

信用评级公告

联合〔2022〕9538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）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 China Gas Holdings Limited（中国燃气控股有限公司）主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中燃气 MTN001”和“20 中燃气（疫情防控债）MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年十月十七日

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

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
中国燃气控股有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 中燃气 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中燃气（疫情防控债）MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 中燃气 MTN001	20.00 亿元	0.30 亿元	2023/10/24
20 中燃气（疫情防控债）MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/03/10

注：上述债券仅包括由联合资信评估股份有限公司评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 10 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信评估股份有限公司官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评级内容	评级结果	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	1
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
		调整因素和理由		
--			--	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

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”）作为中国大型跨区域城市与乡镇燃气运营服务商之一，在区域市场竞争力及气源供应等方面具备综合优势。2021/22 财年，公司的供气特许经营权项目数量、管网长度、供气能力和下游用户数量均保持增加，燃气销量增长，经营现金流良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司采购成本上升使得燃气业务价差短期内缩小，权益稳定性较弱，合约资产及应收类款项对资金形成占用等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 能够对待偿债券本金峰值有充分保障。

未来，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。

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“18 中燃气 MTN001”和“20 中燃气（疫情防控债）MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 燃气行业发展前景良好。燃气行业是涉及民生的基础产业，近年来中国进一步出台鼓励天然气有序发展的相关政策，公司所处区域行业发展前景良好；同时，在中国“双碳”目标的驱动下，未来天然气需求将大幅增加。
2. 公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一，具备了较强的规模优势。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。截至 2021/22 财年底，公司拥有专营权的管道燃气项目 660 个，累计接驳居民用户、工业用户及商业用户分别为 4309.52 万户、1.98 万户和 29.77 万户。

分析师：余瑞娟 樊思

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

3. **2021/22财年公司天然气销量增幅较大带动营业收入实现增长。**2021/22财年，公司天然气总销量367.03亿立方米，较上财年增长17.60%，带动公司营业收入较上财年增长26.08%至882.25亿港元。

关注

1. **公司对居民用户无自主定价权，价格调整滞后导致其溢利率下降。**公司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，2021/22财年，公司燃气采购成本上升，因价格调整滞后，管道天然气销售业务溢利率同比下降 2.70 个百分点。
2. **无实际控制人风险及权益稳定性较弱风险。**公司股权相对分散，无实际控制人；股本占比很小，权益稳定性较弱。
3. **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 2021/22 财年底，公司合约资产为 171.38 亿港元，应收类款项合计 222.91 亿港元。

主要财务数据:

项目	合并口径		
	2019/20 财年	2020/21 财年	2021/22 财年
银行结存及现金（含已抵押 银行存款）（亿港元）	76.56	85.72	101.88
总资产（亿港元）	1121.00	1407.21	1631.46
权益（亿港元）	458.00	598.64	720.69
短期债务（亿港元）	241.96	174.82	223.56
长期债务（亿港元）	157.26	332.23	353.43
全部债务（亿港元）	399.22	507.05	576.99
营业收入（亿港元）	595.40	699.75	882.25
除税前溢利（亿港元）	127.25	140.90	107.87
EBITDA（亿港元）	162.54	180.96	153.86
经营业务所得现金净额（亿港元）	64.86	82.79	98.76
毛利率（%）	28.72	25.87	17.84
净资产收益率（%）	22.40	19.50	12.19
资产负债率（%）	59.14	57.46	55.83
全部债务资本化比率（%）	46.57	45.86	44.46
流动比率（%）	80.06	108.81	102.09
经营现金流负债比（%）	13.14	17.88	18.19
EBITDA 利息倍数（倍）	9.21	9.70	7.67
全部债务/EBITDA（倍）	2.46	2.80	3.75
现金短期债务比（倍）	0.32	0.49	0.46

注: 1.2019/20 - 2021/22 财年的起止日期分别为 2019 年 4 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日、2020 年 4 月 1 日至 2021 年 3 月 31 日和 2021 年 4 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日; 2.EBITDA 采用附表中的公式计算, 已对 2020/21 财年数据做相应调整; 3.本报告 2019/20 财年采用重列数据

资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

评级历史:

债项简称	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级时间	项目 小组	评级方法/模型	评级报告
18 中燃气 MTN001、18 中燃气 MTN002、20 中燃气(疫情 防控 债)MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/10/14	余瑞娟 刘莉婕	一般工商企业信用评级 方法 V3.0.201907/一般 工商企业主体信用评级 模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
20 中燃气(疫 情防控 债)MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/02/26	杨栋 张峥	一般工商企业信用评级 方法 V3.0.201907/一般 工商企业主体信用评级 模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
18 中燃气 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/08/23	杨栋 蒋智超 张峥	--	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无版本编号

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、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，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。

六、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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

八、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）

2022 年跟踪评级报告

一. 跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于 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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

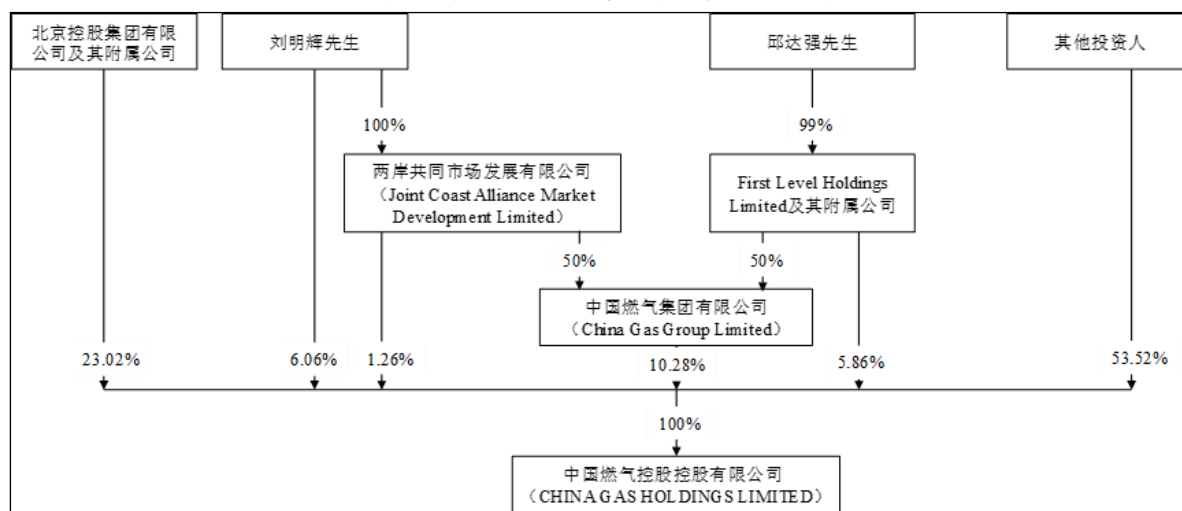
二. 企业基本情况

中国燃气于 1995 年 8 月 22 日经百慕大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 2021/22 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 23.02%。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，或者无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 2021/22 财年底，公司第一大股东北控集团持有公司股份未被质押。

图 1 截至 2021/22 财年底的公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务范围未发生重大变化。

截至 2022 年 3 月底，公司本部内设天然气卓越中心、投研中心、人才中心、财务及共享中心、风控中心等职能部门。

截至 2021/22 财年底，公司（合并）资产总额为 1631.46 亿港元，权益总额为 720.69 亿港元（其中非控股权益 84.91 亿港元）；2021/22 财年，公司实现营业收入 882.25 亿港元，除税

前溢利 107.87 亿港元。

公司注册地址：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

截至本报告出具日，由联合资信评级的公司公开发行的存续债券余额合计 10.30 亿元（详见表 1）。跟踪期内，上述存续债券募集资金均

已使用完毕，且均已按期支付存续债券利息。

表 1 由联合资信评级的公司存续债券概况
(单位: 亿元)

债项简称	余额	起息日	到期兑付日
18 中燃气 MTN001	0.30	2018/10/24	2023/10/24
20 中燃气 (疫情防控债) MTN001	10.00	2020/03/10	2025/03/10
合计	10.30	--	--

资料来源: Wind

四. 宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年以来，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，不利影响明显加大。一季度国际环境复杂性和不确定性加剧、国内疫情多点散发，中国经济下行压力有所加大，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前。二季度以来，受新一轮疫情等超预期因素冲击，经济下行压力进一步加大，党中央、国务院果断应对，出台了稳经济一揽子政策措施，高效统筹疫情防控和经济社会发展，落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的总体要求，继续加大宏观政策调节力度，着力稳住经济大盘，确保经济运行在合理区间。

二季度经济下行压力进一步加大。经初步核算，2022 年上半年国内生产总值 56.26 万亿元，按不变价计算，同比增长 2.50%。其中，二季度 GDP 同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）大幅回落；环比下降 2.60%，继 2020 年二季度以来首次环比负增长。

三大产业中，第二、第三产业受疫情影响较大。2022 年上半年，第一产业增加值同比增长 5.00%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.20%、1.80%，较上年同期两年平均增速¹（分别为 6.07%、4.83%）回落幅度较大，受疫情拖累明显。6 月，工业和服务业生产步伐均有所加快，呈现企稳恢复态势。

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

表 2 2021 年二季度至 2022 年二季度中国主要经济数据

项目	2021 年 二期	2021 年 三期	2021 年 四季	2022 年 一期	2022 年 二期
GDP 总额 (万亿元)	28.15	28.99	32.42	27.02	29.25
GDP 增速 (%)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80	0.40
规模以上工业增加值增速 (%)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50	3.40
固定资产投资增速 (%)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30	6.10
房地产投资 (%)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70	-5.40
基建投资 (%)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50	7.10
制造业投资 (%)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60	10.40
社会消费品零售总额增速 (%)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27	-0.70
出口增速 (%)	38.51	32.88	29.87	15.80	14.20
进口增速 (%)	36.79	32.52	30.04	9.60	5.70
CPI 涨幅 (%)	0.50	0.60	0.90	1.10	1.70
PPI 涨幅 (%)	5.10	6.70	8.10	8.70	7.70
社融存量增速 (%)	11.00	10.00	10.30	10.60	10.80
一般公共预算收入增速 (%)	21.80	16.30	10.70	8.60	-10.20
一般公共预算支出增速 (%)	4.50	2.30	0.30	8.30	5.90
城镇调查失业率 (%)	5.00	4.90	5.10	5.80	5.50
全国居民人均可支配收入增速 (%)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10	3.00

注: 1.GDP 数据为当季值, 其他数据均为累计同比增速; 2.GDP 总额按现价计算, 同比增速按不变价计算; 3.出口增速、进口增速均以美元计价统计; 4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值; 5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速; 6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源: 联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端呈底部复苏态势，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速小幅回落，出口整体保持较快增长。消费方面，2022 年上半年社会消费品零售总额 21.04 万亿元，同比下降 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 7.70%，受疫情冲击较大。投资方面，2022 年上半年全国固定资产投资（不含农户）27.14 万亿元，同比增长 6.10%，整体呈小幅回落态势。其中，房地产开发投资持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体保持较快增长，呈现出“V”型反转态势。2022 年上半年中国货物进出口总额 3.08 万亿美元，同比增长 10.30%。其中，出口

1.73 万亿美元，同比增长 14.20%；进口 1.35 万亿美元，同比增长 5.70%；贸易顺差 3854.35 亿美元。

CPI 各月同比前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年上半年，CPI 累计同比增长 1.70%，各月同比增速逐步上行。分项看，猪肉价格下降带动食品价格同比下降，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。上半年，PPI 累计同比增长 7.70%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性因素带动国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较大。上半年 PPI-CPI 剪刀差持续收窄，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，利润情况有望改善。

社融总量显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年上半年，新增社融规模 21 万亿元，同比多增 3.26 万亿元；6 月末社融规模存量同比增长 10.80%，增速较上年末高 0.50 个百分点。分项看，上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资同比多增 2.20 万亿元，人民币贷款同比多增 6329 亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；企业债券净融资同比多增 3913 亿元，亦对社融总量扩张形成一定支撑；表外融资收缩态势有所放缓。

财政政策稳经济、保民生效应愈加显现。2022 年上半年，全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，按自然口径计算同比下降 10.20%，主要是由于留抵退税冲减了 1.84 万亿元的收入，扣除留抵退税因素后，上半年一般公共预算收入增长 3.30%。支出方面，2022 年上半年全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.90%。民生等重点领域支出得到有力保障：科学技术支出增长 17.30%，农林水支出增长 11.00%，卫生健康支出增长 7.70%，教育支出增长 4.20%，社会保障和就业支出增长 3.60%。

稳就业压力有所加大，居民收入增长放缓。2022 年上半年，全国城镇调查失业率均值为 5.70%，高于上年同期 0.50 个百分点，未来稳

就业压力较大。2022 年上半年，全国居民人均可支配收入 1.85 万元，实际同比增长 3.00%；全国居民人均消费支出 1.18 万元，实际同比增长 0.80%，居民收入和消费支出增长受疫情影响均有所放缓。

2. 宏观政策和经济前瞻

保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。2022 年 7 月 28 日，中共中央政治局召开会议，部署下半年的经济工作。会议强调，要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业、稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足，用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链、供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。

三季度经济有望继续修复，但实现全年 5.50% 左右预期增速目标的难度明显加大。2022 年上半年，工业生产、服务业生产、消费等领域的主要经济指标呈现以 4 月为底部的“V”型反转态势，未来还存在一定的向上恢复空间，基建投资也大概率能够持续发力，三季度经济有望继续修复。同时，仍需关注出口对经济的支撑作用下降，以及房地产、消费和服务业等薄弱板块的恢复情况。整体来看，当前世界经济滞胀风险上升，外部不稳定、不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在，且二季度经济受疫情冲击较大，实现全年 5.50% 左右预期增速目标的难度明显加大。

五. 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、商福和工业用户输送各种燃气，拥有国内多个市、县的城市、乡镇燃气特许经营权，是国内天然气领域中下游重要的能源运营商。

1. 行业概况

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%。

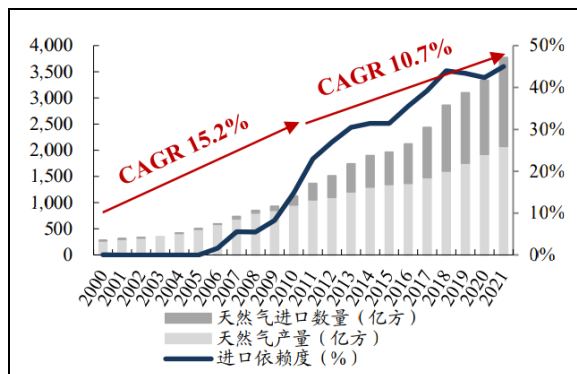
（1）供需格局

2021年以来，我国天然气消费量快速增长，为满足其增量需求，我国天然气勘探开发力度明显加大，天然气进口数量同比增加。由于中国天然气进口依存度较高，故中国天然气供需偏紧的格局仍难以得到根本改善。

2021年世界天然气产量3.85万亿立方米，同比下降3.3%，其中美国、俄罗斯-中亚地区和拉美地区产量分别下降154亿立方米、321亿立方米和194亿立方米；此外全年天然气勘探活动有所回落，全球天然气可采储量188.1万亿立方米，同比下降1.2%。我国天然气勘探开发力度明显加大，储量和产量增幅均创历史纪录。2021年，全国生产天然气2053亿立方米，较上年增长8.2%，较2019年增长18.8%，两年平均增长9.0%。2021年，全国油气勘探开发投资达3348亿元，同比增长25.5%，其中勘探投资达821亿元，创历史新高。

但在清洁取暖、煤改气、双碳等政策下，中国不断扩大天然气使用范围，天然气供给远不及消费需求增长，进口量很大。进口依赖程度逐年提升，2021年进口依赖度达到45%，其中，液化天然气（LNG）逐渐成为主要方式，近年来占总进口数量比重逐年提高，2021年达到65%。

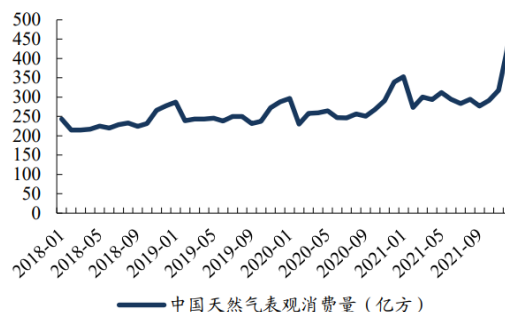
图2 我国天然气产量、进口量等情况



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。2021年，全国天然气表观消费量3726亿立方米，同比增长12.7%。预计未来随着供暖领域煤改气进程的不断深入，叠加“双碳”目标下压减燃煤发电的刚性要求，未来我国天然气消费量或进一步上升。

图3 我国天然气近年来表观消费量



资料来源：Wind

（2）配套基建

随着配套基础设施的建设推进，以及油气管网设施市场化运作程度提高，未来中国储气调峰能力稳步提升，季节性供需矛盾预计将持续得到缓解。

储气库方面，截至2020年底，中国累计建成28座地下储气库，调峰能力达139亿立方米，创历史新高。

管道铺设方面，2020年，中国天然气管道总里程超过89000千米，管道一次输气能力超过3740亿立方米/年。中国天然气管道呈“西

气东输、北气南下、海气登陆”态势，构建了“三纵三横”管网架构。

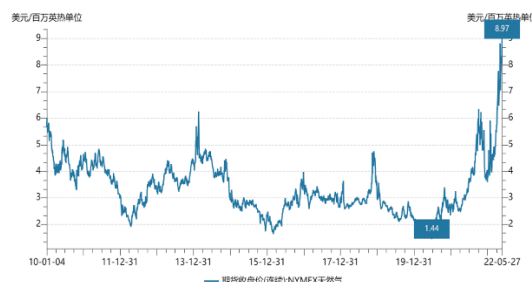
LNG 接收站方面，截至 2021 年底，据不完全统计，中国 LNG 接收站已投产 22 座，接收能力为 8860 万吨/年。

2. 天然气价格

2021 年以来国际天然气价格高企，我国天然气采购成本较高。

2020 年以来，全球疫情导致天然气投资强度下降，天然气生产和出口大国（美国、加拿大）天然气钻机数下降，同时叠加“双碳”政策持续推动天然气需求增长以及极端天气导致天然气需求增加影响，全球天然气价格持续走高。2022 年以来，全球天然气价格大幅上涨。在北美、英国、亚洲等三大国际天然气市场，天然气价格均有不同程度上浮，其中纽约商交所天然气期货价格年初以来涨幅巨大，主要由于俄乌冲突影响所致。俄乌冲突可能会影响中长期的天然气供应格局，天然气价格有望持续高位进而不利于控制我国天然气采购价格。

图 4 全球天然气价格走势



资料来源：Wind

3. 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，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。

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管网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，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。

表 3 中国天然气行业政策

发布时间	政策名称	主要内容
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。
2020 年 7 月	《关于加强天然气输配价格监管的通知》	合理制定省内管道运输价格和城镇燃气配气价格。天然气输配价格按照“准许成本+合理收益”原则核定。各地要根据《关于加强配气价格监管的指导意见》制定配气价格管理办法并核定独立的配气价格，准许收益率按不超过 7% 确定，地方可结合实际适当降低。鼓励各地探索建立管输企业与用户利益共享的激励机制，激励企业提高经营效率，进一步降低成本。
2020 年 4 月	《关于加快推进天然气储备能力建设的实施意见》	通过优化规划建设布局、建立健全运营模式、深化体制机制改革、加快政策支持力度等措施，加快天然气储备基础设施建设，进一步提升天然气储备能力。

资料来源：公开资料

4. 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) 价格波动

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

5. 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%。

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公司,股权相对分散,无控股股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争实力

公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一,是中国城市与乡镇管道燃气分销领域的龙头企业,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。

公司进入燃气领域时间较早,截至2021/22财年底,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、海南及四川等多个省、自治区、直辖市。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2021/22财年底,公司累计取得660个拥有专营权的管道燃气项目,533座压缩/液化天然气汽车加气站,1个煤层气开发项目,106个液化石油气(LPG)分销项目以及建成运营364个多功能互补的综合能源供应项目。截至2021/22财年底,公司已建燃气管道总长达52.55万公里,累计接驳居民用户、工业用户及商业用户分别为4309.52万户、1.98万户和29.77万户。2021/22财年,公司天然气总销量367亿立方米,处于中国天然气分销行业前列。

3. 过往债务履约情况

公司过往债务履约情况良好。

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,联合资信未发现公司存在逾期或违约偿付记录,公司过往债务履约情况良好。

七. 管理分析

跟踪期内，公司董事正常变动，高级管理人员无变化，公司主要管理制度连续，并针对安全管理制度有所优化。

2022年2月，公司增补马蔚华博士为公司独立非执行董事；2022年3月，公司增补熊斌先生为公司董事会副主席。

马蔚华博士，74岁，现为公司可持续发展委员会主席，以及审核委员会及风控委员会各自之成员。马蔚华博士于2022年2月被委任为公司独立非执行董事，负责带领开展及督导公司有关可持续发展及ESG治理的工作。马蔚华博士曾担任招商银行股份有限公司执行董事、行长兼首席执行官、招商永隆银行有限公司（前称永隆银行有限公司）、招商信诺人寿保险有限公司及招商基金管理有限公司董事长，以及第十届全国人民代表大会代表，第十一届、第十二届中国政治协商会议全国委员会委员。

熊斌先生，55岁，现为公司风控委员会之成员。熊斌先生于2022年3月被委任为公司董事会副主席及非执行董事。现任北京控股有限公司（以下简称“北京控股”）执行董事及行政总裁、北控集团总经理助理、北京北燃实业集团有限公司（以下简称“北燃集团”）董事。熊斌先生于1999年加入北燃集团，2011年加入北控集团及2021年加入北京控股。熊斌先生为中国工程师，于1989年毕业于同济大学机械学院热能工程系，并于1998年获清华大学经济管理学院工商管理硕士学位，在公共基础设施管理以及战略及投资管理方面拥有丰富经验。

2021年6月13日，公司非全资附属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，中国燃气等单位对该事故亦负有重要责任。后期，为了吸取本次爆炸事故教训，公司制定、完善了《中国燃气安全隐患排查手册》等多项规章、制度，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。中国燃气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。

八. 经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司天然气销售收入及液化石油气销售收入大幅增长带动营业收入规模增长，但综合溢利率有所下降。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。

2021/22财年，随着公司业务的拓展，公司营业收入规模有所增长。2021/22财年，公司收入同比增长26.08%，其中管道天然气销售收入同比增长40.61%，主要系燃气业务销量及价格均提高所致；液化石油气销售收入同比增长75.33%，主要系液化石油气销售价格上涨所致，两者收入占比均有所提高。2021/22财年，公司燃气接驳业务收入同比下降42.08%，主要系疫情防控政策影响接驳工程进度，以及房地产政策趋紧，新增房地产燃气接驳工程进度也受到一定影响所致；工程设计及施工收入同比下降13.13%；增值服务销售收入同比下降11.93%，主要系疫情影响及气代煤业务收尾带来的增值产品销售下滑所致。

溢利率方面，2021/22财年，公司管道天然气销售溢利率同比下降2.70个百分点，主要系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顺利传导所致；燃气接驳业务溢利率同比下降4.43个百分点，主要系公司平均接驳收费下降所致；增值服务溢利率同比增加6.59个百分点，主要系毛利高的产品收入占比提升所致；工程设计及施工溢利率同比下降5.36个百分点，主要系安全运营管理投入增加所致。

表 4 公司营业收入及溢利率情况（单位：亿港元）

项目	2019/20 财年			2020/21 财年			2021/22 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	270.53	45.44%	12.46%	359.36	51.35%	11.02%	505.29	57.27%	8.32%
燃气接驳	123.20	20.69%	22.46%	124.77	17.83%	22.64%	72.27	8.19%	18.21%
液化石油气销售	137.74	23.13%	1.52%	131.64	18.81%	2.00%	230.81	26.16%	0.14%
增值服务	50.25	8.44%	31.73%	77.20	11.03%	30.07%	67.99	7.71%	36.66%
工程设计及施工	13.67	2.30%	35.80%	6.78	0.97%	29.27%	5.89	6.67%	23.91%
合计	595.40	100.00%	17.55%	699.75	100.00%	18.15%	882.25	100.00%	11.83%

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，原因系中裕燃气控股有限公司（以下简称“中裕燃气”）为公司的联营公司，贡献了部分溢利所致，2019/20 - 2021/22 财年，中裕燃气溢利分别为 1.77 亿港元、4.23 亿港元和 4.68 亿港元；3. 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，在项目数量增加、用户数量增长和“碳中和”等政策的驱动下，公司天然气销量快速增长。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，2021 年销售均价有所提升。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 2021/22 财年天然气采购价格增幅较大，期间内公司燃气业务盈利空间收窄。

公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一。截至 2021/22 财年底，公司累计取得 660 个拥有专营权的管道天然气项目，累计已建成 52.55 万公里燃气管网，较上财年底增长 9.43%。

表 5 公司管道燃气业务主要指标

项目	2019/20 财年	2020/21 财年	2021/22 财年
已建管道总长（千公里）	402.38	480.16	525.46
城市与乡镇燃气项目数目（个）	604	642	660
天然气总销量（亿立方米）	253.72	312.11	367.03

资料来源：公司提供

（1）管道燃气网络建设

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 6 公司已接驳用户及加气站情况

项目	2019/20 财年	2020/21 财年	2021/22 财年
已接驳居民用户（万户）	3510.55	4015.38	4309.52

其中：城市燃气项目	2886.91	3222.99	3489.79
乡镇燃气项目	623.64	792.40	819.73
已接驳工业用户（万户）	1.47	1.70	1.98
已接驳商业用户（万户）	23.37	26.65	29.77
压缩/液化天然气加气站（个）	556	557	533

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

居民用户

2021/22 财年，公司完成新接驳 294.14 万户居民用户，较上财年下降 41.73%，主要系疫情防控政策影响接驳工程进度；房地产政策趋紧，新增房地产燃气接驳工程进度也受到一定影响以及公司秉承稳健投资、均衡发展的原则，适时调整及放慢接驳到行业平均水平，主动减少了农村燃气用户的接驳所致。2021/22 财年，公司乡镇燃气项目新接驳用户 27.33 万户，较上财年下降 83.81%；城市燃气项目新接驳用户 266.80 万户，较上财年下降 20.61%。截至 2021/22 财年底，公司累计已接驳的居民用户为 4309.52 万户，较上财年增长 7.33%。

2021/22 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 2457 元，较上财年小幅下降 1.68%；乡镇居民用户平均支付的管道燃气接驳费为每户 2945 元，较上财年小幅增长 1.20%。

工商业用户

截至 2021/22 财年底，公司共有 1.98 万户工业用户及 29.77 万户商业用户，较上财年分别增长 16.47%和 11.71%。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。

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。上述新项目是公司未来天然气销售增长的动力之一。

压缩天然气(CNG)和液化天然气(LNG)加气站

截至 2021/22 财年底，公司累计已拥有 533 座 CNG/LNG 汽车加气站，较上财年底有所减少，主要系部分加气站运营效率不高，故主动减少运营不佳的加气站所致；日均可为 20 万辆天然气汽车提供加气服务。

(2) 天然气销售

2021/22 财年，在项目数量增加、用户数量增长和“碳中和”等政策的驱动下，公司天然气销量 367.03 亿立方米，较上财年增长 17.60%。公司天然气销量中，通过管道与贸易销售的天然气销量同比增长 18.16%至 147.84 亿立方米，通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气销量同比增长 17.22%至 219.19 亿立方米。其中，居民用户、工业用户、商业用户销量分别增长 20.42%、19.80%、15.65%；压缩/液化天然气加气站销量同比下降 20.70%。

表 7 公司天然气销售情况
(单位：亿立方米、元/立方米)

项目	2019/20 财年	2020/21 财年	2021/22 财年
通过管道与贸易销售的天然气	97.41	125.12	147.84
通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气	156.31	186.99	219.19
其中：居民用户	49.27	61.07	73.54
工业用户	74.18	90.18	108.04
商业用户	22.86	25.49	29.48
压缩/液化天然气加气站	10.01	10.24	8.12
平均售气价			
其中：居民用户	2.53	2.54	2.56
工业用户	2.68	2.56	2.69
商业用户	2.77	2.89	3.11
压缩/液化天然气加气站	3.18	2.99	3.41

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

销售价格方面，跟踪期内，公司销售定价及结算方式未发生重大变化。2021/22 财年，公司对居民的平均售气价格保持稳定；商业用户、工业用户和压缩/液化天然气汽车加气站用户的平均售气价较上财年分别增长 5.08%、7.61% 和 14.05%，主要系上游天然气采购价格上涨，公司对下游工商业客户提价所致。

(3) 天然气气源采购

公司上游供应商主要为中石油等大型国有企业，采购集中度较高。

表 8 2021/22 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	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于现货市场采购	282.00	76.84%
合计	--	367.00	100.00%

注：1.采购量数据仅为中国燃气管理体系下的采购量，不含贸易量、管输量；2.尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

气源采购方面，2021/22 财年，公司业务规模增长推动天然气采购量同比增长 12.58%；平均采购均价（不含税）同比提高 27.70%，涨幅远超销售均价变动，主要系全球天然气价格短期大幅走高相关成本未能及时传导所致。

表 9 公司天然气采购情况
(单位：元/立方米、亿立方米)

价格	2019/20 财年	2020/21 财年	2021/22 财年
采购均价(不含税)	2.09	2.13	2.72
采购量	270.00	326.00	367.00

资料来源：公司提供

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。随着天然气市场化改革的深化以及国家管网公司的成立，更加强化市场定价的必要性，有利下游燃气运营企业的气源保障，增强议价能力。

3. 液化石油气（LPG）业务

2021/22 财年，公司 LPG 业务贸易规模基本保持稳定，盈利能力有所提升。进口液化石油气的成本受国际原油价格波动的影响较大，公司液化石油气业务收入规模和盈利水平面临一定的价格波动风险。

截至 2021/22 财年底，作为中国规模最大的纵向一体化 LPG 业务运营服务商，公司产业布局包括进口、码头、贸易、仓储、物流、充装、配送、零售全产业链，公司拥有 7 个液化石油气码头（30 万立方米储量的储存设施）、113 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 LPG 采购为进口气、国内气的双气源供应，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 21 省。

2021/22 财年，公司采购液化石油气 424.42 万吨，同比变动不大，其中前五大客户采购量占比 34.98%。2021/22 财年，公司液化石油气采购均价为 5203.96 元/吨，同比增长 59.12%，主要系原油价格上涨带动 LPG 市场价格走高所致。

表 10 2021/22 财年公司主要 LPG 供应商情况
(单位: 万吨)

供应商	采购量	占比
ASTOMOS ENERGY CORPORATION	50.02	11.79%
SHV GAS SUPPLY & RISK MANAGEMENT	36.30	8.55%
WANHUA CHEMICAL SINGAPORE PTE LTD	25.15	5.93%
VILMA OIL SINGAPORE PTE LTD	23.34	5.50%
SINOCHEM INTERNATIONAL(OVERSEAS) PTE LTD	13.66	3.22%
合计	148.47	34.98%

资料来源：公司提供

2021/22 财年，公司实现液化石油气销量 424.42 万吨，同比变化不大。其中，批发业务销量为 352.80 万吨，同比增长 2.22%；终端零售业务销量为 71.70 万吨，同比下降 0.10%。2021/22 财年，公司 LPG 销售均价为 5435.43

元/吨，同比增长 53.18%，公司 LPG 销售价差有所缩窄。

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。

4. 终端增值服务

2021/22 财年，公司增值服务收入同比略有下降，但溢利率同比有所提升，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 2021/22 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。

2021/22 财年，公司增值服务销售收入同比下降 11.93%，主要系疫情影响及气代煤业务收尾带来的增值产品销售下滑所致；增值服务溢利率同比增加 6.59 个百分点，主要系毛利高的产品收入占比提升所致。

5. 经营效率

公司经营效率一般。

从经营效率来看，2021/22 财年，公司存货周转次数及总资产周转次数分别为 13.18 次和 0.58 次，较上财年底均略有提升。与同行业公司相比，公司经营效率一般。

表 11 2021/22 财年同行业企业经营效率情况对比
(单位: 次)

项目	中国燃气	中华煤气	新奥能源	华润燃气
存货周转率	13.18	11.22	56.61	55.73
总资产周转率	0.58	0.34	0.98	0.79

注: 1. 香港中华煤气有限公司简称“中华煤气”, 新奥能源控股有限公司简称“新奥能源”, 华润燃气控股有限公司简称“华润燃气”; 2. 公司同行业企业数据为 2021 年数据

资料来源: Wind

6. 在建工程和未来发展

公司主要在建项目尚需投资规模不大, 预计投产后, 公司供气能力有望进一步增长; 公司未来发展战略清晰。

截至 2021/22 财年底, 公司主要在建项目总投资 34.68 亿元, 已投资规模 17.64 亿元, 剩余投资规模不大; 主要投资项目仍以城市燃气管网及配套建设工程为主, 项目投产后, 公司供气能力有望进一步增长。

表 12 公司截至 2021/22 财年底主要在建工程情况 (单位: 亿元)

序号	在建工程	预计总投资	已投资金额	项目概况	工程进度
1	朝阳建平至赤峰输气管道工程项目	5.38	3.94	建设 1 条输气管道, 管道起自秦皇岛-沈阳天然气管道工程朝阳支线建平末站, 终点位于内蒙古赤峰市红山区红山末站, 沿线设置 4 座输气站场和 4 座分输阀室, 并配套建设相应的公用工程及辅助设施。	73.23%
2	望都中燃城市燃气发展有限公司“气代煤”工程项目	13.08	4.42	高压管网 10KM、中压管网 224KM 等)、场站 2 座、6 万余户气代煤村镇庭院及户内安装工程等	33.78%
3	莘县中燃能源发展有限公司聊城市莘县天然气管道工程项目	2.51	2.86	铺设 54.7km 高压管线及 672.236km 中压管线, 项目建成后年输气规模为 1.41 亿 Nm ³ /a。	已基本完工
4	南京中燃能源发展有限公司分布式能源站项目	2.81	2.01	建设 2 套 20MW 级燃气—蒸汽循环机组 (12.9MW 燃气机轮+抽凝式汽轮机+单压无补燃余热锅炉), 同期配套建设溴化锂制冷机组等配套设施	71.40%
5	唐县 2018-2020 年农村气代煤项目	10.90	4.41	对 12 个乡镇 195 个行政村共计 10.67 万户进行燃气管网及配套气源建设、燃气供应。	40.46%
合计	-	34.68	17.64	--	--

注: 由于物价水平较可研时期有提升等原因, 实际投资金额可能超过预计投资总额

资料来源: 公司提供

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, 公司将继续以城燃业务为基础推进微管网、暖居工程、增值服务以及电力新能源等新型业务, 推动能源科技创新业务, 发展数字化转型战略, 聚焦高科技产业发展趋势, 积极孵化培育双碳、新能源、新零售等业务。

九. 财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2021/22 财年财务报告经德勤·关黄陈方会计师事务所审计, 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。

截至 2021/22 财年底, 公司合并范围主要子公司 94 家, 合并范围变化主要是以新并购的公司为主, 由于新增子公司主要为项目子公司, 其营业收入及利润相对于公司整体规模较小, 且考虑公司经营业务范围未发生变化, 公司财务数据可比性强。²

截至 2021/22 财年底, 公司 (合并) 资产总额为 1631.46 亿港元, 权益总额为 720.69 亿港元 (其中非控股权益 84.91 亿港元); 2021/22 财年, 公司实现营业收入 882.25 亿港元, 除税前溢利 107.87 亿港元。

2. 资产质量

2021/22 财年, 随着业务规模扩大, 公司资产快速增长且以非流动资产为主, 符合燃气行业特征。公司合约资产及应收类款项规模较大,

² 本报告 2019/20 财年采用重列数据。

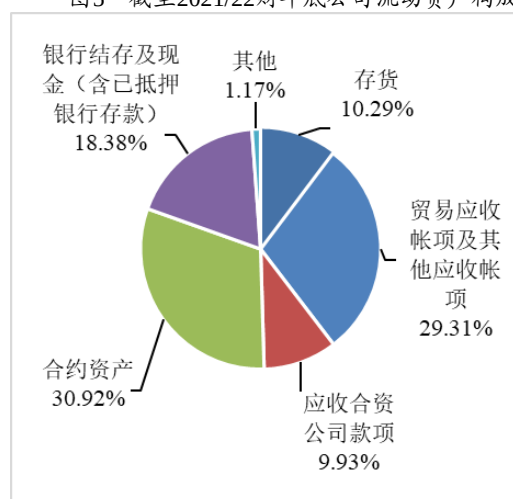
对资金形成一定程度占用，且部分资产受限。

截至 2021/22 财年底，公司资产总额 1631.46 亿港元，较上财年底增长 15.94%。从资产构成来看，流动资产占 33.97%，非流动资产占 66.03%，较上财年底保持稳定。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。

（1）流动资产

截至 2021/22 财年底，公司流动资产 554.23 亿港元，较上财年底增长 9.98%，主要系管道燃气项目数量及贸易售气量增加带动合约资产、贸易应收账款及其他应收账款以及银行结存及现金增长所致。公司流动资产构成如下图所示。

图5 截至2021/22财年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2021/22 财年底，公司银行结存及现金 101.88 亿港元（含已抵押银行存款），较上财年底增长 18.87%。截至 2021/22 财年底，公司已抵押银行存款³1.78 亿港元。

截至 2021/22 财年底，公司贸易应收账款及其他应收账款为 162.47 亿港元，较上财年底增长 11.63%，主要系购买天然气及液化石油气已付按金增加所致。其中，贸易应收账款 57.41 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 105.06 亿港元。从公司

贸易应收账款（扣除减值亏损）的账龄看，180 日以内占 46.12%，181~365 日占 21.34%，365 日以上占 32.54%，公司贸易及其他应收款账龄较短。公司一般给予贸易客户的平均信贷回收期为 30 至 180 日。

截至 2021/22 财年底，公司合约资产 171.38 亿港元，较上财年底增长 1.26%。

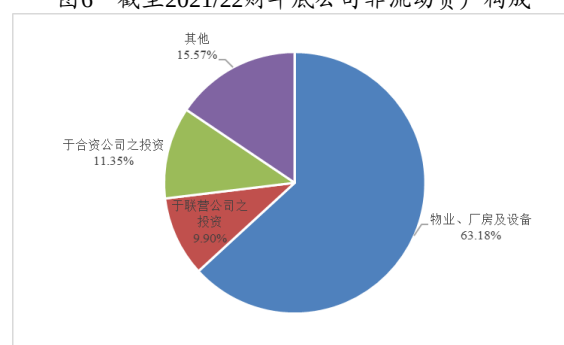
截至 2021/22 财年底，公司应收合资公司款项 55.02 亿港元，较上财年底增长 42.91%，主要系考虑到经济发展状况等外部宏观环境因素，公司相对放宽了回款期限所致。公司应收合资公司款项中，49.04 亿港元为贸易性质应收款项，账龄在 180 天内；0.86 亿港元为无抵押、固定利率借款；剩余为无担保、无息应收款项。

截至 2021/22 财年底，公司存货 57.01 亿港元，较上财年底增长 7.52%。公司存货主要由建材（占 41.21%）、燃气器具及增值服务消耗品（占 31.60%）和液化石油气（占 13.45%）构成。

（2）非流动资产

截至 2021/22 财年底，公司非流动资产为 1077.23 亿港元，较上财年底增长 19.26%，主要系物业、厂房及设备增长所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图6 截至2021/22财年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2021/22 财年底，公司物业、厂房及设备账面原值为 807.83 亿港元，计提折旧和减值准备共计 127.19 亿港元，物业、厂房及设备账面净值为 680.65 亿港元，较上财年底增长 19.60%，主要系管道资产增加所致。从物业、厂房及设备账面净值构成来看，主要包括租赁

³ 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，公司已抵押银行存款按每年 0.35 厘至 2.18 厘之固定利率计息

土地及楼宇（占 8.50%）、管道（占 62.33%）、在建工程（占 19.79%）和机器及设备（占 6.35%）。

截至 2021/22 财年底，公司于联营公司之投资 106.63 亿港元，较上财年底增长 21.65%，主要系新增对北京华油联合燃气开发有限公司以及杭州中油昆仑中燃能源有限公司的投资所致；计入联营公司之投资成本的商誉合计 32.48 亿港元，主要联营公司为哈尔滨中庆燃气有限责任公司、中裕燃气控股有限公司及其附属公司和沈阳沈西燃气有限公司等。

截至 2021/22 财年底，公司于合资企业之投资 122.23 亿港元，计入合营公司之投资成本的商誉合计 2.64 亿港元，主要合资公司包括福建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）和山东石油天然气股份有限公司及其附属公司等。

截至 2021/22 财年底，公司受限资产主要为因贷款质押受限的部分流动资产、非流动资产以及所持部分下属公司股权，上述资产账面价值合计 32.38 亿港元。除此之外，公司尚有若干附属公司的股权、收费权质押给贷款银行以获得贷款额度，贷款余额合计 5.56 亿元。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2021/22 财年底，公司累计溢利增长带动权益总额实现增长，权益结构中累计溢利及非控股权益占比较高，权益结构稳定性较弱。

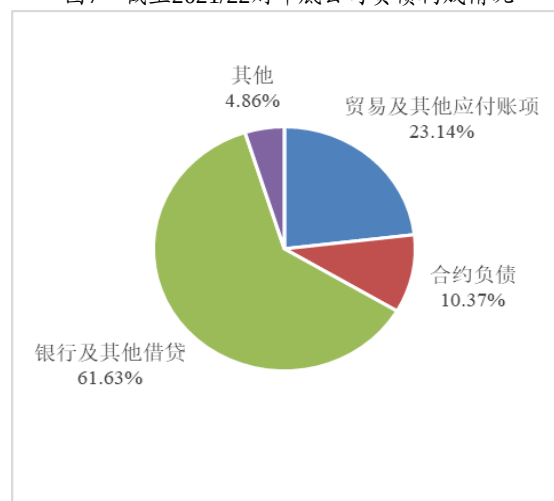
截至 2021/22 财年底，公司权益总额 720.69 亿港元，较上财年底增长 20.39%，主要系累计溢利增长所致。从构成来看，公司非控股权益 84.91 亿港元，占权益总额的 11.78%；归属公司拥有人之权益 635.78 亿港元，占权益总额的 88.22%。其中，股本占 0.09%，储备占 99.91%。公司所有者权益结构较上财年底保持稳定。截至 2021/22 财年底，公司累计溢利为 405.60 亿港元，较上财年底增长 10.54%，占权益总额的 56.28%。

（2）负债

2021/22 财年，受业务规模扩张及汇率变动影响，公司负债总额及有息债务规模有所增长，有息债务结构以长期债务为主，公司整体债务负担一般。

截至 2021/22 财年底，公司负债合计 910.77 亿港元，较上财年底增长 12.64%，主要系业务规模扩大以及汇率变动影响所致。从结构看，流动负债占 59.61%，非流动负债占 40.39%，负债构成较上财年底变动不大，但负债结构仍以流动负债为主。公司负债构成如下图所示。

图7 截至2021/22财年底公司负债构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2021/22 财年底，公司贸易应付账款及其他应付账款 210.79 亿港元，较上财年底增长 8.60%。其中，贸易应付账款及应付票据合计 162.90 亿港元，按账龄分析法核算，90 日以内的占 76.18%，91 日至 180 日的占 5.61%，180 日以上的占 18.21%。同期，公司其他应付账款合计 47.89 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。

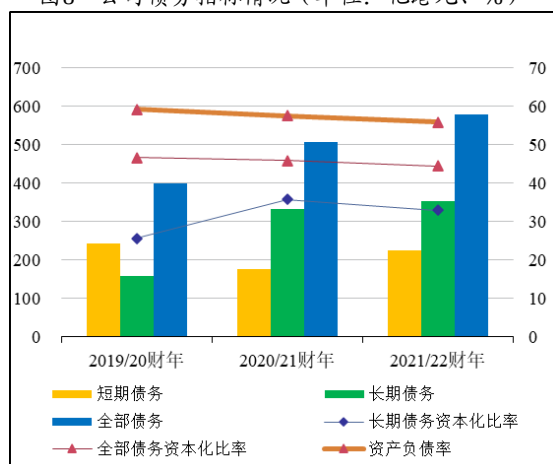
公司合约负债包括燃气管道建设建造合约（主要为工程预收款）和购买管道燃气、液化石油气及其他销售（主要为为用户缴纳的管道燃气及液化石油气预付款）。截至 2021/21 财年底，公司合约负债 94.43 亿港元，较上财年底增长 17.49%，主要系管道燃气及液化石油气用户数

量增长带动相关预付款增长所致。

截至 2021/22 财年底，公司银行及其他借贷合计 561.29 亿港元，较上财年底增长 14.57%，主要系受汇率影响以及公司业务规模扩大后资金需求增加所致。其中，于一年内到期 221.43 亿港元，较上财年底增长 28.20%；于一年后到期 339.86 亿港元，较上财年底增长 7.15%。截至 2021/22 财年底，公司银行及其他借贷中，银行借贷 520.94 亿港元，其他贷款 40.35 亿港元；有抵押借贷 29.65 亿港元，无抵押借贷 531.65 亿港元。

有息债务方面，随着公司业务规模扩张，对外融资需求增长，截至 2021/22 财年底，公司全部债务为 576.99 亿港元，较上财年底增长 13.79%。其中，短期债务占 38.75%，长期债务占 61.25%，短期债务占比较上财年底略有提高。从到期结构看，公司债务 1 年内到期的占 38.75%、1~2 年的占 20.59%、2~5 年的占 36.22%、5 年以上的占 4.44%。公司债务期限结构较为合理。

图8 公司债务指标情况（单位：亿港元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

表 13 截至 2021/22 财年底公司有息债务到期结构情况

（单位：亿港元）

项目	到期期限				合计
	1 年以内	1~2 年	2~5 年	5 年以上	
银行借贷	220.63	115.83	164.96	19.52	520.94
其他借贷	0.80	1.20	38.36	0.00	40.35
租赁负债	2.14	1.76	5.68	6.12	15.70

合计	223.56	118.79	208.99	25.64	576.99
占比	38.75%	20.59%	36.22%	4.44%	100.00%

注：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

从债务指标来看，截至 2021/22 财年底，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 55.83%、44.46% 和 32.90%，较上财年底均有所下降。

4. 盈利能力

2021/22 财年，公司经营规模逐步扩大，收入快速增长，由于燃气采购成本增幅较大导致公司除税前溢利同比下降，各项盈利指标虽有所下降但仍处于高水平。

2021/22 财年，受益于管道燃气项目及接驳用户数量增长以及燃气销售价格提升，公司营业收入同比增长 26.08% 至 882.25 亿港元；销售成本同比增长 39.74% 至 724.86 亿港元，致使毛利率同比下降 8.03 个百分点至 17.84%。

2021/22 财年，公司期间费用 72.91 亿港元，同比增长 10.34%，主要系销售及分销成本增长所致。其中，行政开支 29.73 亿港元，同比增长 8.10%，主要系业务规模扩大所致；销售及分销成本 28.61 亿港元，同比增长 17.32%，主要为公司天然气销售业务所产生的相关费用；财务费用 14.57 亿港元，同比增长 2.66%。2021/22 财年，公司期间费用率 8.26%，同比小幅下降。整体看，公司成本费用控制能力较好。

2021/22 财年，公司其他收入 13.78 亿港元，同比增长 49.27%，主要系利息收入及退税金额增加所致，其中利息收入 2.83 亿港元，政府补贴 3.32 亿港元，退税 3.86 亿港元。

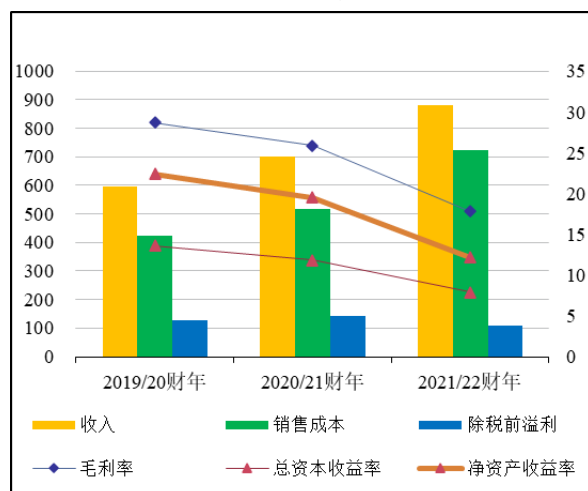
2021/22 财年，公司其他收益及亏损 4.74 亿港元，去年同期为 0.65 亿港元，同比变动幅度较大，主要系持作买卖投资之公平值变动所致。

2021/22 财年，应占联营和合资公司之业绩合计为 14.35 亿港元，同比下降 10.74%。

受上述因素影响，2021/22 财年，公司除税前溢利同比下降 23.44% 至 107.87 亿港元。

从盈利指标看, 2021/22 财年, 公司净资产收益率和总资本收益率分别为 7.89% 和 12.19%, 同比有所下降, 但整体盈利仍处于高水平。与同行业企业相比, 公司盈利指标处于行业中等水平。

图 9 公司盈利水平情况 (单位: 亿港元、%)



资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

表 14 2021/22 财年同行业企业盈利指标对比

(单位: %)

项目	中国燃气	中华煤气	新奥能源	华润燃气
销售毛利率	17.84	39.15	15.10	23.40
净资产收益率	13.27	7.48	23.38	16.50
总资产报酬率	20.71	3.15	8.16	28.99

注: 公司同行业企业数据为 2021 年数据

资料来源: Wind

5. 现金流分析

2021/22 财年, 公司经营业务所得现金净额同比大幅增长, 由于公司项目投资力度较大, 经营业务所得现金无法满足投资支出需求, 公司存在一定对外融资需求。

表 15 公司现金流情况 (单位: 亿港元)

项目	2019/20 财年	2020/21 财年	2021/22 财年
经营业务所得现金净额	64.86	82.79	98.76
投资活动所用现金净额	-94.55	-83.25	-122.05
融资活动前现金净额	-29.69	-0.46	-23.29
融资活动所得现金净额	-26.61	8.66	36.95

资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

从经营活动看, 2021/22 财年, 受益于业务规模扩张带动营业收入实现增长, 公司经营业

务所得现金净额同比增长 19.30%。

从投资活动看, 近年来, 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。2021/22 财年, 受公司增持电子商务发展有限公司 20% 的股权影响, 公司投资活动支出的净流出同比增长 46.64%。

2021/22 财年, 公司融资活动前现金净流出金额 23.29 亿港元, 经营活动所得现金无法满足投资活动需求, 存在一定对外融资需求。

公司筹资活动资金主要来自于新筹得银行及其他借贷以及配售股份, 2021/22 年, 公司新筹得银行及其他借贷为 401.33 亿港元, 同比增长 13.07%; 偿还银行及其他借款 348.07 亿港元, 同比增长 18.24%。2021/22 财年, 由于公司发行普通股所得款项 116.03 亿港元, 公司融资活动所得现金净流入规模同比增加 28.29 亿港元。

6. 偿债指标

近年来公司持续保持较大的投资支出力度, 债务规模持续扩大, 部分项目尚未产生效益, 一定程度影响公司短期偿债指标表现, 但公司业务可持续性较强, 大幅提升了公司长期偿债能力。同时, 公司为香港上市公司, 2021/22 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, 截至 2021/22 财年底, 公司流动比率和速动比率分别为 102.09% 和 91.59%, 分别较上财年底均有下降, 主要系一年内到期的银行及其他借款金额较大所致。2021/22 财年, 公司经营现金流动负债比为 18.19%, 同比略有提高。截至 2021/22 财年底, 公司现金类资产/短期债务为 0.46 倍, 较上财年底略有下降。公司短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标看, 2021/22 财年, 公司 EBITDA 为 153.86 亿港元。2021/22 财年, 公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 7.67 倍和 3.75 倍。公司长期偿债能力指标

很好。

截至 2021/22 财年底，公司在银行共获得授信额度为 1277.58 亿港元，尚未使用的授信额度为 901.48 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 2021/22 财年底，公司无对外担保。

截至 2021/22 财年底，公司无重大未决诉讼。

十. 存续债券偿还能力分析

公司存续债券余额较小，经营活动现金流净额和 EBITDA 能够对待偿债券本金峰值有充分保障。

截至 2022 年 8 月底，公司存续债券余额共 10.30 亿元，2025 年达到存续债券待偿本金峰值。

表 16 截至 2022 年 8 月底公司存续债券情况
(单位: 亿元)

债券名称	发行金额	当前余额	到期日期
18 中燃气 MTN001	20.00	0.30	2023/10/24
20 中燃气(疫情防控债) MTN001	10.00	10.00	2025/03/10
合计	30.00	10.30	--

资料来源: Wind, 联合资信整理

2021/22 财年经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 98.76 亿港元和 153.86 亿港元，折合人民币⁴分别为 80.10 亿元和 124.78 亿元，分别为公司存续债券待偿还本金峰值的 8.01 倍和 12.48 倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 17 公司存续债券保障情况 (单位: 亿元、倍)

项 目	2021/22 财年
本年度剩余到期债券金额	0.00
未来待偿债券本金峰值	10.00
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	8.01
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	12.48

资料来源: 联合资信整理

十一. 结论

基于对公司经营风险、财务风险和债项条

款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中燃气 MTN001”和“20 中燃气(疫情防控债) MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

⁴ 2019/20 财年、2020/21 财年、2021/22 财年所取汇率值分别为 0.9137、0.8452 和 0.8110。

附件 1 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019/20 财年	2020/21 财年	2021/22 财年
财务数据			
银行结存及现金（含已抵押银行存款）（亿港元）	76.56	85.72	101.88
资产总额（亿港元）	1121.00	1407.21	1631.46
权益（亿港元）	458.00	598.64	720.69
短期债务（亿港元）	241.96	174.82	223.56
长期债务（亿港元）	157.26	332.23	353.43
全部债务（亿港元）	399.22	507.05	576.99
营业收入（亿港元）	595.40	699.75	882.25
除税前溢利（亿港元）	127.25	140.90	107.87
EBITDA（亿港元）	162.54	180.96	153.86
经营性净现金流（亿港元）	64.86	82.79	98.76
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.24	2.17	2.34
存货周转次数（次）	12.75	12.14	13.18
总资产周转次数（次）	0.54	0.55	0.58
毛利率（%）	28.72	25.87	17.84
总资本收益率（%）	13.59	11.84	7.89
净资产收益率（%）	22.40	19.50	12.19
长期债务资本化比率（%）	25.56	35.69	32.90
全部债务资本化比率（%）	46.57	45.86	44.46
资产负债率（%）	59.14	57.46	55.83
流动比率（%）	80.06	108.81	102.09
速动比率（%）	73.49	97.36	91.59
经营现金流动负债比（%）	13.14	17.88	18.19
EBITDA 利息倍数（倍）	9.21	9.70	7.67
全部债务/EBITDA（倍）	2.46	2.80	3.75
现金短期债务比（倍）	0.32	0.49	0.46

注：1.2019/20 - 2021/22 财年的起止日期分别为 2019 年 4 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日、2020 年 4 月 1 日至 2021 年 3 月 31 日和 2021 年 4 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日；2.EBITDA 采用附表中的公式计算，已对 2020/21 财年数据做相应调整；3.本报告 2019/20 财年采用重列数据；4.全部债务不含租赁负债

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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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。

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 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。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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