信用评级公告

联合〔2021〕9223 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”“18 中燃气 MTN002”和“20 中燃气（疫情防控债）MTN001”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

二〇二一年十月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

China Gas Holdings Limited （中国燃气控股有限公司）2021 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
18 中燃气 MTN002	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	20.00 亿元	2021/10/24
*18 中燃气 MTN002	13.00 亿元	13.00 亿元	2021/12/07
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；附*的债券为公司发行的附持有人回售选择权的债券，所列到期日为最近的行权日

评级时间：2021 年 10 月 14 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	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

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				调整子级
--				--

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。跟踪期内，公司经营规模进一步扩大，盈利水平高。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司盈利空间易受政策影响，权益稳定性较弱，合约资产及应收类款项对资金形成占用及非全资附属公司发生重大生产安全责任事故等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产对本年度剩余到期债券保障能力强；经营活动现金流量净额和 EBITDA 对待偿债券本金峰值的保障能力强。

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燃气市场的领先地位。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。

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”“18 中燃气 MTN002”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. **公司所处天然气行业发展前景良好。**随着能源结构调整以及国家鼓励天然气发展的政策不断出台，中国的天然气需求逐年增长。
2. **公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一，具备了较大的规模优势。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2020/21财年底，公司拥有专营权的管道燃气项目642个，累计接驳居民用户、工业用户及商业用户分别为4015.38万户、1.70万户及26.65万户。2020/21财年，公司天然气总销量312.11亿立方米。

分析师：余瑞娟　刘莉婕
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. **公司拥有稳定的气源保证。**公司与上游供应商建立了长期合作关系，并签订了“照付不议、照供不误”的长期供气协议。
4. **跟踪期内，公司经营规模持续扩大，盈利水平高。**2020/21财年，公司营业收入及除税前溢利分别为699.75亿港元和140.90亿港元，同比分别增长17.53%和10.73%；净资产收益率和总资本收益率分别为19.50%和12.03%。

关注

1. **公司对居民用户无自主定价权，利润空间受限。**天然气采购价格、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，盈利空间受限。
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 2020/21 财年底，公司合约资产为 169.25 亿港元，应收类款项合计 189.09 亿港元。
4. **跟踪期内，公司非全资附属公司发生重大生产安全责任事故。**2021 年 6 月，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，并负有直接责任，公司对该事故也负有责任。目前十堰东风中燃生产经营已基本恢复，联合资信将持续关注公司安全整改工作，以便动态分析上述事件对公司主体及相关债券信用水平可能带来的影响。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2018/19 财年	2019/20 财年	2020/21 财年
银行结存及现金（含已抵押银行存款）（亿港元）	134.82	76.56	85.72
总资产（亿港元）	1098.99	1121.00	1407.21
权益（亿港元）	407.93	458.00	598.64
短期债务（亿港元）	164.08	241.21	172.72
长期债务（亿港元）	214.91	155.68	317.17
全部债务（亿港元）	378.99	396.89	489.89
营业收入（亿港元）	593.86	595.40	699.75
除税前溢利（亿港元）	111.83	127.25	140.90
EBITDA（亿港元）	137.20	162.54	172.77
经营业务所得现金净额(亿港元)	101.17	64.86	82.79
毛利率（%）	23.67	28.72	25.87
净资产收益率（%）	22.02	22.40	19.50
资产负债率（%）	62.88	59.14	57.46
全部债务资本化比率（%）	48.16	46.43	45.00
流动比率（%）	89.19	80.06	108.81
经营现金流动负债比（%）	21.69	13.14	17.88
EBITDA 利息倍数（倍）	8.41	9.21	9.26
全部债务/EBITDA（倍）	2.76	2.44	2.84
现金短期债务比（倍）	0.82	0.32	0.50

注：1.2018/19－2020/21 财年的起止日期分别为 2018 年 4 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日、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；2.EBITDA 为公司提供数据；3.本报告 2018/19 及 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

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	2020/10/15	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	阅读原文
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 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/11/7	杨栋 蒋智超 张峥	--	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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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）2021 年跟踪评级报告

一. 跟踪评级原因

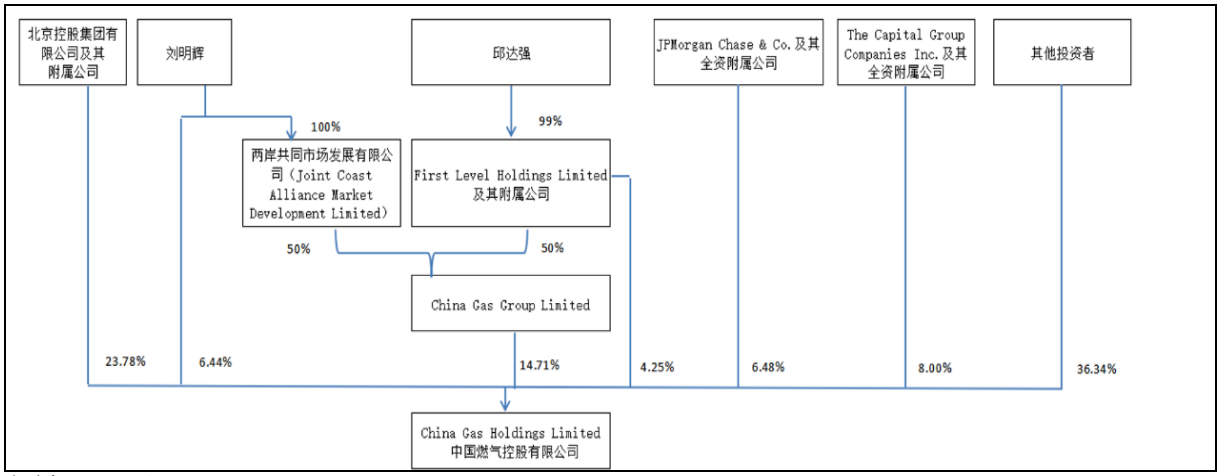
根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于 China Gas Holdings Limited （中国燃气控股有限公司）（以下简称“中国燃气”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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 2020/21 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 23.78%。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 2020/21 财年底，公司股东均未质押持有的公司股权。

图 1　截至 2020/21 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 2021 年 3 月底，公司本部内设天然气事业部、资金部、财务管理部、投资发展部及采购管理部等职能部门。

截至 2020/21 财年底，公司（合并）资产总额为 1407.21 亿港元，权益总额为 598.64 亿港元（其中非控股权益 79.27 亿港元）；2020/21 财年，公司实现营业收入 699.75 亿港元，除税前溢利 140.90 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本金合计43.00亿元（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	20.00	2018/10/24	2021/10/24
*18 中燃气 MTN002	13.00	2018/12/07	2021/12/07
20 中燃气（疫情防控债）MTN001	10.00	2020/03/10	2025/03/10
合计	**43.00**	--	--

注：附*的债券为公司发行的附持有人回售选择权的债券，所列到期日为最近的行权日
资料来源：Wind

四. 宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29%和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10%和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 2　2018－2021 年上半年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	12.70（5.31）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	15.90（6.95）
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	12.60（4.40）
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	23.00（4.39）
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比（%）	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率（%）	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有

一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50%左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力

中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

五. 行业分析

1. 行业概况

2020 年，天然气产量增速较快，对外依存度进一步下降；天然气需求也有所增长；中国储气能力进一步提高。

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

天然气供给方面，2020 年，中国天然气产量 1925.00 亿立方米，同比增长 9.27%；天然气进口 1363 亿立方米，同比增长 3.10%。2020 年，中国天然气对外依存度为 40.50%，依存度进一步下降。2019 年，中俄东线天然气管道建成通气，来自俄罗斯的天然气将与中国东北、京津冀和长江三角洲主消费市场对接。中国东部天然气主消费市场已经形成多气源竞争格局。

天然气需求方面，2020 年，中国天然气表观消费量 3250.37 亿立方米，同比增长 6.83%，对比其他能源消费种类，天然气仍为我国能源消费中增速较快的品种。从消费结构来看，拉动天然气消费增长的主要动力是工业用气和城市燃气，分别占总消费量的 37.9%和 34.3%，发电用气和化工用气分别占 17.6%和 10.2%。在城市燃气方面，得益于京津冀、汾渭平原、长三角地区居民“煤改气”及“村村通”工程持续推进，城市居民燃气用量保持增长。

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 亿立方米每年。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 2020 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。其中，深圳大鹏 LNG 接收站 2020 年接卸 822 万吨，新奥舟山 LNG 接收站接卸量达到 267 万吨。

2. 行业政策

天然气行业改革持续推进，上下游气源端、分销端的定价将趋于市场化。十四五规划提出“管住中间、放开两头”的改革方向。

近年来，天然气行业改革持续进行，上游开采业主要推动放宽准入限制；下游主要推动市场化交易，并逐渐放开天然气门站价格。其中，最为核心的是为以组建国家管网公司为代

表的管输体制改革。

2019 年 12 月，国家石油天然气管网集团有限公司（以下简称“国家管网公司”）在北京正式成立，国务院国有资产监督管理委员会、中国石油天然气集团有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司（以下简称“中石化”）和中国海洋石油集团有限公司（以下简称“中海油”）持股比例分别为 40%、30%、20%、10%。国家管网公司主要职责是负责全国油气干线管道、部分储气调峰设施的投资建设，三大石油公司全资或控股的干线管网、持有的省级管网股权、部分 LNG 接收站和储气库、管网调度业务等资产将被纳入。国家管网公司标志着中国石油天然气管网运营机制市场化改革迈出了关键一步。

2020 年 3 月 16 日，国家发展改革委对《中央定价目录》（2015 年版）进行了修订，自 2020 年 5 月 1 日起施行，取消天然气门站价。

2020 年 4 月 10 日，国家发展改革委、财政部、自然资源部、住房城乡建设部、能源局等 5 部门联合印发《关于加快推进天然气储备能力建设的实施意见》（以下简称《实施意见》），进一步加快推进储气基础设施建设，提升天然气储备能力。

2020 年 7 月 4 日，国家发展改革委、市场监管总局发布《关于加强天然气输配价格监管的通知》（以下简称《通知》）。《通知》指出，合理制定省内管道运输价格和城镇燃气配气价格并按“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。

2021 年 5 月，国家发展改革委员会发布《关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》，提出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。结合国内外能源市场变化和国内体制机制改革进程，研究完善成品油定价机制。完善天然气管道运输价格形成机制。适应“全国一张网”发展方向，完善天然气管道运输价格形成机制，制定出台新的天然气管道运输定价办法，进一步健全价格监管体系，合理制定管道运输价格。

3. 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完全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。

4. 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。

（1）天然气市场化改革持续推进，需求仍将增长。

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。2020 年，天然气市场化改革持续推进。三桶油管道资产向国家管网公司的划转在 2020 年正式落地，标志着天然气中游管输环节的改革获得实质性进展。深圳天然气交易中心的挂牌成立，天然气市场化交易机制的探索继续推进。2021 年 2 月，中共中央、国务院发布的《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》提出，要推进燃气下乡，支持建设安全可靠的乡村储气罐站和微管网供气系统。

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。长期看，国内天然气的增长动力来自于能源结构的优化。2019 年，天然气在我国一次能源消费中的占比为 8.1%，明显低于全球范围 24%的平均占比水平。2017 年，国家发改委发布的《关于加快推进天然气利用的意见》首次明确了天然气的主体能源地位，提出 2030 年力争将天然气在一次能源中的占比提高到 15%。在不考虑一次能源消费总量变化的情况下，如实现 2030 年的占比目标，天然气的消费量年复合增速将达到接近 6%。天然气作为清洁能源，将成为我国碳达峰之前能源结构调整的主要增长点和低碳转型的主力军。

（2）行业并购重整持续

燃气企业内生增长放缓和天然气体制改革预期的双重影响下，2018 年城镇燃气行业的并购行为逐渐增多，2019 年更为频繁，2020 年，城镇燃气行业的并购整合仍较为活跃。主要城镇的特许经营权基本授出，无论是在增加现有项目的天然气销量方面，还是获取新的项目方面，企业均面临更为严峻的考验。国家对城镇燃气的收费标准管控力度进一步加强，叠加天然气行业的消费增速出现明显放缓，城燃燃气企业的生存压力有所加大。随着国家管网公司的成立，天然气管网资源将向各市场主体公平开放。由于可选择的气源增多，具有规模优势的城镇燃气企业的议价能力更强，将具备更强的竞争优势；燃气企业进行异地扩张时气源的影响因素将会降低，有利于有实力的企业跨区域发展。另一方面，由于下游企业的选择性增多，原来凭借管道资源形成的局部垄断优势消失，“三桶油”的上游天然气业务盈利能力有可能降低。为保持竞争力，上游油气企业直接做大做强终端市场的动力更足。

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 2020/21 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 2020/21 财年底，公司累计取得 642 个拥有专营权的管道燃气项目，并拥有 557 座压缩/液化天然气汽车加气站、32 个天然气长输管道、7 个液化石油气码头、1 个煤层气开发项目、113 个液化石油气分销项目以及建成运营 364 个综合能源供应项目；截至 2020/21 财年底，公司已建燃气管道总长达 48.02 万公里，累计接驳居民用户、工业用户及

商业用户分别为4015.38万户、1.70万户和26.65万户。2020/21财年，公司天然气总销量312.11亿立方米，处于中国天燃气分销行业前列。

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；主要管理制度连续。

跟踪期内，Rajeev Kumar MATHUR先生因退休辞任公司非执行董事，公司新增1名执行董事及1名非执行董事，具体简历如下：

赵琨先生，44岁，硕士学位，曾任北京市煤气工程有限公司党委书记兼董事长，北京北控能源投资有限公司党总支副书记、工会主席兼职工董事；2021年8月获委任为公司执行董事兼执行委员会成员。

Mahesh Vishwanathan IYER先生，57岁，电子工程学士学位，在油气业务中游领域拥有逾34年经验，曾任GAIL（India）Limited执行董事，Indradhanush Gas Grid Limited董事；2021年1月获委任为公司非执行董事。

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。

八. 重大事项

跟踪期内，公司非全资附属公司发生重大安全责任事故，联合资信将持续关注公司安全整改工作。

2021年6月13日，湖北十堰市张湾区艳湖社区集贸市场发生燃气爆炸事故（以下简称“该事故”）。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”）为该区域的管道燃气供应商。

2021年7月23日，湖北省人民政府网站发布该事故调查结果，该事故直接原因是天然气中压钢管严重锈蚀破裂，泄漏的天然气在建筑物下方河道内密闭空间聚集，遇餐饮商户排油烟管道火星发生爆炸。该事故暴露了违规建设形成隐患、隐患长期得不到排查整改、物业管理混乱、现场应急处置不当等问题。该事故是一起重大生产安全责任事故。

调查认定，十堰东风中燃对该事故负有直接责任，十堰东风中燃负责人等11名相关人员涉嫌犯罪，已由司法机关采取刑事强制措施。中国燃气等单位对该事故亦负有责任。

目前十堰东风中燃总体生产经营已基本恢复，联合资信将持续关注公司安全整改工作，以便动态分析上述事件对公司主体及相关债券信用水平可能带来的影响。

九. 经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司天然气销售收入大幅增长带动营业收入规模增长，综合溢利率有所提升。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。

2020/21财年，随着公司业务的拓展，公司营业收入规模有所增长。其中，管道天然气销售、液化石油气销售和燃气接驳业务是公司收入的主要来源，2020/21财年收入分别为359.36亿港元、131.64亿港元和124.77亿港元，占公司营业收入的比重分别为51.35%、18.81%和17.83%。同时，公司在居民用户及工商业用户中拓展壁挂炉、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。

溢利率方面，2020/21财年，公司综合溢利率为18.15%，较上财年有所提升，管道天然气销售和燃气接驳业务是公司主要的利润来源。2020/21财年，公司管道天然气销售板块溢利率

小幅下降，主要系当期燃气销售价格有所优惠所致；燃气接驳业务板块溢利率保持稳定；得益于国际油价下降，带动公司 LPG 采购均价下降，液化石油气销售板块溢利率同比小幅增长 0.48 个百分点；增值服务业务溢利率同比变化不大。

表 3　公司营业收入及溢利率情况（单位：亿港元）

项目	2018/19 财年			2019/20 财年			2020/21 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	271.06	45.64%	11.00%	270.53	45.44%	12.46%	359.36	51.35%	11.02%
燃气接驳	111.79	18.82%	30.79%	123.20	20.69%	22.46%	124.77	17.83%	22.64%
液化石油气销售	159.17	26.80%	0.78%	137.74	23.13%	1.52%	131.64	18.81%	2.00%
增值服务	39.03	6.57%	29.32%	50.25	8.44%	31.73%	77.20	11.03%	30.07%
工程设计及施工	12.81	2.16%	16.45%	13.67	2.30%	35.80%	6.78	0.97%	29.27%
合计	**593.86**	**100.00%**	**13.82%**	**595.40**	**100.00%**	**17.55%**	**699.75**	**100.00%**	**18.15%**

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，2018/19－2020/21 财年，中裕燃气溢利分别为 2.60 亿港元、1.77 亿港元和 4.23 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

公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一，并拥有稳定的气源保证。跟踪期内，在项目数量增加、用户数量增长和环保政策的驱动下，公司天然气销量快速增长。由于居民用户天然气销售价格和接驳费政策由相关政府部门监审，公司盈利空间受政策影响大。

公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一。截至 2020/21 财年底，公司累计取得 642 个拥有专营权的管道天然气项目，累计已建成 48.02 万公里燃气管网，较上财年底增长 19.33%。2020/21 财年，公司天然气总销量达到 312.11 亿立方米，较上财年底增长 23.01%。

表 4　公司管道燃气业务主要指标

项目	2018/19 财年	2019/20 财年	2020/21 财年
已建管道总长（千公里）	296.80	402.38	480.16
城市与乡镇燃气项目数目（个）	542	604	642
天然气总销量（亿立方米）	246.56	253.72	312.11

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	2018/19 财年	2019/20 财年	2020/21 财年
已接驳居民用户（万户）	2967.82	3510.55	4015.38
其中：城市燃气项目	2613.74	2886.91	3222.99
乡镇燃气项目	354.07	623.64	792.40
已接驳工业用户（万户）	1.24	1.47	1.70
已接驳商业用户（万户）	19.96	23.37	26.65
压缩/液化天然气加气站（个）	575	556	557

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

2020/21 财年，公司完成新接驳 504.83 万户居民用户，较上财年下降 6.98%，主要系华北“气代煤”项目接近尾声，致使乡镇燃气项目新增接驳用户数量下降所致。2020/21 财年，公司乡镇燃气项目新接驳用户 168.75 万户，较上财年下降 37.40%；城市燃气项目新接驳用户 336.08 万户，较上财年增长 23.03%。截至 2020/21 财年底，公司累计已接驳的居民用户为 4015.38 万户，较上财年增长 14.38%。

2020/21 财年，城市居民用户平均支付的管道燃气接驳费为每户 2499 元，较上财年保持稳定；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 2910 元，较上财年小幅下降 1.42%。

工商业用户

截至 2020/21 财年底，公司共有 1.70 万户工业用户及 26.65 万户商业用户，较上财年分别增长 16.13%和 14.03%。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。

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动力之一。

压缩天然气（CNG）和液化天然气（LNG）加气站

截至 2020/21 财年底，公司累计已拥有 557 座 CNG/LNG 汽车加气站，较上财年底增加 1 座；日均可为 20 万辆天然气汽车提供加气服务。

（2） 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，上游采购集中度较高。

表 6　2020/21 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	41.38%
中石化	照付不议	9.70	5.54%
中海油	照付不议	2.81	1.60%
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	90.20	51.48%
合计	--	**175.20**	**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，2020/21 财年，公司业务规模增长推动天然气采购量同比增长 13.70%；平均采购均价（不含税）小幅下降至 2.09 元/立方米。

表 7　公司天然气采购情况

（单位：元/立方米、亿立方米）

价格	2018/19 财年	2019/20 财年	2020/21 财年
采购均价（不含税）	2.09	2.13	2.09
采购量	147.20	154.09	175.20

注：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

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，影响了公司的盈利能力。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，未来公司的天然气采购成本有望下降。

（3） 天然气销售

2020/21 财年，在项目数量增加、用户数量增长和环保政策的驱动下，公司天然气销量 312.11 亿立方米，较上财年增长 23.01%。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 28.44%至 125.12 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 19.63%至 186.99 亿立方米。其中，居民用户、工业用户销量、商业用户及压缩/液化天然气加气站销量分别增长 23.97%、21.58%、11.50%和 2.38%。

表 8　公司天然气销售情况

（单位：亿立方米、元/立方米）

项目	2018/19 财年	2019/20 财年	2020/21 财年
通过管道与贸易销售的天然气	**99.12**	**97.41**	**125.12**
通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气	**147.44**	**156.31**	**186.99**
其中：居民用户	39.85	49.27	61.07
工业用户	70.50	74.18	90.18
商业用户	25.16	22.86	25.49
压缩/液化天然气加气站	11.94	10.01	10.24
平均售气价			
其中：居民用户	2.52	2.53	2.54
工业用户	2.65	2.68	2.56
商业用户	2.79	2.77	2.89
压缩/液化天然气加气站	2.93	3.18	2.99

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。2020/21 财年，公司对居民的平均售气价格保持稳定；受市场行情影响，对商业用户的平均售气价较上财年增长 4.33%；对工业用户和压缩/液化天然气汽车加气站用户的平均售气价格较上财年分别下降

4.48%和 5.97%，主要系公司加大该市场开拓力度，采取一定价格优惠措施所致。

3. 液化石油气（LPG）业务

跟踪期内，公司 LPG 业务经营情况良好，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 2020/21 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。

表 9　2020/21 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	54.72	12.88%
VILMA	53.48	12.59%
REPSOL	14.06	3.31%
SHV	13.64	3.21%
BP	11.32	2.66%
合计	**147.22**	**34.66%**

资料来源：公司提供

2020/21 财年，公司实现液化石油气销量 424.80 万吨，较上财年增长 11.01%。其中，批发业务销量为 352.57 万吨，较上财年增长 29.21%；终端零售业务销量为 72.23 万吨，较上财年下降 34.22%。2020/21 财年，公司 LPG 平均采购价格为 3231.01 元/吨，较上财年下降 8.27%，主要系国际原油价格下降所致；销售价格为 3531.43 元/吨，较上财年下降 1.89%。

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。

4. 终端增值服务

跟踪期内，公司逐步扩大增值业务在公司整体运营收入中的比重，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。

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 2020/21 财年底，公司已经拥有了超过 4500 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。

2020/21 财年，公司通过丰富增值服务内容、提升营销水平，增值业务在公司整体运营收入中的比重提升至 11.03%，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

公司经营效率一般。

从经营效率来看，2020/21 财年，公司存货周转次数及总资产周转次数分别为 12.14 次和 0.55 次，同比保持稳定。与同行业企业相比，公司经营效率一般。

表 10　2020/21 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
存货周转次数	12.14	8.73	48.32	43.82
总资产周转次数	0.55	0.28	0.84	0.64

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 2020 年数据

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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 2020/21 财年底，公司主要在建项目总投资 42.36 亿元，已投资规模 32.84 亿元，剩余投资规模不大。呼和浩特中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设项目总投资规模较大，项目预计总投资 21.03 亿元，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、各城镇区中压 A 级管网及 6 座 CNG 加气站等。公司城市燃气管网及配套建设工程进入建设末期，预计投产后，公司供气能力有望进一步增长。

表 11 公司截至 2020/21 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	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	18.96	7 座高中压调压站、22 座 CNG 加气站、LNG 加气站 4 座等；各城镇区中压 A 级管网、6 座 CNG 加气站等	90.16%
2	望都中燃城市燃气发展有限公司“气代煤”工程项目	13.08	4.38	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	33.49%
3	芜湖中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	5.44	7.70	3 座高中压调压站、应急气源 LNG 储配站等；城区中压 A 级管网、20 座 CNG 加气站等	98.50%
4	南京中燃能源发展有限公司分布式能源站项目	2.81	1.80	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	64.00%
合计	-	**42.36**	**32.84**	--	--

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

未来，公司将继续把握国家政策，拓展全国煤改气市场和乡镇燃气市场的项目机会，以城燃业务为基础推进微管网、暖居工程及增值服务三大新型业务，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，采用大数据、人工智能、工业物联网等实现数字化转型，在促进绿色能源发展等方面发挥积极作用。

十. 财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2020/21财年财务报告经德勤•关黄陈方会计师行审计，审计意见为：该等综合财务报表根据香港财务报告准则真实而中肯地反映了公司于2021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 2020/21 财年底，公司合并范围公司超过 1000 家。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，且考虑近三财年公司经营范围未发生变化，公司财务数据可比性强。本报告 2018/19 及 2019/20 财年采用重列数据。

截至 2020/21 财年底，公司（合并）资产总额为 1407.21 亿港元，权益总额为 598.64 亿港元（其中非控股权益 79.27 亿港元）；2020/21 财年，公司实现营业收入 699.75 亿港元，除税前溢利 140.90 亿港元。

2. 资产质量

跟踪期内，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，对资金形成一定程度占用。整体来看，公司资产质量较好。

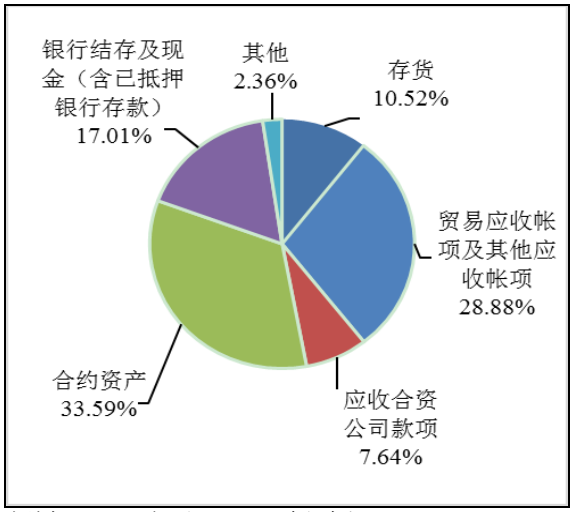
截至 2020/21 财年底，公司资产总额 1407.21 亿港元，较财年初增长 25.53%。从资产构成来看，流动资产占 35.81%，非流动资产

占 64.19%，较财年初保持稳定。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 2020/21 财年底，公司流动资产 503.94 亿港元，较财年初增长 27.55%，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及贸易应收账项及其他应收账项增长所致。公司流动资产构成如下图所示。

图2　截至2020/21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 2020/21 财年底，公司银行结存及现金 85.72 亿港元（含已抵押银行存款），较财年初下降 11.96%。截至 2020/21 财年底，公司已抵押银行存款[1]2.78 亿港元。

截至 2020/21 财年底，公司贸易应收账项及其他应收账项为 145.55 亿港元，较财年初增长 47.12%，主要系贸易应收账项增长所致。其中，贸易应收账项 57.84 亿港元；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 87.71 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 68.14%，181~365 日占 17.20%，365 日以上占 14.66%，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收回期为 30 至 180 日。2020/21 财年，公司的贸易应收账款中包括账面值 18.43 亿港元的欠款，该款项已逾期 90 日以上，由于逾期来自并无坏账历史的债务人或信贷风险较低的中国当地政府，故并不被视作拖欠。

截至 2020/21 财年底，公司合约资产 169.25 亿港元，较财年初增长 32.74%，主要系管道燃气项目数量及规模增长所致。

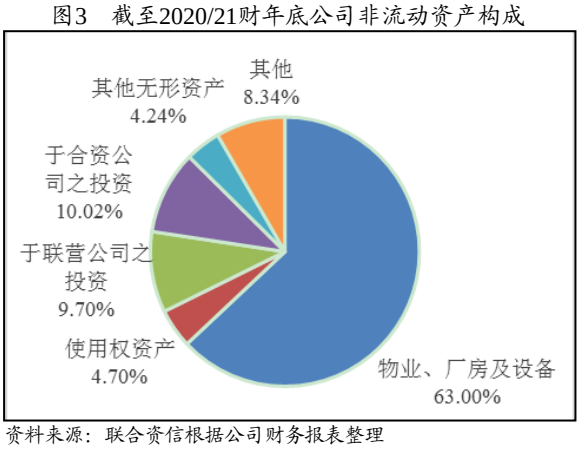
截至 2020/21 财年底，公司应收合资公司款项 38.50 亿港元，较财年初下降 29.89%，主要系公司加大应收款项回收力度所致。公司应收合资公司款项中，25.41 亿港元为贸易性质应收款项，账龄在 180 天内；0.88 亿港元为无抵押、固定利率借款；剩余为无担保、无息应收款项。

截至 2020/21 财年底，公司存货 53.02 亿港元，较财年初增长 63.34%，主要系随着增值业务规模扩大，公司加大燃气器具及增值服务消耗品库存储备所致。公司存货主要由建材（占 39.38%）、燃气器具及增值服务消耗品（占 33.09%）和液化石油气（占 16.71%）构成。

（2）非流动资产

截至 2020/21 财年底，公司非流动资产为 903.26 亿港元，较财年初增长 24.43%，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3　截至2020/21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 2020/21 财年底，公司物业、厂房及设备账面原值为 672.26 亿港元，计提折旧和减值准备共计 103.17 亿港元，物业、厂房及设备账面净值为 569.09 亿港元，较财年初增长

[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。2020/21 财年，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

23.37%，主要系管道燃气项目数量增加带动在建工程增长所致。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7.51%）、管道（占 58.83%）、在建工程（占23.83%）和机器及设备（占 6.83%）。

截至 2020/21 财年底，公司于联营公司之投资 87.65 亿港元，计入联营公司之投资成本的商誉合计 27.52 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 2020/21 财年底，公司于合资企业之投资 90.52 亿港元，计入合营公司之投资成本的商誉合计 2.55 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。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司累计溢利增长带动权益总额大幅增长，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。

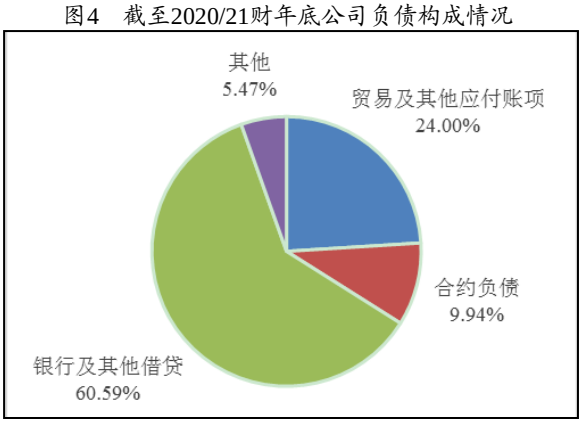
截至 2020/21 财年底，公司权益总额 598.64 亿港元，较财年初增长 30.71%，主要系累计溢利增长所致。从构成来看，公司非控股权益 79.27 亿港元，占权益总额的 13.24%；归属公司拥有人之权益 519.37 亿港元，占权益总额的 86.76%。其中，股本占 0.10%，储备占 99.90%。公司所有者权益结构较财年初保持稳定。截至 2020/21 财年底，公司累计溢利为 366.91 亿港元，较财年初增长 24.41%，占权益总额的 61.29%。

（2）负债

跟踪期内，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，但短期债务占比大幅下降，债务结构有所改善。公司整体债务负担一般。

截至 2020/21 财年底，公司负债合计 808.57 亿港元，较财年初增长 21.96%，主要系报表折算汇率影响；扣除折算汇率影响，公司负债增长 11.38%，主要是一年后到期的银行及其他借贷增长所致。从结构看，流动负债占 57.28%，非流动负债占 42.72%，公司非流动负债占比快速增长，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4 截至2020/21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 2020/21 财年底，公司贸易应付账项及其他应付账项 194.09 亿港元，较财年初增长 9.65%。其中，贸易应付账款及应付票据合计 150.29 亿港元，按账龄分析法核算，90 日以内的占 78.76%，91 日至 180 日的占 3.56%，180 日以上的占 17.68%。同期，公司其他应付账项合计 43.81 亿港元，主要由已收保证金及按金、其他应付款项及应计费用和应付工程费用构成。

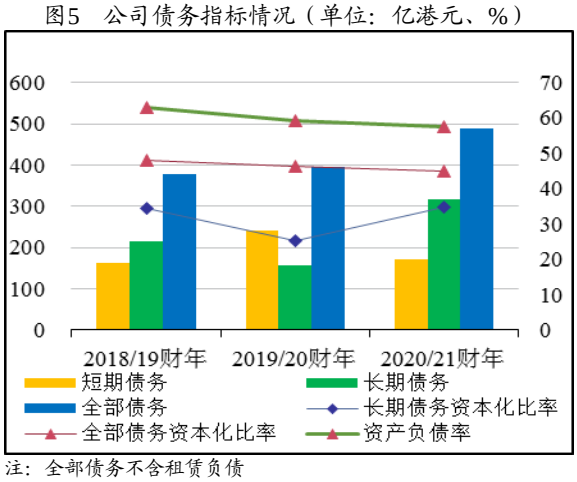
公司合约负债包括燃气管道建设建造合约（主要为工程预收款）和购买管道燃气、液化石油气及其他销售（主要为用户缴纳的管道燃气及液化石油气预付款）。截至 2020/21 财年底，公司合约负债 80.37 亿港元，较财年初增长 34.01%，主要系管道燃气及液化石油气用户数量增长带动相关预付款增长所致。

截至 2020/21 财年底，公司银行及其他借贷合计 489.89 亿港元，较财年初增长 23.43%。其中，于一年内到期 172.72 亿港元，较财年初下降 28.39%；于一年后到期 317.17 亿港元，较财年初增长 103.73%。截至 2020/21 财年底，公司银行及其他借贷中，银行借贷 389.82 亿港元，其他贷款 100.07 亿港元；有抵押借贷 15.46 亿

港元，无抵押借贷 474.43 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 2020/21 财年底，公司全部债务为 489.89 亿港元，较财年初增长 23.43%，债务规模快速上升。其中，短期债务占 35.26%，长期债务占 64.74%，短期债务占比较财年初大幅下降，债务结构有所优化。从到期结构看，公司债务 1 年内到期的占 35.26%、1~2 年的占 22.64%、2~5 年的占 39.77%、5 年以上的占 2.33%。公司债务期限结构较为合理。

图5 公司债务指标情况（单位：亿港元、%）



注：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

表 12 截至 2020/21 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	162.34	104.19	111.86	11.43	389.82
其他借贷	10.38	6.72	82.97	0.00	100.07
合计	**172.72**	**110.91**	**194.83**	**11.43**	**489.89**
占比	**35.26%**	**22.64%**	**39.77%**	**2.33%**	**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 2020/21 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 57.46%、45.00%和 34.63%，分别较财年初下降 1.68 个百分点、下降 1.42 个百分点和增长 19.26 个百分点。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司经营规模逐步扩大，收入快速增长，除税前溢利有所增长，各项盈利指标虽有所下降仍处于高水平。

2020/21 财年，受益于管道燃气项目及接驳用户数量增长，公司收入同比增长 17.53%至 699.75 亿港元；销售成本同比增长 22.22%至 518.73 亿港元，致使毛利率同比下降 2.85 个百分点至 25.87%。

2020/21 财年，公司期间费用 66.08 亿港元，同比增长 13.78%，主要系销售及分销成本增长所致。其中，行政开支 27.51 亿港元，同比增长 12.42%，主要系业务规模扩大所致；销售及分销成本 24.39 亿港元，同比增长 23.60%，主要为公司天然气销售业务所产生的相关费用；财务费用 14.19 亿港元，同比增长 2.22%。2020/21 财年，公司期间费用率 9.44%，同比小幅下降。整体看，公司成本费用控制能力较好。

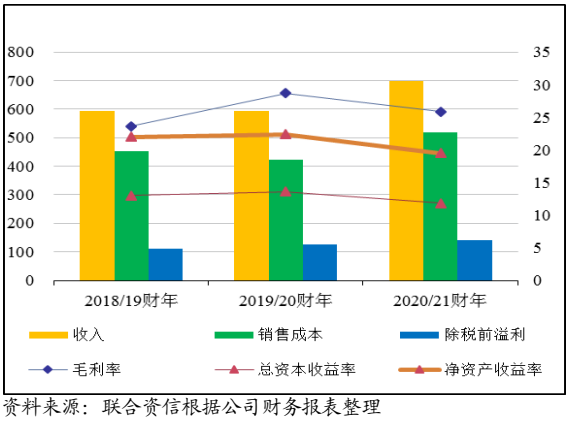
2020/21 财年，公司其他收入 9.23 亿港元，同比增长 44.35%，主要系公司当期新增船舶出租收入 1.51 亿港元及政府补贴增加 1.36 亿港元所致。其中，政府补贴为 3.88 亿港元，主要为置换天然气供应管道补贴款。

2020/21 财年，应占联营和合资公司之业绩合计为 16.08 亿港元，同比下降 64.76%，主要系 2020 年一季度受疫情影响部分公司收入确认滞后，基数较小所致。

受上述因素影响，2020/21 财年，公司除税前溢利同比增长 10.73%至 140.90 亿港元。

从盈利指标看，2020/21 财年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 19.50%和 12.03%，同比有所下降，但整体盈利仍处于高水平。

图 6 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

5. 现金流分析

跟踪期内，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 13 公司现金流情况（单位：亿港元）

项目	2018/19 财年	2019/20 财年	2020/21 财年
经营业务所得现金净额	101.17	64.86	82.79
投资活动所用现金净额	-110.32	-94.55	-83.25
融资活动前现金净额	-9.15	-29.69	-0.46
融资活动所得现金净额	63.35	-26.61	8.66

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从经营活动看，2020/21 财年，受益于业务规模扩张及除税前溢利的增长，公司经营业务所得现金净额同比增长 27.64%。

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，但流出规模逐年减少。2020/21 财年，受公司购买物业、厂房及设备、燃气管网建设等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。

2020/21 财年，受益于经营获现能力提升，公司融资活动前现金净流出金额同比大幅下降，但仍呈净流出状态。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，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，2020/21 财年，公司新筹得银行及其他借贷为 354.94 亿港元，同比增长 28.34%；偿还银行及其他借款 294.39 亿港元，同比增长 21.54%。2020/21 财年，由于公司当期无偿还应付员工款项（员工期权），公司融资活动所得现金净额由净流出转为净流入。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较好，长期偿债能力指标好，考虑到公司的规模优势与突出的市场地位，尚未使用的授信额度规模大，直接及间接融资渠道畅通，公司偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020/21 财年底，公司流动比率和速动比率分别为 108.81%和 97.36%，分别较财年初提升 28.75 个百分点和 23.88 个百分点。2020/21 财年，公司经营现金流动负债比为 17.88%，同比提高 4.73 个百分点。截至 2020/21 财年底，公司现金类资产/短期债务为 0.50 倍，较财年初增长 0.18 倍。公司短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标看，2020/21 财年，公司 EBITDA 为 172.77 亿港元。2020/21 财年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 9.26 倍和 2.84 倍。公司长期偿债能力指标好。

截至 2020/21 财年底，公司在银行共获得授信额度为 1375.29 亿港元，尚未使用的授信额度为 843.99 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 2020/21 财年底，公司无对外担保。

截至 2020/21 财年底，公司无重大未决诉讼。

7. 同业对比

与同业企业相比，公司资产规模较大，盈利水平较高，债务负担处于同行业较高水平。

表 14 公司及同行业企业 2020 年主要财务指标

（单位：亿港元、%）

项目	中国燃气	中华煤气	新奥能源	华润燃气
资产总额	1407.21	1502.80	900.43	938.71
权益总额	598.64	791.53	361.72	468.68
全部债务	489.89	427.33	200.83	87.01
资产负债率	57.46	47.33	59.83	50.07
全部债务资本化比率	45.00	35.06	35.70	15.66
收入	699.75	409.27	716.17	558.64
除税前溢利	140.90	89.26	95.58	89.90
毛利率	25.87	46.28	17.22	26.90
净资产收益率	19.50	9.11	20.27	14.32

注：公司同行业企业数据为 2020 年数据

资料来源：联合资信整理

十一. 存续债券偿还能力分析

公司现金类资产对本年度剩余到期债券保障能力强；经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力强。

截至2021年9月底，公司存续债券余额共46.11亿元。若考虑行权，本年度剩余应到期债券金额共计36.11亿元，达到存续债券待偿本金峰值。

表 15 截至 2021 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	行权日	到期日期
18 中燃气 MTN001	20.00	20.00	2021/10/24	2023/10/24
16 中燃 G1	20.00	3.11	--	2021/10/27
18 中燃气 MTN002	13.00	13.00	2021/12/07	2023/12/07
20 中燃气（疫情防控债）MTN001	10.00	10.00	--	2025/03/10
合计	**63.00**	**46.11**		--

资料来源：Wind，联合资信整理

截至2020/21财年底，公司现金类资产85.72亿港元，折合人民币72.45亿元[2]，为本年度剩余到期债券金额的2.01倍；2020/21财年经营活动现金流净额和EBITDA分别为82.79亿港元和172.77亿港元，折合人民币分别为69.97亿元和146.03亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的1.94倍和4.04倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 16 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020/21 财年
本年度剩余到期债券金额	36.11
未来待偿债券本金峰值	36.11
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	2.01
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.94
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	4.04

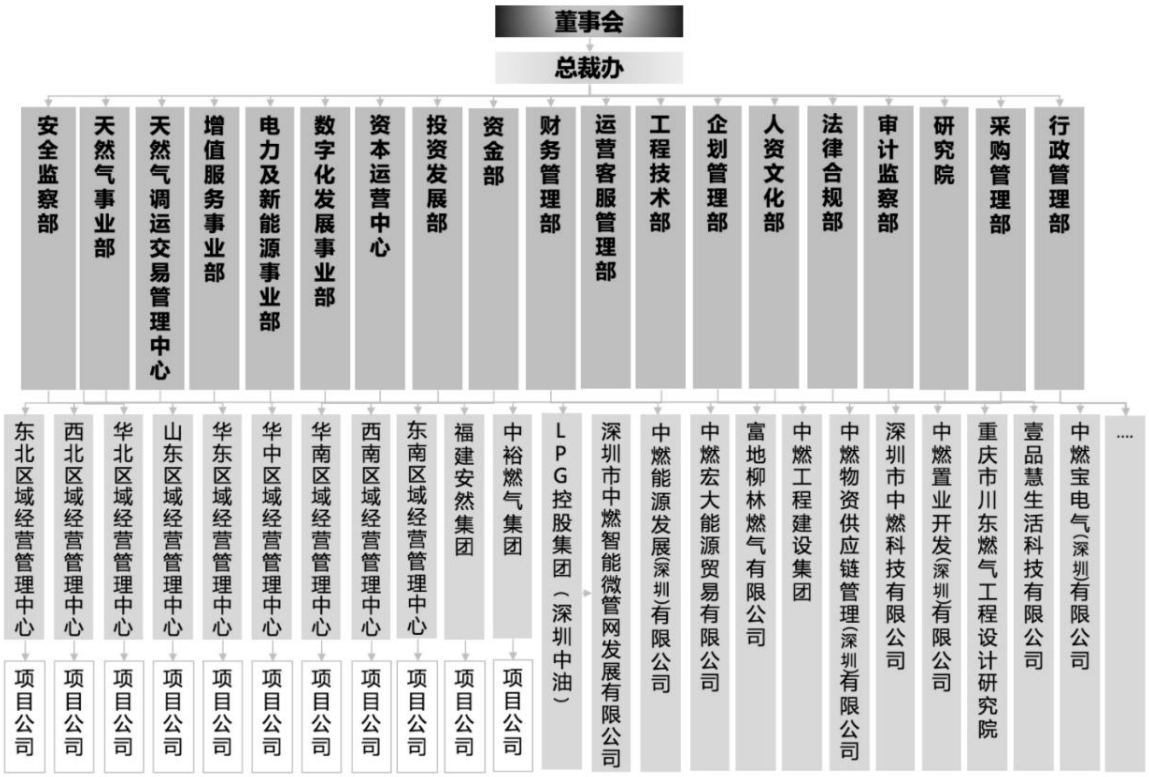
资料来源：联合资信整理

十二. 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“18 中燃气 MTN001”“18 中燃气 MTN002”和“20 中燃气（疫情防控债）MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

[2] 以外汇交易中心 2021 年 3 月 31 日公告的人民币兑港币汇率中间价折算

附件 1　截至 2021 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	2018/19 财年	2019/20 财年	2020/21 财年
财务数据			
银行结存及现金（含已抵押银行存款）（亿港元）	134.82	76.56	85.72
资产总额（亿港元）	1098.99	1121.00	1407.21
权益（亿港元）	407.93	458.00	598.64
短期债务（亿港元）	164.08	241.21	172.72
长期债务（亿港元）	214.91	155.68	317.17
全部债务（亿港元）	378.99	396.89	489.89
营业收入（亿港元）	593.86	595.40	699.75
除税前溢利（亿港元）	111.83	127.25	140.90
EBITDA（亿港元）	137.20	162.54	172.77
经营性净现金流（亿港元）	101.17	64.86	82.79
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.14	2.24	2.17
存货周转次数（次）	13.99	12.75	12.14
总资产周转次数（次）	0.62	0.54	0.55
毛利率（%）	23.67	28.72	25.87
总资本收益率（%）	13.05	13.63	12.03
净资产收益率（%）	22.02	22.40	19.50
长期债务资本化比率（%）	34.51	25.37	34.63
全部债务资本化比率（%）	48.16	46.43	45.00
资产负债率（%）	62.88	59.14	57.46
流动比率（%）	89.19	80.06	108.81
速动比率（%）	81.88	73.49	97.36
经营现金流动负债比（%）	21.69	13.14	17.88
EBITDA 利息倍数（倍）	8.41	9.21	9.26
全部债务/EBITDA（倍）	2.76	2.44	2.84
现金短期债务比（倍）	0.82	0.32	0.50

注：1.2018/19－2020/21 财年的起止日期分别为 2018 年 4 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日、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；2.EBITDA 为公司提供数据；3.本报告 2018/19 及 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-其他收益及亏损中的“诉讼申索拨备”和“汇兑（亏损）收益”

利息支出=资本化利息支出+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。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 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

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的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。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。