

中燃投资有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕5561号

联合资信评估股份有限公司通过对中燃投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中燃投资有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 燃投 01”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

评级总监：

二〇二四年六月二十七日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中燃投资有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信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。

四、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。

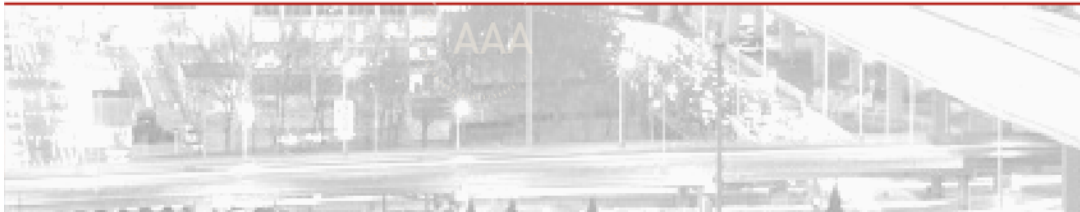
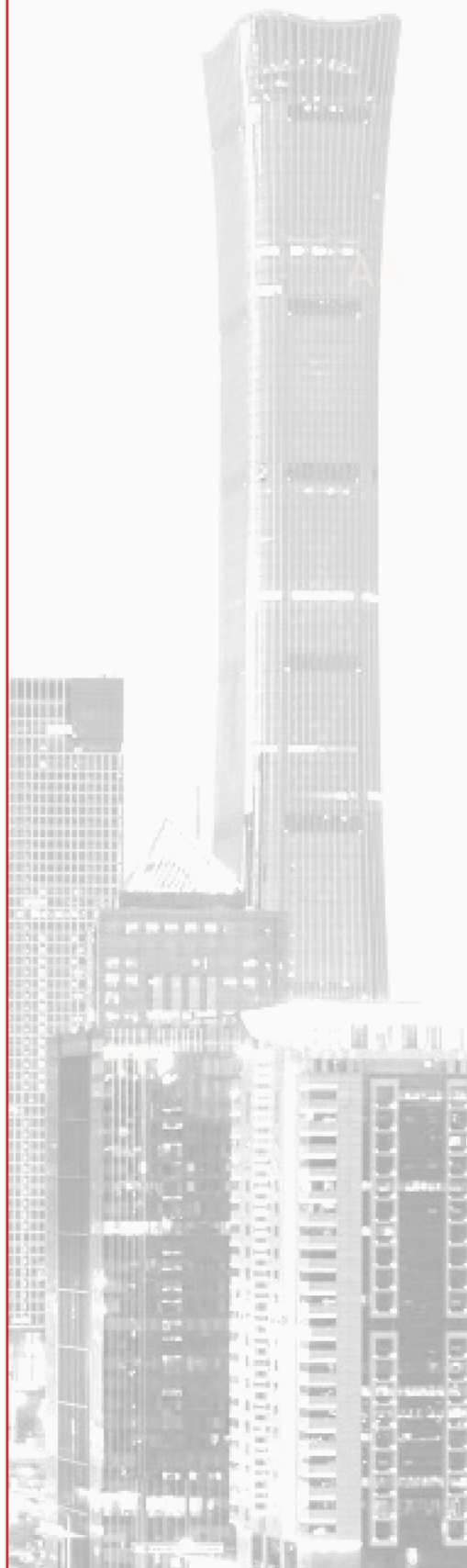
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、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。

八、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。

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。



中燃投资有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
中燃投资有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/6/27
19 燃投 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

中燃投资有限公司（以下简称“公司”）作为国内大型跨区域燃气运营服务商之一，跟踪期内在业务规模、行业竞争力及盈利能力等方面保持明显优势。2023 年，公司特许经营权项目数量保持稳定，管网长度、供气能力和下游用户均有所增长，燃气销量同比增加，燃气价差同比扩大，但公司安装业务收入及毛利率均有所下降，因此 2023 年公司营业总收入以及综合毛利率同比基本保持稳定，公司投资收益同比大幅下降。公司受限资产占比很低，以燃气管网为主的固定资产盈利能力较强，整体资产质量良好，但公司与关联企业的往来款规模增加导致公司资产总额及负债总额均有所增长，2023 年底公司其他应收款较上年底显著增长且规模很大，关联方对公司资金占用明显。2023 年，公司本息债务规模保持稳定，债务负担适中，公司偿债能力指标表现有所减弱，但整体偿债指标表现仍非常强。

个体调整：无

外部支持调整：无

评级展望

未来，随着公司在建项目完工和天然气消费需求增长，公司综合竞争力及经营业绩有望得到提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：关联企业资金回款不及时或无法收回；公司上游气源价格增幅较大导致公司盈利能力显著下滑；公司债务负担显著加重等其他不利因素。

优势

- **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。
- **公司业务规模继续扩大，营业总收入及经营现金净流入规模较大。**我国天然气业务采取区域特许经营模式，作为国内大型跨区域燃气运营服务商之一，公司规模优势显著，市场竞争力强。2023 年，公司拥有的管道燃气经营权项目保持稳定，管网长度及供气能力持续增长，已接驳居民和工商业用户持续增加，带动公司售气量同比增长 6.22%。2023 年，公司实现营业总收入 224.45 亿元，经营活动现金净流入 39.85 亿元。

关注

- **公司关联方占款规模很大。**截至 2023 年底，公司其他应收款 238.06 亿元，较上年底增长 65.96%，其他应收款主要由与关联企业的往来款构成，关联方对公司资金占用明显。
- **公司对居民用户无自主定价权，价格调整滞后。**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，在天然气采购价格上涨的背景下，燃气销售价格调整滞后将影响公司期间盈利。2023 年，公司投资收益同比下降 5.58 亿元。
- **公司天然气采购集中度较高。**为保障公司气源供应，公司与主要天然气供应商建立了长期的战略合作关系，且公司近年来在不断拓宽天然气采购渠道，采购集中度有所降低，但 2023 年公司前五大供应商采购的天然气量依然占其天然气总采购量的 49.82%。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 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官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	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	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
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

主要财务数据

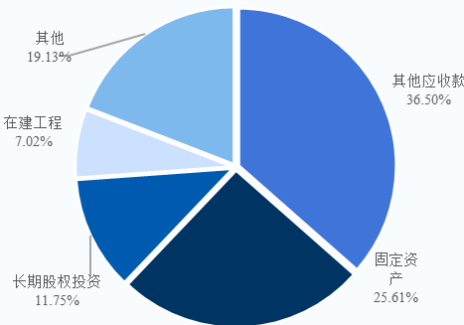
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	58.97	22.93	16.74
资产总额（亿元）	598.49	652.28	644.82
所有者权益（亿元）	292.15	284.87	290.54
短期债务（亿元）	97.97	92.18	69.59
长期债务（亿元）	84.68	91.44	128.76
全部债务（亿元）	182.65	183.62	198.35
营业总收入（亿元）	224.20	224.45	79.15
利润总额（亿元）	27.74	18.18	7.08
EBITDA（亿元）	40.25	31.94	--
经营性净现金流（亿元）	41.77	39.85	6.20
营业利润率（%）	14.60	14.66	9.98
净资产收益率（%）	7.92	5.14	--
资产负债率（%）	51.18	56.33	54.94
全部债务资本化比率（%）	38.47	39.19	40.57
流动比率（%）	135.37	128.32	151.50
经营现金流动负债比（%）	19.05	14.63	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.25	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	7.63	5.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.54	5.75	--

公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	395.70	445.14	437.80
所有者权益（亿元）	170.97	190.81	191.97
全部债务（亿元）	156.43	154.87	152.65
营业总收入（亿元）	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	14.70	19.46	1.17
资产负债率（%）	56.79	57.14	56.15
全部债务资本化比率（%）	47.78	44.80	44.29
流动比率（%）	178.42	175.48	207.38
经营现金流动负债比（%）	-0.02	-0.09	--

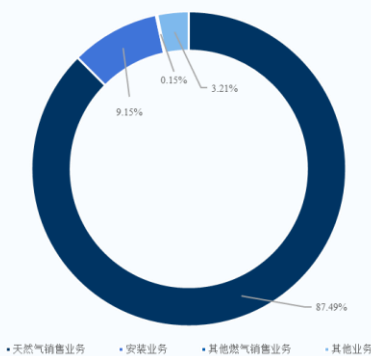
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 公司合并口径下其他应付款及长期应付款中有息部分分别调整至短期债务与长期债务；3. 尾差系四舍五入所致；4. “--”表示不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

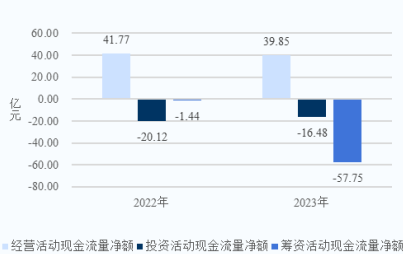
2023 年底公司资产构成



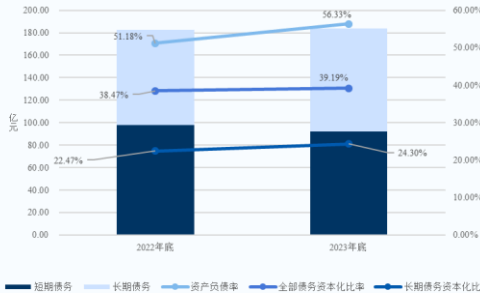
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
19 燃投 01	20.00	4.03	2024/10/18	回售、调整票面利率

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 燃投 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/26	樊思、王文燕	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）	阅读全文
19 燃投 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2019/09/24	余瑞娟、王彦	工商企业信用评级方法总论（2018）	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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：樊 思 fansi@lhratings.com

项目组成员：李 晨 lichen@lhratings.com

项目组成员：邓淇匀 dengqy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中燃投资有限公司（以下简称“中燃投资”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司是根据商务部《商务部关于同意设立中燃投资有限公司》（商资批〔2005〕921号）、深圳市贸易工业局《关于同意设立外资企业“中燃投资有限公司”的通知》（深贸工资复〔2005〕0553号）批复成立的外商独资企业，成立于2005年6月14日，股东为中国燃气控股有限公司（以下简称“中国燃气”），初始注册资本3000万美元。后经历次增资，截至2024年3月底，公司注册资本25000万美元，中国燃气持有公司100%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法单独对中国燃气的股东大会重大事项产生直接控制作用，或者未有能够单独支配公司行为的权力，因此公司无实际控制人（详见附件1-1）。截至2024年3月底，中国燃气持有的公司股权未质押或冻结。

跟踪期内，组织结构未发生变化（详见附件1-2）；公司经营范围未发生变化，主要业务构成为城市燃气业务，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商企业。

截至2023年底，公司合并资产总额652.28亿元，所有者权益284.87亿元（含少数股东权益29.99亿元）；2023年，公司实现营业总收入224.45亿元，利润总额18.18亿元。

截至2024年3月底，公司合并资产总额644.82亿元，所有者权益290.54亿元（含少数股东权益30.17亿元）；2024年1—3月，公司实现营业总收入79.15亿元，利润总额7.08亿元。

公司注册地址：广东省深圳市罗湖区笋岗街道田心社区梅园路188号中国燃气大厦30层3001；法定代表人：黄勇。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司于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，发行额度20亿元，募集资金已按募集说明书规定用途使用完毕。跟踪期内，公司已按期足额支付利息，截至本报告出具日，“19燃投01”债券余额为4.03亿元，债券将于2024年10月18日到期。

四、宏观经济和政策环境分析

2024年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024年一季度，中国经济开局良好。一季度GDP同比增长5.3%，上年四季度同比增长5.2%，一季度GDP增速稳中有升；满足全年经济增长5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

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。

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%。

（一）供需格局

2023 年，全球天然气供需基本面趋于宽松，全球天然气贸易格局持续深度调整，管道气贸易量下降，LNG 贸易量持续增长。2023 年，我国天然气产销同比仍实现增长，管道气进口量增长较快，管道网络建设进一步提速，LNG 接收站产能不断扩大，但我国天然气进口依存度仍较高。

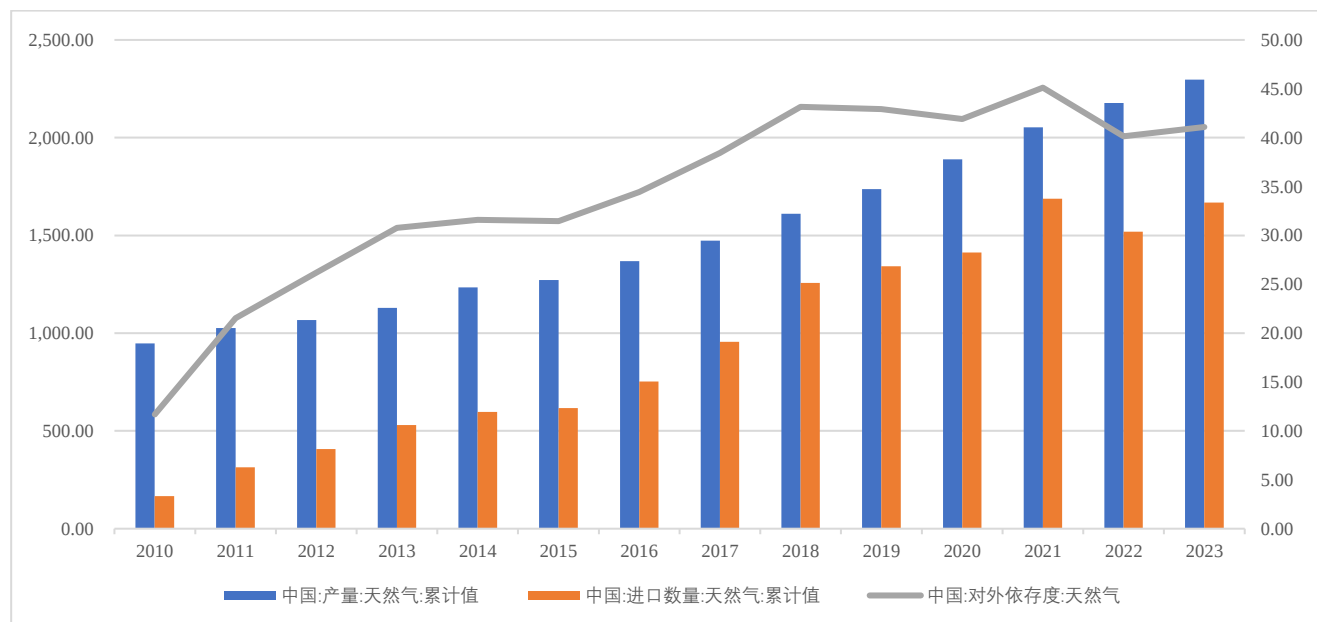
2023 年，全球天然气供应量同比小幅增长约 0.8%至 4.28 万亿立方米，北美、中东、俄罗斯为主要供应国家。其中美国天然气产量增幅接近 3.5%，贡献主要增量；2023 年，受北溪和亚马尔管道全年仍处于断供的影响下，俄罗斯天然气产量同比进一步降低，根据俄罗斯联邦统计局公布数据显示：2023 年俄罗斯天然气全年产量同比减少 7.5%。2023 年全球新增 LNG 产能 400 万吨/年，较上年减少 927 万吨/年，主要来自莫桑比克和阿曼两个项目的 3 条生产线，LNG 产量增长主要依赖已有装置产能利用率提升，全球 LNG 产能增速放缓。

2023 年，全球天然气消费量同比增长约 0.5%至 3.96 万亿立方米，区域出现分化。其中，亚太地区需求较为强劲，主要来自印度和中国；受采暖季影响，中国是亚洲天然气消费增量的主要贡献国家；较低的天然气价格继续刺激新兴市场的需求，印度工业用气在取暖季同比提升。受暖冬、工业复苏慢、新能源渗透率提升等影响，北美地区天然气消费量同比增长 1.2%左右，增速有所下降；欧洲主要经济体经济增长停滞，制造业持续处于收缩区间，抑制了工业用气需求，同时能源转型加速，欧洲区域全年天然气消费同比下降 6.5%左右。

2023 年，全球天然气贸易量约为 1.25 万亿立方米，同比下降 1.0%，其中，管道气贸易量下降，LNG 贸易量持续增长。全球天然气贸易格局持续调整，俄罗斯出口欧洲的管道气持续大幅下降，欧洲 LNG 进口量由高位回落，亚洲 LNG 进口量恢复增长。

2023 年，我国天然气产量为 2297 亿立方米，同比增长 5.5%，连续 7 年增产超 100 亿立方米；天然气进口量为 1668 亿立方米，增速为 9.8%；对外依存度为 41.1%，较上年提高 1.0 个百分点。2023 年，我国管道气进口量较快增长，中俄东线供气量快速增加，全年进口气量超过 220 亿立方米。管道网络建设进一步提速。西三线湖北段、蒙西管道一期等管道投产，中俄东线、西一线等天然气主干管道实现互联互通，截至 2023 年底，天然气长输管道总里程 8.7 万千米。随着西四线加快建设，川气东送二线以及中俄东线嫩江支线、济宁支线等管线建成，我国天然气长输管道总里程将进一步增加。LNG 接收站方面，新天唐山、天津南港等 6 座 LNG 接收站投产（含扩建），合计新增 LNG 接收能力 1880 万吨/年，创历史最高记录。截至 2023 年底，全国总接收能力达 11610 万吨/年。

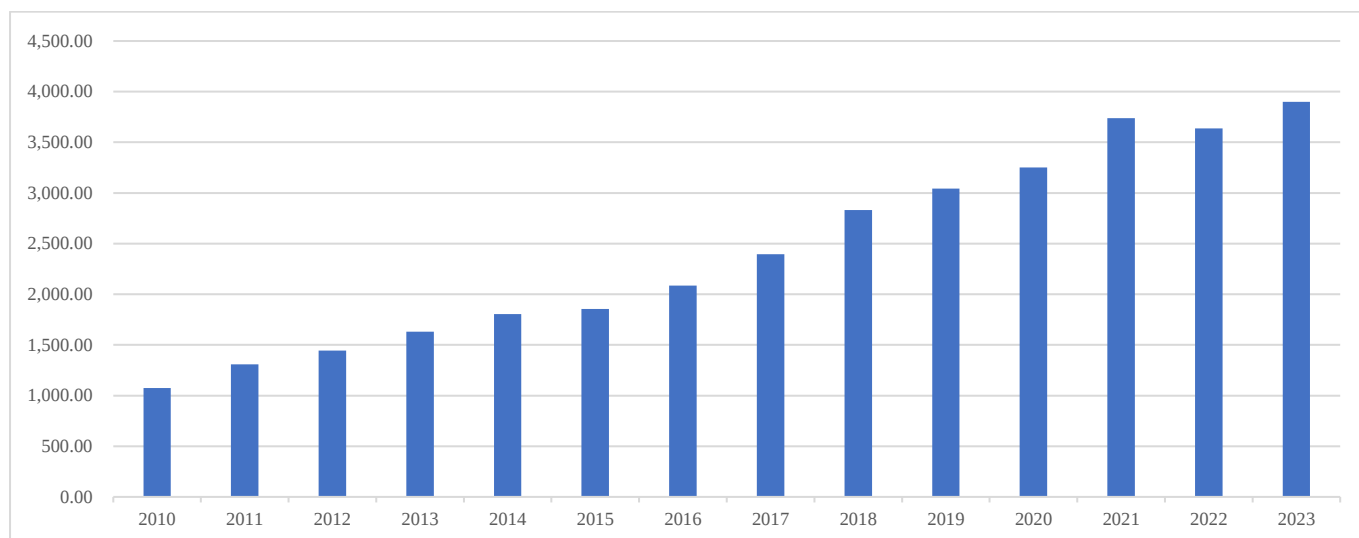
图表 1 • 我国天然气产量、进口量、对外依存度基本情况（单位：亿立方米、%）



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。2023 年我国天然气表观消费量 3900 亿立方米，同比增长 7.2%。其中，发电用气增速最快，主要是受全国电力需求较快增长、水电供应下降、气电装机快速增长等因素综合影响。城市燃气管道覆盖范围逐步扩大支撑居民用气稳步增长；商业快速恢复，用气量大幅增长；采暖用气稳定增长，京津冀等平原地区稳妥有序推进清洁取暖，宁夏、青海、甘肃等省份持续推进重点地区采暖“煤改气”，南方采暖用户持续增长。

图表 2 • 我国天然气近年来表观消费量（单位：亿立方米）



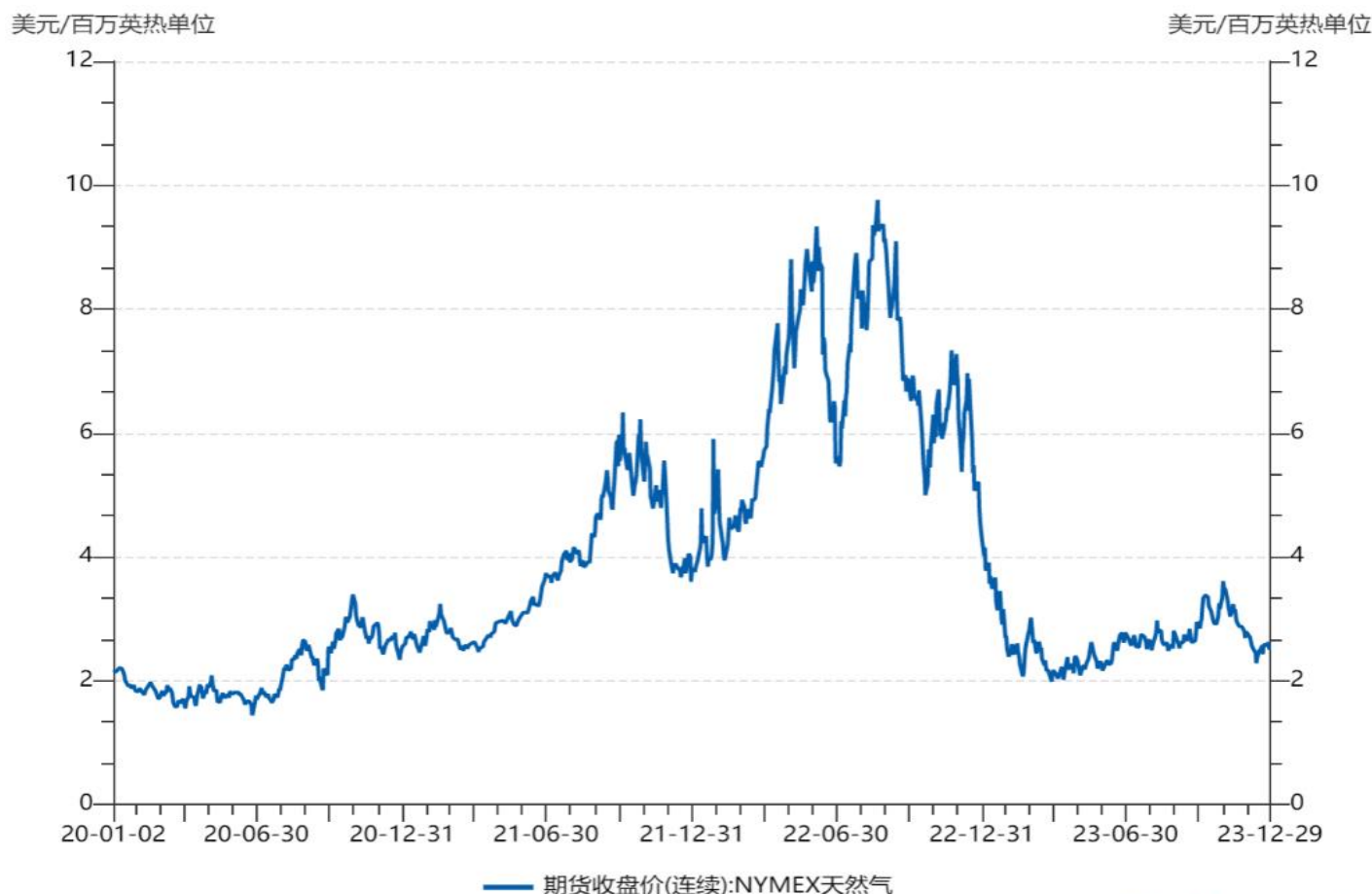
资料来源：Wind

（二）天然气价格

2023 年全球天然气市场供需趋于宽松，天然气价格有所回落，但地缘政治冲突、极端天气、航道阻塞等事件对价格仍有扰动。

2023 年，全球天然气市场供需趋于宽松，国际气价从高位大幅回落，跌回乌克兰危机爆发前水平。但受供应链风险扰动影响，气价波动增加。2023 年，美国本土需求增速明显放缓，产量再创新高，储气库库存持续高于往年同期，现货价格大幅回落；欧洲天然气需求疲弱，资源供应相对充足，储气库库存处于历史同期高位，气价大幅下跌至 2021 年水平。东北亚 LNG 需求缓慢复苏，市场供需整体宽松，叠加欧洲气价联动影响，东北亚 LNG 现货到岸均价大幅下跌。

图表 3 • 全球天然气价格走势



资料来源：Wind

（三）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或将大幅增加。

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，加强上下游价格联动，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。

图表 4 • 我国天然气行业政策

发布时间	政策名称	主要内容
2023 年 4 月	《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》	旨在响应天然气市场化改革，促进终端销售价格灵敏反映市场供需变化，完善天然气上下游价格联动机制，保障城镇燃气安全供应。
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 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。

资料来源：公开资料

（四）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）天然气价格波动风险

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。受国际经济形势、供需格局、政治因素扰动等多重因素影响，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。

（五）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、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东未发生变化，公司过往债务履约记录情况良好。跟踪期内，公司未新增管道燃气特许经营权项目，已接驳居民和工商业用户进一步增长。公司控股股东中国燃气为城市及乡镇管道燃气分销业内规模最大的企业之一，公司作为中国境内主要的跨区域燃气运营服务商之一，综合实力强。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化。企业信用记录方面，根据中国人民银行企业信用报告（中征码：4402000003878159），截至 2024 年 6 月 20 日，公司无未结清不良或关注类信贷信息；公司已结清的信贷信息中存在 2 笔关注类贷款。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国中存在不良记录。公司是中国境内主要的跨区域燃气运营服务商之一，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、商业、公建和工业用户输送各种燃气，建设及经营加气站，开发与应用石油、天然气等相关技术产品。2023 年，公司拥有的管道燃气经营权项目保持稳定，管网长度及供气能力持续增长，已接驳居民和工商业用户持续增加；截至 2024 年 3 月底，公司累计已取得管道燃气特许经营权项目 117 个，已接驳居民用户 1724.56 万户，工商业用户 19.88 万户。

公司控股股东中国燃气成立于 1995 年，是在香港联交所上市（股票代码：00384.HK）的跨区域燃气运营服务商，是中国城市、乡镇管道燃气分销领域的大型企业。截至 2023 年 9 月底，中国燃气累计取得 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、532 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，累计已接驳居民用户数量 4644.67 万户，工业用户数量 2.33 万户，商业用户数量 34.46 万户，其城市燃气项目数、天然气管网长度、已覆盖城市人口等指标处于行业前列。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事及高级管理人员无重大变化，主要管理制度连续，经营状况稳定，管理运作正常。

（三）经营方面

1 经营概况

2023 年，公司营业总收入以及综合毛利率同比基本保持稳定，天然气销售业务仍为公司收入及利润的主要来源。

2023 年，公司实现营业总收入 224.45 亿元，同比增长 0.11%。从收入构成来看，天然气销售业务仍是公司最主要的收入及利润来源。2023 年，公司天然气销售业务实现收入同比增长 2.02%。公司第二大收入来源为天然气安装业务，2023 年该业务实现收入同比下降 16.57%，主要系房地产行业景气度较低，新增城镇居民用户及工商业用户安装业务减少所致。2023 年，公司其他业务收入同比增长 8.43%，主要系维修及配件业务收入增加所致。毛利率方面，2023 年，公司天然气销售业务、安装业务、其他燃气销售业务毛利率变动幅度分别为 0.90 个百分点、-2.22 个百分点和 3.23 个百分点，均同比变动不大；其他业务毛利率同比增加 5.12 个百分点，主要系毛利率较高的维修及配件业务占比提高所致。综上，2023 年，公司综合毛利率同比提高 0.02 个百分点。

2024 年一季度，公司实现营业总收入 79.15 亿元，同比增长 8.46%，主要系燃气销售价格同比上升所致；实现利润总额 7.08 亿元，同比下降 1.89%。

图表 5 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
天然气销售业务	192.48	85.85	9.67	196.37	87.49	10.57
安装业务	24.62	10.98	52.72	20.54	9.15	50.50

其他燃气销售业务	0.46	0.21	5.61	0.34	0.15	8.84
其他业务	6.64	2.96	27.45	7.20	3.21	32.57
合计	224.20	100.00	14.91	224.45	100.00	14.93

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

2 天然气业务

公司是以销售天然气作为主要业务的运营服务商，跟踪期内，公司天然气业务运营模式未发生变化。

（1）天然气采购

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，中国燃气有集中采购平台储备 LNG 作为补充气源，但公司采购集中度仍较高，对上游供应商具有较大依赖性。2023 年以来公司燃气采购同比略有下降。

气源采购方面，为保障公司气源供应，公司与中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司（以下简称“中石化”）等公司建立了长期的战略合作关系，且公司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（下属子公司）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进行合理预测，最终核定年度采购合同约定的供气量。公司控股股东中国燃气下设中燃宏大能源贸易有限公司（以下简称“中燃宏大”），其主要采购 LNG 现货作为补充气源。2023 年，公司天然气采购量同比增长 6.06%；公司前五大供应商采购量占总采购量的 49.82%，采购集中度较 2022 年有所降低，主要系内蒙古西部天然气销售有限责任公司由签订购气合同变更为签订管输合同导致核算方式变动以及公司燃气采购渠道多元化所致。

采购价格方面，公司天然气采购价格以各地方发改委定价为基础，结合各用气区域的实际情况协商确定采购价格。中燃宏大主要采购 LNG，采购价格受 LNG 公开市场价格影响较大。2023 年，公司天然气采购均价同比略有下降；采购结算方式较上年无变化。

图表 6 • 公司天然气采购情况（单位：亿立方米）

品种	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
采购量	76.28	80.90	21.35

资料来源：公司提供

图表 7 • 公司前五大供应商采购情况（单位：亿立方米、元/立方米、%）

年份	供应商名称	采购量	采购价格	采购量占比
2022 年	中国石油天然气股份有限公司	16.55	2.22	21.70
	内蒙古西部天然气销售有限责任公司	13.27	1.72	17.40
	杭州中石油昆仑中燃能源有限公司	3.43	3.36	4.50
	陕西省天然气股份有限公司	5.89	1.94	7.72
	中国石油化工股份有限公司	3.05	3.10	4.00
	合计	42.19	2.18	55.32
2023 年	中国石油天然气股份有限公司	18.16	2.22	23.33
	内蒙古西部天然气销售有限责任公司	10.30	1.84	13.23
	陕西省天然气股份有限公司	5.11	2.24	6.56
	杭州中石油昆仑中燃能源有限公司	3.16	3.03	4.06
	中国石油化工股份有限公司	2.06	3.29	2.64
	合计	38.78	2.24	49.82

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 公司下属合资企业也从中石油、中石化采购，但上述企业未纳入公司合并范围，上表未统计相关数据

资料来源：公司提供

（2）天然气销售

2023 年，公司管网长度、供气能力和下游用户均有所增长，燃气销量同比扩大。公司对工商业用户具有一定价格传导能力，但居民销售的天然气价格尚不能自主定价，2023 年燃气价差同比扩大。

城市及乡镇燃气管网是燃气供应企业经营的基础。公司修建城市及乡镇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。2023 年，公司拥有的管道燃气经营权项目保持稳定，管网长度及供气能力持续增长，已接驳居民和工商业用户持续增加，带动公司售气量同比增长 6.22%。2024 年一季度，公司天然气销量 21.06 亿立方米，同比下降 4.49%。

图表 8 • 公司天然气业务经营情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
拥有管道燃气经营权项目（个）	117	117	117
管网长度（公里）	78436.30	81423.64	82451.64
供气能力（百万立方米/日）	157.10	170.04	170.60
居民用户（万户）	1661.74	1713.45	1724.56
工商业用户（万户）	17.64	19.50	19.88
销售数量（亿立方米）	75.09	79.76	21.06

资料来源：公司提供

销售价格方面，公司对居民用户燃气价格不能进行自主定价，采用政府主管部门指导定价，可能会导致居民用户燃气价格联动调整滞后，并可能对公司期间盈利产生一定的影响。非居民用户方面，政府对工商业执行用气自动顺价的价格管制政策，使公司更容易转嫁上游天然气价格的波动，且公司对工商业用户的燃气价格有一定的议价能力。2023 年，公司天然气销售均价为 2.62 元/立方米，同比增长 3.15%，同期，公司燃气销售价差同比有所提高。

图表 9 • 公司天然气销售构成情况（单位：万户、亿立方米）

用户	2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	用户数	销量	销量占比	用户数	销量	销量占比	用户数	销量	销量占比
居民	1661.74	23.61	31.44%	1713.45	29.67	37.20%	1724.56	7.38	35.04%
工业	0.84	29.58	39.39%	0.95	30.07	37.70%	0.97	4.74	22.51%
商业	16.8	9.78	13.02%	18.55	9.44	11.84%	18.91	3.93	18.66%
汽车	--	2.20	2.93%	--	2.92	3.66%	--	0.44	2.09%
其他	--	9.92	13.21%	--	7.66	9.60%	--	4.57	21.70%
合计	1679.38	75.09	100.00%	1732.95	79.76	100.00%	1744.44	21.06	100.00%

注：1.其他主要指管输以及汽车加气母站向子站批发业务，公司对该部分气量不收取供气差价，仅收取管输费；2.尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

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。2023 年，公司新增安装业务接驳用户同比下滑导致其收入有所下降。

公司安装业务经营模式为：公司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。跟踪期内，公司安装业务运营模式、安装业务定价模式及结算方式未发生变化。

受房地产行业景气度较低影响，公司新增天然气安装业务接驳居民用户同比下降，导致公司安装业务收入同比下降 16.57%。

4 其他业务

公司其他业务对公司营业总收入及利润提供一定补充。

其他燃气销售业务主要为焦炉气和煤层气等天然气业务之外的燃气业务收入，主要为部分公司历史存在的经营业务。该业务规模较小，对公司营业总收入及利润的贡献也较小。

公司其他业务主要为销售燃气具、波纹管及报警器，燃气综合保险代理和提供维修改造服务以及燃气锅炉及节能设备销售、锅炉燃气改造服务和节能改造服务等，对公司营业总收入及利润提供一定补充。

5 关联交易

公司因业务需要存在一定关联交易；2023 年，公司与关联企业的往来款规模进一步扩大，公司对关联企业的资金拆借金额大，对公司资金形成一定程度占用。

公司购买商品、接受劳务的关联交易主要来自于公司向中燃宏大购买 LNG、中晨宏远建设工程有限公司（以下简称“中晨宏远”）采购工程劳务、中燃物资供应链管理（深圳）有限公司购买工程物资，壹品慧生活科技有限公司购买技术服务，关联方均为中国燃气下属子公司；2023 年关联交易金额同比下降 36.85%至 21.42 亿元（占公司营业成本的 11.22%），主要系中燃宏大的气源价格较高，公司减少向中燃宏大购买 LNG 规模所致。公司销售商品、提供劳务的关联交易包括向深圳乐邦建设工程有限公司代采购燃气表具等工程安装材料；向芜湖湾沚中燃城市燃气发展有限公司、徐州贾汪中燃城市燃气发展有限公司以及控股股东下属其他燃气公司调剂燃气等，2023 年关联交易金额同比增长 18.71%至 9.90 亿元（占营业总收入的 4.41%），主要系与关联企业调剂燃气规模扩大所致。

公司作为中国燃气境内主要的投资平台，承担了中国燃气下属子公司资金统一管理的职能，因此，公司与关联方之间存在着较大规模的资金拆借等关联交易，以便有效利用资金、降低外部融资成本。2023 年，中国燃气进一步梳理了其下属企业之间的资金往来，以中燃投资作为对外融资及内部资金往来的主要平台。2023 年，公司应收关联方款项（详见财务部分分析）同比增长 69.36%，主要系公司与中国燃气下属的中晨宏远及上海中油能源控股有限公司等子公司资金往来款增加所致；应付关联方款项同比增加 52.92 亿元，主要系公司与参股企业中燃燃气实业（深圳）有限公司（以下简称“中燃实业”）往来款增加所致。

图表 10 • 公司关联交易情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
购买商品、接受劳务的关联交易	33.92	21.42
销售商品、提供劳务的关联交易	8.34	9.90
应收关联方款项	138.95	235.33
应付关联方款项	2.99	55.91

资料来源：公司财务报告

6 经营效率

2023 年，公司经营效率同比下降，且仍处于一般水平。

从经营效率来看，2023 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数由上年底的 8.91 次、11.38 次和 0.41 次下降至 8.02 次、9.29 次和 0.36 次，主要系公司其他应收款规模继续扩大，而该部分资产经营效率较低所致。与同行业其他企业相比，公司经营效率表现一般，主要由于同行业企业燃气批发业务规模较大使得周转较快以及公司其他应收款规模较大，该部分资产经营效率较低所致。

图表 11 • 2023 年同行业公司经营效率情况对比（单位：次）

公司名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
中燃投资有限公司	5.67	8.50	0.36
华润燃气控股有限公司	59.15	9.23	0.81
昆仑能源有限公司	--	72.93	1.26
新奥能源控股有限公司	58.71	24.79	1.11

注：1. Wind 与联合资信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：联合资信根据公开资料整理

7 在建工程和未来发展

公司主要在建工程为城市及乡镇燃气管网及配套建设项目，未来投资压力不大。随着公司燃气管网及配套建设工程完工，公司天然气业务规模将进一步扩大。

截至 2024 年 3 月底，公司主要在建工程为南京中燃智慧能源发展有限公司分布式能源站项目、望都中燃城市燃气发展有限公司“气代煤”工程项目和呼和浩特中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设，主要围绕城市燃气管网及配套建设工程，预计总投资 36.92 亿元，已完成投资 30.87 亿元，尚需投资 6.05 亿元，在建工程剩余尚需投资的资金规模较小。公司其余在建工程大多为下属子公司管网、加气站建设工程，金额较小且分散。公司暂无重大拟建项目。

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城市居民供暖、电力、分布式光伏等新能源业务,增强公司的盈利能力。

(四) 财务方面

公司提供了 2023 年度财务报告,大华会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2024 年一季度财务数据未经审计。

2023 年公司注销 1 家子公司,新投资设立 2 家子公司。截至 2023 年底纳入合并范围的二级子公司 69 家。公司合并范围变动不大,且主业未发生变化,财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

(1) 资产

跟踪期内,公司资产规模有所增长,受限资产占比很低,以燃气管网为主的固定资产盈利能力很强,整体资产质量良好,但公司其他应收款规模很大,关联方对公司资金占用明显。

截至 2023 年底,公司合并资产总额 652.28 亿元,较上年底增长 8.99%,主要系流动资产中的其他应收款增幅较大所致。其中,公司流动资产占 53.60%,非流动资产占 46.40%。公司资产结构相对均衡,资产结构较上年底变化不大。

2023 年,根据中国燃气资金统筹安排,公司与关联企业的资金往来增加导致 2023 年底公司货币资金较上年底下降 62.45%,其他应收款(含应收股利)较上年底增长 65.96%。截至 2023 年底,公司货币资金中有 0.85 亿元受限资金,主要为保函保证金。2023 年底公司其他应收款(不含应收股利)主要为应收关联方往来款(占 99.10%),账龄以 1 年以内为主(占 99.38%),按欠款方归集的期末余额前五名合计 134.99 亿元,占其他应收款期末余额的 56.85%,其他应收款集中度很高,关联方占款明显。

图表 12 • 截至 2023 年底按欠款方归集的其他应收款余额前五名的情况(单位:亿元)

单位名称	期末余额	是否为关联方	占比(%)	是否收取利息
中晨宏远建设工程有限公司	48.00	是	20.22	是
中国燃气控股有限公司	38.97	是	16.41	否
上海中油能源控股有限公司	33.50	是	14.11	否
莘县中燃能源发展有限公司	8.74	是	3.68	是
乐亭中燃能源发展有限公司	5.77	是	2.43	是
合计	134.99	--	56.85	--

资料来源:公司提供

公司应收账款主要包括燃气用户的安装费和销售燃气所带来的燃气货款,截至 2023 年底,公司应收账款较上年底下降 3.46%,应收账款账龄以 1 年以内为主,累计计提坏账 1.38 亿元;应收账款前五大欠款方合计金额为 6.17 亿元,占比为 22.56%,集中度较低。公司预付款项主要由工程物资、材料及燃气采购款构成,截至 2023 年底,公司预付款项较上年底下降 18.43%,主要系预付工程、材料款降低所致。公司存货主要由合同履约成本(工程施工)及开发成本构成,截至 2023 年底,存货较上年底增长 25.62%,主要系工程施工规模增加所致。

截至 2023 年底,公司长期股权投资较上年底增长 1.81%,主要由合营的燃气企业构成,其中投资规模较大的企业为中燃实业(48.33 亿元);固定资产合计 167.07 亿元,较上年底增长 8.43%,固定资产主要由房屋及建筑物(占 7.30%)、机械设备(占 12.38%)和其他设备(占 78.74%,以管网资产为主)构成,累计计提折旧 63.36 亿元,固定资产成新率 72.52%,成新率较高;公司在建工程较上年底增长 2.76%,在建工程主要由管网建设工程为主。

图表 13 • 公司资产主要构成

科目	2022 年末		2023 年		2024 年 3 月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	296.87	49.60	349.64	53.60	337.07	52.27

货币资金	55.79	18.79	20.95	5.99	14.84	4.40
应收账款	26.88	9.06	25.95	7.42	25.07	7.44
预付款项	33.19	11.18	27.07	7.74	21.39	6.35
其他应收款	143.44	48.32	238.06	68.09	238.70	70.82
存货	18.21	6.13	22.88	6.54	22.40	6.65
非流动资产	301.62	50.40	302.64	46.40	307.76	47.73
长期股权投资	75.27	24.95	76.63	25.32	78.40	25.47
固定资产	154.09	51.09	167.07	55.21	178.24	57.92
在建工程	45.72	15.16	46.99	15.53	39.20	12.74
资产总额	598.49	100.00	652.28	100.00	644.82	100.00

注：1.流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重；2.上述其他应收款含应收股利
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2023 年底，公司受限资产主要为货币资金 0.85 亿元；此外，因贷款质押原因，部分子公司股权资产受限；以及若干收费权（应收账款）质押给银行而受限，但贷款余额很小。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 644.82 亿元，较上年底下降 1.14%。其中，流动资产占 52.27%，非流动资产占 47.73%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。截至 2024 年 3 月底，公司货币资金 14.84 亿元，较上年底下降 29.16%，主要系公司偿还短期债务所致。

（2）负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定，未分配利润占比较大，所有者权益稳定性较弱。由于公司与关联企业往来款增加，导致公司负债规模增幅较大，但公司有息债务规模基本保持稳定，长短期债务占比较为均衡，债务负担处于合理水平。

截至 2023 年底，公司所有者权益 284.87 亿元，较上年底下降 2.49%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 89.47%，少数股东权益占比为 10.53%；少数股东权益较上年底下降 27.31%，主要系公司收购呼和浩特中燃城市燃气发展有限公司少数股东权益所致。所有者权益中未分配利润占比较大（2023 年底占 79.27%），权益结构稳定性较弱。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 290.54 亿元，较上年底增加 1.99%。

经营性负债方面，截至 2023 年底，公司应付账款较上年底下降 4.37%，应付账款主要由燃气采购款和材料、工程采购款构成；公司其他应付款主要由关联方往来款构成，2023 年底公司其他应付款较上年底增长 5.12 倍，主要系公司与参股企业中燃实业的往来款增加所致；公司预收款项（合同负债）主要是预收的接驳费、燃气费构成，合同负债较上年底增长 5.27%。

有息债务方面，截至 2023 年底，公司短期借款较上年底下降 44.06%，主要系公司为调整债务结构，减少超短期融资券发行所致。截至 2023 年底，公司全部债务 183.62 亿元，较上年底增长 0.53%。债务结构方面，短期债务占 50.20%，长期债务占 49.80%，结构相对均衡。其中，短期债务 92.18 亿元，较上年底下降 5.92%；长期债务 91.44 亿元，较上年底增长 7.99%。从债务指标来看，截至 2023 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 56.33%、39.19%和 24.30%，较上年底分别提高 5.14 个百分点、0.72 个百分点和 1.83 个百分点。公司债务负担适中。

图表 14 • 公司负债主要构成

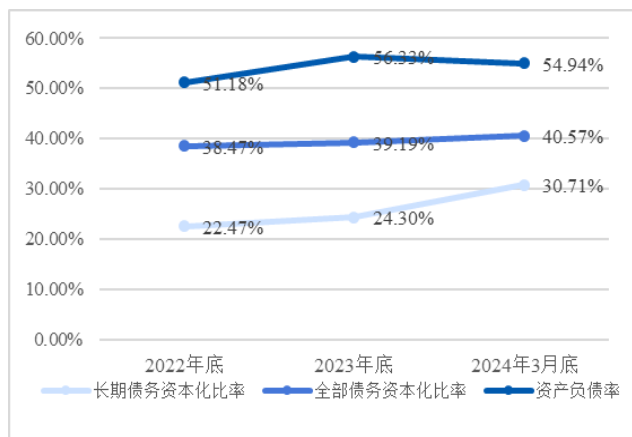
科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	219.31	71.59	272.47	74.16	222.48	62.80
短期借款	66.18	30.18	37.02	13.59	20.96	9.42
应付账款	62.43	28.47	59.70	21.91	61.75	27.75
其他应付款	11.64	5.31	71.26	26.16	50.66	22.77
一年内到期的非流动负债	31.47	14.35	54.11	19.86	47.85	21.51
合同负债	40.49	18.46	42.62	15.64	36.02	16.19
非流动负债	87.03	28.41	94.94	25.84	131.79	37.20
长期借款	63.57	73.05	70.50	74.26	83.08	63.04

应付债券	14.03	16.12	15.00	15.80	25.00	18.97
长期应付款	7.05	8.10	6.62	6.97	21.67	16.44
负债总额	306.34	100.00	367.41	100.00	354.28	100.00

注：1.流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重；2.公司其他应付款包括应付股利、应付利息；3.长期应付款中含专项应付款
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

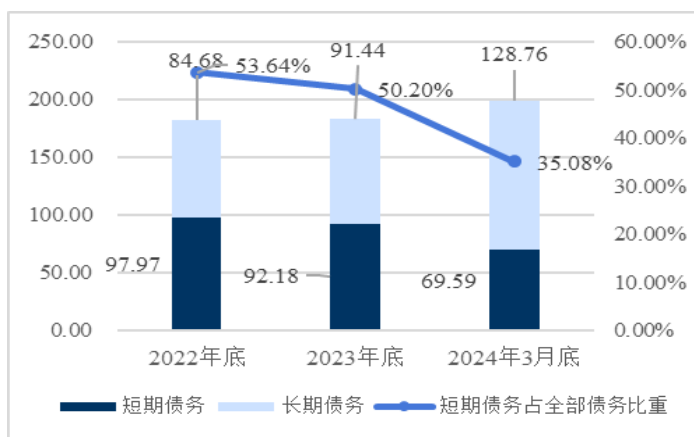
截至 2024 年 3 月底，公司负债总额 354.28 亿元，较上年底下降 3.57%；公司全部债务 198.35 亿元，较上年底增长 8.02%，主要系公司长期债务规模继续扩大所致；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.94%、40.57%和 30.71%，较上年底分别下降 1.38 个百分点、提高 1.38 个百分点和提高 6.41 个百分点。

图表 15 • 近年来公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 16 • 近年来公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

(3) 盈利

2023 年，公司营业总收入、营业成本及营业利润率均同比变化不大，但期间费用的增加以及投资收益的减少导致公司利润总额同比下降。

2023 年，公司营业总收入、营业成本及营业利润率均同比变化不大；公司期间费用以销售费用和管理费用为主，2023 年公司销售费用同比下降 2.71%；管理费用同比增长 16.95%，主要系职工薪酬增加所致。公司作为中国燃气的资金管理平台，为平衡内部资金需求及税务筹划，公司减少对关联企业的利息收取，2023 年公司利息收入同比下降 30.62%，进而导致财务费用由上年同期的-0.59 亿元增至 1.96 亿元。2023 年，公司期间费用率同比提高 1.51 个百分点至 6.97%。

非经常性损益方面，投资收益对公司营业利润影响较大，投资收益主要为对中燃实业产生的收益构成，可持续性较强，但 2023 年重要参股企业因部分地区气价倒挂导致其经营效益不佳，公司投资收益同比大幅下降 5.58 亿元。其他收益主要为政府补助，占营业利润的比重较小。

2024 年一季度，公司实现营业总收入 79.15 亿元，同比增长 8.46%；实现利润总额 7.08 亿元，同比下降 1.89%。

图表 17 公司盈利能力变化情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年一季度
营业总收入（亿元）	224.20	224.45	79.15
营业成本（亿元）	190.76	190.94	71.07
费用总额（亿元）	12.23	15.63	3.36
投资收益（亿元）	5.90	0.32	1.77
利润总额（亿元）	27.74	18.18	7.08
营业利润率（%）	14.60	14.66	9.98
总资本收益率（%）	5.83	4.27	--
净资产收益率（%）	7.92	5.14	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2023 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别同比下降 1.56 个百分点、2.78 个百分点。与同行业企业相比，公司各盈利能力指标表现一般。

图表 18 • 2023 年同行业公司盈利能力指标

企业	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
中燃投资有限公司	14.93	3.61	5.14
华润燃气控股有限公司	18.22	7.58	13.04
昆仑能源有限公司	--	8.98	9.21
新奥能源控股有限公司	12.59	10.32	16.69

注：Wind 与联合资信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

（4）现金流

2023 年，公司经营活动现金流量净额规模较大且较为稳定，整体收入实现质量高，经营活动现金流量净额能完全覆盖投资活动现金流量净额。

从经营活动来看，2023 年，公司经营活动现金流入及流出规模仍较大，经营活动现金净流入同比下降 4.60%，现金收入比同比提高 2.38 个百分点至 111.04%，公司收入实现质量高。从投资活动来看，2023 年，公司投资活动现金流入金额较小；投资活动现金流出金额同比变动不大。经营活动现金流量净额能完全覆盖投资活动现金流量净额。2023 年，筹资活动现金净流出规模 57.75 亿元，主要系公司向关联方的资金拆借金额较大所致，公司筹资活动主要满足存量债务接续以及中国燃气及其下属子公司的资金周转。

2024 年一季度，公司经营活动现金净流入 6.20 亿元，投资活动净流出 3.12 亿元，筹资活动现金净流出 9.18 亿元。

图表 19 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	267.48	269.67	80.68
经营活动现金流出小计	225.70	229.82	74.49
经营现金流量净额	41.77	39.85	6.20
投资活动现金流入小计	2.43	5.12	0.82
投资活动现金流出小计	22.55	21.60	3.94
投资活动现金流量净额	-20.12	-16.48	-3.12
筹资活动前现金流量净额	21.65	23.37	3.08
筹资活动现金流入小计	196.05	304.28	102.45
筹资活动现金流出小计	197.50	362.03	111.62
筹资活动现金流量净额	-1.44	-57.75	-9.18
现金收入比（%）	108.67	111.04	99.92

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 偿债指标变化

2023 年，公司偿债能力指标表现有所减弱，但公司有息债务负担适中，整体偿债指标表现仍非常强。公司业务良好的可持续性以及再融资能力可提升其中长期偿债保障。

截至 2023 年底，由于公司货币资金规模较上年底有所下降，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比表现减弱；同时，2023 年，公司经营现金净流入同比下降，经营现金对流动负债、全部债务及利息支出的保障减弱。2023 年，公司利润总额同比下降导致 EBITDA 同比下降 20.65%，公司 EBITDA 对全部债务及利息支出的覆盖程度减弱。整体看，公司偿债能力指标表现有所减弱，但公司有息债务负担适中，整体偿债指标表现仍非常强。公司业务良好的可持续性以及再融资能力可提升其中长期偿债保障。

2024 年 3 月底，公司短期债务较 2023 年底大幅下降 22.59%，流动比率和速动比率较 2023 年底表现增强。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年一季度
短期偿债指标	流动比率 (%)	135.37	128.32	151.50
	速动比率 (%)	127.06	119.93	141.43
	经营现金/流动负债 (%)	19.05	14.63	--
	经营现金/短期债务 (倍)	0.43	0.43	--
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.60	0.25	0.24
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	40.25	31.94	--
	全部债务/EBITDA (倍)	4.54	5.75	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.23	0.22	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	7.63	5.08	--
	经营现金/利息支出 (倍)	7.92	6.34	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2023 年底，公司为关联公司（包括公司并表范围内的控股公司）融资提供保证担保，担保贷款余额 22.99 亿元，占公司净资产的 8.07%，占比较小。

截至 2024 年 3 月底，公司及其下属子公司作为被告尚存在涉案金额超过 500 万元以上的未决诉讼 2 起，合计涉案金额为 1.80 亿元，金额较小。

截至 2024 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信额度 451.08 亿元，上年同期末是 661.37 亿元，授信总额较上年同期末下降的原因是前期国家开发银行予以公司的相关政策性授信已到期终止所致，尚未使用授信额度 260.59 亿元，公司间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司本部承担了主要的融资职能，资产规模大，其他应收款占比很高；因公司本部不直接开展经营活动，收入规模很小，利润来源主要为投资收益。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 445.14 亿元，较上年底增长 12.49%，主要由其他应收款和长期股权投资构成；公司本部所有者权益为 190.81 亿元，较上年底增长 11.60%，主要由实收资本和未分配利润构成。截至 2023 年底，公司本部负债总额 254.33 亿元，较上年底增长 13.17%，主要系其他应付款大幅增长所致。其中，流动负债 180.57 亿元（占 71.00%），非流动负债 73.76 亿元（占 29.00%）；公司本部资产负债率为 57.14%。截至 2023 年底，公司本部全部债务 154.87 亿元，其中，短期债务占 52.37%、长期债务占 47.63%。截至 2023 年底，公司本部全部债务资本化比率 44.80%。2023 年，公司本部营业总收入为 0.01 亿元，利润总额为 19.46 亿元。同期，公司本部投资收益为 20.96 亿元。现金流方面，2023 年，公司本部经营活动现金流净额为-0.17 亿元，投资活动现金流净额 47.13 亿元，筹资活动现金流净额-78.99 亿元。

（五）ESG 方面

公司主营城市燃气业务，属于环境友好型企业。同时，公司在社会责任、公司治理方面表现好，但公司与关联企业的资金往来规模大，存在一定的关联交易风险。

环保方面，天然气作为一种清洁、高效且能有效减少全球温室气体排放的重要资源，是我国经济发展过程中依赖的主要清洁能源之一，公司主营城市燃气业务，属于环境友好型企业。

社会责任方面，截至 2024 年 3 月底，公司员工合计 14139 人；2023 年，公司支付各项税费 7.46 亿元，公司在解决人员就业及税费方面贡献较大；同时，2023 年以来，公司无重大安全事故发生。

公司治理方面，公司法人治理结构符合法规要求，2023 年以来，公司无重大舆情及监管处罚，但公司与关联企业的资金往来规模大，存在一定的关联交易风险。

七、债券偿还能力分析

公司存续债到期日较为分散，公司现金类资产、经营活动现金流和 EBITDA 对本报告所跟踪债券余额的保障能力非常强。

截至 2024 年 6 月 20 日，公司存续债券余额共 42.03 亿元，若考虑债券回售，2024 年到期 12.03 亿元，2025 年到期 10 亿元，2026 年到期 5 亿元，2027 年到期 15 亿元，债券到期较为分散。本报告所跟踪债券为“19 燃投 01”，债券余额 4.03 亿元；公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本报告所跟踪债券的保障能力很强

图表 21 • 本报告所跟踪债券偿还能力指标

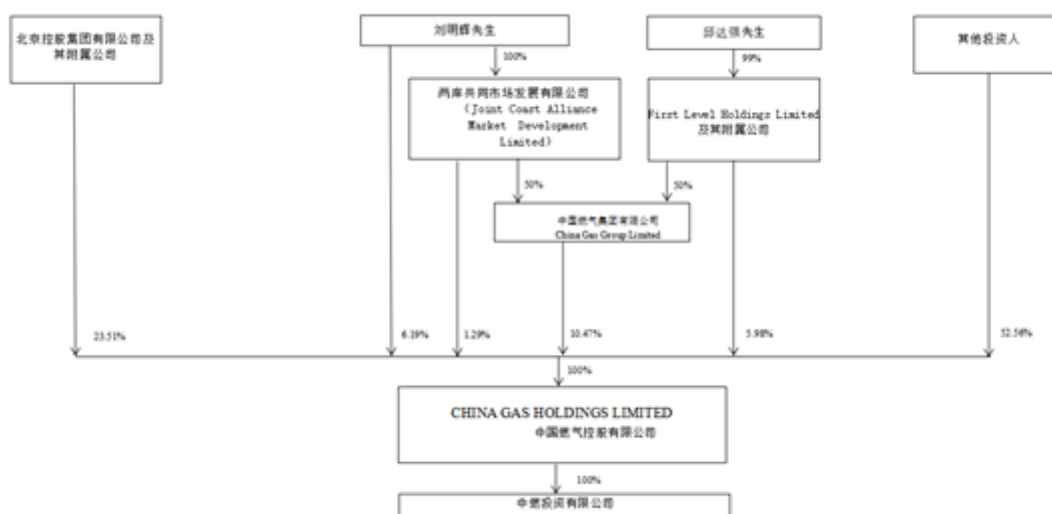
项目	2023 年
本报告所跟踪债券余额	4.03
经营现金流入/本报告所跟踪债券余额（倍）	66.92
本报告所跟踪债券余额/EBITDA（倍）	0.13

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

八、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项保障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，维持“19 燃投 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册地	注册资本	业务	持股比例
杭州中燃城市燃气发展有限公司	浙江省杭州市	10000 万元	天然气输配、销售	100%
淮南中燃城市燃气发展有限公司	安徽省淮南市	7200 万元	燃气的生产和供应	100%
南京中燃城市燃气发展有限公司	江苏省南京市	20000 万元	天然气输配、销售	100%
芜湖中燃城市燃气发展有限公司	安徽省芜湖市	10000 万元	燃气的生产和供应	90%
包头市燃气有限公司	内蒙古包头市	18380 万元	燃气的生产和供应	80%
呼和浩特中燃城市燃气发展有限公司	内蒙古自治区呼和浩特市	77402.72 万元	燃气的生产和供应	83.41%
宜昌中燃城市燃气发展有限公司	湖北省宜昌市	7000 万元	燃气的生产和供应	49%

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	58.97	22.93	16.74
应收账款（亿元）	26.88	25.95	25.07
其他应收款（亿元）	143.44	238.06	238.70
存货（亿元）	18.21	22.88	22.40
长期股权投资（亿元）	75.27	76.63	78.40
固定资产（亿元）	154.09	167.07	178.24
在建工程（亿元）	45.72	46.99	39.20
资产总额（亿元）	598.49	652.28	644.82
实收资本（亿元）	18.11	18.11	18.11
少数股东权益（亿元）	41.26	29.99	30.17
所有者权益（亿元）	292.15	284.87	290.54
短期债务（亿元）	97.97	92.18	69.59
长期债务（亿元）	84.68	91.44	128.76
全部债务（亿元）	182.65	183.62	198.35
营业总收入（亿元）	224.20	224.45	79.15
营业成本（亿元）	190.76	190.94	71.07
其他收益（亿元）	0.89	0.76	0.58
利润总额（亿元）	27.74	18.18	7.08
EBITDA（亿元）	40.25	31.94	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	243.63	249.24	79.09
经营活动现金流入小计（亿元）	267.48	269.67	80.68
经营活动现金流量净额（亿元）	41.77	39.85	6.20
投资活动现金流量净额（亿元）	-20.12	-16.48	-3.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.44	-57.75	-9.18
财务指标			
销售债权周转次数（次）	8.91	8.02	--
存货周转次数（次）	11.38	9.29	--
总资产周转次数（次）	0.41	0.36	--
现金收入比（%）	108.67	111.04	99.92
营业利润率（%）	14.60	14.66	9.98
总资本收益率（%）	5.83	4.27	--
净资产收益率（%）	7.92	5.14	--
长期债务资本化比率（%）	22.47	24.30	30.71
全部债务资本化比率（%）	38.47	39.19	40.57
资产负债率（%）	51.18	56.33	54.94
流动比率（%）	135.37	128.32	151.50
速动比率（%）	127.06	119.93	141.43
经营现金流动负债比（%）	19.05	14.63	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.25	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	7.63	5.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.54	5.75	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 公司合并口径下其他应付款及长期应付款中有息部分分别调整至短期债务与长期债务；3. 尾差系四舍五入所致；4. "--"表示不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	45.00	11.35	7.63
应收账款（亿元）	0.71	0.67	0.66
其他应收款（亿元）	222.36	281.12	300.38
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	111.29	127.05	127.85
固定资产（亿元）	0.43	0.42	0.41
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	395.70	445.14	437.80
实收资本（亿元）	18.11	18.11	18.11
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	170.97	190.81	191.97
短期债务（亿元）	90.60	81.11	55.69
长期债务（亿元）	65.84	73.76	96.95
全部债务（亿元）	156.43	154.87	152.65
营业总收入（亿元）	0.01	0.01	0.00
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	14.70	19.46	1.17
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	1.33	0.71	0.11
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.03	-0.17	0.00
投资活动现金流量净额（亿元）	-9.70	47.13	4.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	34.69	-78.99	-7.40
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.01	0.01	--
存货周转次数（次）	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	50.04	-86.64	-89.77
总资本收益率（%）	5.82	7.13	--
净资产收益率（%）	8.53	10.40	--
长期债务资本化比率（%）	27.80	27.88	33.56
全部债务资本化比率（%）	47.78	44.80	44.29
资产负债率（%）	56.79	57.14	56.15
流动比率（%）	178.42	175.48	207.38
速动比率（%）	178.42	175.48	207.38
经营现金流动负债比（%）	-0.02	-0.09	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.14	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：公司本部 2024 年一季度财务数据未经审计；2. “--”表示不适用；“/”表示无数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+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/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: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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