

信用评级公告

联合〔2023〕10009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

二〇二三年十月十八日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

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

2023 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：2023 年 10 月 18 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：无			--	
个体信用等级			aaa	
外部支持调整因素：无			--	
评级结果			AAA	

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。2022/23 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有增长，带动公司燃气销量实现增长，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”）也关注到公司燃气价格调整滞后采购成本上升使得该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2022/23财年底，公司拥有专营权的管道燃气项目661个，已累计接驳家庭总数达4539.47万户，2022/23财年天然气销售量392.49亿立方米。

分析师：樊思 王文燕

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. **2022/23财年公司营业总收入、除税前溢利及经营现金净流入规模仍较大。**2022/23财年，公司营业总收入、除税前溢利和经营现金净流入分别为919.88亿港元、60.38亿港元和100.27亿港元，规模仍较大。

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，2022/23财年，因上游供气企业供应的合同气量不足、公司燃气采购成本继续上升，且下游价格调整滞后，管道天然气销售业务溢利率同比下降 3.25 个百分点。
2. **无实际控制人风险及权益稳定性较弱风险。**跟踪期内，公司股权依然分散，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 2022/23 财年底，公司合约资产为 127.07 亿港元，应收类款项合计 231.36 亿港元。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2020/21 财年	2021/22 财年	2022/23 财年
银行结存及现金（含已抵押 银行存款）（亿港元）	85.72	101.88	106.18
总资产（亿港元）	1407.21	1631.46	1572.91
权益（亿港元）	598.64	720.69	647.90
短期债务（亿港元）	174.82	223.56	221.08
长期债务（亿港元）	332.23	353.43	392.79
全部债务（亿港元）	507.05	576.99	613.87
营业总收入（亿港元）	699.75	882.25	919.88
除税前溢利（亿港元）	140.90	107.87	60.38
EBITDA（亿港元）	180.96	153.85	110.17
经营业务所得现金净额（亿港元）	82.79	98.76	100.27
毛利率（%）	25.87	17.84	13.08
净资产收益率（%）	19.50	12.19	7.89
资产负债率（%）	57.46	55.83	58.81
全部债务资本化比率（%）	45.86	44.46	48.65
流动比率（%）	108.81	102.09	100.85
经营现金流流动负债比（%）	17.88	18.19	19.37
EBITDA 利息倍数（倍）	9.70	7.67	5.08
全部债务/EBITDA（倍）	2.80	3.75	5.57
现金短期债务比（倍）	0.47	0.45	0.47

注：1.2020/21 - 2022/23 财年的起止日期分别为 2020 年 4 月 1 日至 2021 年 3 月 31 日、2021 年 4 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日和 2022 年 4 月 1 日至 2023 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.租赁负债已计入有息债务

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

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、20 中燃气(疫情 防控 债)MTN001	AAA	AAA	稳定	2022/10/17	余瑞娟 樊思	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)	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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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

2023 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 2022/23 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 23.44%（股权结构详见附件 1-1）。北控集团成立于 2005 年 1 月 18 日，是由北京市人民政府出资设立的国有独资公司。由于公司的股权较为分散，主要股东所持有表决权均无法单独对公司股东大会决议重大事项产生直接控制作用，或者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。

跟踪期内，公司主营业务范围未发生重大变化；组织架构略有调整，公司对职能部门和事业部企业集团进行了细化分类（详见附件 1-2）。

截至 2022/23 财年底，公司（合并）资产总额为 1572.91 亿港元，权益总额为 647.90 亿港元（其中非控股权益 68.90 亿港元）；2022/23 财年，公司实现营业总收入 919.88 亿港元，除税前溢利 60.38 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

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国两会决策部署为主，聚焦于完善房地产调控政策、健全 REITs 市场功能、促进中小微企业调结构强能力。二季度，宏观政策以贯彻落实 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于进一步优化房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、优化调整稳就业政策。

2023 年上半年，随着经济社会全面恢复常态化运行，生产需求逐步恢复，消费和服务业加快修复，就业、物价总体稳定，经济运行整体回升向好。经初步核算，上半年我国 GDP 为 59.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.5%。随着前期积压需求在一季度集中释放，二季度经济表现低于市场预期，但 6 月 PMI 止跌回升、工业增加值、服务业生产指数、社会消费品零售总额等指标两年平均增速加快，反映出生产、消费等领域出现边际改善，是经济向好的积极信号，但回升动能依然较弱，恢复势头仍需呵护。信用环境方面，2023 年上半年，社融规模小幅扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需

求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性先紧后松，实体经济融资成本稳中有降。

展望未来，宏观政策调控力度将进一步加大，着力扩大内需、提振信心、防范风险，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。当前房地产市场供给仍处在调整阶段，房地产开发投资或将保持低位运行；在制造业利润低迷、外需回落以及产能利用率偏低等因素的影响下，制造业投资或将保持温和增长；就业形势整体好转，消费市场有望维持复苏态势，但修复到 2019 年水平仍需耐心等待；作为稳增长的重要抓手，在经济下行压力较大、出口承压、房地产疲弱等背景下，基建投资仍将发挥经济支撑作用。总体来看，2023 年下半年随着基数的升高，三、四季度增速较二季度或将有所回落，但当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，实现全年 5% 的增长目标可期。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2023 年上半年）》](#)。

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

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

2022 年全球天然气产量基本保持稳定，出现“美升俄降”的态势。中国天然气产量平稳提升，天然气表观消费量首次出现负增长，天然

气进口依存度仍较高。

2022 年，全球天然气产量为 4.25 万亿立方米，比上年增长 0.4%，其中美国 LNG 出口强劲，带动美国天然气产量增长 4.3%，2022 年总产量达到 1.1 万亿立方米。由于对欧管道气出口受阻，俄罗斯被迫启动上游压产、气田放空等措施，产量下降 13.2%，全年总产量不到 6800 亿立方米。全球天然气产量出现了“美升俄降”的态势。

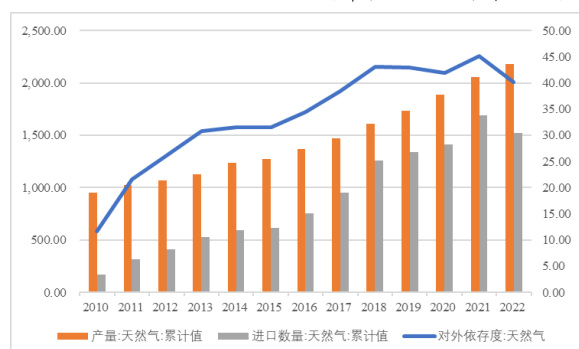
2022 年，我国天然气产量平稳提升。根据国家发改委统计，2022 年中国天然气产量为 2178 亿立方米，同比增长 6.40%；与国家能源局/国务院发展研究中心/自然资源部联合发布的《中国天然气发展报告（2022）》中预计的 2247 亿方接近，全年增产超过 100 亿方（2021 年为 2047 亿方）。

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，进口依赖程度高，2021 年进口依赖度达到 45.12%，2022 年略有下降，为 40.14%。我国 2022 年全年天然气进口量为 1519.02 亿立方米，同比下降 9.96%，其中 LNG 进口量同比下降 19.63%，是我国有史以来最大的降幅，主要由于 LNG 进口受全年价格高企影响，现货进口减少，且长协转口贸易增加等因素所致。

随着多家燃气企业长协的签订，未来国内燃气供应或将增长。2022 年 4 月 7 日，新奥天然气股份有限公司发布公告称其子公司与 Rio Grande LNG, LLC（下称“RGLNG 公司”）签署 LNG 采购合同，预计最早自 2026 年起为期 20 年每年向 RGLNG 公司采购 150 万吨 LNG。2022 年 11 月 21 日，中国石化集团公司与卡塔尔能源公司签署了为期 27 年的液化天然气（LNG）长期购销协议，卡塔尔能源公司将每年向中国石化集团公司供应 400 万吨 LNG。未来 LNG 长协供应有望增加。同时，2022 年 2 月 4 日俄气与中国石油天然气集团公司签署新的天然气长期供应协议，将中俄东线供应能力由 380 亿方/年提升至 480 亿方/年；7 月 18 日蒙古国总理宣布，中俄天然气管道“西伯利亚

力量2号”（即中俄中线）将于2024年开工，2030年投产，设计运力500亿方/年；未来管道气进口量有望增加。

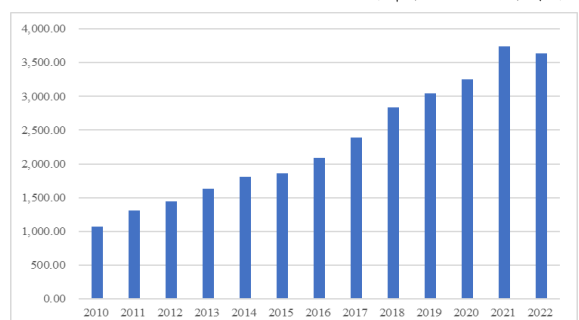
图1 我国天然气产量、进口量等情况
(单位: 亿立方米、%)



资料来源: Wind

天然气消费方面,受我国城镇化发展、工业煤改气工程推进、“双碳”目标驱动等多重因素影响,近年来,我国天然气表观消费量呈现快速增长的趋势,但2022年我国天然气表观消费量3836.12亿立方米,同比下降2.72%,首次出现下降,主要由于需求端受到国内经济增长速度放缓影响;供应端受俄乌局势影响,欧洲天然气供需矛盾激化,天然气现货价格提升至历史高位,对消费量增长有所抑制。预计未来随着工业用气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2 我国天然气近年来表观消费量
(单位: 亿立方米)



资料来源: Wind

(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。

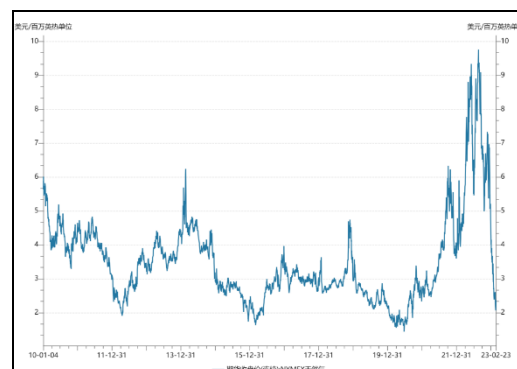
卓创资讯统计数据显示,2022年底我国进口LNG的接卸产能约为11705万吨/年,约合1639亿方/年。在建LNG接收站总产能约6500万吨/年,约合910亿方/年。

2. 天然气价格

2022年在地缘政治冲突下天然气价格创历史新高,2023年以来天然气价格有所回落。

2020年以来,天然气投资强度下降,天然气生产和出口大国(美国、加拿大)的天然气钻机数下降,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,乌克兰危机引发的地缘政治风险成为全球天然气市场格局调整的主要诱因,在欧美俄制裁与反制裁的背景下,全球天然气价格大幅飙升,国际天然气市场格局明显调整。2023年以来,由于冬季气温明显高于往年同期,商业、居民天然气需求量处于较低水平,且天然气整体库存水平高于往年同期,全球天然气价格承压下行。

图3 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，燃气行业发展前景良好；同时，在“双碳”目标的驱动下，未来天然气需求将大幅增加。

为促进上下游的充分竞争，建立市场配置资源的价格机制，国家近年持续推动天然气行业改革。其中，最为核心和关键的步骤为以组建国家石油天然气管网集团有限公司为代表的管输体制改革。上游开采业主要推动以矿业权

改革为基础的放宽准入限制；下游主要推动市场化交易，并逐渐放开天然气门站价格，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。2023年4月，国家发展改革委向各省（区）市发改委发布了《天然气上下游价格联动相关指导意见（征求意见稿）》（下称《指导意见（征求意见稿）》，上述征求意见稿旨在健全下游成本疏导机制，重点推动居民用气价格联动。

表2 中国天然气行业政策

发布时间	政策名称	主要内容
2023年4月	《天然气上下游价格联动相关指导意见（征求意见稿）》	健全下游成本疏导机制，重点推动居民用气价格联动。
2022年6月	《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022—2025年）》	对城市燃气管道等老化更新改造作了顶层设计和总体部署，明确了2025年底前，基本完成城市燃气管道等老化更新改造任务的工作目标。
2022年5月	《关于完善进口液化天然气接收站气化服务定价机制的指导意见》	明确了气化服务价格的定义及内涵，对定价方式、方法、校核周期、其他衍生服务价格管理等内容作了规范；可以概括为“四个统一”：统一定价方式、统一定价项目、统一定价方法、统一重要参数和“一个明确”：明确价格校核周期
2022年3月	《2022年能源工作指导意见》	到2022年，全国能源生产总量达到44.1亿吨标准煤左右，原油产量2亿吨左右，天然气产量2140亿立方米左右。
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，可能会对公司管理与决策体系造成影响。

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，燃气业务布局区域广，销售规模大，具备规模优势。中国管道燃气业务实施特许经营权，区域内具有自然垄断性。

公司进入燃气领域时间较早，截至2022/23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2022/23财年底，公司累计取得661个拥有专营权的管道燃气项

目、32个天然气长输管线项目、533座压缩/液化天然气汽车加气站、1个煤层气开发项目和106个液化石油气（LPG）分销项目，已累计接驳家庭总数达4539.47万户，2022/23财年公司天然气销售量392.49亿立方米，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、高级管理人员无重大变化，公司主要管理制度连续。

八. 经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司管道天然气销售业务收入同比增长，燃气接驳和工程设计及施工业务收入同比降幅较大。公司营业总收入同比小幅增长，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。

2022/23财年，公司收入同比增长4.27%。

其中，管道天然气销售收入同比增长13.90%，主要系燃气业务销量及价格均提高所致；燃气接驳以及工程设计及施工业务收入合计67.76亿港元，同比下降13.31%，主要系房地产政策趋紧，新增房地产燃气接驳工程进度受到一定影响以及气代煤业务收尾导致新增居民接驳数减少所致；液化石油气销售收入同比下降2.52%；增值服务及其他业务收入同比下降24.08%，主要系气代煤业务收尾带来的增值产品销售下滑、居民消费需求下降以及汇兑损益综合影响所致。

溢利率方面，2022/23财年，公司管道天然

气销售溢利率同比下降 3.25 个百分点，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调整所致；燃气接驳业务溢利率同比下降 1.14 个百分点，工程设

计及施工溢利率同比下降 13.04 个百分点，主要系房地产周期下行，公司接驳用户同比下滑，同时，驻场施工进度延长导致成本增加所致。

表 3 公司营业总收入及溢利率情况（单位：亿港元）

项目	2020/21 财年			2021/22 财年			2022/23 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	359.36	51.35%	11.02%	505.29	57.27%	8.32%	575.51	62.56%	5.07%
燃气接驳	124.77	17.83%	22.64%	72.27	8.19%	18.21%	56.87	6.18%	17.07%
液化石油气销售	131.64	18.81%	2.00%	230.81	26.16%	0.14%	225.00	24.46%	0.30%
增值服务及其他	77.20	11.03%	30.07%	67.99	7.71%	36.66%	51.62	5.61%	37.60%
工程设计及施工	6.78	0.97%	29.27%	5.89	0.67%	23.81%	10.89	1.18%	10.77%
合计	699.75	100.00%	18.15%	882.25	100.00%	11.83%	919.88	100.00%	7.25%

注：1. 溢利率=板块溢利/收入，工程设计及施工业务板块溢利率为该板块溢利占该板块营业收入（未抵消前）比例；2. 尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 天然气业务

2022/23 财年，公司天然气销量小幅增长。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，2022 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 2022/23 财年天然气采购价格增幅较大，且上游居民合同气量供应不足，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 2022/23 财年底，公司累计取得 661 个拥有专营权的管道天然气项目，累计已建成 55.17 万公里燃气管网，较上财年底增长 5.08%。

表 4 公司管道燃气业务主要指标

项目	2020/21 财年	2021/22 财年	2022/23 财年
累计已建管道总长（千公里）	480.16	525.00	551.69
累计城市与乡镇燃气项目数目（个）	642	660	661
天然气总销量（亿立方米）	312.11	367.03	392.48

注：公司天然气业务统计口径含合资及联营企业

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 5 公司已接驳用户及加气站情况

项目	2020/21 财年	2021/22 财年	2022/23 财年
已接驳居民用户（万户）	4015.38	4309.52	4539.47
其中：城市燃气项目	3222.99	3489.79	3697.00
乡镇燃气项目	792.40	819.73	842.47
已接驳工业用户（万户）	1.70	1.98	2.21
已接驳商业用户（万户）	26.65	29.77	32.93
压缩/液化天然气加气站（个）	557	533	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

2022/23 财年，公司完成新接驳 229.95 万户居民用户，新增接驳用户较上财年下降 21.82%，主要系新增房地产燃气接驳工程量受到房地产行业景气度不佳而有所减少，以及煤改气接近尾声后导致农村燃气接驳用户减少所致。2022/23 财年，公司乡镇燃气项目新接驳用户 22.74 万户，较上财年下降 16.80%；城市燃气项目新接驳用户 207.21 万户，较上财年下降 22.34%。截至 2022/23 财年底，公司累计已接驳的居民用户为 4539.47 万户，较上财年增长 5.34%。

2022/23 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 2443 元，较上财年小幅下降 0.57%；乡镇居民用户平均支付的管道燃气接驳费为每户 3001 元，较上财年小幅增长

1.90%。

工商业用户

截至 2022/23 财年底，公司共有 2.21 万户工业用户及 32.93 万户商业用户，较上财年底分别增长 11.62% 和 10.61%；工业用户及商业用户的平均接驳费分别为每户 18.90 万元及 3.93 万元，较上财年分别增长 5.23% 和 19.82%。未来，在“碳中和”等政策推动下，工商业用户的天然气需求有望保持增长趋势，将成为公司燃气销售量增长的重要支撑。

压缩天然气（CNG）和液化天然气（LNG）加气站

跟踪期内，公司 CNG/LNG 汽车加气站数量无变化，截至 2022/23 财年底，公司累计已拥有 533 座 CNG/LNG 汽车加气站，日均可为 20 万辆天然气汽车提供加气服务。

（2）天然气销售

2022/23 财年，在项目数量增加、用户数量增长的驱动下，公司天然气销量 392.48 亿立方米，较上财年增长 6.93%。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 10.36% 至 162.44 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 4.95% 至 230.04 亿立方米。其中，居民用户和工业用户销量分别同比增长 13.99% 和 3.78%，商业用户销量同比下降 2.07%；压缩/液化天然气加气站销量同比下降 35.71%，主要系新能源汽车对燃汽车的替代效应较强所致。

表 6 公司天然气销售情况
(单位：亿立方米、元/立方米)

项目	2020/21 财年	2021/22 财年	2022/23 财年
通过管道与贸易销售的天然气	125.12	147.19	162.44
通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气	186.99	219.19	230.04
其中：居民用户	61.07	73.54	83.83
工业用户	90.18	108.04	112.12
商业用户	25.49	29.48	28.87
压缩/液化天然气加气站	10.24	8.12	5.22
平均售价（不含税）			
其中：居民用户	2.54	2.65	2.71
工业用户	2.56	3.01	3.63

商业用户	2.89	3.18	3.69
压缩/液化天然气加气站	2.99	3.51	4.31

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。2022/23 财年，公司对居民、工业用户、商业用户和压缩/液化天然气汽车加气站用户的平均售气价较上财年分别均有不同程度上升，其中工商业用户销售价格增幅较大，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 7 2022/23 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	180.32	46.00%
中石化	照付不议	27.44	7.00%
中海油	照付不议	7.84	2.00%
其他	每年与省天然气管网公司或其他管道公司签订框架协议或直接于现货市场采购	176.40	45.00%
合计	--	392.00	100.00%

注：1. 公司对中石油、中石化及中海油的采购含上述集团体系下所有子公司口径
资料来源：公司提供

气源采购方面，2022/23 财年，公司天然气采购量同比增长 6.81%；采购均价（不含税）同比提高 13.47%，主要系全球天然气价格短期大幅走高所致。

表 8 公司天然气采购情况
(单位：元/立方米、亿立方米)

价格	2020/21 财年	2021/22 财年	2022/23 财年
采购均价（不含税）	2.00	2.45	2.78
采购量	326.00	367.00	392.00

注：公司对 2020/21 财年、2021/22 财年采购价格数据有所调整
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。公司拥有液化天然气集中采购平台，可作为补充气源，运营气源得到进一步

保障。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，有利于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

2022/23 财年，公司 LPG 业务贸易规模及采销均价基本保持稳定，但进口液化石油气的成本受国际原油价格波动的影响较大，公司液化石油气业务收入规模和盈利水平面临一定的价格波动风险。

截至 2022/23 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）、106 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 7 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。

2022/23 财年，公司采购液化石油气 415.53 万吨，其中前五大客户采购量占比 34.46%，同比变化不大。2022/23 财年，公司液化石油气采购均价为 4938.63 元/吨，同比下降 5.10%，主要系 2023 年下半年后国际能源价格下跌所致。

2022/23 财年，公司销售液化石油气 413.20 万吨，同比下降 3.20%。其中，批发业务销量为 339.70 万吨，终端零售业务销量为 73.50 万吨。2022/23 财年，公司 LPG 销售收入 225.00 亿港元，同比下降 2.52%。

公司通过利用现有的 LPG 码头、仓储、船队与车队，加大国际与国产 LPG 的采购量，将有望逐步提升对 LPG 资产的利用率。同时，公司的下游终端业务实行 LPG 资源的统一采购，通过利用上、下游一体化的优势，有望实现气源采购、储配资源和市场覆盖的合理配置。公司还利用覆盖全国的庞大城市天然气网络与资

源，协助 LPG 分销业务从中国南方向全国各省市扩张，大幅提高 LPG 售气量，实现规模效益。

4. 终端增值服务

2022/23 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 2022/23 财年底，公司已经拥有了超过 5000 万天然气与液化石油气家庭用户和工商业用户，客户网络的潜在附加值大。

2022/23 财年，公司增值服务销售收入同比下降 6.50%至 19.59 亿港元，主要系气代煤业务收尾带来的增值产品销售下滑、居民消费需求下降以及汇兑损益综合影响所致；增值服务溢利率同比提高 9.91 个百分点至 43.31%，主要系公司调整产品结构，毛利高的产品收入占比提升所致。

5. 经营效率

公司经营效率一般。

从经营效率来看，2022/23 财年，公司存货周转次数较上财年底有所提高，总资产周转次数较上财年底变动不大。与同行业公司相比，公司经营效率一般。

表 9 2022/23 财年同行业公司经营效率情况对比
(单位：次)

项目	中国燃气	中华煤气	新奥能源	华润燃气
存货周转次数	14.08	11.97	58.64	62.28
总资产周转次数	0.58	0.36	1.09	0.87

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. 公司同行业公司数据为 2022 年数据；3. 为了方便对比，上述数据均来自 Wind
资料来源：Wind

6. 在建工程 and 未来发展

公司主要在建项目尚需投资规模不大，主要投资项目仍围绕现有主要业务展开。公司未

来仍以天然气业务为主要业务，同时加大液化石油气、增值业务等其他业务的协同发展。

截至 2022/23 财年底，公司主要在建项目总投资 30.52 亿元，已投资规模 20.24 亿元，剩

余投资规模不大；主要投资项目仍围绕现有主要业务展开，项目投产后，公司整体经营规模有望提升。

表 10 公司截至 2022/23 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	4.44	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。	82.53%
2	南京中燃能源发展有限公司分布式能源站项目	2.81	2.27	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	81.21%
3	湄洲湾港肖厝港区鲤鱼尾作业区 4 号泊位工程及仓储项目	11.84	7.40	新建 50000 吨级液体化工泊位一个及相应配套设施，或可同时靠泊 2 艘 5000GT 液化烃船，年设计通过能力为 339 万吨等。	62.50%
4	江苏中燃延长仓储有限公司仓储项目	10.50	6.13	新建罐区，配套建设装车站、火炬系统、管道等。新建综合楼、中央控制室、空压制氮站、危废库等，建筑面积约 7162 平方米，配套建设给排水、供配电、环保、消防等设施。配套建设输送管道。项目建成后，可形成年周转液态烃 187 万吨的能力。	58.38%
合计	-	30.52	20.24	--	--

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；尾差系四舍五入所致
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，公司将继续以天然气业务为基础，积极争取国内外上游资源，加强气源统筹运营，保障稳定的气源供应。同时，公司推动多业态创新发展，通过以多样化的服务满足客户需求，解决客户困境，增强客户粘性，实现以天然气、液化石油气、增值业务、以及数字化服务为核心业务板块的协同发展。

九. 财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2022/23 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 2023 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 2022/23 财年底，公司合并范围主要子公司 82 家，考虑公司经营范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

2022/23 财年末，公司资产总额及资产构成较上财年底基本保持稳定，资产构成仍以非流动资产为主，符合燃气行业特征。公司合约资产及应收类款项规模较大，对资金形成一定程度占用。

截至 2022/23 财年底，公司资产总额 1572.91 亿港元，较上财年底变动不大。从资产构成来看，流动资产占 33.20%，非流动资产占 66.80%，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。

表 11 2022 - 2023 年财年末公司资产主要构成

科目	2022 年财年末		2023 年财年末	
	金额（亿港元）	占比	金额（亿港元）	占比
流动资产	554.23	33.97%	522.20	33.20%
存货	57.01	10.29%	56.55	10.83%

贸易应收帐项及其他应收帐项	162.47	29.31%	167.02	31.98%
应收合资公司款项	55.02	9.93%	59.60	11.41%
合约资产	171.38	30.92%	127.07	24.33%
银行结存及现金（含已抵押银行存款）	101.88	18.38%	106.18	20.33%
非流动资产	1077.23	66.03%	1050.71	66.80%
物业、厂房及设备	680.65	63.18%	668.91	63.66%
于联营公司之投资	106.63	9.90%	102.46	9.75%
于合资公司之投资	122.23	11.35%	120.45	11.46%
资产总额	1631.46	100.00%	1572.91	100.00%

注：上表中流动资产科目占比为占流动资产的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产的比重

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（1）流动资产

截至 2022/23 财年底，公司流动资产 522.20 亿港元，较上财年底下降 5.78%，主要系合约资产减少所致。

截至 2022/23 财年底，公司银行结存及现金 106.18 亿港元（含已抵押银行存款），较上财年底增长 4.21%。截至 2022/23 财年底，公司已抵押银行存款 11.79 亿港元。

截至 2022/23 财年底，公司贸易应收账款及其他应收账款为 167.02 亿港元，较上财年底增长 2.80%。其中，贸易应收账款 62.83 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 104.20 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 51.41%，181~365 日占 11.28%，365 日以上占 37.31%，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 2022/23 财年底，公司合约资产 127.07 亿港元，较上财年底下降 25.86%，主要系收回前期煤改气项目的燃气管网建设款项所致。

截至 2022/23 财年底，公司应收合资公司款项 59.60 亿港元，较上财年底增长 8.32%。公司应收合资公司款项中，39.12 亿港元为贸易性质应收款项，账龄在 180 天内；0.80 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 2022/23 财年底，公司存货 56.55 亿港元，

较上财年底变动不大。公司存货主要由建材（占 49.86%）、燃气器具及增值服务消耗品（占 20.87%）、天然气及液化石油气（占 20.00%）构成。

（2）非流动资产

截至 2022/23 财年底，公司非流动资产为 1050.71 亿港元，较上财年底下降 2.46%。

截至 2022/23 财年底，公司物业、厂房及设备账面原值为 804.91 亿港元，计提折旧和减值准备共计 135.99 亿港元，物业、厂房及设备账面净值为 668.91 亿港元，较上财年底变动不大。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 8.12%）、管道（占 64.77%）、在建工程（占 17.71%）和机器及设备（占 6.27%）。

截至 2022/23 财年底，公司于联营公司之投资 102.46 亿港元，较上财年底变动不大；计入联营公司之投资成本的商誉合计 30.42 亿港元；主要联营公司为哈尔滨中庆燃气有限责任公司、中裕能源控股有限公司及其附属公司和沈阳沈西燃气有限公司等。

截至 2022/23 财年底，公司于合资企业之投资 120.45 亿港元，较上财年底变动不大，计入合营公司之投资成本的商誉合计 2.44 港元，主要合资公司包括福建省安然燃气投资有限公司及其附属公司、中保投中燃（深圳）清洁能源发展基金（有限合伙）和山东石油天然气股份有限公司及其附属公司等。

截至 2022/23 财年底，公司受限资产主要为已抵押的银行存款 1.79 亿港元；已抵押的固定资产和投资性房地产 59.08 亿港元。除此之

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，公司已抵押银行存款按每年 0.35 厘至 2.17 厘之固定利率计息

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，贷款余额较小。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2022/23 财年末，公司所有者权益因汇兑影响较上财年底有所下降，所有者权益构成变动不大，但权益结构中储备及非控股权益占比较高，权益结构稳定性较弱。

截至 2022/23 财年底，公司权益总额 647.90 亿港元，较上财年底下降 10.10%，主要系汇率折算导致汇兑储备变动所致。从构成来看，公司非控股权益 68.90 亿港元，占权益总额的 10.63%；归属公司拥有人之权益 579.01 亿港元，占权益总额的 89.37%。归属公司拥有人之权益中储备占 99.91%。公司所有者权益结构较上财年底保持稳定。

(2) 负债

2022/23 财年末，公司负债总额及有息债务规模较上财年底小幅增长，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 2022/23 财年底，公司负债合计 925.01 亿港元，较上财年底增长 1.56%；负债构成较上年底变动不大。

表 12 2022 - 2023 年财年末公司负债主要构成

单位：(亿港元)

科目	2022 年财年末		2023 年财年末	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	542.87	59.61%	517.80	55.98%
贸易及其他应付账款	210.79	38.83%	195.57	37.77%
合约负债	94.43	17.39%	90.80	17.54%
银行及其他借贷-于一年内到期	221.43	40.79%	219.08	42.31%
非流动负债	367.90	40.39%	407.21	44.02%
银行及其他借贷-于一年后到期	339.86	92.38	381.03	93.57%
负债总额	910.77	100%	925.01	100%

注：上表中流动负债科目占比为占流动负债的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债的比重

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022/23 财年底，公司贸易应付账款及其他应付账款 195.57 亿港元，较上财年底下降 7.22%。其中，贸易应付账款及应付票据合

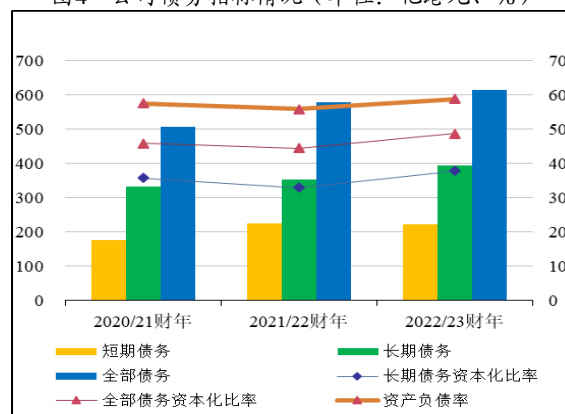
计 146.48 亿港元，按账龄分析法核算，90 日以内的占 64.38%，91 日至 180 日的占 6.03%，180 日以上的占 29.59%。同期，公司其他应付账款合计 49.09 亿港元，主要由已收保证金及按金、其他应付款项及应计费用和应付工程费用构成。

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 2022/23 财年底，公司合约负债 90.80 亿港元，较上财年底变动不大。

截至 2022/23 财年底，公司银行及其他借贷合计 600.10 亿港元，较上财年底增长 6.92%，主要系受汇率影响所致。其中，于一年内到期 219.08 亿港元，较上财年底下降 1.06%；于一年后到期 381.03 亿港元，较上财年底增长 12.11%。截至 2022/23 财年底，公司银行及其他借贷中，银行借贷 501.39 亿港元，其他贷款 98.72 亿港元；有抵押借贷 34.64 亿港元，无抵押借贷 565.47 亿港元。

有息债务方面，截至 2022/23 财年底，公司全部债务为 613.87 亿港元，较上财年底增长 6.39%。其中，短期债务占 36.01%，长期债务占 63.99%，债务结构较上财年底变动不大。根据公司银行及其他借贷的到期结构看，公司债务 1 年内到期的占 36.51%、1~2 年的占 32.52%、2~5 年的占 28.34%、5 年以上的占 2.64%。公司债务期限结构较为合理。

图 4 公司债务指标情况（单位：亿港元、%）



注：上述有息债务中含租赁负债
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

表 13 截至 2022/23 财年底公司银行借款及其他借贷到期结构情况（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	175.43	175.27	147.06	3.62	501.39
其他借贷	43.65	19.89	22.99	12.19	98.72
合计	219.08	195.16	170.05	15.82	600.10
占比	36.51%	32.52%	28.34%	2.64%	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 2022/23 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 58.81%、48.65% 和 37.74%，较上财年底均有所上升。

4. 盈利能力

2022/23 财年，公司经营收入同比变动不大，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，各项盈利指标有所下降，但公司盈利规模仍很大。

2022/23 财年，公司营业总收入同比增长 4.27% 至 919.88 亿港元；销售成本同比增长 10.30% 至 799.54 亿港元，销售成本增幅高于营业总收入，致使毛利率同比下降 4.76 个百分点至 13.08%。

2022/23 财年，公司期间费用 79.59 亿港元，同比增长 9.16%，主要系财务费用增长所致；财务费用 18.55 亿港元，同比增长 27.38%，主要系融资成本同比提高了 0.80 个百分点至 4.50% 所致，主要系美元加息导致公司境外贷款资本成本增加所致。2022/23 财年，公司期间费用率 8.65%，同比小幅提高。整体看，公司成本费用控制能力较好。

2022/23 财年，公司其他收入 13.74 亿港元，同比变动不大，主要构成为：利息收入 3.01 亿港元，政府补贴 5.67 亿港元，出租船舶收入 2.76 亿港元。

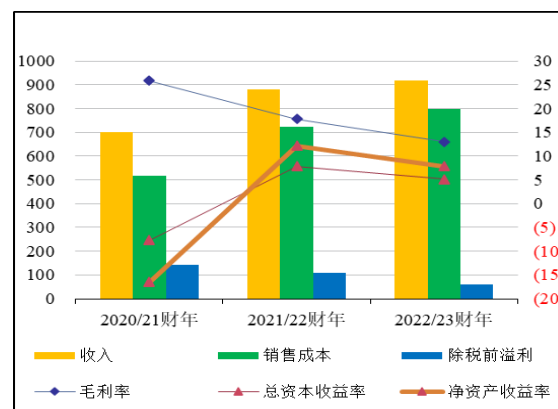
2022/23 财年，公司其他收益 3.44 亿港元，去年同期亏损 4.74 亿港元，同比变动幅度较大，主要系对外投资公允价值变动所致。

2022/23 财年，应占联营和合资公司之业绩合计为 2.44 亿港元，同比大幅下降，主要系联营及合资企业因气价较高导致盈利下滑所致。

受上述因素影响，2022/23 财年，公司除税前溢利同比下降 44.03% 至 60.38 亿港元。

从盈利指标看，2022/23 财年，公司净资产收益率和总资产收益率分别为 7.89% 和 5.21%，同比有所下降。与同行业公司相比，公司盈利指标处于行业一般水平。

图 5 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 2022/23 财年同行业公司盈利指标对比

项目	中国燃气	中华煤气	新奥能源	华润燃气
销售毛利率	13.08%	35.51%	14.32%	19.17%
净资产收益率	7.07%	8.16%	15.68%	11.75%
总资产报酬率	4.74%	5.80%	9.40%	8.19%

注：1. 公司同行业公司数据为 2022 年数据；2. 为便于同业对比，上述数据均来自 wind

资料来源：Wind

5. 现金流分析

2022/23 财年，公司经营业务所得现金仍呈净流入状态且规模较大，能满足投资活动现金支出需求。

表 15 公司现金流情况（单位：亿港元）

项目	2020/21 财年	2021/22 财年	2022/23 财年
经营业务所得现金净额	82.79	98.76	100.27
投资活动所用现金净额	-83.25	-122.05	-75.07
融资活动前现金净额	-0.46	-23.29	25.20
融资活动所得现金净额	8.66	36.95	-14.14

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2022/23 财年，公司经营活动现金流净额同比略有增长，主要由于公司应收账款大额回收所致；投资现金净流出规模同比下降 38.49%，主要系去年同期公司增持电子商务发展有限公司 20% 的股权导致当期净流出金额较大所致。2022/23 财年，公司融资活动前现金净流入金额 25.20 亿港元，经营活动所得现金净流入能够满足投资活动净流出需求；但为满足债务正常滚动需求，公司仍存在一定对外融资需求。2022/23 财年，公司筹资活动现金由上年同期的净流入转为净流出。

6. 偿债指标

2022/23 财年底，公司短期偿债指标较上年底变动不大，长期偿债指标中因公司盈利能力同比下滑导致其 EBITDA 同比降幅较大，但公司业务可持续性较强，该因素大幅提升了公司长期偿债能力。同时，公司为香港上市公司，2022/23 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 2022/23 财年底，公司流动比率、速动比率、现金短期债务比、经营现金流动负债比较上财年底均变动不大，公司短期偿债能力指标表现较好。

从长期偿债能力指标看，2022/23 财年，公司 EBITDA 同比降幅较大，EBITDA 对利息倍数和全部债务的保障倍数较上财年底均有所下降。考虑到公司业务可持续性较强，公司长期偿债能力指标较好。

表 16 2022/23 财年公司偿债指标

项目	指标	2021/22 财年	2022/23 财年
短期偿债指标	流动比率 (%)	102.09	100.85
	速动比率 (%)	91.59	89.93
	现金短期债务比 (倍)	0.46	0.48
	经营现金流动负债比 (%)	18.19	19.37
长期偿债指标	EBITDA (亿港元)	153.85	110.17
	EBITDA 利息倍数 (倍)	7.67	5.08
	全部债务/EBITDA (倍)	3.75	5.57

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2022/23 财年底，公司在银行共获得授信额度为 1114 亿港元，尚未使用的授信额度为 500 亿港元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为香港上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2022/23 财年底，公司无对外担保。

截至 2022/23 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 2023 年 9 月底，公司存续债券余额共 25.30 亿元，合计金额较小且整体债券到期日较为分散。

表 17 截至 2023 年 9 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(回售)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
23 中国燃气 MTN001(乡村振兴)	15.00	15.00	2026/09/06
合计	45.00	25.30	--

注：23 中国燃气 MTN001(乡村振兴)2026 年 9 月 6 日为回售日，2028 年 9 月 6 日为到期日

资料来源：Wind，联合资信整理

2022/23 财年，公司经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 100.27 亿港元和 110.17 亿港元，折合人民币²分别为 87.54 亿元和 96.18 亿元，分别为公司存续债券待偿还本金峰值的 5.84 倍和 6.41 倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 18 公司存续债券保障情况 (单位：亿元、倍)

项目	2022/23 财年
本年度剩余到期债券金额	0.30
未来待偿债券本金峰值	15.00
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	5.84
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	6.41

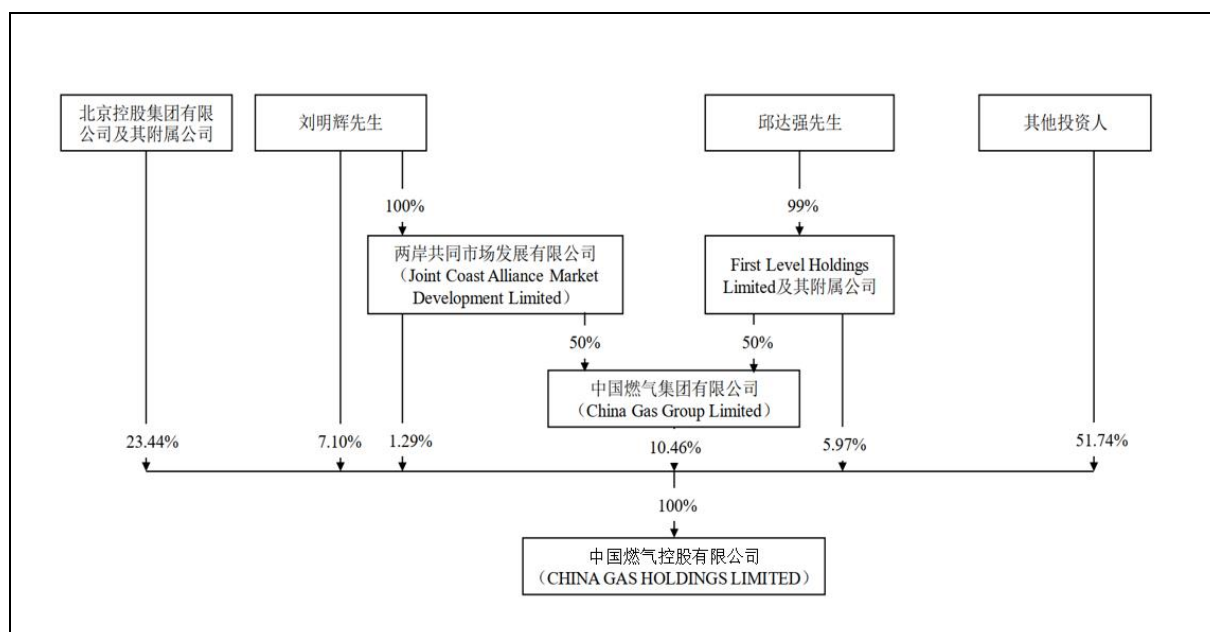
资料来源：联合资信整理

² 2022/23 财年所取汇率值为 0.8730。

十一、 结论

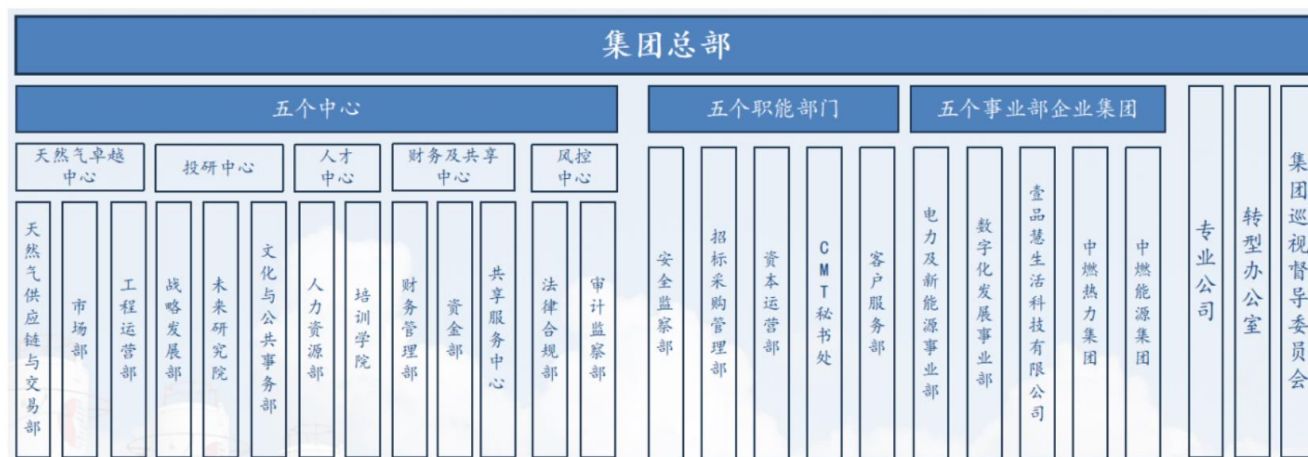
基于对公司经营风险、财务风险和债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中燃气 MTN001”和“20 中燃气（疫情防控债）MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 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	2020/21 财年	2021/22 财年	2022/23 财年
财务数据			
银行结存及现金（含已抵押银行存款）（亿港元）	85.72	101.88	106.18
资产总额（亿港元）	1407.21	1631.46	1572.91
权益（亿港元）	598.64	720.69	647.90
短期债务（亿港元）	174.82	223.56	221.08
长期债务（亿港元）	332.23	353.43	392.79
全部债务（亿港元）	507.05	576.99	613.87
营业总收入（亿港元）	699.75	882.25	919.88
除税前溢利（亿港元）	140.90	107.87	60.38
EBITDA（亿港元）	180.96	153.85	110.17
经营性净现金流（亿港元）	82.79	98.76	100.27
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.17	2.34	2.44
存货周转次数（次）	12.14	13.18	14.08
总资产周转次数（次）	0.55	0.58	0.57
毛利率（%）	25.87	17.84	13.08
总资本收益率（%）	-7.65	7.89	5.21
净资产收益率（%）	19.50	12.19	7.89
长期债务资本化比率（%）	35.69	32.90	37.74
全部债务资本化比率（%）	45.86	44.46	48.65
资产负债率（%）	57.46	55.83	58.81
流动比率（%）	108.81	102.09	100.85
速动比率（%）	97.36	91.59	89.93
经营现金流流动负债比（%）	17.88	18.19	19.37
EBITDA 利息倍数（倍）	9.70	7.67	5.08
全部债务/EBITDA（倍）	2.80	3.75	5.57
现金短期债务比（倍）	0.47	0.45	0.47

注：1.2020/21 - 2022/23 财年的起止日期分别为 2020 年 4 月 1 日至 2021 年 3 月 31 日、2021 年 4 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日和 2022 年 4 月 1 日至 2023 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.租赁负债已计入有息债务

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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