.48	4.48	116.55	36.43	4.68	159.70	30.23	3.81
增值服务	3.58	1.21	40.45	8.12	2.53	36.47	29.47	5.58	26.28
合计	**294.97**	**100.00**	**17.54**	**319.93**	**100.00**	**18.45**	**528.32**	**100.00**	**16.28**

资料来源：公司提供。

注：1. 溢利率=板块溢利/收入；2. 溢利总额与上表中各分部溢利合计值不一致，原因是中裕燃气为公司的联营公司，贡献了部分溢利所致；3. 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，受燃气行业景气度变化影响，公司营业收入呈快速增长趋势，考虑到公司燃气供应业务的区域垄断特点，公司收入稳定性良好。受公司综合销气价差以及新接驳用户中乡镇气代煤用户占比增加影响，公司溢利率有所下降。

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，经过多年的快速发展，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，使之为公司的管理效率和经营业绩的提升发挥积极作用。公司通过招投标取得城市管道燃气特许经营权的方式来经营全国各个城市管道燃气的销售，特许经营权期限一般在 30 年左右，在此期间公司将成为该区域唯一一家燃气运营商。随后，公司将投资铺设城市燃气管网，并为下游的工商业用户及居民用户安装燃气的终端，并一次性收取接驳费。随后，公司将通过收取燃气价差来获得利润。截至 2018 财年底，公司累计共于 26 个省、市、自治区取得 495 个拥有专营权的管道天然气项目，并拥有 580 座压缩/液化天然气汽车加气站。

截至 2018 财年底，公司已实现天然气通气的城市达到 311 个，累计已建成 172.54 千公里燃气管网和 537 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 1.18 亿立方米，天然气总销量达到 186.59 亿立方米。

表 2　2016~2018 财年公司管道燃气业务主要指标

项目	2016 财年	2017 财年	2018 财年
已建管道总长（千公里）	74.11	95.46	172.54
储配站和 LNG 气化站数目（个）	287	497	537
天然气通气城市（个）	216	236	311
城市与乡镇燃气项目数目（个）	305	330	495
储配站和 LNG 气化站设计日供气能力（亿立方米/日）	0.81	1.05	1.18
天然气总销量（亿立方米）	98.60	122.24	186.59

资料来源：公司提供

（1）乡镇“气代煤”

环境问题关系国计民生。针对乡镇气代煤工作，公司专门成立了华北气代煤指挥部和平台公司，并对气代煤组织架构进行了部署。公司组建了一支华北乡镇气代煤团队，从乡镇燃气用户市场开发、工程设计及施工、气源气价、合同能源管理、壁挂炉安装、安全运营、客户服务等多个方面开展专业培训，确保华北乡镇气代煤各项工作快速推进。

截至2018财年底，公司累计签约乡镇“气代煤”居民用户约323万户，完成114.9万乡镇家庭用户的燃气管道接驳，向乡村居民用户提供2.5亿立方米天然气用与冬季采暖。未来几年，公司将继续在华北地区拓展以天然气气代煤项目为代表的各项相关业务，接驳费、天然气销售以及壁挂炉和厨房用具销售收入和利润有望提升。

（2）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。

表3　近年公司已接驳用户及加气站情况

项目	2016财年	2017财年	2018财年
已接驳居民用户（万户）	1469.12	2068.17	2457.03
已接驳工业用（万户）	0.46	0.74	0.97
已接驳商业用（万户）	8.70	14.20	16.90
压缩/液化天然气加气站（个）	571	580	580

资料来源：公司提供

注：上表中已接驳居民用户包含自然增长以及收购合并带来的户数增长。

近年来，中国北方地区冬季空气重度污染日趋频繁，红色预警频发，空气污染有向南方扩散的迹象，各个地区陆续制定了大气污染综合治理措施。随着居民使用天然气的普及和乡镇“气代煤”工程的开展，接驳天然气需求日趋增加，公司已接驳用户数呈快速增长态势。截止2018财年底，公司已建管道总长达到172540公里，城市渗透率为57.20%。

2018财年，公司实现燃气接驳收入113.02亿港元，较2017财年同比增长96.62%，占公司全年营业收入的比重为21.39%。

居民用户

2018财年，公司完成新接驳392.68万户天然气居民用户，较2017财年同比增长53.1%，增长主要来自乡镇“气代煤”项目带来的新接驳用户的增长；公司新接驳居民用户占当年度公司可接入居民用户的59.95%，较大的可接入居民数为公司天然气销售接驳业务提供了良好的增长潜力。2018财年，城市居民用户平均支付的管道燃气接驳费为每户2523人民币，较2017财年小幅下降0.67%；同期，公司乡镇居民用户平均支付的管道燃气接驳费为每户3089人民币。截至2018财年底，公司累计已接驳的居民用户为2457.03万户，较2017财年底增长18.80%。

工商业用户

公司积极响应国家“煤改气”政策，公司适时调整市场开发与奖励政策，加大督导项目公司快速推进该项工作。同时，利用公司自身的天然气物流车队、发展乡镇及点对点供气项目。截至2018财年底，公司共有9721户工业用户及168964户商业用户，分别较2017财年同期增长31.3%和19.0%。工业用户和商业用户的平均接驳费分别为每户19.70万元和3.06万元。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。

与居民用户相比，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，公司在满足居民用户燃气需求之基础上，加速接驳工商业用户。随着公司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

公司积极响应国家发改委有关车船领域“油改气”的政策，持续拓展相关 CNG/LNG 汽车加气站业务，并设有车船燃气事业部进行统一管控。

受近年国际油价于低位徘徊及中国电动汽车补贴等政策影响，CNG 加气站的市场开发与天然气售气量均有一定压力，但由于中国物流运输业的好转，LNG 重卡数量增加，LNG 加气站售气量取得较快增长。在船用天然气业务发展方面，2016 财年，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工作，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；同时，公司拥有船用液化天然气引擎改造的专利及知识产权，以及先进的船舶“油改气”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，公司积极推进船用 LNG 加气业务。

截至 2018 财年底，公司累计已拥有 580 座 CNG/LNG 汽车加气站和多支危险品运输车队，日均可为超过 20 万辆天然气汽车提供加气服务。2018 财年，车用 CNG/LNG 销量占公司城市燃气项目天然气销量的 6.56%。未来，公司将继续强化车船用天然气业务板块，形成中国燃气特色的 4G（LNG、CNG、LPG、PNG）能源网络，加速实现从燃气供应商到综合能源方案提供商的转变。

表 4　2016~2018 财年公司汽车加气业务情况

项目	2016 财年	2017 财年	2018 财年
CNG/LNG 天然气销量（百万立方米）	1153.20	1203.54	1223.90
CNG 加气站数量（座）	398	400	400
LNG 加气站数量（座）	173	180	180

资料来源：公司提供

（3）天然气气源采购

公司上游供应商多为中石油、中石化等大型国有企业。2018 财年，公司通过中石油、中石化、中海油和市场采购量占比分别为 39.42%、0.07%、19.98%和 40.53%，上游采购集中度较高。

表 5　2018 财年天然气主要供应商情况

（单位：亿立方米、%）

供货方/气源来源	协议模式	采购量	占比
中石油	照付不议	52.1	39.42
中石化	照付不议	0.1	0.07
中海油	照付不议	26.4	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**

资料来源：公司提供

气源采购方面，公司与中石油、中海油及中石化均签署了战略合作协议，并签订了照付不议协议，在气源供应方面较有保障。公司燃气采购通过内部燃气采购网络按照两级管理操作完成。其中，总部主要负责采购网管理、供应商管理以及燃气采购招标和年度总体合同的签订；下属子公司及各个项目公司则分别与供应商签订燃气年度采购合同，并负责合同货款的支付，燃气质量把控和燃气仓储管理。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，公司与供应商采取定期现结的方式（周结算、半月结算、或者月结算）。2018 财年，公司天然气采购量为 132.16 亿立方米，平均采购单价为 1.88 元/立方米（不含税价），同比上升 0.09 元/立方米。

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，影响了公司的盈利能力。近期，随着天然气市场化改革的深化，更加强化市场定价的必要性，未来公司的天然气采购成本有望下降。

（4）天然气销售

2018 财年，在项目数量增加、用户数量的

增长和环保政策的驱动下，公司天然气总销量186.59亿立方米，较2017财年增长52.64%。其中，城市与乡镇天然气销量117.87亿立方米、管道与贸易天然气销量68.73亿立方米，分别较2017财年增长39.10%和83.23%。期内用户分布方面，居民用户销量、工业用户销量、商业用户销量和压缩/液化天然气汽车加气站用户销量分别为30.89亿立方米、54.20亿立方米、20.54亿立方米、12.24亿立方米。在收费方面，2018财年，公司对居民、工业、商业、压缩/液化天然气汽车加气站用户的每立方米平均收费（除税）分别为2.40元、2.50元、2.60元和2.63元，分别较2017财年增长1.69%、5.04%、1.96%和-5.73%。

2018财年，公司城市与乡镇燃气项目天然气销量中，售予居民用户、工业用户和商业用户的占比分别为26.21%、45.98%和17.43%，售予CNG/LNG汽车用户的占比为10.38%。以工商业用气为主的用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。

销售价格方面，公司对居民用户燃气价格不能进行自主定价，必须履行天然气价格听证程序，导致居民用户燃气价格调整滞后，并可能对公司盈利产生一定的影响。公司对工商业用户的燃气价格有一定的议价能力。

3. 液化石油气（LPG）业务

截至2018财年底，作为中国最大的综合性液化石油气运营服务商，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（1100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Vitol SA、SK、Astomos和GYXIS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，一般采购价格稍低于国际市场采购价格，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）。

2016~2018财年，公司LPG业务实现营业收入快速增长，2018财年为159.70亿港元，同比增长37.0%。2018财年，公司实现液化石油气销量403.04万吨，同比增长9.0%，其中，批发业务销量为294.45万吨，同比增长16.2%，终端零售业务销量为108.59万吨，同比下降6.8%；销售收入增幅大于销量增幅，主要是受国际油价上涨导致LPG销售价格上涨所致。

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。

总体看，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。但联合资信关注到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。

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 2018 财年底，公司已经拥有了超过 3000 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巨大。

2018 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。公司在用户中大力拓展自有品牌“中燃宝”壁挂炉、厨房燃气具等相关增值服务业务。作为公司的自有燃气具品牌，中燃宝产品涵盖壁挂炉、燃气灶、燃气热水器、吸油烟机、消毒柜等多个类别，产品型号已超过 200 款。2018 财年，公司实现销售“中燃宝”壁挂炉和厨房燃气具系列产品 45 万台。

2018 财年，公司通过丰富增值服务内容、提升营销水平，逐步扩大增值业务在公司整体运营收入中的比重。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，进一步提升了公司运营服务网络的盈利能力和综合竞争力。

5. 经营效率

从经营效率来看，2016~2018 财年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均有所上升，2018 财年分别为 4.91 次和 0.74 次。同期，公司存货周转次数有所下降，2018 财年为 17.34 次。总体看，公司资产经营效率尚可。

6. 在建工程和未来发展

在建项目方面，2016~2018 财年，公司在建工程账面价值分别为 60.72 亿港元、66.46 亿港元和 106.02 亿港元。

截至 2018 财年底，公司主要在建项目有：

1）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，自有资本金占总投资比例为 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。

2）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，自有资本金占总投资比例为 34.46%，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。

3）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，自有资本金占总投资比例为 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。

4）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。该项目的主要建设内容为：高压系统包含天然气门站 1 座，含 CNG 母站、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。

5）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，自有资本金占总投资比例为 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，主要是呼和浩特市区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。

由于在建造过程中，实际工程造价、人工水平会与预计投资有偏差，且通胀与货币贬值也造成目前工程造价与人工与预计投资有较大偏差，故实际投入的资金大于预计投资总额。

总体看，公司主要在建项目总投资规模 106.02 亿港元。公司近年投资支有所扩大，公司存在一定的外部融资需求。

表 6　公司截至 2018 财年底主要在建工程情况

序号	项目/设备名称	预计投资总额(亿元)	截至 2018 财年底投资金额(亿元)	截至 2018 财年底完工进度(%)	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	5.47	100.55	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	3.43	128.46	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	6.33	122.67	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	3.83	113.31	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	16.01	76.13	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**	**27.26**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

未来战略发展方面，公司计划经过三年的市场拓展、结构调整、经营模式改善、管理精细化，成为“国内综合实力最强的跨区域城市燃气企业”，形成城市燃气、车船燃气、LPG 为核心，分布式能源、增值服务为补充的业务格局。城市燃气、车船燃气及 LPG 业务成为拉动公司盈利高速增长的三驾马车；分布式能源、增值服务业务通过试点探索，总结成功商业模式、积蓄资源与能力，成为公司高速发展快车道上的补充，为公司未来发展引擎奠定基础；同时，适应行业发展趋势，大力挖掘现有业务的价值，并不断完善产业链，发现和培育新的利润增长点。

总体看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2016~2018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而中肯地反映了公司近三年财务状况、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、2017年3月31日和2018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

0.8334元、1港元对人民币0.7993元和1港元对人民币0.7992元。截至2016年3月31日、2017年3月31日和2018年3月31日，财务报表编制时的参考汇率为：1港元对人民币0.835元、1港元对人民币0.88元和1港元对人民币0.805元。

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；2017财年公司新增6家子公司，分别为北燃发展有限公司、中国燃气建设发展有限公司、洲际香港集团有限公司以及新收购的辽阳中燃天然气输配有限公司、济南中燃城市燃气发展有限公司、武汉中燃能源集团有限公司和锦州北燃燃气有限公司；2018财年公司新增7家子公司，分别为西安德高液化气有限公司、咸阳大秦液化气有限责任公司、甘肃中燃百江能源有限公司、云梦县中燃百江能源有限公司、岑溪市恒兴天燃气有限公司、靖宇县国德燃气有限公司和洲际香港集团有限公司。

截至 2018 财年底，公司于 2018 财年财务报告中载明了纳入合并范围的主要附属公司 65 家。2016 财年，由于燃煤业务营运规模缩减，公司将燃煤及燃气用具分部之收入重新分类至其他收入，且不再以单独营运分部的形式列示富地燃气，故以 2016 财年期末数据对综合损益及其他全面收入报表的 2015 财年期末数据进行追溯调整。2017 财年，由于增值服务业务营运规模扩大（包括销售燃气具、波纹管及报警器、燃气综合保险代理和提供维修改造服务），公司将以上其他收益重新分类至增值服务业务分部，故以 2017 财年期末数据对综合损益及其他全面收入报表的 2016 财年期末数据进行追溯调整。

截至 2018 财年底，公司（合并）资产总额为 820.58 亿港元，权益总额为 327.30 亿港元（其中少数股东权益 42.74 亿港元）；2018 财年，公司实现营业收入 528.32 亿港元，除税前溢利 86.00 亿港元。

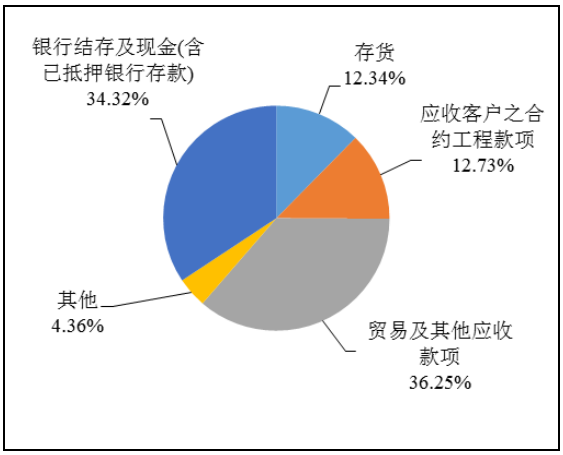
2. 资产质量

2016~2018财年，随着公司业务规模的扩张，公司资产总额快速增长，年均复合增长23.81%。截至2018财年底，公司资产总额820.58亿港元，同比增长36.26%。从资产构成来看，流动资产占30.32%，非流动资产占69.68%，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

2016~2018财年，公司流动资产规模快速增长，年均复合增长35.02%。截至2018财年底，公司流动资产248.77亿港元，同比增长61.93%。从构成来看，贸易及其他应收账项占36.25%，银行结存及现金（含已抵押银行存款）占34.32%、应收客户之合约工程款占12.73%、存货占12.34%。

图4　截至2018财年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016~2018财年，公司银行结存及现金（含已抵押银行存款）波动增长，年均复合增长率21.61%。截至2018财年底，公司银行结存及现金85.37亿港元（含已抵押银行存款），同比增长62.85%，主要系融资活动所用现金净额增加所致。截至2018财年底，公司已抵押银行存款[1]2.91亿港元。

2016~2018财年，公司贸易及其他应收账项快速增长，年均复合增长33.06%。截至2018

[1]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。2018 财年，公司已抵押银行存款按每年 1.55 厘至 4.55 厘之固定利率计息。

财年底，公司贸易及其他应收账项为90.19亿港元，其中，贸易应收账款34.09亿港元（累计拨备4.73亿港元），占37.80%；其他应收账项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，占62.20%。从公司贸易应收账款（扣除减值亏损）的账龄看，180日以内占86.26%，181~365日占7.21%，365日以上占6.53%，公司贸易应收款账龄较短。公司一般给予贸易客户的平均信贷收回期为30至180日。2018财年，公司就与燃气管道建设业务及液化石油气销售相关的贸易应收款作出0.74亿港元的拨备，该等款项已逾期、账龄久远且有关客户自欠款日期以来的还款速度缓慢。截至2018财年底，公司计提呆坏账拨备4.73亿港元。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4.03亿港元，平均账龄为398日，且无任何抵押，但基于信贷质素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。

2016~2018 财年，公司存货快速增长，年均复合增长 59.06%。截至 2018 财年底，公司存货 30.69 亿港元，同比增长 82.81%，主要系受益于工商业“煤改气”和华北“气代煤”天然气利用政策有效实施，天然气整体需求量大幅增长，同时用户接驳率也不断提升使得建材的采购量快速增长所致。从构成来看，建材占 45.29%，消耗品、备件、燃气器具及其他物料占 28.18%，天然气占 6.55%，液化石油气占 19.99%。

2016~2018 财年，随着公司业务的不断扩张，公司应收客户之合约工程款项快速增长，年均复合增长 66.94%。截至 2018 财年底，公司应收客户之合约工程款 31.67 亿港元，同比增长 82.21%。

非流动资产

2016~2018财年，受物业、厂房及设备增长影响，公司非流动资产快速增长，年均复合增长19.73%。截至2018财年底，公司非流动资产为571.81亿港元，同比增长27.47%。从构成来看，物业、厂房及设备占59.62%、于合资公司之投资占11.23%、于联营公司之投资占10.36%。

2016~2018财年，随着公司主营业务的发展，公司物业、厂房及设备等固定资产逐年增长，年均复合增长率22.14%。截至2018财年底，公司物业、厂房及设备账面原值为406.57亿港元，计提折旧和减值准备共计65.69亿港元，物业、厂房及设备账面净值为340.88亿港元，较2017财年底增长31.72%，主要系新增已建管道和在建工程所致。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8.97%）、管道（占50.81%）、在建工程（占31.10%）和机器及设备（占6.54%）。

公司不断通过联营及合资方式扩大生产规模优势及区域市场竞争优势，2016~2018财年，公司于联营及合资公司之投资合计持续增长，年均复合增长17.77%。截至2018财年底，公司于联营及合营企业之投资合计123.48亿港元，其中，公司于联营公司之投资为59.25亿港元，计入联营公司之投资成本的商誉合计17.01亿港元，主要联营公司为哈尔滨中庆燃气有限责任公司、中裕燃气及其附属公司和沈阳沈西燃气有限公司等；于合资公司之投资为64.24亿港元，计入合营公司之投资成本的商誉合计2.66亿港元，主要合资公司包括呼和浩特中燃城市燃气发展有限公司和福建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[2]。2016~2018财年，公司其他无形资产波动中有所增长，年均复合增长12.93%。截至2018财年底，公司其他无形资产账面原值为44.54亿港元，截至2018财年底，公司对其他无形资产累

[2] 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；生产分成权指公司一间附属公司与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。

计摊销5.51亿港元。截至2018财年底，公司无形资产账面净值39.03亿港元，其中，天然气业务之独家经营权占65.20%，生产分成权占33.72%。

总体看，随着公司现有市场的不断渗透及联营合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

2016~2018财年，公司权益总额快速增长，年均复合增长24.95%。截至2018财年底，公司权益总额327.30亿港元，同比增长36.68%，主要由于股份溢价、资本赎回储备、法定基金以及累计溢价增加所致。从构成来看，公司非控股权益42.74亿港元，占权益总额的13.06%；归属公司拥有人之权益284.56亿港元，占权益总额的86.94%，其中，股本占0.17%，储备占99.83%。整体看，公司权益结构稳定性差。

负债

2016~2018财年，公司负债快速增长，年均复合增长23.07%。截至2018财年底，公司负债合计493.28亿港元，同比增长35.98%，主要来自贸易及其他应付账项和银行及其他借贷的快速增长。从结构看，流动负债占54.94%，非流动负债占45.06%，公司流动负债占比波动下降，但流动负债占比仍略高。

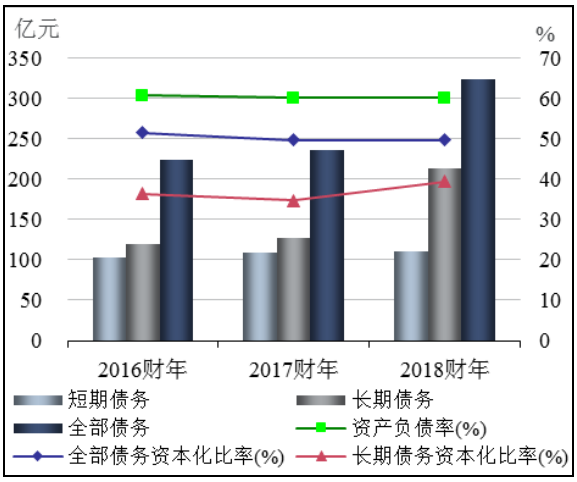
2016~2018财年，公司流动负债规模快速增长，年均复合增长16.99%。截至2018财年底，公司流动负债合计271.02亿港元，同比增长20.03%。其中，贸易及其他应付账项占51.82%，银行及其他借贷-于一年内到期占40.88%。2016~2018财年，公司非流动负债规模快速增长，年均复合增长31.95%。主要由银行及其他借贷-于一年后到期构成。

2016~2018财年，公司贸易及其他应付账项快速增长，年均复合增长28.17%。截至2018财年底，公司贸易及其他应付账项合计140.45亿港元，同比增长45.55%。其中，贸易应付账款及应付票据合计74.70亿港元。按账龄分析法核算，90日以内的占43.54%，91日至180日的占15.76%，180日以上的占40.70%。同期，公司其他应付账项合计65.75亿港元，主要由来自客户之预付款项（占42.27%）、其他应付款项及应计费用（占13.20%）和应付工程费用（占18.50%）构成。

2016~2018财年，公司银行及其他借贷快速增长，年均复合增长20.39%。截至2018财年底，公司银行及其他借贷共323.72亿港元，其中于一年内到期110.79亿港元，同比增长1.89%，于一年后到期212.93亿港元，同比增长67.07%。截至2018财年底，公司银行及其他借贷中，银行借贷为236.74亿港元，其他贷款为86.99亿港元。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（发行额度10.00亿元，息票利率及实际利率为每年4.20%）、2016年10月公募发行5年期公司债券（发行额度20.00亿元，固定息票利率为3.05%）以及2017年8月以私募配售方式发行的3年期公司债券（发行额度10.00亿元，息票利率及实际利率为每年4.75%）和5年期公司债券（发行额度5.00亿元，息票利率及实际利率为每年4.75%）。公司银行及其他借贷合计中定息借款127.79亿港元，占39.47%；浮息借款195.94亿港元，占比60.53%。从账龄看，公司银行及其他借贷1年内到期的占34.22%、1~2年的占42.12%、2~5年的占18.19%、5年以上的占5.46%。

有息债务方面，2016~2018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20.39%。截至2018财年底，公司全部债务为323.72亿港元，同比增长37.06%，债务负担有所上升，其中短期债务占34.22%，长期债务占65.78%，公司有息债务中长期债务占比较高。

图5　近年公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

从债务指标来看，2016~2018财年，公司资产负债率和全部债务资本化比率保持相对稳定，三年均值分别为60.30%和50.08%，截至2018财年底分别为60.11%和49.73%；同期，由于公司长期债务占比有所上升，长期债务资本化比率呈上升趋势，三年平均值为37.42%，截至2018财年底为39.41%。

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

2016~2018财年，公司收入快速增长，年均复合增长33.83%。2017财年，随着公司业务扩张，天然气销气量同比大幅增长24.0%，带动公司收入同比增长8.46%至319.93亿港元。2018财年，公司天然气销售、燃气接驳及液化石油气销售均实现较大幅度的增长，带动公司收入同比增长65.13%至528.32亿港元。同期，公司营业成本同比增长74.29%，增幅高于收入增幅，带动公司毛利率的下降。

2016~2018财年，公司期间费用持续增长，年均复合增长13.79%。2018财年，公司期间费用为44.11亿港元。2018财年，公司期间费用以行政开支、销售及分销成本为主，其中行政开支为19.88亿港元，主要系职工薪酬、保险费用及折旧费等；销售及分销成本为16.16亿港元，主要为公司天然气销售业务所产生的相关费用。随着公司的在建工程逐步转为固定资产，折旧金额不断增长。2016~2018财年，公司期间费用率不断下降，分别为11.55%、11.28%和8.35%。整体看，公司成本费用控制能力较好。

2016~2018财年，公司其他收入分别为4.86亿港元、4.46亿港元和5.64亿港元，主要由政府补贴、利息收入及其他服务收入构成。其中，近三年，政府补贴分别为1.58亿港元、1.95亿港元和2.14亿港元，主要为置换天然气供应管道补贴款。

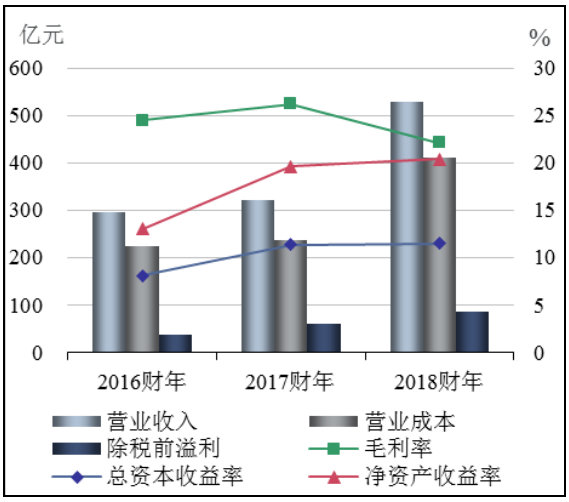
2016~2018财年，公司其他收益及亏损分别为-9.59亿港元、-2.15亿港元和1.65亿港元，其中，2016财年的其他亏损数额较大，主要系当年公司汇兑亏损5.13亿港元和诉讼申索拨备2.87亿港元所致。

2016~2018财年，应占联营和合资公司之业绩快速增长，年均复合增长80.94%。2018财年合计为12.55亿港元，同比增长38.80%。其中，应占联营公司业绩为4.97亿港元，同比增长69.53%；同期，应占合资公司业绩为7.58亿港元，同比增长24.07%。

受上述因素影响，2016~2018财年，公司除税前溢利快速增长，分别为37.18亿港元、59.02亿港元和86.00亿港元。

从盈利指标看，2016~2018财年公司毛利率分别为24.46%、26.18%和22.09%；同期，随着公司权益和全部债务的快速增长，净资产收益率和总资本收益率均呈现上升趋势，三年均值分别为18.68%和10.76%，2018财年分别为20.38%和11.48%。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：公司财务报告

总体看，近三年公司经营规模逐步扩大，收入和除税前溢利规模有所增长，而各项盈利指标仍处于较高水平，公司整体盈利能力较强。

5．现金流分析

从经营活动来看，2016~2018 财年，公司经营活动产生的现金流量净额波动中有所增长，2018 财年为 64.46 亿港元。2016~2018 财年，受公司业务规模的不断扩张、利润规模的快速增长以及公司获现能力较强的影响，公司营运资金变动前之经营活动现金流量快速增长，2018 财年为 97.78 亿港元。2018 财年，公司贸易账款及其他应付账项减少，导致营运资金变动呈净流出状态。

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，管网建设等天然气利用工程投资支出规模较大，投资活动所用现金净额呈持续净流出状态。2016~2018 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，2018 财年，投资活动产生的现金流量净额为-71.68 亿港元。2018 财年，公司投资活动所用现金净额的减少，主要由于公司添置物业、厂房及设备投入的增加所致。2016~2018 财年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 18.61 亿港元、0.04 亿港元和-7.22 亿港元，2018 财年，公司投资活动所用现金流出较大，经营活动所得现金无法满足投资活动需求。

公司筹资活动资金主要来自于新筹得银行及其他借贷，2016~2018 财年公司新筹得银行及其他借贷分别为 230.35 亿港元、185.16 亿港元和 248.08 亿港元；同期，公司分别偿还银行及其他借款 213.42 亿港元、170.85 亿港元和 172.99 亿港元。2016~2018 财年筹资活动产生的现金流量净额分别为-13.27 亿港元、-5.20 亿港元和 39.08 亿港元。2018 财年，由于公司经营活动净现金流无法覆盖投资活动所需资金，公司需通过外部筹资来满足资金需求。

总体看，公司经营活动产生的现金流量净额规模较大，由于 2018 财年以来公司加大项目投资力度，经营活动所得现金无法满足投资活动需求，公司存在一定的外部融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 财年，公司流动比率和速动比率呈现上升趋势，三年均值分别为 80.09%和 70.97%，截至 2018 财年底，上述比率分别为 91.79%和 80.47%。2016~2018 财年，公司经营现金流动负债比分别为 29.60%、18.23%和 23.78%。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 财年公司 EBITDA[3]快速增长，年均复合增长 26.01%，2018 财年为 108.49 亿港元。2016~2018 财年，公司 EBITDA 利息倍数呈不断上升趋势，全部债务/EBITDA 均呈波动下降趋势，三年均值分别为 8.61 倍和 3.04 倍，2018 财年分别为 9.69 倍和 2.98 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2018 财年底，公司在银行共获得授

[3] 包含合营联营公司数据。由于“诉讼申索拨备”及“汇兑（亏损）收益”等属于非经营性的一次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”

信额度为 1026.13 亿港元，尚未使用的授信额度为 723.05 亿港元，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 2018 财年底，公司无对外担保。

7．过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

8．抗风险能力

公司作为国内最大的城市与乡镇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。

十一、存续期内债券偿债能力

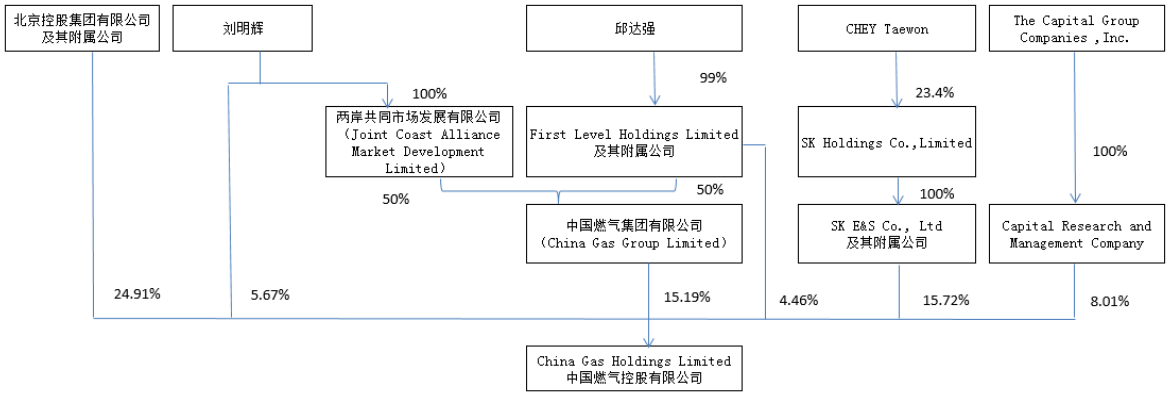
公司目前存续期内的中期票据“17 中燃气 MTN001”为 15 亿元，根据 2018 年 3 月 31 日中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价，港元对人民币的汇率水平为 1 港元对人民币 0.7992 元，本期中期票据约为 18.77 亿港元，以下偿债能力分析均基于此数值。公司 2016~2018 财年 EBITDA 分别为存续期内中票发行额度的 3.64 倍、4.21 倍和 5.78 倍，经营活动现金流净额分别为存续期内中票发行额度的 3.12 倍、2.19 倍和 3.43 倍。

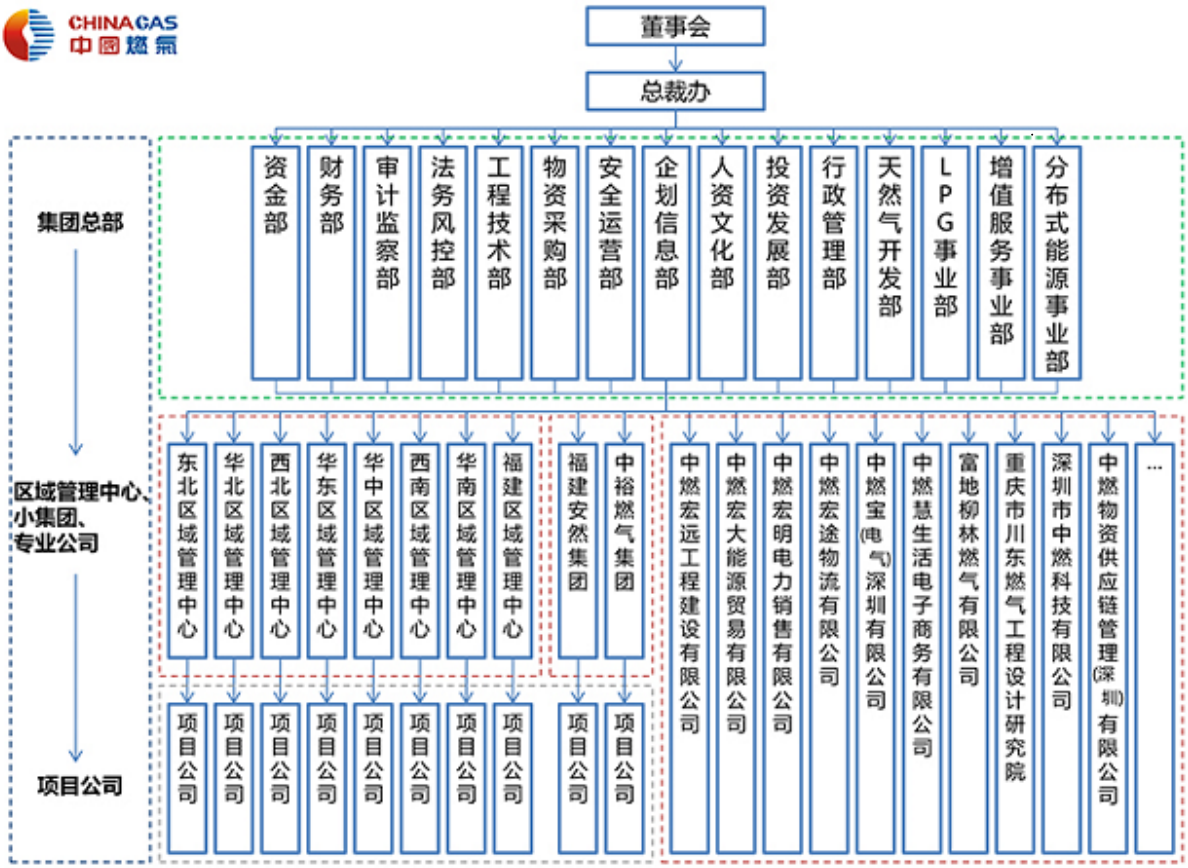
综合分析，近三年公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 保持较大规模，对存续期内债券的保障能力强。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“17 中燃气 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图





附表 2　主要财务数据及指标

项目	2016 财年	2017 财年	2018 财年
财务数据			
银行结存及现金(亿港元)	57.72	52.42	85.37
资产总额(亿港元)	535.33	602.22	820.58
所有者权益(亿港元)	209.64	239.47	327.30
短期债务(亿港元)	103.24	108.73	110.79
长期债务(亿港元)	120.10	127.45	212.93
全部债务(亿港元)	223.34	236.18	323.72
营业收入(亿港元)	294.97	319.93	528.32
除税前溢利(亿港元)	37.18	59.02	86.00
EBITDA(亿港元)	68.33	78.94	108.49
经营性净现金流(亿港元)	58.62	41.16	64.46
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.53	4.28	4.91
存货周转次数(次)	18.48	16.33	17.34
总资产周转次数(次)	0.57	0.56	0.74
毛利率(%)	24.46	26.18	22.09
总资本收益率(%)	8.06	11.35	11.48
净资产收益率(%)	13.04	19.60	20.38
长期债务资本化比率(%)	36.42	34.74	39.41
全部债务资本化比率(%)	51.58	49.66	49.73
资产负债率(%)	60.84	60.24	60.11
流动比率(%)	68.91	68.04	91.79
速动比率(%)	62.79	60.60	80.47
经营现金流动负债比(%)	29.60	18.23	23.78
EBITDA 利息倍数(倍)	6.52	8.19	9.69
全部债务/EBITDA(倍)	3.27	2.99	2.98

注：1、2016~2018 财年的起始日期分别为 2015 年 4 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日、2016 年 4 月 1 日至 2017 年 3 月 31 日、2017 年 4 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日；2、2016 财年数据使用 2017 财年年初数；3、2017 财年数据使用 2018 财年年初数；4、银行结存及现金中包含已抵押银行存款；5、EBITDA 中扣除与经营无关的一次性项目。

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	
资产总额年均复合增长率	（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%
净资产年均复合增长率	
收入年均复合增长率	
除税前溢利年均复合增长率	
经营效率指标	
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
盈利指标	
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%
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%
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

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”+持有中裕燃气 44.05%股份汇兑亏损及其他资产拨备+LPG 相关拨备+诉讼拨备+焦化甲醇项目拨备+置换美元贷款一次性前端费+其他

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。