

# 信用等级公告

联合〔2019〕1912号

---

中燃投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中燃投资有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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”**

**中燃投资有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二〇一九年九月二十四日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 中燃投资有限公司 2019 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 25 亿元（含 25 亿元）

债券期限：本期债券共设两个品种：品种一为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期，附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息，到期还本

评级时间：2019 年 9 月 24 日

### 主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	303.23	322.66	392.49	413.34
所有者权益（亿元）	142.36	169.69	196.76	211.28
长期债务（亿元）	46.13	49.86	55.20	54.67
全部债务（亿元）	102.51	84.10	95.72	103.68
营业收入（亿元）	119.33	138.87	153.57	60.15
净利润（亿元）	21.62	28.58	29.86	11.16
EBITDA（亿元）	36.47	44.75	46.86	--
经营性净现金流（亿元）	30.89	36.03	53.74	6.92
营业利润率（%）	32.43	31.46	30.43	27.51
净资产收益率（%）	16.33	18.32	16.29	--
资产负债率（%）	53.05	47.41	49.87	48.89
全部债务资本化比率（%）	41.86	33.14	32.73	32.92
流动比率（倍）	1.31	1.50	1.48	1.55
EBITDA 全部债务比（倍）	0.36	0.53	0.49	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.33	12.41	10.77	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.46	1.79	1.87	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数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。3. 公司 2019 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

### 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、盈利能力和行业竞争力等方面具备较强优势；近三年，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逐年增长，使得公司天然气销售量逐年增长，利润规模逐年扩大，经营获现能力强。同时，联合评级也关注到公司目前天然气采购集中度较高、天然气采购和销售价格由政府相关价格管理部门监审、公司关联方往来款规模较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

由于天然气为特许经营，具有一定区域垄断性和排他性，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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

### 优势

1. 国家鼓励天然气发展的政策不断出台，燃气行业是和人民生活息息相关的基础产业，公司所处行业发展前景良好

2. 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，具备较强规模优势和市场地位。

3. 近年来，公司供气特许经营权项目数量、管网长度和供气能力逐年增长，公司天然气销售数量逐年增多，整体盈利能力强；公司经营活动现金流持续净流入，收入实现质量良好，经营获现能力强。

4. 城市燃气外商投资限制的取消，为公司进一步加大市场开发力度以及扩展大中型城市

燃气项目创造了条件。

#### 关注

1. 目前，公司天然气供应主要来自大型国有石油供应商，集中度高，对上游气源依赖度高。未来随着管网体系的建设完善，将有利于推进上下游购销气自由对接、多渠道保障天然气稳定供应。

2. 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，盈利空间易受政策影响。

3. 公司其他应收款中关联方占款规模较大，对公司资金形成一定占用；公司有息债务到期期限相对较为集中。

#### 分析师

余瑞娟

电话：010-85172818

邮箱：yurj@unitedratings.com.cn

王彦

电话：010-85172818

邮箱：wangyan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次（期）信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



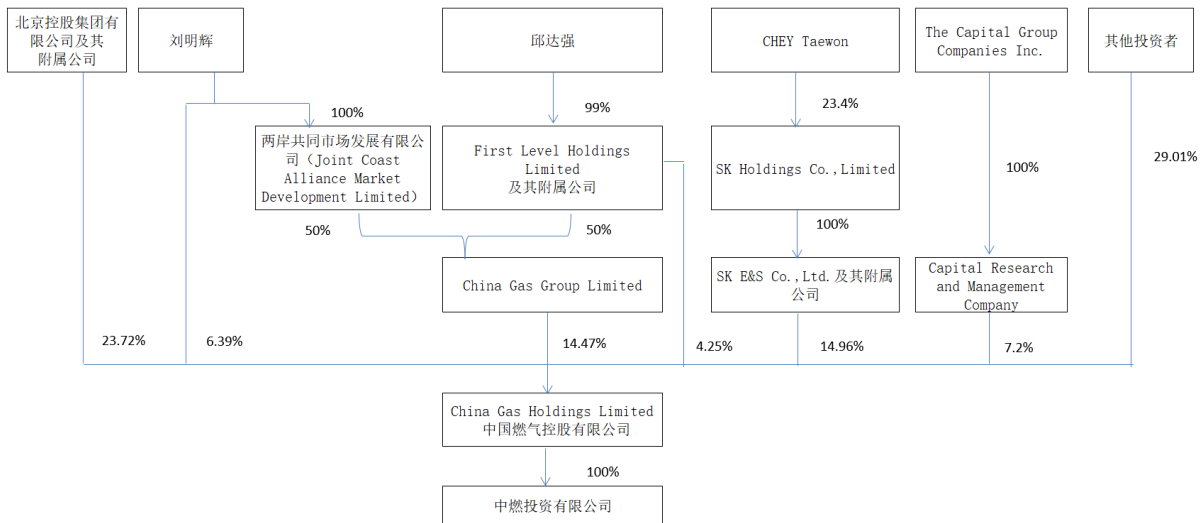
联合信用评级有限公司



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2019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2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：（一）在城市燃气管网建设、石化、天然气等领域依法进行投资；（二）受其所投资企业的书面委托（经董事会一致通过），向其所投资企业提供以下服务：1、协助或代理其所投资的企业从国内外采购该企业自用的机器设备、办公设备和生产所需的原材料、元器件、零部件和在国内外销售其所投资企业生产的产品，并提供售后服务；2、在外汇管理部门的同意和监督下，在其所投资企业之间平衡外汇；3、为其所投资企业提供产品生产、销售和市场开发过程中的技术支持、员工培训、企业内部人事管理等服务；4、协助所投资企业寻求贷款及提供担保。（三）在中国境内设立科研开发中心或部门，从事新产品及高新技术的研究开发，转让其研究开发成果，并提供相应的技术服务。（四）为其投资者提供咨询服务，为其关联公司提供与其投资有关的市场信息、投资政策等咨询服务。（五）承接其母公司和关联公司的财务和人事等服务外包业务。（六）天然气、液化天然气、液化石油气、甲醇、二甲醚等燃气物资的进出口及国内批发、零售业务；经营压缩天然气、液化天然气、液化天然气及压缩天然气系统的加气站业务。（涉及安全和其他部门前置审批的，应取得批准及办理工商变更后方可开展业务）。

截至2019年3月底，公司下设资金部、财务部、投资发展部、天然气开发部、工程技术部、物资采购部、安全监察部、运营客服管理部、企划信息部、人资文化部、法务风控部、行政管理部和审计监察部共13个职能部门（见附件1）。截至2019年3月底，公司在职工合计16,142人。

截至2018年底，公司合并资产总额392.49亿元，负债合计195.73亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计196.76亿元，其中归属于母公司所有者权益合计157.57亿元。2018年，公司实现营业收入153.57亿元，净利润（含少数股东损益）29.86亿元，其中归属于母公司所有者净利润合

计 24.29 亿元；经营活动产生的现金流量净额 53.74 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.52 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 413.34 亿元，负债合计 202.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 211.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 166.62 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 60.15 亿元，净利润（含少数股东损益）11.16 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 9.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.92 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.04 亿元。

公司注册地址：深圳市福田区滨河大道 5022 号联合广场 B 座 1301 室；法定代表人：刘明辉。

## 二、本次（期）债券及债券募集资金用途

### 1. 本次（期）债券概况

本期债券名称为“中燃投资有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”。本期债券发行金额为不超过人民币 25 亿元（含 25 亿元）。本期债券共设两个品种：品种一为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期，附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。两个品种之间可以双向回拨，回拨比例不受限制，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨权。本期债券为固定利率，票面利率将根据网下簿记建档结果确定，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后确定。

本期债券无担保。

### 2. 本次（期）债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司及子公司借款、偿还股东借款（母公司发行熊猫债给予公司的部分）。

## 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

目前天然气与石油、煤炭共同构成一次能源的三大支柱，由于天然气在燃烧过程中产生的能影响人类呼吸系统健康的物质极少，产生的二氧化碳仅为煤的 40% 左右，产生的二氧化硫也很少，燃烧后无废渣、废水产生，相较于煤炭、石油等能源具有使用安全、热值高、洁净等优势，因此近年来天然气成为全球各国大力开发的新能源之一。

#### （1）长输管线

我国天然气资源地域分布不均衡，主要集中在我国西部地区的塔里木盆地、柴达木盆地、陕甘宁和四川盆地等中西部地区，共蕴藏 26 万亿立方米的天然气资源和石油资源，约占全国陆上天然气资源的 87% 左右。随着我国天然气地域的不均衡性和用气区域、规模的不断扩大，为实现天然气资源与市场的衔接，我国积极推进东北、西北、西南、海上四大天然气进口通道建设。

我国天然气管道形成了以陕京一线、陕京二线、陕京三线、西气东输一线、西气东输二线、西气东输三线、川气东送等为主干线，以冀宁线、淮武线、兰银线、中贵线等为联络线的国家基管网，干线管网总输气能力超过 2,000 亿立方米/年，初步形成横跨东西、纵贯南北、联通海外的全国

性天然气管网。同时，川渝、华北、长江三角洲、东北等地区已经形成相对完善的区域天然气管网，在国外天然气进口上，构筑了中亚天然气管道、中缅天然气管道、海上进口 LNG 以及已经建设的中俄东线天然气管道组成的四大天然气进口通道。截至 2018 年底，中国天然气长输管道在建项目和已完工项目使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，计划 2019 年 10 月投运，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 年底建成。

目前，我国天然气管道已形成纵贯全国和联通海外的供气网络，并形成“西气东输、缅气北上、海气登陆、就近外供”的供气格局，初步实现天然气在全国范围统一调度、合理配置。

### （2）城市燃气

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）等。天然气来源于气田，其中管输天然气供应系统由天然气的开采与生产（上游）、长输管线（中游）和城市输配气系统（下游）组成。

随着城市化进程的逐渐推进，城市燃气的用气人口逐渐增长；但从区域来看，我国城市燃气普及率整体较高，但区域发展不平衡。整体看，东部及南部沿海省市燃气普及率高于全国平均，而大多数中西部省市、东北地区由于设施建设不完备、气源不足等问题，导致普及率偏低。

### （3）LNG 业务

近年来，LNG（液化天然气）工业也逐步发展。2018 年全球天然气贸易量约为 1.21 万亿立方米，比上年增长 7.1%，较上年增速加快。其中，管道气贸易量为 7,710 亿立方米，比上年增长 4.1%；LNG 贸易量为 3.24 亿吨，比上年增加 10%。LNG 进口增量主要来自亚洲和欧洲，出口增量主要来自美国和澳大利亚。中国天然气消费继续保持强劲增长，2018 年天然气进口量持续高速增长，继 2017 年 LNG 进口量超越韩国成为全球第二大 LNG 进口国之后，2018 年又超过日本成为全球第一大天然气进口国，全年天然气进口量为 1,254 亿立方米，比上年增长 31.7%，高于 2017 年的 24.7%，对外依存度已超过 45%。

我国 LNG 工厂投产势头继续扩张，但由于资源勘探落后，未能有效利用，以及政策不配套，造成用气结构不合理，在一定程度上制约了我国天然气工业的健康发展。目前以交通运输为代表的 LNG 下游市场开拓亦并不理想；一是国家只注重电动汽车补贴，对 LNG 车船补贴有限，高价格和高故障率影响使用；二是加气网络不完善，省际之间公路 LNG 加气站太少，建站征地难，手续多。

总体看，随着我国能源结构的持续优化，天然气产业仍具有较大的发展空间；我国已基本形成资源多元、调度灵活、供应稳定的全国性管网和天然气供应，城市燃气发展较快；LNG 发展迅速。

## 2. 行业上下游

天然气行业分为上游生产、中游输送及下游分销三个环节。上游生产主要包括天然气开采、净化，以及进一步进行压缩或液化加工。由于天然气属于重要的资源，目前我国天然气生产由中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团公司（以下简称“中石化”）和中国海洋石油集团公司（以下简称“中海油”）等大型天然气勘探企业垄断，行业壁垒非常高；中游输送主要为天然气储运、输配，包括天然气的干线、中长线管道输送、储存与调峰，以及液化天然气的运输、接收、储存和气化，体现出一定的垄断性和区域专属性，对地方政府和资源存在一定的依赖性，主要为中石油、中石化、中海油和地方燃气公司控制。下游分销主要由各城市燃气公司运

营，市场化程度相对高。

#### (1) 天然气供给

我国天然气上游气源包括国产气和进口气，以 2018 年数据为例，国产气占总供给比重为 57.1%，进口气占比 42.9%。国产气方面，我国天然气气田主要分布在中西部，探明的储量集中在 10 个大型盆地，分别为渤海湾、四川、松辽、准噶尔、莺歌海-琼东南、柴达木、吐哈、塔里木、渤海、鄂尔多斯。其中以新疆的塔里木盆地和四川盆地资源最为丰富，资源占比超过 40%。根据国家统计局的数据，2018 年我国天然气产量共实现 1,610 亿方，其中陕西省、四川省、新疆地区产量分别为 445 亿方、409 亿方、321 亿方，分别占比 27.6%、25.4%、20.0%。

进口气方面，主要可以分为进口管道气和进口 LNG 两类，管道气包括中亚和缅甸天然气，两者分别从新疆、云南登陆我国境内；LNG 则是通过沿海的 LNG 接收站进入境内，登陆地点主要分布在东部地区。2018 年，天然气进口量持续增加，全年天然气进口量达到 1,266 亿立方米，同比增长 31.9%，对外依存度上升为 45.3%，其中 LNG 进口量占比 59%，较上年提高 4 个百分点，管道气占比 41%。

#### (2) 天然气需求

天然气市场方面，2018 年，天然气消费保持强劲增长，国内天然气产量稳步增加，进口天然气量显著增长，中国首次超过日本成为全球第一大天然气进口国，市场总体供需偏紧。国家天然气价格市场化步伐提速，实施居民和非居民天然气门站价格并轨，中间管输环节的价格监管进一步加强，上海石油天然气交易中心开展 LNG 接收站窗口期交易，重庆石油天然气交易中心开展国际 LNG 交易。天然气消费方面，受近年来居民、采暖和工业煤改气工程推进明显加快和国家战略储气库的逐步建设影响，2018 年全国天然气消费量保持高速增长，全年天然气消费量约为 2,766 亿立方米左右，同比增长 16.60%，消费需求继续高速增长，2018 年第一季度和第四季度因城市燃气需求大增，增量创下十年新高。同时，由于工业、发电和化工等非居民用气增加，以及上年底煤改气工程完工通气，二季度天然气消费量约为 618 亿立方米，同比增加 115 亿立方米，三季度天然气消费量为 629 亿立方米，增加 94 亿立方米，2018 年全年天然气资源仍呈现偏紧状态。

总体看，随着我国能源结构的持续优化和天然气管网建设进一步完善，天然气产业仍具有较大的发展空间，但由于需求增速相对较快，供需矛盾将进一步加剧。

### 3. 天然气价格

天然气价格因采用了立足于石油产品价格的定价公式，因此即便在取消天然气市场管制后，其价格在很大程度上仍受到原油价格的影响；在“照付不议”条款存在于长期合同中的情况下，天然气价格与相关能源价格指数之间具有较为密切的联系。一般来说，天然气的月度价格维持在以家用取暖油价格为上限和以重质燃料油价格为下限的范围之内；我国 LNG 进口价格则与 Brent 原油价格存在滞后 3—4 个月的正向相关性。

天然气价格分为井口价、门站价格和销售价格。价格实行政府指导价，供需双方可以国家规定的基准价为基础，在规定的浮动幅度内协商确定具体结算价格；销售价格由省、市级价格行政主管部门制定。

2017 年 9 月，上海石油天然气交易中心与中石油天然气销售分公司合作开展管道天然气竞价交易试点，为我国加快实现天然气市场化定价作出了积极探索和实践。

#### (1) 门站价格

为理顺天然气与可替代能源比价关系，最终实现天然气价格完全市场化，2013 年 6 月，国家发



改委发布了《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》（以下简称《通知》）。《通知》确认了我国天然气价格调整、天然气价格管理两方面内容。

价格调整方面，按存量气（2012年实际使用气量）和增量气（2013年超出2012年实际使用气量的部分）进行区分调整。其中，增量气价格一步调整到与燃料油、液化石油气（权重分别为60%和40%）等可替代能源保持合理比价的水平；存量气价格分步调整。

价格管理方面，由出厂环节管理调整为门站环节管理。门站价格为国产陆上或进口管道天然气的供应商与下游购买方（包括省内天然气管道经营企业、城镇管道天然气经营企业、直供用户等）在天然气所有权交接点的价格；目前，门站价格由天然气出厂（或首站）实际结算价格（含13%增值税）和管道运输价格组成。门站价格为政府指导价，实行最高上限价格管理，供需双方可在国家规定的最高上限价格范围内协商确定具体价格。

#### （2）销售价格

根据《中华人民共和国价格法》的有关规定，我国目前的城市燃气销售价格由省级价格行政主管部门制定。在销售定价方式上，居民用户基本为固定价格，主要以当地政府核准价为准，若需上调，目前尚需经过听证会程序；对工商业用户的销售价格最高价由当地政府确定，但燃气企业通常有一定比例的浮动权利，可由企业根据市场情况灵活掌握。根据国家对公用事业企业的价格管理政策，管道燃气价格实行全成本定价和联动机制，即管道燃气价格由进货成本、经营管理费用、税金、利润四部分组成。物价部门按一定的利润率核定公司合理利润，同时及时根据燃气进货成本调整管道燃气价格。2017年6月，国家发改委印发《关于加强配气价格监管的指导意见》指出，配气价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定，准许成本的归集应当遵循合法性、相关性和合理性原则，凡与配气业务无关的成本均应予以剔除；配气业务和其他业务的共用成本，应当按照固定资产原值、收入、人员等进行合理分摊；鼓励各地建立激励机制，科学确定标杆成本，低于标杆成本的，可由燃气企业与用户利益共享，激励企业提高经营效率、降低配气成本。准许收益率为税后全投资收益率，按不超过7%确定。

总体看，我国天然气市场化定价机制将不断完善，未来随着天然气价格改革的持续推进，城市门站的价格形成机制及价格的变化会使下游分销商面临采购成本上涨的风险。

#### 4. 市场竞争

我国城市管道燃气实行管道燃气特许经营，即由当地政府建设行政主管部门以一定方式选择符合条件的管道燃气经营企业，与其签订《特许经营协议》，企业按照协议约定规范经营。因此，城市管道燃气运营在特许经营地域内具有垄断性。我国城市燃气行业中的企业主要有三种类型：地方政府控制下的国有燃气公司、全国布局的民营燃气公司和三大石油公司下设的燃气公司。

近年来，我国城市燃气公司市场集中程度不断提高，城市燃气行业市场格局基本成形。城市燃气行业从最初的“跑马圈地”到“群雄逐鹿”，再发展到目前国有燃气企业、外资（港资）燃气企业和民营燃气企业“三足鼎立”的局面，市场竞争格局基本形成。各城市为引入天然气，吸引有实力的企业进行城市燃气基础设施建设，通过引资改制、并购重组、授予城市燃气专营权等市场化的方式，快速推进城市气化。目前，全国共有800多家燃气经营企业，已形成跨区经营的燃气公司以昆仑燃气、中华煤气、中国燃气、新奥燃气、华润燃气五家为主。在全国337个地级区划以上区域中（含北京、天津、重庆、上海四个直辖市），仅有西藏、云南、青海所辖12个经济欠发达地级区划没有燃气企业经营。五大跨区燃气企业进入地级区划239个，占比71%。在全国31个省会城市和直辖市中，有16个以地方燃气企业为主，有13个以五大跨区燃气企业经营为主，有2个以其他跨

区燃气企业经营为主。

国家能源局发布《油气管网设施公平开放监管办法（试行）》（以下简称《办法》），鼓励和引导民间资本进入石油天然气领域，提高管网设施利用效率，保障油气安全稳定供应，规范油气管网设施开放相关市场行为，在目前油气行业纵向一体化的体制下，解决上、下游多元化市场主体的开放需求问题。《办法》规定，油气管网设施开放的范围为油气管道干线和支线（含省内承担运输功能的油气管网），以及与管道配套的相关设施；在有剩余能力的情况下，油气管网设施运营企业应向第三方市场主体平等开放管网设施，按签订合同的先后次序向新增用户公平、无歧视地提供输送、储存、气化、液化和压缩等服务。《办法》在一定程度上削弱天然气中游输配的垄断性，市场将更为开放，竞争将更为激烈。

总体看，我国城市燃气业务具有明显的区域垄断性；随着近几年企业兼并重组，市场集中度不断提高；我国对天然气中游输配行业的监管将进一步加强，中游行业垄断性将被减弱。

## 5. 行业政策

2016年10月12日，国家发改委公布《天然气管道运输价格管理办法（试行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（试行）》，明确按照“准许成本加合理收益”的原则定价，给予投资收益率8%，而且明确要求经营天然气管输的企业原则上应将管道运输业务与其他业务分离，暂不能实现业务分离的，应当实现管道运输业务财务独立核算。

2016年11月10日，国家发改委发布《关于推进化肥用气价格市场化改革的通知》，自2016年11月10日起，全面放开化肥用天然气价格。至此，除少量涉及民生的居民用气外，由市场主导价格的气量已占到我国天然气消费总量的80%以上。

2017年1月，国家发改委印发石油天然气发展“十三五”规划（以下简称“规划”），规划提出，“十三五”期间新增常规天然气探明地质储量3万亿立方米，到2020年累计探明地质储量16万亿立方米；新增页岩气探明地质储量1万亿立方米，到2020年累计探明地质储量超过1.5万亿立方米；新增煤层气探明地质储量4,200亿立方米，到2020年累计探明地质储量超过1万亿立方米。

“十三五”期间，新建天然气主干及配套管道4万公里，2020年总里程达到10.4万公里，干线输气能力超过4,000亿立方米/年；地下储气库累计形成工作气量148亿立方米。同时，加快推动石油天然气市场化改革，健全天然气产业法律法规体系，完善产业政策体系，建立覆盖全行业的天然气监管体制。

2017年5月，《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》（以下简称“意见”）发布，意见实行勘查区块竞争出让制度和更加严格的区块退出机制，加强安全、环保等资质管理，在保护性开发的前提下，允许符合准入要求并获得资质的市场主体参与常规油气勘查开采，逐步形成以大型国有油气公司为主导、多种经济成分共同参与的勘查开采体系。此外，改革油气产品定价机制，完善成品油价格形成机制，发挥市场决定价格的作用，保留政府在价格异常波动时的调控权。推进非居民用气价格市场化，进一步完善居民用气定价机制。依法依规加快油气交易平台建设，鼓励符合资质的市场主体参与交易，通过市场竞争形成价格。

2017年5月，国家发展改革委、国家能源局印发《中长期油气管网规划》，要求统筹规划、加快构建油气管网体系，以扩大设施规模、完善管网布局、加强衔接互联、兼顾公平开放为重点，大力发展天然气管网，优化完善原油和成品油管道，提升储备调峰设施能力，提高系统运行智能化水平，构建布局合理、覆盖广泛、外通内畅、安全高效的现代油气管网。

2017年，政府工作报告提出打赢“蓝天保卫战”，加快解决燃煤污染问题，“煤改气”作为改

善空气质量的重要措施之一得到大范围的推广。《京津冀 2017—2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》要求北京、天津、河北、山西、山东、河南 6 省市完成“煤改气”与“煤改电”改造合计 355 万户，并将改造任务分配落实到省。

2017 年 9 月，国家发改委以委令形式颁布了修订后的规章《政府制定价格行为规则》，进一步明确政府制定价格的权限范围，将政府制定价格的范围进一步缩小为“重要公用事业、公益性服务和自然垄断经营的商品和服务”。同时补充规定政府制定价格还可以参考联系紧密的替代商品或服务价格；为强化对垄断行业的约束，明确规定网络型自然垄断环节价格应按照“准许成本加合理收益”的原则制定，有利于燃气企业销售价格走向合理化。

2018 年 9 月，国务院印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，指出要按照党中央、国务院关于深化石油天然气体制改革的决策部署和加快天然气产供储销体系建设的任务要求，落实能源安全战略，着力破解天然气产业发展的深层次矛盾，有效解决天然气发展不平衡不充分问题，确保国内快速增储上产，供需基本平衡，设施运行安全高效，民生用气保障有力，市场机制进一步理顺，实现天然气产业健康有序安全可持续发展。要加强产供储销体系建设，促进天然气供需动态平衡，深化天然气领域改革，建立健全协调稳定发展体制机制。《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》有利于天然气供应的稳定和保障。

2019 年 6 月 30 日，国家发改委、商务部发布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019 年版）》，进一步减少外资准入限制，在基础设施建设方面，取消城市人口 50 万以上的城市燃气、热力管网须由中方控股的限制，对于外资企业进驻中国城市燃气领域提供了一定的便利。

总体看，政策推动能源结构的持续优化，天然气行业仍将保持快速发展；随着定价体制改革的不断推进，价格倒挂现象将逐步得到缓解；国家和政府政策将加大天然气管网的建设力度，引导行业健康发展，有利于天然气供应的稳定和保障，行业面临较好的外部发展环境；城市燃气外商投资限制的取消，对于外资企业进驻中国城市燃气领域提供了一定的便利。

## 6. 行业关注

### （1）城市门站价格与销售价格调整不匹配

由于居民用气上下游价格定价政策的不一致，造成上下游价格调整难以在时间上和调整幅度上同步，城市燃气分销商面临一定的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。

## 7. 未来发展

### （1）油气行业改革

“十三五”期间，我国将继续深化油气行业体制机制改革，构建有效竞争的市场结构和市场体系。《深化石油天然气体制改革的若干意见》的出台促进“十三五”期间实现政府只监管自然垄断



的管网输配气价格，气源和销售价格两头放开。

在行业改革方面，上游勘探开发领域将围绕矿权制度推进改革，重点集中在提高矿权持有成本、加快矿权流转、建立储量交易市场、建立健全勘探开发监管体系等方面；油气储运领域将按照网运分开的既定思路，逐步推动管道业务分离和分立，在条件成熟的情况下成立独立的管网公司；天然气价格按照管住中间、放开两头的思路，严格管输费的管理，完善天然气交易中心的功能，逐步推进天然气价格的市场形成。

#### (2) 非常规油气资源

随着老油田开发程度已达到较高水平，近年来我国原油产量增速缓慢，常规油气资源开发难度加大；同时，美国页岩油产量的大幅攀升压低国际油价，使石油企业面临较大的开发成本压力。非常规油气资源储量较大，开发程度很低。在此背景下，煤层气、页岩油气等非常规油气资源的开发对石油行业企业的可持续发展日趋重要。

#### (3) 海外油气项目合作

2015年，三大石油公司转变海外业务发展思路，通过调整投资节奏，压缩低效产量，优化资产结构等措施提质增效，投资以上游项目为重点，主要在中亚俄罗斯地区收购油气资产，部分企业通过收购非常规油气资产进入美国等发达国家。中国企业借国家推动“一带一路”战略之势，加快海外油气全产业链的合作布局。在中亚-俄罗斯地区，中国公司与俄油、俄气签署了包括上中下游各领域的多项协议或谅解备忘录；完成了一系列资产收购，其中包括丝路基金收购亚马尔 LNG 项目 9.9% 的股权，华信公司收购俄远东地区三个油气区块及哈萨克斯坦国家石油国际公司（KMG I）下属企业 51% 的股权。此外，三大石油公司还与阿联酋、越南、印尼等“一带一路”沿线国家签署了多项油气合作协议。

总体看，未来天然气仍将保持良好发展，天然气产供储销体系将有望进一步完善。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司是国内大型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。截至 2019 年 3 月底，公司累计已取得管道燃气特许经营权项目 110 个，已接驳居民用户 978.01 万户，工商业用户 9.89 万户，规模在全国范围内保持领先。

公司控股股东中国燃气成立于 1995 年，是一家在香港联交所上市（00384.HK）的跨区域燃气运营服务商，是我国城市、乡镇管道燃气分销领域的龙头企业。截至 2019 年 3 月 31 日，中国燃气累计共在 26 个省（自治区、直辖市）取得 542 个拥有专营权的管道燃气项目（包含 177 个区、县级乡镇气代煤项目），17 个天然气长输管线项目，575 座压缩/液化天然气汽车加气站，1 个煤层气开发项目，100 个 LPG 分销项目以及建成运营 68 个多功能互补的综合能源供应项目，已覆盖城市可接驳人口超过 1.32 亿，已接驳住宅用户超过 2,968 万户。中国燃气的城市燃气项目数、天然气管网长度、已覆盖城市人口等反映发展潜力指标，以及年度售气量及营业收入等运营指标均在行业内保持领先。

总体看，公司作为国内大型跨区域燃气运营服务商之一，综合实力强；公司控股股东中国燃气为城市管道燃气分销业内龙头企业，能对公司主业形成支持。



## 2. 人员素质

截至 2019 年 5 月底，公司董事和高级管理人员合计 12 名。

公司董事长、总经理刘明辉先生，1963 年 6 月出生，男，于 1984 年毕业于河北师范大学数学系，获理学学士学位。于 1999 年取得中国人民大学研究院政治经济学专业研究生学历，以及于 2006 年获得中国人民大学深圳研究院 DBA（工商管理博士）课程研修班学历。2002 年 7 月—2011 年 4 月担任中国燃气控股有限公司执行董事、2002 年 7 月—2011 年 1 月担任中国燃气控股有限公司董事总经理，于 2012 年 8 月至今担任中国燃气控股有限公司董事会执行主席、董事总经理兼总裁，中燃投资有限公司董事长兼总裁。

公司董事、财务负责人朱伟伟先生，1972 年 9 月出生，分别于 1993 年和 1996 年获中南财经政法大学经济学学士及硕士学位。于 2002 年 9 月获委任为中国燃气执行董事。现亦为中国燃气财务总监，中燃投资有限公司董事兼常务副总裁。

截至 2019 年 3 月底，公司在职工工合计 16,142 人；按岗位结构划分，基层员工占比 68.96%，中层管理人员占比 24.97%，高级管理人员占比 6.07%；按教育程度划分，中专及以下占比 56.33%，大专占比 28.32%，本科及以上学历占比 15.35%；按年龄结构划分，30 岁及以下占比 47.28%，31—50 岁占比 44.37%，50 岁以上占比 8.35%。

总体看，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富；公司员工素质能够满足目前经营需要。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司根据《公司法》制定了《公司章程》和各项规章制度，建立了权责分明、管理科学、激励和约束机制相结合的完善内部管理体制，并按照现代企业制度规范运行。

公司设董事会，董事会成员为 4 人，其中董事长 1 人。董事长及董事由中国燃气委派及撤换，任期为 4 年，经继续委派可以连任。董事会职权主要如下：制定和修改组织机构和人事计划；任免总经理、副总经理、总工程师、总会计师、审计师和其它高级管理人员，并决定他们的权利、义务和薪酬；制定公司的总方针、发展规划、生产经营方案和筹建（基础）实施计划，审批总经理或管理部门提出的重要报告；修订公司章程；审查经营状况，批准年度财务预算和决算（包括资产负债表和损益计算书等）；提取储备基金、职工奖励及福利基金；决定年度利润分配方案和亏损弥补方法；通过公司的劳动合同及各项重要规章制度；决定公司资本增加、转让、分立、合并、延期、停业、中止和解散；负责公司中止或期满的清算工作。

公司未设置股东会和监事会，董事会是公司的最高权力机构。

公司设总经理 1 人，副总经理 1 人。副总经理协助总经理工作。总经理处理重要问题时，应同副总经理协商。总经理、副总经理每届任期二年，经董事会聘请，可以连任。总经理对董事会负责，行使下列职权：负责执行董事会的各项决议；组织和领导公司的日常经营管理；在董事会授权范围内，对外代表公司处理公司日常筹建业务和生产经营业务，对内任免下属管理人员；行使董事会授予的其它职权。

总体看，公司治理结构较为简单。

## 2. 管理体制

公司下设资金部、财务部、投资发展部、天然气开发部、工程技术部、物资采购部、安全监察部、运营客服管理部、企划信息部、人资文化部、法务风控部、行政管理部和审计监察部合计 13 个职能部门。公司以各职能部门为核心，建立了覆盖战略规划、财务管理、经营计划、人力资源、内部审计、办公管理的制度体系，制定了包括《公司章程》在内的较为完善的公司治理制度，建立了以《公司章程》为基础，以管理规章为支撑的制度体系，形成了以董事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系，并根据公司实际经营情况和管理需要，建立并完善各自内部控制制度。

采购供应管理方面，为保障生产物资及时供应，规范物资采购行为，公司制定了一系列采购方面的制度，包括《采购网供应商管理制度》《工程物资采购价格管理制度》《工程建设物资采购供应管理规定》《采购网管理规定》等，从规范采购价格管理流程入手，到采购对象、采购价格审核管理等，确保公司及各项目公司采购的工程材料质优价廉，采购流程合规，审核有效，公司采购工作平稳进行。

安全生产管理方面，公司制定了《安全生产管理制度》《安全生产大检查工作指引》等规章制度，对安全生产部门和个人的职责作出界定，对安全生产管理的内容和具体要求进行了明确，制定了惩处原则和处罚标准，进一步明确了质量、环境、职业健康安全工作职责、权、利关系，对推动安全质量工作起到了积极的作用。

财务管理方面，公司设有独立的财务部门，独立的会计核算体系，并建立健全了各项财务管理制度及内部控制办法，拥有独立的银行账户，并依法独立纳税。公司财务管理制度包括《财务管理制度》《财务分析管理制度》《资产管理制度》《材料物资管理制度》《应收款项管理制度》《财务报账制度》《成本费用管理制度》《月度资金计划管理制度》等，这些制度对公司收入管理、支出管理、资产管理、应收账款管理、应收款项管理、会计档案管理、财务机构及会计人员管理、财务报告和财务分析等多方面内容进行了制度规范，使母子公司及各部门权责分明，保证了公司经济管理活动的有序进行。

融资管理方面，公司资金部主要行使公司统一融资的职能，统筹国内外债券、股票发行，安排国内金融机构、外国政府、国际金融机构、以及国际银团贷款计划，未经公司批准，严禁项目公司与外部公司、个人，以及内部非公司的个人发生资金借贷关系。当项目公司生产经营或工程建设产生资金需求时，可由项目公司财务部负责提出融资申请。项目公司财务部可根据资金需求计划通过 OA 向公司报批，公司批准后项目公司方可在资金部的安排下使用银行授信额度。银行授予项目公司的授信额度每年需续延时无论金额是否变动均需通过内部 OA 融资申请审批流程报批。

投资管理方面，为促进公司健康稳定发展，控制公司投资决策风险，规范投资行为，公司制定了《投资管理制度》《项目尽职调查管理制度》《项目公司周边项目开发管理办法》《投资发展管理制度》等，内容主要包括投资管理组织机构和职责、投审会内部决策操作程序等。公司设立了由公司各部门负责人、总裁办领导、以及股东董事会执行委员会成员等组成的投资审核委员会，其职能：根据公司发展规划确定公司投资发展战略；在董事会授权投资额度内对公司直接投资的项目作出投资决策，超过授权额度的经审核后报集团董事会审议；并对以上事项的实施进行检查、评估等。

关联交易管理方面，公司遵循公平合理的交易原则，规范公司的关联交易管理，明确管理职责和分工，维护公司的合法权益。公司关联交易采用市场定价原则。公司制定内部管理制度及规则，履行必要的关联交易决策程序，并按规定进行信息披露。公司对下属控股子公司提供担保均按照公司章程规定，由公司董事会批准后办理。

子公司管理方面，为加强对全资子公司、控股及参股公司资产、人员、财务等方面的有效管理，根据《公司法》并结合实际情况，公司制定了《下属三级公司财务管理办法》《下属三级公司管理制度》《下属机构车辆配置管理办法》《项目公司经营管理层绩效考核管理制度》《项目公司干部竞聘管理办法》《项目公司工程自主结算管理办法》《项目公司中基层员工薪酬福利管理制度》《项目公司月度资金计划管理制度》《项目公司材料核销工作管理办法》等，通过以上各项制度的实施运行，公司能够做到对下属子公司资产、人员、财务等全方位较好的内部控制和管理。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

2016—2018年，公司分别实现营业收入119.33亿元、138.87亿元和153.57亿元，逐年增长，年均复合增长13.44%，主要系业务规模扩大、天然气销售收入增多所致。2016—2018年，公司净利润规模逐年增长，分别为21.62亿元、28.58亿元和29.86亿元，年均复合增长17.50%；其中归属于母公司所有者的净利润分别为16.61亿元、23.16亿元和24.29亿元。

从收入构成来看，天然气销售业务是公司主要收入来源，近三年在营业收入中的占比分别为69.81%、69.52%和72.93%；2016—2018年，公司天然气销售业务收入分别为83.30亿元、96.55亿元和112.01亿元，逐年增长，年均复合增长15.96%。公司第二大收入来源为天然气销售相关的接驳业务收入，2016—2018年分别为29.96亿元、31.21亿元和28.47亿元，波动下降，年均复合减少2.53%；接驳业务收入占营业收入的比例分别为25.11%、22.48%和18.54%，逐年下降。2016—2018年，公司其他业务收入分别为5.39亿元、9.83亿元和11.49亿元，占营业收入的比例分别为4.52%、7.08%和7.48%，金额及占比均呈逐年上升趋势，主要系公司依托燃气业务不断开拓推广包括壁挂炉、燃气具、波纹管、燃气保险等增值项目业务增长所致。

毛利率方面，2016—2018年，公司综合毛利率分别为33.29%、31.89%和30.86%，逐年下降，主要系占比逐年上升的天然气销售业务毛利率下降所致。2016—2018年，公司天然气销售业务毛利率分别为19.98%、17.23%和17.13%，逐年下降，主要系公司天然气采购均价上升所致。2016—2018年，公司接驳业务毛利率分别为71.03%、71.32%和75.45%，公司接驳业务毛利率维持较高水平。

表1 2016—2018年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018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	83.30	69.81	19.98	96.55	69.52	17.23	112.01	72.93	17.13
其他燃气销售业务	0.68	0.57	-1.49	1.28	0.92	12.55	1.61	1.05	13.81
接驳业务	29.96	25.11	71.01	31.21	22.48	71.32	28.47	18.54	75.45
其他业务	5.39	4.51	33.66	9.83	7.08	53.14	11.49	7.48	56.58
合计	<b>119.33</b>	<b>100.00</b>	<b>33.29</b>	<b>138.87</b>	<b>100.00</b>	<b>31.89</b>	<b>153.57</b>	<b>100.00</b>	<b>30.86</b>

资料来源：公司审计报告。

2019年1—3月，公司实现营业收入60.15亿元，同比增长8.25%；实现净利润11.16亿元，同比增长8.21%，其中归属于母公司所有者的净利润9.05亿元。

总体看，随着公司业务规模扩大，营业收入逐年增长；天然气销售业务毛利率有所下降导致综合毛利率有所下降，但仍处于较高水平。

## 2. 天然气销售业务

公司为国内主要的跨区域燃气运营商之一，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、公福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，主营业务为天然气销售、天然气接驳业务、其他燃气销售业务等。

公司通过招投标取得城市管道燃气特许经营权的方式来经营全国各个城市管道燃气的销售，特许经营权期限一般为30年，在此期间，公司成为该区域唯一一家燃气运营商。取得特许经营权后，公司会成立独资公司或与当地政府合资成立燃气公司，一般由公司控股。随后，公司将投资铺设城市燃气管网，并为下游的工商业用户及居民用户安装燃气的终端，并一次性收取接驳费。随后，公司将通过收取燃气销售差价来获得利润。

### (1) 天然气采购

从采购情况看，2016—2018年，公司天然气采购量分别为50.50亿立方米、64.21亿立方米、68.95亿立方米，随着公司业务规模扩大及下游需求增加而逐年增长；同期，公司天然气采购均价分别为1.89元/立方米、1.95元/立方米和2.06元/立方米，随着用气量的提升上游门站价格上涨而逐年提高。2019年1—3月，公司天然气采购量为17.03亿立方米，采购均价为2.14元/立方米。

表2 公司天然气采购情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
采购量（亿立方米）	50.50	64.21	68.95	17.03
采购均价（元/立方米）	1.89	1.95	2.06	2.14

资料来源：公司提供，联合评级整理

从采购渠道上看，2018年，公司从前五大供应商采购情况如下表所示，采购集中度较高。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3 2018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	采购占比
中国石油天然气股份有限公司	13.44	1.59	19.49
内蒙古西部天然气股份有限公司	13.41	1.51	19.45
陕西省天然气股份有限公司	3.00	1.44	4.34
浙江省天然气开发有限公司	2.22	2.11	3.22
杭州天然气有限公司	0.95	2.17	1.38
<b>合计</b>	<b>33.02</b>	<b>--</b>	<b>47.89</b>

资料来源：公司提供

采购价格方面，受国家价格调控等因素影响，公司天然气采购价格有所波动；为减少上游燃气采购价格的波动所带来的成本波动风险，公司主要采取以下方式来减少风险：要求下属的项目公司与上游供应商签订有保障性的采购合同；成立气源、气价专项协调小组，专项与上游供应商、政府协调气源、气价上下游联动调价机制；增加储气设施的投资和建设；内部进行气量调节等。



采购结算方面，公司以“先款后气”为主，根据区域性上游供应商、以及购气量的差异情况，一般情况下有周结算、十日结算、半月结算和月结算等多种结算周期；结算方式上以电汇和现金支票等方式为主。

总体看，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，但也导致采购集中度较高，对上游供应商具有较大依赖性；2016—2018年，公司天然气采购量逐年增加；结算方式上以“先款后气”为主，公司对上游议价能力较弱。

## (2) 天然气销售

近年来，公司业务规模不断扩大，拥有的管道燃气经营权项目由2016年底的92个增长至2018年底的106个；管网长度从2016年底的51,247公里增长至2018年底的58,435公里；供气能力从2016年底的67.97百万立方米/日增长至2018年底的86.72百万立方米/日。截至2019年3月底，公司累计获取110个管道燃气经营权项目，管网长度达58,693.84公里，供气能力达88.43百万立方米/日，可为978.01万户居民用户和9.89万工商业用户供应燃气。

表4 公司天然气业务经营情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
拥有管道燃气经营权项目（个）	92	94	106	110
管网长度（公里）	51,247.36	54,680.24	58,435.39	58,693.84
供气能力（百万立方米/日）	67.97	74.46	86.72	88.43
居民用户（万户）	768.00	864.02	955.55	978.01
工商业用户（万户）	6.81	8.21	9.53	9.89
销售数量（亿立方米）	52.21	63.57	68.29	16.97
销售均价（元/立方米）	2.40	2.41	2.58	2.81

资料来源：公司提供

燃气销售方面，随着业务规模增加，公司天然气销售量逐年增长，近三年分别为52.21亿立方米、63.57亿立方米和68.29亿立方米。从天然气用户结构来看，工商业用户占公司售气结构的比重较高，2016—2018年，公司工商业用户销售数量分别为28.80亿立方米、37.28亿立方米和39.65亿立方米，占公司天然气总销售量的比例分别为55.17%、58.65%和58.06%。

表5 公司天然气销售构成情况（单位：亿立方米、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1—3月	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比	销量	占比
居民	8.65	16.57	10.40	16.36	11.59	16.97	4.89	28.82
工业	19.07	36.53	26.10	41.06	27.52	40.30	5.29	31.17
商业	9.73	18.64	11.18	17.59	12.13	17.76	4.03	23.75
汽车	4.55	8.71	4.57	7.19	4.80	7.03	0.82	4.83
其他	10.20	19.54	11.32	17.81	12.25	17.94	1.94	11.43
合计	<b>52.21</b>	<b>100.00</b>	<b>63.57</b>	<b>100.00</b>	<b>68.29</b>	<b>100.00</b>	<b>16.97</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

天然气销售价格方面，2016—2018年，公司天然气销售均价分别为2.40元/立方米、2.41元/立方米和2.58元/立方米，逐年增长。公司居民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。公司城市、乡镇管道燃气价格采用政府定价或政府指导价方式，由当地燃气公司提交定价书面申请，当地政府部门（主要是物价部门）在对燃气公司成本审核基础上，依据企业的实

际经营成本、合理利润并综合考虑当地的经济水平以及用户的经济承受能力等因素后给出指导价格。定价完成后，若遇上游采购价格或企业运行成本变化需要调整价格时，需要重新履行上述定价程序，由地方物价部门进行审批调整。

结算方式方面，公司一般与管道燃气居民用户签订协议，根据抄表量结算，委托银行每月自动扣款，收款风险较小。工商业用户一般根据其用气量，先行预收部分燃气卡，再按供气合同中约定的1周、10日、半月或1个月结算期进行结算，当用户无法按时缴款时，先行从预收款中抵收气款，收款风险可控。部分项目公司对居民用户也采取了预收款的结算方式（燃气IC卡预充值），有利于资金回笼并控制收款风险。

总体看，近年来，公司业务规模增长较快，特许经营权项目数量、管网长度、供气能力和下游用户均逐年增长，带动公司天然气销售数量逐年增多；公司销售结构中向工商业用户销售占比高，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。

### 3. 接驳业务

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户居民户，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2019年3月底，公司累计接驳居民用户978.01万户，工业用户0.48万户，商业用户9.41万户。

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。

2016—2018年，公司接驳业务收入分别为29.96亿元、31.21亿元和28.47亿元，占营业收入的比重分别为25.11%、22.48%和18.54%，接驳业务收入为公司重要的收入来源之一，也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。

总体看，公司在取得特许经营权后，为下游用户安装燃气的终端并一次性收取接驳费；居民用户定价由当地政府部门审核后给出指导价，工商业用户采用市场化定价模式自主定价；接驳业务收入系公司重要的收入来源之一，也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。

### 4. 在建工程

公司积极争取外部燃气管网的特许经营项目。由于项目投资一般规模较大，公司对取得项目制定了严格的流程。首先公司对将要获取的项目进行立项、调研，并按公司的要求进行可行性测算，各项运营、财务指标测算均须达到公司投资原则的要求；然后交由投资审核委员会审核，投资审核委员会由多个部门的骨干及部门领导组成，分别包括公司经营高层领导、财务部、资金部、法务风控部、投资发展部、工程技术部、天然气开发部、人资文化部等，投资审核委员会按期、重大紧急项目可紧急追加安排对项目进行上会讨论；上会通过投资规模较大的将上报董事会审批，审核通过后按审批意见指导投资。

表6 截至2019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	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	5.76	88	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	3.65	95	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	7.18	93	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	扬州中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	3.38	4.61	96	苏发改办发(2005)1299号	扬国用(2014)第0380号	杨邗环计(2013)118号
5	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	16.79	78	呼建委发(2008)317号	呼国用(2007)第00264号	呼环政批字(2011)191号
合计	--	37.68	37.99	--	--	--	--

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

截至2019年3月底,公司主要在建工程情况如上表所示;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2019年3月底,公司主要在建工程预计总投资37.68亿元,已完成投资37.99亿元,在建工程资金压力一般。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。

总体看,公司积极争取外部燃气管网的特许经营项目,由于项目投资一般规模较大,公司对取得项目制定了严格的流程;公司主要在建工程为城市燃气管网及配套建设项目,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。

## 5. 经营效率

2016—2018年,公司应收账款周转率分别为6.91次、6.71次和6.20次,逐年下降;存货周转率分别为13.23次、13.45次和11.32次,波动提高;总资产周转率分别为0.41次、0.44次和0.43次,波动提高。

总体看,2016—2018年,公司应收账款周转率逐年下降,存货周转率和总资产周转率波动提高。

## 6. 关联交易

关联交易方面,2016—2018年,公司与关联方销售商品、提供劳务的关联交易金额分别为7.96亿元、8.61亿元和19.92亿元;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2018年底,公司对关联方提供担保余额11.20亿元,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。截至 2018 年底，公司控股股东中国燃气为公司提供担保余额 3.63 亿元。

关联往来方面，截至 2018 年底，公司应收关联方款项合计 100.45 亿元，应付关联方款项合计 29.31 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”）应收款，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。

总体看，公司与关联方资金往来规模较大，存在关联方资金占用。

## 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价格管理部门决定，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

公司将继续保持快速发展态势，致力于成为中国内地最大的天然气综合运营服务商，成为管理和盈利能力方面最具市场竞争力的燃气行业公司之一。

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，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。利用现有终端市场网络和影响力等资源，创新服务，不断挖掘创造增值服务机会，提升用户消费水平，通过服务带动品牌建设，增强企业品牌效应，开拓新的利润增长点。继续加强汽车加气站项目的获取和建设速度，展开相关新业务的培育工作，如城市集中供热、LNG 加工、增值物流等，增强集团的盈利能力。贯穿能源生产、储运、应用和再生环节，在生产环节合理选择进入上游能源领域的途径，在应用环节积极匹配用户个性化能源需求，在储运环节通过先进技术实现能源转换和提升，在再生环节大力收集余能再次加以利用。

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。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2016 年度合并财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017—2018 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，均出具了标准无保留审计意见。公司根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定进行确认和计量，在此基础上，结合中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的规定，编制财务报表。

从合并范围变动情况来看，截至 2017 年底，公司纳入合并范围的二级子公司 65 家，较年初新



增 4 家，减少 1 家；截至 2018 年底，公司纳入合并范围的二级子公司 66 家，较年初新增 1 家；截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的二级子公司 66 家，较年初无变化。近三年，公司合并范围有所变动，但所涉及子公司规模一般，且主业未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 392.49 亿元，负债合计 195.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 196.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 157.57 亿元。2018 年，公司实现营业收入 153.57 亿元，净利润（含少数股东损益）29.86 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 24.29 亿元；经营活动产生的现金流量净额 53.74 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.52 亿元。

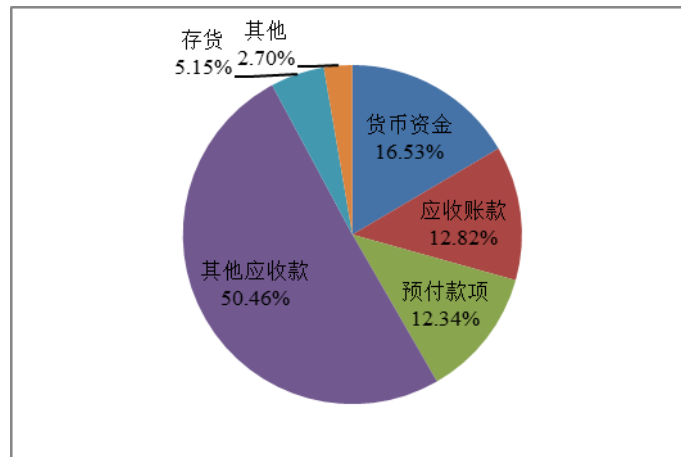
截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 413.34 亿元，负债合计 202.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 211.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 166.62 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 60.15 亿元，净利润（含少数股东损益）11.16 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 9.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.92 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.04 亿元。

## 2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 13.77%，流动资产与非流动资产均有所增长。截至 2018 年底，公司资产规模 392.49 亿元，较年初增长 21.64%；其中流动资产占比 52.90%，非流动资产占比 47.10%。

2016—2018 年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长 17.60%。截至 2018 年底，公司流动资产 207.63 亿元，较年初增长 34.64%，主要系其他应收款和货币资金增长所致；流动资产主要由货币资金（占比 16.53%）、应收账款（占比 12.82%）、预付款项（占比 12.34%）、其他应收款（占比 50.46%）和存货（占比 5.15%）构成。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金不断增长，年均复合增长 28.73%，主要系经营活动现金流持续净流入所致。截至 2018 年底，公司货币资金 34.32 亿元，较年初增长 38.40%；货币资金主要由银行存款（占比 98.48%）和其他货币资金（占比 1.52%）构成，其他货币资金系银行承兑汇票保证金。

2016—2018 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 20.57%，主要系业务规模扩大所致。截至 2018 年底，公司应收账款 26.61 亿元，较年初增长 20.92%；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，从应收账款账龄来看，1 年以内占比 78.02%，1—2 年占比 14.16%，

2—3 年占比 2.88%，3 年以上占比 4.94%；累计计提坏账准备 0.43 亿元，计提比例 1.60%，计提较为充分；按欠款方归集的期末余额前五名应收账款余额合计 2.32 亿元，占比 8.58%，集中度一般。

2016—2018 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 20.22%，主要系随业务规模扩大而预付工程款、天然气采购款等增多所致。截至 2018 年底，公司预付款项 25.62 亿元，较年初增长 6.90%；预付款项账龄以 1 年以内为主（占比 93.12%）。

2016—2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 11.32%，主要系应收关联方往来款波动增长所致。截至 2018 年底，公司其他应收款 104.78 亿元，较年初增长 46.99%；其他应收款主要为应收关联方往来款（占比 95.87%），其他应收款账龄 1 年以内占比 79.91%，1—2 年占比 9.59%，2—3 年占比 6.90%，3 年以上占比 3.61%；按欠款方归集的期末余额金额重大的其他应收款情况如下表所示，其他应收款集中度很高，存在关联方占款，主要系对关联方中燃实业应收款，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。

表7 截至2018年底按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	余额	账龄	占比
中燃燃气实业（深圳）有限公司	关联方资金往来	91.60	1 年内、1-2 年	87.41
上海中油能源控股有限公司	关联方资金往来	6.22	1-2 年、2-3 年	5.94
北京中民中燃贸易有限公司	关联方资金往来	0.60	3 年以上	0.57
北京中燃翔科油气技术有限公司	关联方资金往来	0.43	1 年内	0.41
深圳市中燃燃气有限公司	关联方资金往来	0.40	1 年内	0.38
合计	--	99.24	--	93.63

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 33.41%。截至 2017 年底，公司存货账面价值 8.06 亿元，较年初增长 34.04%，主要系新增 1.69 亿元开发成本所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值 10.70 亿元，较年初增长 32.78%，主要系采购原材料及工程施工投入增多所致；存货主要由原材料（占比 28.14%）、外购商品（占比 14.32%）、工程施工（占比 39.93%）和开发成本（占比 15.79%）构成；公司按存货的成本与可变现净值孰低提取或调整存货跌价准备，累计计提跌价准备 16.23 万元，计提比例较低。

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 9.89%，主要系固定资产增长所致。截至 2018 年底，公司非流动资产 184.86 亿元，较年初增长 9.74%；非流动资产主要由固定资产（占比 64.32%）和在建工程（占比 24.40%）构成。

2016—2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 10.52%，主要系随着生产经营规模扩大、管道和加气站等投资增加所致。截至 2018 年底，公司固定资产 118.90 亿元，较年初增长 8.56%；固定资产主要由房屋建筑物（占比 11.16%）、机器设备（占比 8.81%）和其他设备（占比 77.58%）构成，累计计提折旧 45.22 亿元，固定资产成新率 72.45%，成新率尚可。

2016—2018 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 12.83%，主要系管网建设持续投入所致。截至 2018 年底，公司在建工程 45.11 亿元，较年初增长 20.89%。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 413.34 亿元，较年初增长 5.31%，主要系其他应收款增加所致；其中，流动资产占比 55.12%，非流动资产占比 44.88%，资产结构较年初变动不大。

截至 2019 年 3 月底，公司受限制的货币资金为 5,192 万元，主要系子公司开具银行承兑汇票的保证金；此外因贷款质押原因，账面价值合计 74.71 亿元的子公司股权受限。

总体看，随着经营规模扩大，公司资产规模逐年增长；流动资产中其他应收款规模较大且存在关联方占款，对公司资金形成占用；非流动资产以固定资产和在建工程为主，符合燃气行业特征；整体资产质量较好。

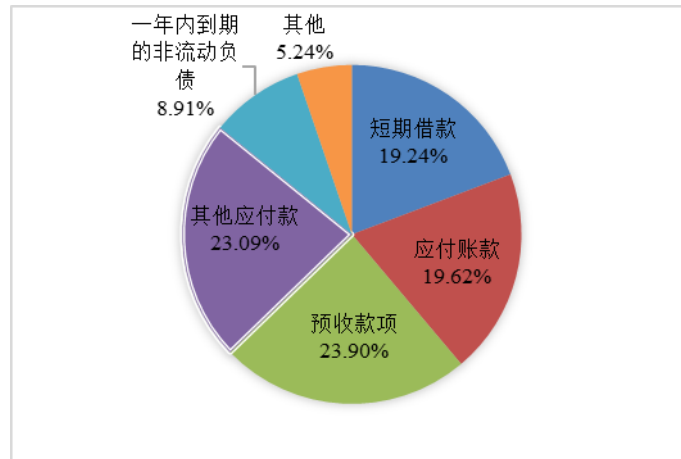
### 3. 负债及所有者权益

2016—2018年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 10.31%，主要系流动负债波动增长所致。截至 2018 年底，公司负债合计 195.73 亿元，较年初增长 27.95%；其中，流动负债占比 71.70%，非流动负债占比 28.30%，负债结构以流动负债为主。

#### 负债

2016—2018年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 10.72%。截至 2018 年底，公司流动负债 140.34 亿元，较年初增长 36.39%，主要系短期借款和其他应付款增长所致；流动负债主要由短期借款（占比 19.24%）、应付账款（占比 19.62%）、预收款项（占比 23.90%）、其他应付款（占比 23.09%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.91%）构成。

图3 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 27.51%，主要系业务规模扩大、资金需求增加所致。截至 2018 年底，公司短期借款 27.00 亿元，较年初增长 45.16%；其中，保证借款占比 93.70%，信用借款占比 6.30%。

2016—2018年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 17.92%，随着业务规模扩大而相应增长。截至 2018 年底，公司应付账款 27.53 亿元，较年初增长 9.81%；应付账款主要由应付材料款（占比 34.67%）和应付工程款（占比 53.82%）构成。

公司预收款项主要是预收的接驳费、燃气费和燃气工程款。2016—2018年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 15.00%。截至 2017 年底，公司预收款项 27.65 亿元，较年初增长 9.03%，主要系预收燃气费增长所致。截至 2018 年底，公司预收款项 33.53 亿元，较年初增长 21.30%，主要系预收安装费增长所致。

2016—2018年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 76.09%，主要系应付往来款增多所致。截至 2018 年底，公司其他应付款 32.40 亿元，较年初增长 161.00%；其中，关联方往来占比 90.44%，单位往来款占比 8.62%，押金及保证金占比 0.70%，员工暂收款占比 0.24%。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 72.20%。截至 2017 底，

公司一年内到期的非流动负债 13.58 亿元，较年初增长 222.04%，主要系“15 中燃投资 MTN001”转入所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 12.51 亿元，较年初减少 7.92%，主要系当期偿还到期债务所致。

2016—2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 9.27%，主要系长期借款增长所致。截至 2018 年底，公司非流动负债 55.39 亿元，较年初增长 10.60%；非流动负债主要由长期借款（占比 75.26%）和应付债券（占比 23.40%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 33.96%，主要系资金需求增加及调整债务结构所致。截至 2018 年底，公司长期借款 41.68 亿元，较年初增长 14.53%；长期借款主要由质押和保证借款构成。

2016—2018 年，公司应付债券波动减少，年均复合减少 24.76%。截至 2017 年底，公司应付债券 12.93 亿元，较年初减少 43.52%，主要系“15 中燃投资 MTN001”转入流动负债所致。截至 2018 年底，公司应付债券 12.96 亿元，较年初增长 0.23%，变动不大；应付债券系“15 中燃投资 MTN002”，当前余额 13.00 亿元，将于 2020 年 11 月到期。

2016—2018 年，公司全部债务波动下降，年均复合减少 2.48%。截至 2017 年底，公司全部债务 83.23 亿元，较年初减少 17.30%，主要系偿还超短期融资券所致。截至 2018 年底，公司全部债务 95.72 亿元，较年初增长 15.01%，主要系新增借款所致；其中，短期债务 40.52 亿元（占比 42.33%），长期债务 55.20 亿元（占比 57.67%），公司短期债务规模较大，债务结构有待改善。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 53.05%、47.41%和 49.87%，波动下降；全部债务资本化比率分别为 41.86%、33.14%和 32.73%，逐年下降；长期债务资本化比率分别为 24.47%、22.71%和 21.91%，逐年下降。整体看，公司债务负担适中。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 202.06 亿元，较年初增长 3.24%，主要系短期借款增多所致；其中，流动负债占比 72.86%，非流动负债占比 27.14%，负债结构较年初变动不大。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 103.68 亿元，较年初增长 8.31%，主要系短期债务增长所致；其中短期债务 49.01 亿元（占比 47.27%），长期债务 54.67 亿元（占比 52.73%），短期债务占比较年初进一步提高。从全部债务期限结构来看，2019 年 4—12 月到期 36.84 亿元，2020 年到期 49.72 亿元，2021 年到期 7.17 亿元，2022 年及以后到期 9.95 亿元，公司债务到期期限较为集中。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率为 48.89%，较年初下降 0.98 个百分点；全部债务资本化比率为 32.92%，较年初提高 0.19 个百分点；长期债务资本化比率为 20.56%，较年初下降 1.35 个百分点。整体看，公司债务负担较年初变动不大，但短期债务占比进一步提高。

总体看，近年来，公司负债规模波动增长，负债结构以流动负债为主；公司债务负担适中，但公司短期债务规模和占比偏高，公司债务到期期限较为集中。

### 所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 17.56%，主要系未分配利润增长所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 196.76 亿元，较年初增长 15.96%；其中，归属于母公司所有者权益 157.57 亿元，少数股东权益 39.20 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占比 11.50%，资本公积占比 1.43%，盈余公积占比 2.31%，未分配利润占比 84.76%。公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 211.28 亿元，较年初增长 7.38%，主要系未分配利润增加所致；所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益逐年增长，但未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。



#### 4. 盈利能力

2016—2018年，公司分别实现营业收入119.33亿元、138.87亿元和153.57亿元，逐年增长，年均复合增长13.44%，主要系业务规模扩大、天然气销售收入增多所致。2016—2018年，公司净利润规模逐年增长，分别为21.62亿元、28.58亿元和29.86亿元，年均复合增长17.50%；其中归属于母公司所有者的净利润分别为16.61亿元、23.16亿元和24.29亿元。

期间费用方面，2016—2018年，公司的费用总额波动减少，年均复合减少2.23%。2017年，公司费用总额11.44亿元，同比减少11.78%，主要系财务费用减少所致。2018年，公司费用总额12.40亿元，同比增长8.35%，主要系销售费用和管理费用增长所致；其中，销售费用占比37.54%，管理费用占比54.97%，财务费用占比7.50%，以销售费用和管理费用为主。2016—2018年，公司销售费用和管理费用逐年增长，分别年均复合增长13.42%和5.80%，主要系随着公司经营规模扩大，职工薪酬及费用等相关投入增加所致；财务费用逐年减少，年均复合减少46.65%，主要系利息收入增加和利息资本化所致。2016—2018年，公司费用收入比分别为10.87%、8.24%和8.07%，逐年下降，公司费用控制能力较强。

利润构成方面，2016—2018年，投资收益占公司营业利润的比例分别为2.27%、2.26%和2.71%，其他收益占公司营业利润的比例分别为0.05%、5.19%和2.63%；营业外收入占利润总额的比例分别为5.79%、3.22%和1.10%；投资收益、其他收益和营业外收入对公司利润形成一定补充。

盈利指标方面，2016—2018年，公司营业利润率分别为32.43%、31.46%和30.43%，逐年下降，主要系天然气销售业务毛利率下降所致。2018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12.15%、11.18%和16.29%，较上年分别下降0.43个百分点、1.20个百分点和2.02个百分点；与同行业其他主要上市公司比较，公司盈利能力处于较好水平。

表8 同行业上市公司2018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	26.62	19.32	11.71
中油燃气	14.50	8.62	7.19
新奥能源	15.67	14.70	9.37
中裕燃气	29.13	17.45	9.93
<b>中燃投资</b>	<b>30.86</b>	<b>16.69</b>	<b>10.40</b>

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

2019年1—3月，公司实现营业收入60.15亿元，同比增长8.25%；实现净利润11.16亿元，同比增长8.21%，其中归属于母公司所有者的净利润9.05亿元。

总体看，近年来，随着业务规模扩大，公司收入规模逐年增长，公司期间费用控制能力强；与同行业其他主要上市公司比较，公司盈利能力处于较好水平。

#### 5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018年，随着经营规模扩大，公司经营活动现金流入和流出均逐年增长；公司经营活动现金流入分别为130.49亿元、165.35亿元和195.45亿元，年均复合增长22.39%；公司经营活动现金流出分别为99.60亿元、129.32亿元和141.71亿元，年均复合增长19.28%。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为30.89亿元、36.03亿元和53.74亿元，净流入规模逐年增多。2016—2018年，公司现金收入比分别为106.84%、108.68%和115.72%，逐年提高，

公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，2016—2018年，公司投资活动现金流入规模很小，分别为0.09亿元、0.48亿元和1.22亿元；投资活动现金流出分别为15.03亿元、13.78亿元和20.73亿元，波动增长，年均复合增长17.44%，主要系管网及配套建设等资本性支出波动增长所致。2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-14.94亿元、-13.30亿元和-19.52亿元，持续净流出。

从筹资活动来看，2016—2018年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长14.40%；2017年，公司筹资活动现金流入65.10亿元，同比减少28.17%，主要系收到其他与筹资活动有关的现金减少所致；2018年，公司筹资活动现金流入118.62亿元，同比增长82.21%，主要系取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金增长所致；其中，收到其他与筹资活动有关的现金38.02亿元，主要为收回关联方往来款。2016—2018年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长12.34%，主要系支付其他与筹资活动有关的现金波动增长所致；2018年，公司筹资活动现金流出143.31亿元，同比增长71.21%；其中，支付其他与筹资活动有关的现金69.30亿元，主要为对关联方资金拆借。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-22.91亿元、-18.61亿元和-24.69亿元，持续净流出。

2019年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额6.92亿元，投资活动产生的现金流量净额-5.83亿元，筹资活动产生的现金流量净额-4.12亿元。

总体看，2016—2018年，公司经营活动现金流持续净流入，且净流入规模逐年增长，可满足公司资本性支出需求；公司筹资需求不大，筹资活动现金持续净流出，有利于公司债务负担的持续下降。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率分别为1.31倍、1.50倍和1.48倍，波动增长，流动资产对流动负债保障程度良好；速动比率分别为1.26倍、1.42倍和1.40倍，波动增长；现金短期债务比分别为0.39倍、0.78倍和0.91倍，逐年提高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018年，公司EBITDA逐年增长，年均复合增长13.35%，主要系利润总额增长所致。2018年，公司EBITDA为46.86亿元，同比增长4.73%；其中，折旧占比13.06%，摊销占比1.63%，计入财务费用的利息支出占比7.08%，利润总额占比78.23%。2016—2018年，公司EBITDA利息倍数分别为8.33倍、12.41倍和10.77倍，EBITDA全部债务比分别为0.36倍、0.53倍和0.49倍，波动增长，EBITDA对全部债务保障程度较高。整体看，公司长期偿债能力强。

截至2019年3月底，公司为关联方提供关联担保余额合计18.45亿元，占净资产的8.73%；为关联方代开保函协议金额合计0.27亿元，占净资产的0.13%；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，公司或有负债风险一般。

截至2019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2019年3月底，公司共获得银行授信总额341.36亿元，其中已使用授信额度106.87亿元，未使用授信余额234.49亿元，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2019年5月14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。

总体看，公司短期偿债能力和长期偿债能力强，同时考虑到公司的行业地位和综合实力，公司整体偿债能力很强。

## 八、本期公司债券偿债能力分析

### 1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 103.68 亿元，本期公司债券发行总额为不超过 25.00 亿元，若全部发行，将占截至 2019 年 3 月底公司全部债务的 24.11%，对公司债务负担影响很大。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 27.38%、37.85% 和 51.80%，分别较未发行情况下提高了 6.83 个百分点、4.93 个百分点和 2.92 个百分点，公司的债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于补充公司及子公司营运资金、偿还公司、母公司及其子公司银行贷款及其他债务，公司实际债务负担将轻于上述预测值。

### 2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本期公司债券发行额度（25.00 亿元）的 1.87 倍和 7.82 倍。总体看，EBITDA 和经营现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司的行业地位和综合实力，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

## 九、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、盈利能力和行业竞争力等方面具备较强优势；近三年，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逐年增长，使得公司天然气销售量逐年增长，利润规模逐年扩大，经营获现能力强。同时，联合评级也关注到公司目前天然气采购集中度较高、天然气采购和销售价格由政府相关价格管理部门决定、公司关联方占款较多等因素对公司信用水平造成的不利影响。

由于天然气为特许经营，具有一定区域垄断性和排他性，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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

### 附件 1 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	303.23	322.66	392.49	413.34
所有者权益 (亿元)	142.36	169.69	196.76	211.28
短期债务 (亿元)	56.38	34.24	40.52	49.01
长期债务 (亿元)	46.13	49.86	55.20	54.67
全部债务 (亿元)	102.51	84.10	95.72	103.68
营业收入 (亿元)	119.33	138.87	153.57	60.15
净利润 (亿元)	21.62	28.58	29.86	11.16
EBITDA (亿元)	36.47	44.75	46.86	--
经营性净现金流 (亿元)	30.89	36.03	53.74	6.92
应收账款周转次数 (次)	6.91	6.71	6.20	--
存货周转次数 (次)	13.23	13.45	11.32	--
总资产周转次数 (次)	0.41	0.44	0.43	--
现金收入比率 (%)	106.84	108.68	115.72	107.12
总资本收益率 (%)	10.72	12.58	12.15	--
总资产报酬率 (%)	10.62	12.38	11.18	--
净资产收益率 (%)	16.33	18.32	16.29	--
营业利润率 (%)	32.43	31.46	30.43	27.51
费用收入比 (%)	10.87	8.24	8.07	7.65
资产负债率 (%)	53.05	47.41	49.87	48.89
全部债务资本化比率 (%)	41.86	33.14	32.73	32.92
长期债务资本化比率 (%)	24.47	22.71	21.91	20.56
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.33	12.41	10.77	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.36	0.53	0.49	--
流动比率 (倍)	1.31	1.50	1.48	1.55
速动比率 (倍)	1.26	1.42	1.40	1.48
现金短期债务比 (倍)	0.39	0.78	0.91	0.70
经营现金流动负债比率 (%)	26.98	35.02	38.29	4.70
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.46	1.79	1.87	--

1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数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。3. 公司 2019 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

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
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。

## 联合信用评级有限公司关于 中燃投资有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中燃投资有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中燃投资有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中燃投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中燃投资有限公司的相关状况，如发现中燃投资有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中燃投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中燃投资有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中燃投资有限公司、监管部门等。

