跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1771 号

中燃投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

中燃投资有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”
中燃投资有限公司公开发行的“19 燃投 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

中燃投资有限公司

公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 燃投 01	20 亿元	5(3+2)	AAA	AAA	2019.09.24

跟踪评级时间：2020 年 6 月 22 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	322.66	392.49	411.04	404.60
所有者权益（亿元）	169.69	196.76	214.42	223.03
长期债务（亿元）	49.86	55.20	40.25	37.65
全部债务（亿元）	85.10	96.59	107.38	99.28
营业收入（亿元）	138.87	153.57	167.23	50.33
净利润（亿元）	28.58	29.86	27.22	8.64
EBITDA（亿元）	44.75	46.86	42.56	--
经营性净现金流（亿元）	36.03	53.74	48.73	5.73
营业利润率（%）	31.46	30.43	24.85	27.51
净资产收益率（%）	18.32	16.29	13.24	--
资产负债率（%）	47.41	49.87	47.83	44.88
全部债务资本化比率（%）	33.40	32.93	33.37	30.80
流动比率（倍）	1.50	1.48	1.44	1.51
EBITDA 全部债务比（倍）	0.53	0.49	0.40	--
EBITDA 利息倍数（倍）	12.01	10.78	6.76	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.24	2.34	2.13	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化；4. 长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中燃投资有限公司（以下简称“公司”或“中燃投资”）的跟踪评级反映了公司作为国内大型跨区域燃气运营服务商之一，在业务规模、行业竞争力及盈利能力等方面仍具备明显优势。2019 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均保持增长，带动公司天然气业务销售规模的进一步扩大。公司盈利能力强，债务负担较轻，经营性现金流状况佳。同时，联合评级也关注到公司天然气采购和销售价格由政府相关价格管理部门监审导致盈利受限、公司关联方往来款规模仍较大、短期债务占比高以及权益稳定性有待提高等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的完工和天然气消费需求增长，公司经营状况将保持良好，综合竞争力将进一步增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望维持“稳定”，同时维持“19 燃投 01”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 国家鼓励天然气发展的政策不断出台，行业发展前景良好。天燃气行业属基础产业，行业运行状态关系到国家经济发展、人民生活水平等方面，我国政府对天然气产业的重视程度高，行业发展前景好。

2. 公司市场地位高，业务的规模优势明显。在我国天然气为特许经营模式，公司作为国内大型跨区域燃气运营服务商之一，具备规模优势明显，市场竞争力强。

3. 2019 年，公司业务规模继续扩大，现金流情况保持良好。2019 年，公司供气特许经营权项目数量、管网长度和供气能力均保持增长，带动收入规模进一步扩大。此外，公司经营活动

现金流保持净流入状态，收入实现质量良好。

3．公司债务负担较轻，且融资渠道通畅。截至 2019 年末，公司资产负债率为 47.83%，全部债务资本化比率为 33.37%，公司负债水平仍较为适中，债务负担仍较轻。公司银行授信余额规模大，间接融资渠道畅通。

关注

1．公司对居民用户仍无自主定价权，利润空间受限。公司天然气采购价格、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未有自主定价权，盈利空间受限。

2．跟踪期内，公司关联方占款规模仍很大；短期债务规模大幅增加。跟踪期内，公司其他应收款中关联方占款规模仍较大，对公司资金形成一定占用；公司短期债务规模大幅增加。此外，公司所有者权益以未分配利润为主，权益稳定性有待提高。

3. 新冠疫情对公司经营业绩影响较为明显。2020 年一季度，公司营业收入及净利润同比均有所下降，新冠疫情对公司经营业绩有一定影响。

分析师

余瑞娟　登记编号（R0040218040004）
王　彦　登记编号（R0040219040002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次(期)债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

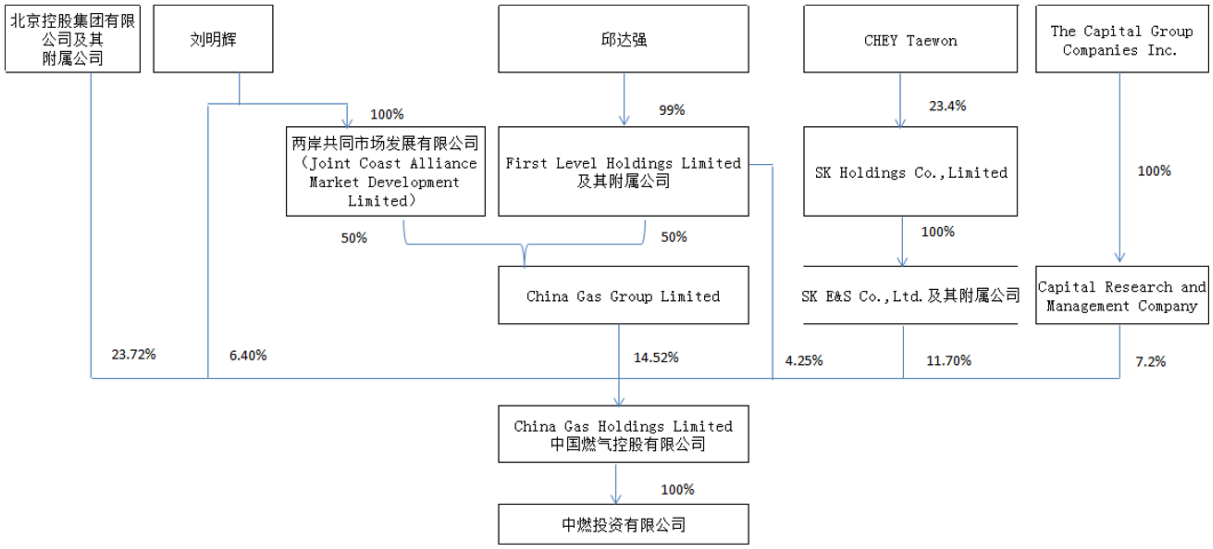
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中燃投资有限公司（以下简称“中燃投资”或“公司”）系由中国燃气控股有限公司（以下简称“中国燃气”）于 2005 年 6 月 14 日出资设立的公司，初始注册资本 3,000 万美元。后经历次增资，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 25,000 万美元。公司控股股东为中国燃气，中国燃气持有公司 100%的股权；因中国燃气股权较为分散，主要股东所持有表决权均无单独对中国燃气的股东大会决议产生重大影响或者能够实际支配公司行为的权力，公司无实际控制人，具体情况如下图所示。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司经营范围、组织架构较 2019 年未发生变化。公司合并范围内二级子公司共 65 家，在职员工 16,755 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 411.04 亿元，负债合计 196.62 亿元，所有者权益 214.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益 180.38 亿元。2019 年，公司实现营业收入 167.23 亿元，净利润 27.22 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 22.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额 48.73 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.73 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 404.60 亿元，负债合计 181.57 亿元，所有者权益 223.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益 187.50 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 50.33 亿元，净利润 8.64 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.73 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.24 亿元。

公司注册地址：深圳市罗湖区东门街道城东社区深南东路 2020 号罗湖商务中心 3510-70；法定代表人：刘明辉。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2019〕1714 号文”核准，公司获准在中国境内向合格投资者公开发行面值总额不超过 78 亿元的公司债券。公司已于 2019 年 10 月 16 日面向合格投资者公开发行公司债券（第一期），债券简称“19 燃投 01”，按年付息，不计复利（具体发行情况如下

表所示）。

表 1　公司债券发行情况

名称	证券代码	金额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）	起息日期
19 燃投 01	112980.SZ	20.00	5（3+2）	3.85	2019-10-18

资料来源：Wind

截至 2019 年末，“19 燃投 01”募集资金已全部按照募集说明书规定用途使用完毕。截至本评级报告出具日，“19 燃投 01”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司主要进行天然气管网建设与接驳、燃气管网运营、以及燃气输送与销售等，拥有国内多个城市、县及乡镇的城市燃气特许经营权，是国内大型跨区域天然气运营商。

1．行业概况

2019 年，天然气消费增速有所放缓，但天然气仍为我国能源消费中增速较快的品种，其占一次能源消费比例有所提高；2019 年我国气源供给进一步多元化，天然气对外依存度仍保持较高水平。储气库建设、管道铺设、LNG 接收站等基础设施有序推进。

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，2019 年，中国天然气产量 1,736.20 亿立方米，同比增长 7.83%；天然气进口量 1,342.64 亿立方米，同比增长 6.83%。2019 年，中国天然气对外依存度为 43.61%，同比略有下降。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，2019 年，中国天然气表观消费量 3,042.51 亿立方米，同比增长 7.39%，增速有所放缓，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。国家出台多项环保政策，持续推进大气污染防治工作，强化重点地区民用、采暖、工业等行业煤改气，全国天然气消费量仍保持快速增长。天然气在一次能源消费总量中的占比约为 8.3%，比上年提高约 0.5 个百分点。

储气库方面，截至 2018 年末，中国累计建成 26 座地下储气库，调峰能力达 130 亿立方米。2018 年中国已建储气库达容扩容稳步推进，国内第一座民营储气库—港华燃气金坛储气库一期投产，中国石油顾辛庄储气库投运，中国石化文 23 储气库初步完工。

管道铺设方面，截至 2018 年末中国天然气长输管道在建项目和已完工项目使得天然气管道总里程已达 7.6 万千米。其中，潜江—韶关、中俄东线天然气管道已部分完工，全年建成跨省干线管道 1,540 千米；蒙西管道一期、鄂安沧输气管道一期、中缅管道支干线楚雄至攀枝花天然气管道投产。此外，南川水江—涪陵白涛国家重点天然气管道工程开工建设，建成后将有利于涪陵页岩气外输。区域管网建设持续推进，广东天然气管网粤东、粤西、粤北三地 6 个主干管网项目动工，计划 2020 年末建成。

LNG 接收站方面，截至 2019 年末，据不完全统计，中国 LNG 接收站已投产 22 座，总接卸能力达 9,035 万吨/年，预计 2020 年中国在建及扩能 LNG 接收站至少 8 座，接收能力为 2,355 万吨/年，

投产后接收能力将进一步提升。三大石油公司主导着国内 LNG 接收站的投资和建设，目前三大石油公司接收站 18 座，能力 8,230 万吨/年，占比超过 90%；其中以中海油所占份额最大。截至 2018 年末，中海油在全国拥有 10 座 LNG 接收站，接收能力 4,520 万吨/年，居全国首位，2019 年计划新建 2 座接收站，扩建 4 座接收站，同时规划建设 3 座新接收站，进一步扩充其在国内的 LNG 接收能力。

2．行业政策

2019 年，我国仍出台多项政策推动天然气改革，随着国家油气管网公司的成立，中游跨省区管网成本监审、输配定价将由国务院价格主管部门监督、设定，上下游气源端、分销端的定价将趋于市场化。

2019 年 3 月，中央全面深化改革委员会第七次会议审议通过了《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，要求推动形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的油气市场体系。

2019 年 5 月，国家发改委、国家能源局、住房城乡建设部、市场监管总局联合印发了《油气管网设施公平开放监管办法》，要求进一步改革机制、强化监管，更大力度地推动油气管网设施公平开放，营造公平开放的制度环境，提高油气管网设施利用效率，加快油气市场多元竞争。

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，国资委、中石油、中石化和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，目前包括资产评估划拨、运销协调等工作在持续推进。

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上升。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、储气能力等将得到有效改善。

在需求端，根据“能源发展十三五规划”，我国将扩大城市高污染燃料禁燃区范围，加快实施

“煤改气”，同时结合近两年国家对煤改气的政策执行力度看，未来两年国内天然气需求仍有望保持较快增速；在供给端，由于国产气产量和进口管道气供应量增长相对较为稳定，未来国内天然气需求的增量主要还是由海外进口 LNG 来满足。随着国家政策的引导，天然气储备规模有望扩大、需求量持续增长、管网建设不断完善、价格倒挂现象将逐步得到缓解，“十三五”期间天然气行业面临较好的外部发展环境。

四、公司管理

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员变化不大，目前公司高管及核心技术人员基本保持稳定，相关管理制度延续以往模式，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，受益于天然气销售业务收入的增长，公司营业收入明显增长，但受上游采购成本增加以及安装业务收入下降等因素影响，公司整体盈利水平有所下降。2020 年 1－3 月，受新冠疫情影响，公司经营业绩有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 167.23 亿元，较上年增长 8.89%，主要系天然气销售收入增加所致；净利润 27.22 亿元，较上年下降 8.83%，主要系上游采购成本增加以及安装业务收入下降所致。

从收入构成来看，天然气销售业务仍是公司最主要收入来源。2019 年，公司天然气销售业务实现收入 137.23 亿元，同比增长 22.52%，主要系新增接驳用户增长以致用气量增长所致，占营业收入比重提升至 82.06%。公司第二大收入来源仍为天然气销售相关的安装业务收入，2019 年该业务实现收入 21.08 亿元，同比下降 25.96%，主要系随着城市燃气安装收费标准的规范，原有相对较高收费标准的区域降低了收费标准所致，占营业收入比重下降至 12.62%。同期，公司其他燃气销售业务收入和其他业务收入均有所下降（具体如下表所示）。

毛利率方面，2019 年，公司天然气销售业务毛利率基本保持稳定；受收入下滑影响，公司安装业务毛利率有所下降，但仍处于较高水平；同期，公司其他燃气销售业务和其他业务毛利率均有所下降。综上，2019 年，公司综合毛利率为 25.25%，较上年下降 5.61 个百分点。

表 2　2017－2019 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
天然气销售业务	96.55	69.52	17.23	112.01	72.93	17.13	137.23	82.06	17.72
其他燃气销售业务	1.28	0.92	12.55	1.61	1.05	13.81	1.39	0.83	11.03
安装业务	31.21	22.48	71.32	28.47	18.54	75.45	21.08	12.61	64.64
其他业务	9.83	7.08	53.14	11.49	7.48	56.58	7.53	4.50	54.93
合计	**138.87**	**100.00**	**31.89**	**153.57**	**100.00**	**30.86**	**167.23**	**100.00**	**25.25**

资料来源：公司提供

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 50.33 亿元，较上年同期下降 16.32%；实现净利润 8.64 亿元，较上年同期下降 22.56%。受新冠疫情影响，公司无法大面积进行开工、作业，工商业售气及工程安装受到一定的影响，导致公司当期整体经营业绩有所下降。

2. 天然气销售业务

2019 年，公司天然气业务规模有所扩大，特许经营权项目数量、管网长度、供气能力和下游用户等均有所增长，带动公司天然气销售业务规模经营业绩的提升。受部分供应商合并范围变化以及公司集采程度提升等因素影响，2019 年公司供应商集中度显著上升。

（1）天然气采购

从采购情况看，2019 年，公司天然气采购量为 70.31 亿立方米，同比小幅增长 1.97%；同期，公司天然气采购均价为 2.08 元/立方米，采购价格略有上涨。2020 年 1－3 月，公司天然气采购量为 16.19 亿立方米，采购均价为 2.02 元/立方米。

表 3　公司天然气采购情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
采购量（亿立方米）	64.21	68.95	70.31	16.19
采购均价（元/立方米）	1.95	2.06	2.08	2.02

资料来源：公司提供，联合评级整理

从采购渠道上看，2019 年，公司前五大供应商与上年保持一致，但采购集中度由 2018 年的 47.89%显著上升至 83.29%，主要系中国石油天然气股份有限公司合并范围变化以及公司集采程度提升等因素影响所致；公司前五大供应商集中度很高。为保障公司气源供应，公司与中石油、中石化等公司建立了长期的战略合作关系，且下属子公司大部分都锁定气源，在照付不议采购合同的有效期内，每年各地子公司还会与中石油、中石化等公司签订年度采购合同，以核定且保障各子公司的充足气源，年度采购合同的用气量均参照各地子公司以往各年度的实际用气量、当地用户实际变动情况等进行合理预测，最终核定年度采购合同约定的供气量。

表 4　2019 年公司向前五大供应商采购情况（单位：亿立方米、元/立方米、%）

供应商名称	采购量	采购价格	采购量占比
中国石油天然气股份有限公司	30.17	1.78	42.91
内蒙古西部天然气股份有限公司	15.43	1.56	21.94
陕西省天然气股份有限公司	5.89	1.70	8.38
浙江省天然气开发有限公司	4.52	1.90	6.42
杭州天然气有限公司	2.55	2.32	3.63
合计	**58.56**	--	**83.29**

资料来源：公司提供

2019 年，公司采购结算方式较上年无变化。

（2）天然气销售

2019 年，公司业务规模继续扩大，拥有的管道燃气经营权项目由上年底的 106 个增长至 112 个；管网长度和供气能力同比分别增长 8.26%和 12.60%。截至 2020 年 3 月底，公司管网长度达 66,427.65 公里，供气能力达 102.53 百万立方米/日，可为 1,150.22 万居民用户和 11.24 万工商业用户供应燃气。

表 5　公司天然气业务经营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
拥有管道燃气经营权项目（个）	94	106	112	112
管网长度（公里）	54,680.24	58,435.39	63,264.43	66,427.65
供气能力（百万立方米/日）	74.46	86.72	97.65	102.53

居民用户（万户）	864.02	955.55	1,121.22	1,150.22
工商业用户（万户）	8.21	9.53	11.00	11.24
销售数量（亿立方米）	63.57	68.29	70.60	16.13
销售均价（元/立方米）	2.41	2.58	2.61	2.61

注：上表中销量为全口径数据
资料来源：公司提供

燃气销售方面，2019 年公司天然气销售量。从天然气用户结构来看，居民销量占比继续提升，但工商业用户占公司售气结构的比重仍较高，合计占公司天然气总销售量的 58.07%。

表 6　公司天然气销售构成情况（单位：亿立方米、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比
居民	10.40	16.36	11.59	16.97	12.89	18.26
工业	26.10	41.06	27.52	40.30	28.12	39.83
商业	11.18	17.59	12.13	17.76	12.88	18.24
汽车	4.57	7.19	4.80	7.03	4.73	6.70
其他	11.32	17.81	12.25	17.94	11.98	16.97
合计	**63.57**	**100.00**	**68.29**	**100.00**	**70.60**	**100.00**

资料来源：公司提供

天然气销售价格方面，2019 年，公司天然气销售均价为 2.61 元/立方米，同比小幅增长 1.17%。天然气结算方式较上年无变化。

3. 安装业务

安装业务仍为公司重要的收入来源之一，有助于缓解公司在项目前期管网铺设阶段的资金支出压力。2019 年，公司安装业务累计接驳居民用户继续增长，但随着城市燃气安装收费标准的进一步规范，原有相对较高收费标准的区域降低了收费标准，导致公司该业务收入规模减少。

公司安装业务经营模式为取得特许经营权后，公司将投资铺设城市燃气管网，并为下游用户安装燃气的终端并一次性收取接驳费。

对于特许经营权范围内新建居民小区，房地产开发商一般主动与公司洽谈新建房地产燃气安装事宜，公司从开发商处收取接驳费；对于已建成入户居住的老居民小区，公司一般联系辖区的物业管理公司，宣传和沟通安装事宜，并商请物业公司协助收取接驳费；对于原老旧小区及零散居民户，公司一般直接联系每一家居民户，每家沟通签订接驳协议后，分别收费逐个安装。对于工商业客户，一般公司直接联系目标客户，沟通说明使用天然气的优点和成本节约的预测，争取目标客户使用公司天然气。截至 2020 年 3 月底，公司累计接驳居民用户 1,150.22 万户，工业用户 0.52 万户，商业用户 10.72 万户（详细数据见表 5）；公司安装业务累计接驳居民用户继续增长。但随着城市燃气安装收费标准的规范，原有相对较高收费标准的区域降低了收费标准，导致公司该业务收入规模减少。

在业务定价方面，公司居民燃气接驳业务均由公司提出申请，由当地政府部门审核后给出指导价，公司严格按照各地政府物价部门的批文，收取居民客户管道燃气接驳费用，并对特殊、弱势群体提供优惠政策。对工、商业用户则采用市场化定价的模式自主定价。

4. 在建工程

跟踪期内，公司在建工程仍主要为城市燃气管网及配套建设项目，主要项目投资已接近尾声，

资金压力一般。随着公司燃气管网及配套建设工程投产，公司天然气业务规模有望进一步扩大。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程情况如下表所示；主要在建工程为城市燃气管网及配套建设工程。其中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，预计施工总工期为 11 年，建设期为 2010 年到 2020 年。该项目分为两期：一期从 2010 年至 2015 年，主要是呼和浩特市区门站和高中压调压设施的建设，其中包括新建 7 座高中压调压站、22 座 CNG 加气站、LNG 加气站 4 座等；二期规划从 2016 年至 2020 年，主要是完善高中压调压设施和系统，其中包括新建各城镇区中压 A 级管网、6 座 CNG 加气站等。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程预计总投资 34.30 亿元，已完成投资 36.92 亿元，主要在建工程已接近尾声，未来资金压力一般。随着公司燃气管网及配套建设工程投产， 公司天然气业务规模有望进一步扩大，有利于公司营业收入的进一步增长。

表 7　截至 2020 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

序号	在建工程	预计总投资	累计已投资金额	工程进度	合规情况		
					立项批文	用地批文	环保批文
1	芜湖中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	5.44	6.91	91	计工（2001）16 号、计工业（2001）27 号	芜开国用（2005）第 040 号	环监管（2001）142 号
2	淮南中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	2.67	3.84	96	计工业（2002）938 号	淮国用（2007）第 020006 号	环监函[2002]181 号
3	宝鸡中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	5.16	8.70	95	陕计投资（2003）443 号	1998 年地批字第 4 号	陕环监函（1997）055 号环评批复
4	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	17.47	77	呼建委发（2008）317 号	呼国用（2007）第 00264 号	呼环政批字（2011）191 号
合计	--	**34.30**	**36.92**	--	--	--	--

注：由于物价水平较可研时期有提升等原因，使得部分项目实际投资金额超过预计投资总额
资料来源：公司提供

5. 经营效率

2019 年，公司应收账款周转率有所下降，存货周转率和总资产周转率基本保持稳定。

2019 年，公司应收账款周转率为 5.23 次，较上年的 6.20 次有所下降；存货周转率为 11.52 次，较上年基本保持稳定；总资产周转率为 0.42 次，较上年基本保持稳定。

6. 关联交易

2019 年，公司与关联方资金往来规模仍较大，对公司资金形成一定占用。

关联交易方面，2019 年，公司与关联方购买商品、接受劳务，以及销售商品、提供劳务的关联交易金额分别为 20.76 亿元和 0.71 亿元，较上年的 19.35 亿元和 0.57 亿元均有所增长；关联交易对象主要为同一母公司及最终控制方控制的物资统采平台、能源（主要为 LNG）贸易平台公司以及城市燃气企业；公司关联交易采用市场定价原则。

关联担保方面，截至 2019 年底，公司对关联方提供担保余额 16.21 亿元，被担保企业主要为受同一母公司及最终控制方控制的城市燃气企业。

关联往来方面，截至 2019 年底，公司应收关联方款项合计 104.17 亿元，应付关联方款项合计 1.70 亿元；应收关联方款项主要系对关联方中燃燃气实业（深圳）有限公司（以下简称“中燃实业”）

的应收款 92.43 亿元。因中燃实业目前处于市场拓展阶段项目建设资金需求大，公司关联拆借弥补其营运资金。

7. 经营关注

（1）目前我国天然气采购价格主要由发改委和政府相关部门决定，居民天然气销售价格采取政府定价或政府指导价，公司在天然气的采购、销售定价方面仍无自主定价权，利润空间受限。

（2）公司燃气业务受上游天然气供气量的制约较大。公司天然气采购仍集中于中石油、中石化及其下属企业，对于上游供应商的依赖性较大，若上游供应商供应量大幅减少或出现其他不可抗力因素，公司的业务经营将受到重大影响。

（3）当前政府、企业和社会公众逐渐重视清洁能源的开发和利用，光伏太阳能、风能、地热能等新的能源利用形式不断出现，能源利用效率、经济可行性不断提高，对天然气的利用形成了一定的竞争。

8. 未来发展

总体看，公司未来发展规划清晰，在增强主业的同时向综合性能源服务商转变。

未来，在做好现有城市、乡村燃气管网建设及运营业务的同时，公司将积极把握市场形势和发展机会，寻求与主营业务相关的业绩增长点，由比较单一的燃气运营分销商向综合性能源服务商转变。嫁接相关新业务的培育工作，如南方非传统供暖区域的分布式供暖等，增强集团的盈利能力。从下年度经营计划来看，公司将在现有特许经营范围内加快新、老用户的开发、接驳进度，进一步提高现有城市、乡村范围内用户燃气覆盖率；充分利用北方城市集中供热刚需，加快 公司供热版块的蓝图扩张；牵引南方非传统供暖城市采用分布式热源供暖的暖居工程战略落地；促进公司成为管理和盈利能力最具市场竞争力的综合能源服务商之一。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2019 年度合并财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。从合并范围变动情况来看，2019 年公司纳入合并范围的二级子公司较年初新增 8 家（其中通过非同一控制下企业合并新增子公司 2 家，通过新设新增子公司 6 家），减少 4 家。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围的二级子公司 65 家，较年初无变化。公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 411.04 亿元，负债合计 196.62 亿元，所有者权益 214.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益 180.38 亿元。2019 年，公司实现营业收入 167.23 亿元，净利润 27.22 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 22.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额 48.73 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.73 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 404.60 亿元，负债合计 181.57 亿元，所有者权益 223.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益 187.50 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 50.33 亿元，净利润 8.64 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.73 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.24 亿元。

2．资产质量

截至 2019 年末，公司整体资产规模小幅增长，资产结构仍相对均衡状态，流动资产中其他应收

款规模仍较大且存在关联方占款，对公司资金形成占用；非流动资产仍以固定资产和在建工程为主；整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 411.04 亿元，较年初增长 4.73%。其中，流动资产占 54.56%，非流动资产占 45.44%。公司资产结构仍相对均衡，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 224.26 亿元，较年初增长 8.01%，主要系应收账款和预付款项增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 10.25%）、应收账款（占 16.47%）、预付款项（占 16.63%）和其他应收款（占 48.94%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 22.99 亿元，较年初下降 33.00%，主要系部分借款提前偿还所致。公司货币资金仍主要以银行存款构成，占比 93.86%；货币资金中有 1.41 亿元受限资金（主要系子公司开具银行承兑汇票保证金 0.49 亿元和保函保证金 0.92 亿元），受限比例为 6.13%，受限比例小。

公司应收账款主要包括燃气用户的燃气费和销售燃气所带来的燃气货款。截至 2019 年末，公司应收账款 36.94 亿元，较年初增长 38.81%，主要系并表范围变化导致原合并抵消的应收账款增加所致。应收账款以 1 年以内为主，占比 81.40%；累计计提坏账准备 0.54 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 2.46 亿元，占比为 6.56%，集中度仍较低。

截至 2019 年末，公司预付款项 37.30 亿元，较年初增长 45.60%，主要系业务规模扩大，带动预付天然气采购款及预付工程物资款项增加所致。预付款项账龄以 1 年以内和 1~2 年为主，占比分别为 79.58%和 18.59%。

截至 2019 年末，公司其他应收款 109.76 亿元，较年初增长 4.76%，主要系应收关联方往来款增长所致；公司其他应收款主要为应收关联方往来款（占 94.90%）；其他应收款账龄以 1 年以内为主，占比 85.01%；其他应收款前五大欠款方合计金额为 101.54 亿元，占比 92.52%，其中对关联方中燃实业的资金往来 92.43 亿元，主要系中燃实业目前处于市场拓展阶段项目建设资金需求大，公司关联拆借弥补其营运资金所致。整体看，公司其他应收款集中度很高，且仍存在关联方占款，对公司资金形成占用。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 186.78 亿元，较年初增长 1.04%，变化不大。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 11.06%）、固定资产（占 60.28%）和在建工程（占 22.55%）构成。

截至 2019 年末，公司长期股权投资 20.66 亿元，较年初增长 172.54%，主要系当期合营企业由并表范围调整至不并表而形成长期股权投资，带来长期股权投资的增长，以及对部分合营企业追加投资所致。

截至 2019 年末，公司固定资产 112.59 亿元，较年初下降 5.31%。公司固定资产主要由房屋建筑物（占 8.00%）、机器设备（占 11.38%）和其他设备（占 77.39%）构成，累计计提折旧 40.48 亿元，固定资产成新率 73.55%，成新率尚可。

截至 2019 年末，公司在建工程 42.11 亿元，较年初下降 6.64%，主要系部分管网建设项目转入固定资产所致。公司在建工程仍全部为管网建设相关项目。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 404.60 亿元，较上年底下降 1.57%，较年初变化不大。其中，流动资产占 52.64%，非流动资产占 47.36%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司受限资产主要为货币资金为 1.71 亿元，以及因贷款质押而受限的所持有子公司的股权 80.84 亿元。

3．负债及所有者权益

截至 2019 年末，公司负债规模基本保持稳定，债务负担较轻，但受一年内到期的中长期借款规模增加影响，公司流动负债规模进一步上升，短期偿债压力加大。受益于未分配利润规模的增长，公司所有者权益保持增长，但未分配利润占比较大，权益结构稳定性有待提高。

截至 2019 年末，公司负债总额 196.62 亿元，较年初增长 0.46%，较年初变化不大。其中，流动负债占 79.30%（较上年底上升 7.60 个百分点），非流动负债占 20.70%。公司负债仍以流动负债为主，且流动负债占比进一步上升。

（1）负债

流动负债

截至 2019 年末，公司流动负债 155.93 亿元，较年初增长 11.11%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 19.11%）、应付账款（占 28.91%）、预收款项（占 20.52%）、其他应付款（占 5.19%）和一年内到期的非流动负债（占 23.39%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 29.80 亿元，较年初增长 10.37%，主要系短期资金需求增加所致。公司短期借款全部为保证借款。

截至 2019 年末，公司应付账款 45.08 亿元，较年初增长 63.73%，主要系业务规模增长带来的应付工程款、材料款增加所致。公司应付账款主要由应付材料款（11.67 亿元）、应付工程款（14.19 亿元）和其他（15.75 亿元）构成。

截至 2019 年末，公司预收款项 32.00 亿元，较年初下降 4.58%，变化不大。公司预收款项仍以预收的燃气费和安装费为主。

截至 2019 年末，公司其他应付款 5.90 亿元，较年初下降 81.79%，主要系非贸易项下往来款减少所致。其中，关联方往来款 1.70 亿元，单位往来款 3.71 亿元，押金及保证金 0.47 亿元，员工暂收款 0.03 亿元。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 36.47 亿元，较年初增长 191.56%，主要系一年内到期的中长期借款规模增加所致。

非流动负债

截至 2019 年末，公司非流动负债 40.70 亿元，较年初下降 26.53%，主要系部分长期债务转入一年内到期非流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 48.38%）和应付债券（占 49.10%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 19.69 亿元，较年初下降 52.77%；应付债券 19.98 亿元，较年初增长 54.17%，主要系为 2019 年 10 月新增发行 20 亿元公司债“19 燃投 01”所致。

有息债务方面，截至 2019 年末，公司全部债务 107.38 亿元，较年初增长 11.18%，主要系新发行公司债所致。其中，短期债务 67.14 亿元（占 62.52%），长期债务 40.25 亿元（占 37.48%），公司短期债务占比较年初大幅提升 19.67 个百分点，主要系一年内到期中长期借款规模扩大所致。债务指标方面，截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 47.83%、33.37%和 15.80%，较年初分别下降 2.03 个百分点、上升 0.44 个百分点和下降 6.10 个百分点。整体看，公司债务负担仍较轻，但短期债务规模较大，公司债务结构有待改善。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 181.57 亿元，较上年底下降 7.66%。其中，流动负债占 77.81%，非流动负债占 22.19%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 99.28 亿元，较年初下降 7.54%。其中，短期债务 61.64 亿元，较年初下降 8.20%；长期债务 37.65 亿元，较年初下降 6.46%；债务结构仍以短期债务为主。从

期限分布看，公司全部有息债务中 1 年以内占比 62%，1~2 年占比 10%，2~3 年占比 8%，3 年及以上占比 21%。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.88%、30.80%和 14.44%，较年初分别下降 2.96 个百分点、下降 2.57 个百分点和下降 1.36 个百分点；债务负担较年初有所减轻，但短期偿债压力仍较大。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 214.42 亿元，较年初增长 8.97%，主要系利润留存所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 84.12%，少数股东权益占比为 15.88%。归属于母公司所有者权益 180.38 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 10.04%、1.41%和 85.70%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性有待提高。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 223.03 亿元，较年初增长 4.02%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 84.07%，少数股东权益占比为 15.93%。归属于母公司所有者权益 187.50 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 9.66%、1.35%和 86.24%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性有待提高。

4．盈利能力

2019 年，公司营业收入规模保持增长，期间费用控制能力仍较强，但受上游采购成本增加以及安装业务收入下降等因素影响，净利润有所下降，但公司整体盈利能力仍较强。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司整体经营业绩有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 167.23 亿元，较上年增长 8.89%，主要系天然气销售收入增加所致；净利润 27.22 亿元，较上年下降 8.83%，主要系上游采购成本增加以及安装业务收入下降所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 12.85 亿元，较上年增长 3.67%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 32.58%、48.57%、3.22%和 15.63%，仍以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 4.19 亿元，较上年下降 10.01%，主要系人力成本下降所致；管理费用为 6.24 亿元，较上年下降 8.39%，主要系人力成本下降所致；财务费用为 2.01 亿元，较上年增长 116.15%，主要系利息收入减少所致。2019 年，公司费用收入比为 7.69%，较上年下降 0.39 个百分点，公司费用控制能力仍较强。

利润构成方面，2019 年，公司实现投资收益 1.64 亿元，较上年增长 66.41%，主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅增长所致；投资收益占营业利润比重由上年的 2.71%提升至 5.09%。同期，公司实现其他收益 2.00 亿元，较上年增长 108.94%，主要系政府补助大幅增加所致；其他收益占营业利润比重由上年的 2.63%提升至 6.20%。公司投资收益及其他收益均对营业利润形成一定补充。公司资产处置收益、营业外收支等对利润影响不大。

盈利指标方面，2019 年，公司营业利润率为 24.85%，较上年下降 5.58 个百分点，主要系营业成本上升所致。2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.07%、9.01%和 13.24%，较上年分别下降 2.04 个百分点、2.17 个百分点和 3.06 个百分点。受净利润下降等因素影响，公司各盈利指标均有所下降。但与同行业其他主要上市公司比较，公司盈利能力仍处于较强水平。

表 8　同行业上市公司 2019 年盈利指标（单位：%）

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
华润燃气	24.95	8.78	11.55
新奥能源	16.05	8.69	12.33

中裕燃气	23.45	2.70	6.06
中油燃气	14.67	2.99	7.64
中燃投资	**25.25**	**13.33**	**8.58**

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 50.33 亿元，较上年同期下降 16.32%；实现净利润 8.64 亿元，较上年同期下降 22.56%，主要系新冠疫情影响所致。

5．现金流

2019 年，公司经营活动现金流仍保持净流入状态，收入实现质量仍较高，可满足公司资本性支出需求。公司筹资活动现金仍为净流出状态。随着短期债务规模的增加，公司仍存在一定的外部融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 211.67 亿元，较上年增长 8.30%，主要系天然气销售收入增加所致；经营活动现金流出 162.94 亿元，较上年增长 14.98%，主要系上游采购成本上升导致经营性支出增加所致。综上，2019 年公司经营活动现金净流入 48.73 亿元，较上年下降 9.31%，但仍保持大规模净流入状态。同期，公司现金收入比为 118.36%，较上年上升 2.64 个百分点，收入实现质量仍较高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 0.33 亿元，较上年下降 73.11%，其流入规模仍很小；投资活动现金流出 19.92 亿元，较上年下降 3.93%。2019 年，公司投资活动现金净流出 19.59 亿元，较上年变化不大，仍为净流出状态。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 108.08 亿元，较上年下降 8.89%，主要系关联方往来款下降所致；筹资活动现金流出 149.96 亿元，较上年增长 4.64%。综上，2019 年，公司筹资活动现金净流出 41.88 亿元，较上年增长 69.61%，仍为净流出状态。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 5.73 亿元，投资活动产生的现金流量净额-5.07 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-1.89 亿元。

6．偿债能力

2019 年，公司短期及长期偿债能力均较强，同时考虑到公司的经营规模和综合实力，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别为 1.44 倍和 1.37 倍，均较年初的 1.48 倍和 1.40 倍变化不大，流动资产对流动负债的保障程度仍保持良好。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.89 倍大幅下降至 0.38 倍，现金类资产对短期债务的保障程度下降至一般水平。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 42.56 亿元，较上年下降 9.18%，主要系利润规模下降所致。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 12.60%）、计入财务费用的利息支出（占 8.80%）和利润总额（占 76.23%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 10.78 倍下降至 6.76 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.49 倍下降至 0.40 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额合计 2.31 亿元，占净资产的 1.04%，主要是对关联方提供的担保，公司或有负债风险小。

截至 2020 年 3 月底，公司不存在尚未了结的对正常经营和财务状况产生实质性不利影响的重大诉讼、仲裁或行政处罚事项。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信总额 537.35 亿元，其中已使用授信额度 81.49 亿元，未使用授信余额 455.86 亿元，公司间接融资渠道通畅。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1044030401251530N），截至 2020 年 6 月 3 日，公司已结清信贷信息中存在 5 笔欠息和 2 笔关注类贷款，均已结清；公司无未结清不良或关注类信贷信息。

7．母公司财务状况

2019年，公司本部资产规模较大，负债水平一般。由于母公司所开展的经营活动的规模小，利润主要来自于对公司的投资收益。

截至2019年末，公司本部资产总额251.45亿元，流动资产占77.99%，非流动资产占22.01%。公司流动资产主要以其他应收款（占91.78%）为主；非流动资产主要是由长期股权投资（占96.64%）构成。

截至2019年末，公司本部负债合计147.52亿元。其中，流动负债占82.86%，非流动负债占17.14%。公司流动负债中短期借款、其他应付款及一年内到期的非流动负债规模较大，分别为 29.80 亿元、57.12 和 35.19 亿元。截至 2019 年末，公司本部资产负债率为 58.67%，公司负债水平一般。

截至 2019 年末，公司本部股东权益合计 103.93 亿元。其中，股本 18.11 亿元，未分配利润 77.87 亿元，权益稳定性有待提高。

公司本部营业收入较少，基本不直接进行经营活动，盈利主要依靠下属子公司。2019 年，公司本部实现营业总收入 1.67 亿元，实现投资净收益 15.24 亿元。同期，公司本部实现净利润 15.05 亿元，公司利润主要来源于投资收益，公司本部投资业务盈利水平较高。

2019 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为 48.73 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-19.59 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-41.88 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

公司资产、盈利规模及现金流对“19 燃投 01”的覆盖程度高，并考虑到的公司所处行业地位和综合实力，联合评级认为，公司对“19 燃投 01”的偿还能力极强。

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产 25.64 亿元，约为“19 燃投 01”本金合计（20 亿元）的 1.28 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产 214.42 亿元，约为上述债券本金合计（20 亿元）的 10.72 倍，净资产对债券的覆盖程度很高，能够对“19 燃投 01”的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 42.56 亿元，约为上述债券本金合计（20 亿元）的 2.13 倍，对“19 燃投 01”的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 211.67 亿元，约为上述债券本金合计（20 亿元）的 10.58 倍；经营活动现金流量净额为 48.73 亿元，约为上述债券本金合计（20 亿元）的 2.44 倍，公司经营活动现金流入量及流量净额对“19 燃投 01”的覆盖程度很高。

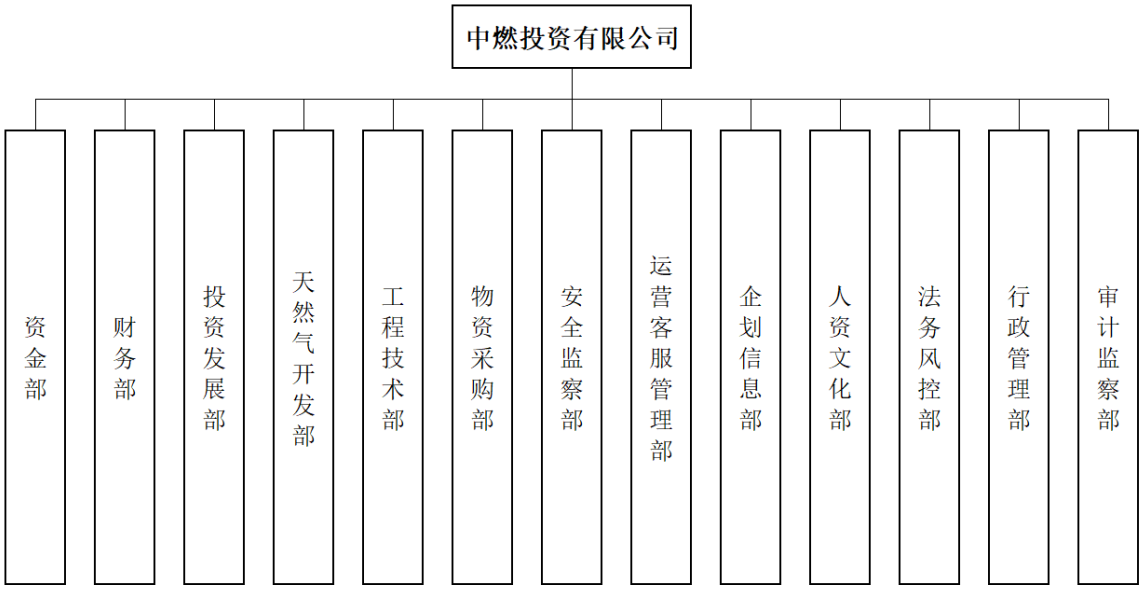
八、综合评价

公司作为国内大型跨区域燃气运营服务商之一，在业务规模、行业竞争力及盈利能力等方面仍具备明显优势。2019 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均保持增长，带动公司天然气业务销售规模的进一步扩大。公司盈利能力强，债务负担较轻，经营性现金流状况佳。同时，联合评级也关注到公司天然气采购和销售价格由政府相关价格管理部门监审导致盈利受限、公司关联方往来款规模仍较大、短期债务占比高以及权益稳定性有待提高等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的完工和天然气消费需求增长，公司经营状况将保持良好，综合竞争力将进一步增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望维持“稳定”，同时维持“19 燃投 01”的债项信用等级为 AAA。

附件 1　截至 2020 年 3 月末，中燃投资有限公司组织结构图



附件 2　中燃投资有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	322.66	392.49	411.04	404.60
所有者权益（亿元）	169.69	196.76	214.42	223.03
短期债务（亿元）	35.24	41.39	67.14	61.64
长期债务（亿元）	49.86	55.20	40.25	37.65
全部债务（亿元）	85.10	96.59	107.38	99.28
营业收入（亿元）	138.87	153.57	167.23	50.33
净利润（亿元）	28.58	29.86	27.22	8.64
EBITDA（亿元）	44.75	46.86	42.56	--
经营性净现金流（亿元）	36.03	53.74	48.73	5.73
应收账款周转次数（次）	6.71	6.20	5.23	--
存货周转次数（次）	13.45	11.32	11.52	--
总资产周转次数（次）	0.44	0.43	0.42	--
现金收入比率（%）	108.68	115.72	118.36	99.05
总资本收益率（%）	13.41	12.10	10.07	--
总资产报酬率（%）	12.38	11.18	9.01	--
净资产收益率（%）	18.32	16.29	13.24	--
营业利润率（%）	31.46	30.43	24.85	27.51
费用收入比（%）	8.24	8.07	7.69	9.13
资产负债率（%）	47.41	49.87	47.83	44.88
全部债务资本化比率（%）	33.40	32.93	33.37	30.80
长期债务资本化比率（%）	22.71	21.91	15.80	14.44
EBITDA 利息倍数（倍）	12.01	10.78	6.76	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.53	0.49	0.40	--
流动比率（倍）	1.50	1.48	1.44	1.51
速动比率（倍）	1.42	1.40	1.37	1.44
现金短期债务比（倍）	0.75	0.89	0.38	0.41
经营现金流动负债比率（%）	35.02	38.29	31.25	4.06
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.24	2.34	2.13	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化；4. 长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。