

China Gas Holdings Limited

（中国燃气控股有限公司）

主体长期信用评级报告

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〔2025〕11565 号

联合资信评估股份有限公司通过对 China Gas Holdings Limited（中国燃气控股有限公司）的信用状况综合分析和评估，确定 China Gas Holdings Limited（中国燃气控股有限公司）主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年十一月二十七日

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 China Gas Holdings Limited（中国燃气控股有限公司）（以下简称“该公司”）委托所出具，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，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、该评级结果自 2025 年 11 月 27 日至 2026 年 11 月 26 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。

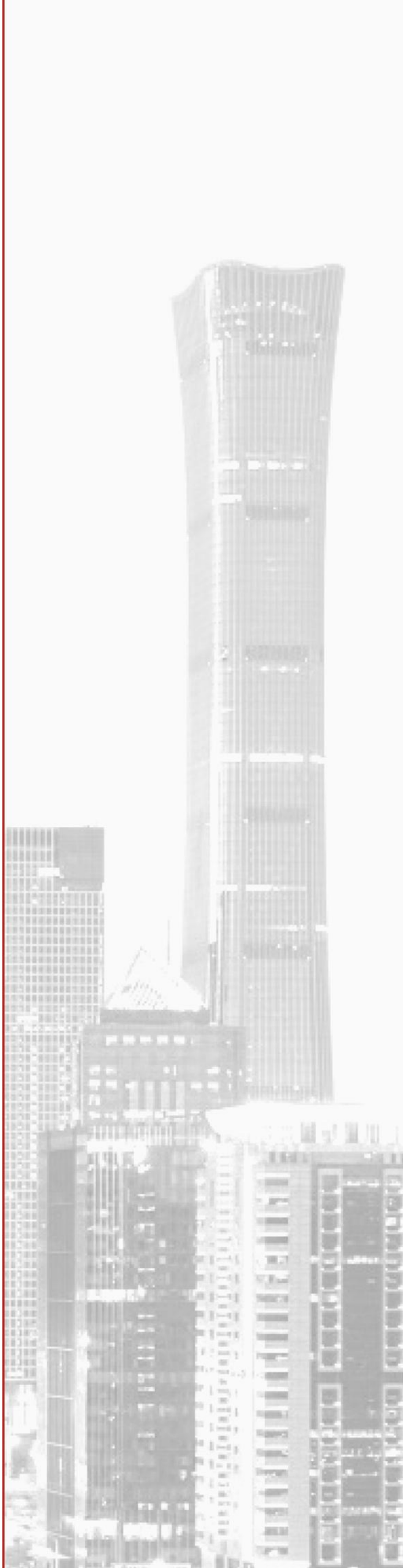
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论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。



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

主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AAA/稳定	2025/11/27

主体概况 China Gas Holdings Limited（中国燃气控股有限公司）成立于 1995 年，截至 2024/25 财年底，公司股本 0.54 亿港元，无控股股东及实际控制人；公司业务以管道天然气业务为主，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商企业。

评级观点 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、行业竞争力等方面保持明显优势，公司综合实力强。2022/23 财年—2024/25 财年，公司特许经营权项目数量保持较大规模，下游用户保持增长，带动公司燃气销量有所扩大，但受天然气市场价格波动影响，公司管道天然气销售业务收入规模有所下降；同时公司管道天然气销售业务溢利率受天然气购销价差影响较大，近年来，受益于顺价机制陆续落地，该业务溢利率持续提高。同时，受房地产行业景气度较低以及煤改气业务收尾等因素影响，公司燃气接驳业务收入及溢利率有所下降。公司资产以燃气管网等固定资产为主，资产盈利能力很强，整体资产质量良好，但合约资产及应收类款项规模较大，对公司资金形成占用。2022/23 财年—2024/25 财年底，公司有息债务规模波动下降，但因公司 EBITDA 和经营业务所得现金净额均有所下降，公司偿债能力指标表现有所减弱，但债务负担适中，债务结构合理，整体偿债指标表现很强。综合公司经营和财务表现，公司信用风险极低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 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，天然气需求或将有所增加。未来，随着公司持续深化增值业务、电力及新能源业务布局，公司合并口径的收入规模和盈利水平有望巩固提高。综合来看，公司信用状况将保持稳定。

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：应收类款项及合约资产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。
- **特许经营模式有助于公司稳定经营，公司整体售气量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。2022/23 财年以来，公司下游用户数量呈增长态势。2024/2025 财年，公司天然气销售量为 399.60 亿立方米；经营现金净流入为 64.41 亿港元。

关注

- **公司合约资产及应收类款项规模较大，对资金形成一定程度占用。**截至 2024/2025 财年底，公司合约资产为 117.54 亿港元，应收类款项（包含贸易应收帐项及其他应收帐项、应收合资公司款项和应收联营公司款项）合计 192.46 亿港元。
- **公司对上游燃气采购价格议价能力较弱，对下游居民用户无自主定价权。**燃气价格受国际形势、行业供需等多重因素影响波动较大，公司对上游燃气采购价格的议价能力较弱；下游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，公司燃气采购成本无法及时传导，进而影响公司期间盈利。
- **无实际控制人风险及权益稳定性较弱风险。**公司股权分散，无控股股东及实际控制人；股本占比很小，权益稳定性较弱。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

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	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

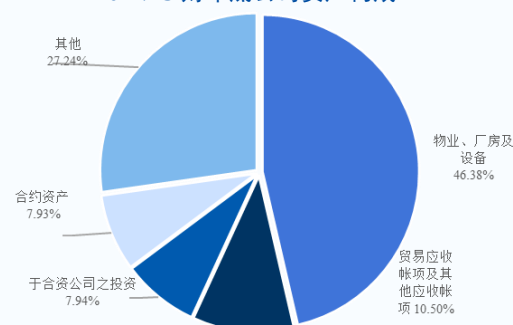
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

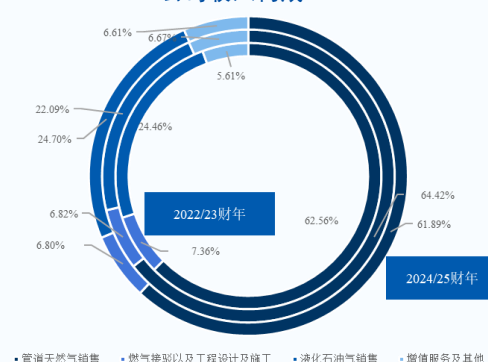
合并口径			
项 目	2022/23 财年	2023/24 财年	2024/25 财年
银行结存及现金（含已抵押银行存款）（亿港元）	106.18	82.80	91.64
资产总额（亿港元）	1572.91	1486.98	1482.21
所有者权益（亿港元）	647.90	607.47	607.27
短期债务（亿港元）	221.08	231.02	211.47
长期债务（亿港元）	392.79	361.37	392.78
全部债务（亿港元）	613.87	592.38	604.24
营业收入（亿港元）	919.88	814.10	792.58
除税前溢利（亿港元）	60.38	46.12	51.83
EBITDA（亿港元）	114.16	103.98	101.44
经营性净现金流（亿港元）	100.27	113.40	64.41
毛利率（%）	13.08	13.89	14.21
净资产收益率（%）	7.89	6.34	6.90
资产负债率（%）	58.81	59.15	59.03
全部债务资本化比率（%）	48.65	49.37	49.88
流动比率（%）	100.85	89.81	94.98
经营现金流动负债比（%）	19.37	22.51	13.73
EBITDA 利息倍数（倍）	4.45	3.62	5.21
全部债务/EBITDA（倍）	5.38	5.70	5.96
现金短期债务比（倍）	0.48	0.36	0.43

注：1. 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制；2. 2022/23—2024/25 财年的起止日期分别为 2022 年 4 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日、2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日和 2024 年 4 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日；3. 租赁负债已计入有息债务；4. 公司未披露本部口径财务数据；5. 本报告尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

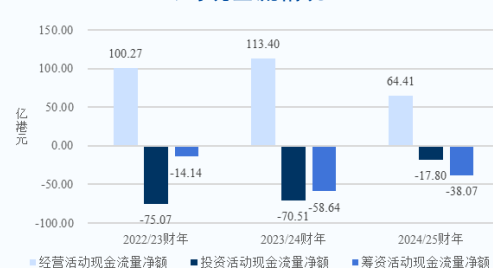
2024/25 财年底公司资产构成



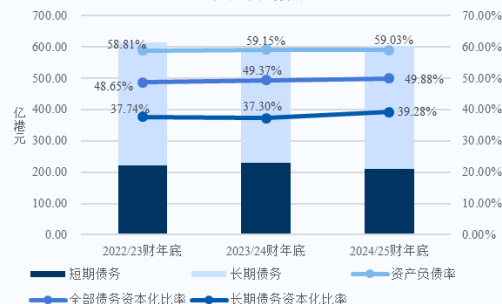
公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/10/28	李晨、樊思、邓淇匀	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
AAA/稳定	2016/09/29	高利鹏、张钰、黄露	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：肖怀玉 xiaohy@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、主体概况

China Gas Holdings Limited（中国燃气控股有限公司）（以下简称“中国燃气”或“公司”）于1995年8月22日于百慕达公司注册署登记设立。1995年10月20日，中国燃气在香港联合交易所主板公开发行并上市，股票代码为：0384.HK。

截至2024/25财年底，北京控股集团有限公司（以下简称“北控集团”）为公司第一大股东，北控集团及其附属公司在公司拥有权益股份比例为23.6%（股权结构详见附件1-1）。北控集团成立于2005年1月18日，是由北京市人民政府出资设立的国有独资公司。由于公司的股权较为分散，主要股东持有表决权均无法单独对公司股东大会决议重大事项产生直接控制作用，或者不能够单独实际支配公司行为的权利，公司不存在控股股东和实际控制人。

2024/25财年底，公司设立业务和职能中心、职能部门和事业部及企业集团（组织结构图详见附件1-2）。公司以管道天然气业务为主，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商企业。

截至2024/25财年底，公司（合并）资产总额为1482.21亿港元，权益总额为607.27亿港元（其中非控股权益68.62亿港元）；2024/25财年，公司实现收入792.58亿港元，除税前溢利51.83亿港元。

公司注册地址：Clarendon House, 2 Church Street, Hamilton HM 11, Bermuda。

二、宏观经济和政策环境分析

2025年前三季度，宏观政策呈现多维度协同发力特征，货币政策保持适度宽松精准发力，财政政策提质加力保障重点，纵深推进统一大市场建设，强化险资长周期考核，依法治理“内卷式”竞争，推动金融资源支持新型工业化发展，贷款贴息助力服务业发展，加快筑牢“人工智能+”竞争基石，服务消费提质惠民，共同构筑了经济回升向好的政策支撑体系。

2025年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。当前经济运行呈现结构分化特征：供给强于需求，价格仍然偏弱，但“反内卷”政策下通胀已出现改善。宏观杠杆率被动上升，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、企业居民需求偏弱”的格局。工业企业利润在低基数、费用压降与非经常性损益的支撑下转为正增长，但改善基础尚不牢固。信用质量总体稳定，三季度以来高低等级利差走势出现分化。

下阶段，宏观政策将紧盯全年经济增长目标，持续推进扩内需、稳增长工作，采取多种举措稳外贸。在已出台政策的持续托举下，完成全年增长目标压力较小。新型政策性金融工具等资金落地有望支撑基建，但消费与地产政策效果仍需观察，出口受前期透支与高基数影响承压，CPI或保持低位震荡，PPI降幅有望继续收窄。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年前三季度）》](#)。

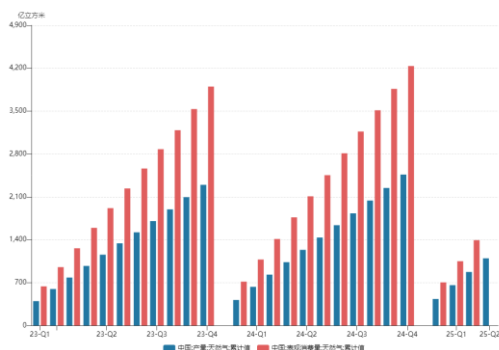
三、行业分析

2024年，全球天然气供需延续宽松态势，贸易格局持续深度调整，管道气和LNG贸易量均呈增长态势，天然气价格下跌趋势明显。2024年，中国天然气产量及消费量同比仍实现增长，管道气进口量增长较快。在“双碳”目标的驱动下，未来中国天然气需求仍将保持快速增长。

据国际能源署IEA初步统计，2024年全球天然气产量4.39万亿立方米，同比增长2.8%。2024年以来，受地缘政治冲突及极端气候等因素影响，国际LNG关键运输线路屡次出现阻航、断航，全球天然气供给受外部冲击影响加大。2024年全球天然气消费量约4.3万亿立方米，同比增长约2.8%，其中亚洲天然气消费量同比快速增长。从价格来看，俄乌过境协议临近到期等因素引发天然气价格阶段性上涨，但在能源供应多元化、可再生能源发展背景下，全球各区域天然气市场价格呈下跌趋势。2024年，荷兰天然气价格（TTF）现货均价同比下降15.1%，东北亚液化天然气（LNG）现货均价同比下降26.6%，美国亨利港天然气（HH）现货均价同比下降14%。从贸易量来看，全球天然气贸易格局持续深度调整。2024年，全球天然气贸易量约为1.25万亿立方米，同比增长1.9%，其中管道气贸易量和LNG贸易量均同比增长。欧洲LNG进口量大幅减少，亚洲进口量显著增长。

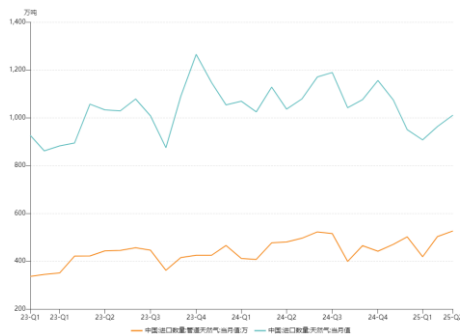
2024年，中国天然气产量保持较快增长，全年规模以上工业天然气产量约为2462亿立方米，同比增长约6.7%，已连续八年增产超过百亿立方米；天然气进口量约为1827亿立方米，同比增长9.9%，其中管道气进口量同比增长13.9%，仍保持较快增长。天然气消费方面，受中国城镇化发展、工业煤改气工程推进、“双碳”目标驱动等多重因素影响，近年来，我国天然气表观消费量呈现快速增长的趋势。2024年中国天然气表观消费量4260.5亿立方米，同比增长近8%，其中，城市燃气管道覆盖范围逐步扩大支撑居民用气稳步增长。

图表 1 • 我国天然气产量、表观消费量情况（单位：亿立方米）



资料来源：Wind

图表 2 • 我国天然气进口量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

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。2024 年，《2024 年能源工作指导意见》《天然气利用管理办法》等相关文件出台，推动天然气在新型能源体系建设的使用。未来，中国天然气需求仍将保持快速增长。

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一，燃气业务布局区域广，销售规模大，具备规模优势。中国管道燃气业务实施特许经营权，区域内具有自然垄断性。

公司成立于 1995 年，是在香港联交所上市（股票代码：0384.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。公司进入燃气领域时间较早，截至 2024/25 财年底，城市燃气业务涉及内蒙古、河北、湖北、安徽、江苏、河南、广东等省、自治区。中国管道燃气业务实施特许经营权，区域内具有自然垄断性。截至 2024/25 财年底，公司累计取得 662 个拥有专营权的管道燃气项目，累计已接驳居民用户数量 4845.18 万户，工业用户数量 2.70 万户，商业用户数量 40.38 万户，其城市燃气项目数、居民用户数等指标处于行业前列。2024/25 财年，公司天然气销售总量 399.60 亿立方米。

2 人员素质

公司管理人员从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

截至 2024/25 财年底，公司共有董事 15 名，包括执行董事 6 名，非执行董事 9 人（其中独立非执行董事 5 人），首席运营官 1 人。

刘明辉先生，1963 年 6 月出生，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，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 年以来，刘明辉先生先后担任公司执行董事、董事总经理兼总裁，现担任公司董事会主席、总裁。

黄勇先生，1963 年 4 月出生，分别于 1985 年及 1988 年获武汉大学法学学士及硕士学位。黄勇先生自 2002 年加入中国燃气起为执行总裁，2013 年 6 月以来担任公司执行董事，现担任公司执行总裁、公司执行委员会及提名委员会各自之成员。

截至 2024/25 财年，公司共有员工 77184 人，按照教育程度划分，中专及以下学历员工占 24%，大专学历员工占 36%，本科及以上学历员工占 40%。

3 信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业征信报告，截至 2025 年 10 月 20 日，公司本部（China Gas Holdings Limited）未结清的信贷记录中无不良/违约类及关注类信贷记录。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，未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

五、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构符合法规要求。

公司是依据百慕达公司法设立的有限公司，建立、健全了法人治理结构，有完善的股东大会、董事会和管理层的独立运行机制，根据公司的适用法律，公司未设置监事会或监事，但公司设立了审计监察部，以负责统筹公司全面风险管理工作，并健全风险防控体系、聚焦重大及高位风险精准管控。公司依法制定了《中国燃气控股有限公司组织章程大纲及细则》（以下简称“《细则》”），保障了公司的运营决策和效率。公司股东周年大会每个财年召开一次，除股东周年大会外，股东大会还包括股东特别大会。公司设董事会，董事会为股东大会的执行机构，公司的业务由董事会管理、执行，除法规或细则规定的应由股东大会执行的权力外，公司的其他所有权力（无论是否与公司业务相关）由董事会控制。在不损害《细则》所授予的一般权利的前提下，董事会拥有以下权利：

（1）授予某人权力或者期权，在未来的某个时日按照股票面值或议定的溢价获得分红；（2）授权公司的董事、高级人员或服务人员在某些特定业务或交易中获利，或参与公司利润、一般利润的分配，作为工资和其他报酬的补充或取代公司或其他报酬；（3）可以按照百慕达公司法的规定，决定终止公司在百慕达地区的业务并继续公司在制定国家和百慕达以外地区的业务。同时，公司设有审核委员会，由五名独立非执行董事组成，其对董事会负责，职权包括协助董事会监督公司之财务申报过程，并审阅公司中期及年度综合财务报表等。公司的高级人员包括董事、公司秘书，以及董事会决定的其他高级人员，根据百慕达公司法及《细则》，以上人士被视为高级人员。董事会可以任命公司总经理、经理或经理层，秘书和其他高级人员（如有）由董事会任命，其任命条件及任期将按照董事会的决定。

2 管理水平

公司不断完善管理制度，并持续加强对下属子公司的管控力度。

公司不断完善制度建设，在安全管理、会计核算、资金管理等方面均制定了相关规章制度。2022/23 财年以来，公司多家下属子公司被处以行政处罚，公司持续加强对下属子公司的管控力度。

安全管理方面，公司制定了《中燃集团安全管理制度》《中燃集团抢险维修体系建设工作指引》《工程合规性管理办法》《中燃集团燃气管网及附属设施第三方破坏管理实施指引》等一系列制度，对安全生产、安全检查与隐患整改、安全教育、场站安全、设备巡检安全等制度进行了规范。除此之外，公司设立了安全监察委员会、安全监察部以及 5 个安全监察中心，负责集团安全生产运营监督管理。安全监察部通过建立集团、监察中心、区域（事业部、专业公司）、项目公司四级监察体系，开展“四不两直”安全检查和全面安全评审等工作，提升公司安全管理水平，遏制重特大事故发生。公司制定了《中国燃气安全隐患排查手册》，并成立了安全委员会。中国燃气全面开展隐患排查整治专项行动，解决当前存在的各类安全隐患，杜绝事故发生。公司要求其具有控股权或者其作为第一大股东的子公司必须统一按照中国燃气的安全管理模式执行，参股公司则要求同股同权，从法律层面理清安全生产工作责任。

公司设立财务及共享中心，强化财务分析职能。财务及共享中心下设财务管理部、资金部、共享服务中心 3 个部门。公司资金采取“收支两条线”的统一管理模式，下属子公司的授信、融资及外汇等融资均需公司总部审批。公司主要采用预算审核制的方式对下属子公司财务进行管理。公司根据《企业会计准则》及国家其他有关法规，结合公司的行业特性制定了《中燃集团会计核算制度》。核算制度规定，按照中国燃气财务管理机构、人员、制度、资金、核算五统一的管理要求，在会计核算上实行统一会计政策，统一会计科目，统一核算方法，统一会计报告格式。

关联交易方面，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。公司对附属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。

六、经营分析

1 经营概况

管道天然气销售业务为公司最主要的收入来源，受燃气销售价格波动以及新增接驳用户下滑等因素影响，公司收入有所下降；受益于公司积极推进顺价机制，公司溢利率持续提升。

从收入构成来看，管道天然气销售业务为公司最主要的收入来源，2022/23 财年—2024/25 财年，公司管道天然气销售业务收入总体呈下降趋势，主要系燃气销售价格呈下降趋势及受采暖需求波动等因素影响。公司第二大收入来源为液化石油气销售业务，2022/23 财年—2024/25 财年，液化石油气（LPG）销售业务收入波动下降，主要系 LPG 贸易规模以及销售价格波动所致；燃气接驳以及工程设计及施工业务收入持续下降，主要系房地产政策趋紧，新增燃气接驳工程受到一定影响以及煤改气业务收尾导致新增居民接驳数减少所致；增值服务及其他业务收入变动不大。

溢利率方面，公司管道天然气销售业务溢利率持续提高，主要系公司积极推进顺价机制以获取额外价差所致；液化石油气销售业务溢利率波动下降，主要系受市场行情影响，LPG 贸易规模波动所致；燃气接驳以及工程设计及施工业务溢利率持续下降，主要系物料及人工成本上涨以及新增安装户数增速放缓导致单位成本增加所致；增值服务及其他业务溢利率基本保持稳定。综上影响，2022/23 财年—2024/25 财年，公司溢利率持续提高。

图表 3 • 公司收入及溢利率情况（单位：亿港元）

业务板块	2022/23 财年			2023/24 财年			2024/25 财年		
	收入	占比	溢利率	收入	占比	溢利率	收入	占比	溢利率
管道天然气销售	575.51	62.56%	5.07%	524.45	64.42%	5.84%	490.49	61.89%	6.74%
燃气接驳以及工程设计及施工	67.76	7.36%	24.31%	55.52	6.82%	23.49%	53.92	6.80%	20.27%
液化石油气销售	225.00	24.46%	0.30%	179.81	22.09%	0.67%	195.75	24.70%	0.27%
增值服务及其他	51.62	5.61%	37.60%	54.32	6.67%	36.97%	52.41	6.61%	41.16%
合计	919.88	100.00%	7.25%	814.10	100.00%	7.98%	792.58	100.00%	8.34%

注：溢利率=板块溢利/收入
资料来源：公司提供

2 业务经营分析

（1）天然气业务

2022/23 财年—2024/25 财年，公司天然气销量波动增长，但新增燃气接驳居民客户有所下滑。受益于价格联动机制逐步落实，公司燃气销售价格与市场价格联动性增强。公司与中石油、中石化、中海油等公司建立了长期的战略合作关系，气源供应较为稳定，但公司天然气采购议价能力较弱。

公司是以销售天然气作为主要业务的运营服务商。公司通过招投标获取城市及乡镇管道燃气专营权。在此基础上，公司在全国多个城市及华北、山东等地的乡镇经营管道燃气销售业务，专营权期限一般为 30 年，在此期间，公司成为该区域唯一一家燃气运营商。取得专营权后，公司会以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，公司将投资铺设各类压力燃气管网，并为下游的各类用户（包括工商业用户、居民用户等）提供建筑区划红线内燃气工程勘察、设计、施工、监理、验收等服务，并为此等服务收取与工程建设相关的服务费和材料费等费用。用户实现正常通气后，公司将通过合理的售气毛利来获得利润。

①管道燃气网络建设

公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一。截至 2024/25 财年底，公司累计取得 662 个拥有专营权的管道天然气项目，累计已建成 56.27 万公里燃气管网，较上财年底增长 1.44%。

具体来看，2022/23 财年—2024/25 财年，公司居民用户新增接驳数量逐年下降，主要系房地产行业景气度不佳以及煤改气接近尾声等导致接驳需求下降。其中，2024/25 财年，公司无乡镇燃气项目新接驳用户；城市燃气项目新接驳用户较上财年下降 11.83%，下降幅度较大。截至 2024/25 财年底，公司累计已接驳的居民用户为 4845.18 万户，较上财年底增长 3.0%。2022/23 财年—2024/25 财年，公司居民用户燃气接驳费用基本保持稳定。2022/23 财年—2024/25 财年，在宏观经济景气度较低的背景下，公司持续挖掘大

客户，与产业集团和政府合作，并积极开展“瓶改管”替换工程，新增接驳工商业用户数呈增长趋势。2022/23 财年—2024/25 财年，工、商业用户燃气接驳费均持续下降。

加气站方面，2022/23 财年—2024/25 财年，公司压缩/液化天然气加气站数量持续下降，主要系受新能源汽车行业冲击影响，汽车加气需求减少所致。

图表 4 • 公司已接驳用户及加气站情况

项目	2022/23 财年	2023/24 财年	2024/25 财年
累计已建管道总长（千公里）	551.69	554.76	562.73
累计城市与乡镇燃气项目数目（个）	661	662	662
已接驳居民用户（万户）	4539.47	4705.13	4845.18
其中：城市燃气项目	3697.00	3855.84	3995.89
乡镇燃气项目	842.47	849.29	849.29
已接驳工业用户（万户）	2.21	2.45	2.70
已接驳商业用户（万户）	32.93	35.96	40.38
压缩/液化天然气加气站（个）	533	516	488

资料来源：公司提供

②天然气销售

2022/23 财年—2024/25 财年，在用户数量增长、用气需求波动的综合影响下，公司天然气销量波动增长，其中 2023/24 财年公司通过管道与贸易销售的天然气销量同比增幅较大，主要系公司加强推进国际直采与国际贸易业务所致，2024/25 财年因国内外天然气价格价差较小，贸易销量同比下降；通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气数量持续小幅增长，2024/25 年受暖冬影响居民用气量同比下降；压缩/液化天然气加气站销售数量持续下降，主要系新能源汽车对燃气车的替代效应较强所致。未来公司将通过优化低效资产配置、推进油气电气一体化综合能源服务站转型升级等措施，实现加气站业务的持续发展。

销售价格方面，公司项目所在地建立天然气终端销售价格联动机制，即以区域燃气企业采购气源的加权平均价格为基础，结合配气成本核定各子公司销售价格，实现了一定的终端销售价格与市场采购价联动调整。通常，非居民用户可执行季度或月度调价机制，居民用气价格调整周期原则上不超过 12 个月，并针对用气峰谷差显著区域可调整为半年或分淡旺季实施差异化调整。燃气价格调整可能会存在一定的滞后，并可能对公司盈利产生一定的影响。2022/23 财年—2024/25 财年，在公司天然气采购价格波动下降的态势下，整体售气价格波动下降；受益于价格联动机制逐步落实，公司居民用户售气价持续提升，价差有所扩大。

图表 5 • 公司天然气业务经营情况

项目	2022/23 财年	2023/24 财年	2024/25 财年
通过管道与贸易销售的天然气（亿立方米）	162.44	181.85	164.42
通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气（亿立方米）	230.04	235.13	235.18
其中：居民用户（亿立方米）	83.83	86.67	84.88
工业用户（亿立方米）	112.12	112.49	113.61
商业用户（亿立方米）	28.87	31.27	32.43
压缩/液化天然气加气站（亿立方米）	5.22	4.70	4.27
城镇项目售气价（不含税）（元/立方米）	3.32	3.33	3.29
其中：居民用户（元/立方米）	2.71	2.97	3.00
工业用户（元/立方米）	3.63	3.49	3.38
商业用户（元/立方米）	3.69	3.66	3.62
压缩/液化天然气加气站（元/立方米）	4.31	4.10	4.05

注：上述统计口径含公司合营及联营企业

资料来源：公司提供

③天然气采购

气源采购方面，公司燃气采购通过总部与上游主要供气商建立长期友好战略合作关系，总部再通过区域化管理延伸手段，在最大化争取气源指标的前提下，由项目公司与燃气供应商签订燃气年度采购合同。公司天然气采购价格以国家发改委定价为基础，结合各用气区域的实际情况协商确定采购价格。结算方式方面，由于天然气上游通常要求购气方预付气款、支付用气保证金或者提供银行保函，通常实行先款后气；根据从上游购气量的差异情况，设有周结算、10 日结算、半月结算和月结算等结算周期；以电汇和现金支票等结算方式为主。

为保障公司气源供应，公司与中国石油天然气集团有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司（以下简称“中石化”）、中国海洋石油有限公司（以下简称“中海油”）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主要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。公司下设中燃天然气智慧交易（深圳）有限公司，其主要统筹公司管道气贸易及采购 LNG 现货作为补充气源。虽然公司在气源紧张的区域与上游燃气供应商签订照付不议采购合同，但公司获取气源仍大范围内受上游供应商的影响，议价能力较弱。

2022/23 财年—2024/25 财年，受下游需求影响，公司燃气采购数量波动增长，其中向中石油、中石化、中海油的采购量占比较高。同期，公司采购均价波动下降，主要受市场价格影响。

图表 6 • 公司采购情况（单位：亿立方米）

年份	供应商名称	协议模式	采购量	采购量占比
2022/23 财年	中石油	照付不议	180.32	46.00%
	中石化	照付不议	27.44	7.00%
	中海油	照付不议	7.84	2.00%
	其他	每年与省天然气管网公司或其他管道公司签订框架协议或直接于现货市场采购	176.40	45.00%
	合计	--	392.00	100.00%
2023/24 财年	中石油	照付不议	208.00	51.00%
	中石化	照付不议	28.00	7.00%
	中海油	照付不议	12.00	3.00%
	其他	每年与省天然气管网公司或其他管道公司签订框架协议或直接于现货市场采购	159.00	39.00%
	合计	--	407.00	100.00%
2024/25 财年	中石油	照付不议	223.00	55.00%
	中石化	照付不议	28.00	7.00%
	中海油	照付不议	12.00	3.00%
	其他	每年与省天然气管网公司或其他管道公司签订框架协议或直接于现货市场采购	142.00	35.00%
	合计	--	405.00	100.00%

资料来源：公司提供

（2）液化石油气（LPG）业务

2022/23 财年—2024/25 财年，受 LPG 市场价格波动影响，公司 LPG 业务贸易规模有所下降。

截至 2024/25 财年底，公司产业布局包括进口、码头、贸易、仓储、物流、充装、配送、零售全产业链，公司液化石油气业务覆盖全国 22 个省、市、自治区，运营 5 座液化石油气专用码头及 5 座大型石化产品仓储物流基地。

2022/23 财年—2024/25 财年，公司液化石油气采购量持续下降，主要系各区域、各品类产品需求波动加剧，贸易业务规模有所收缩所致。2024/25 财年，公司液化石油气前五大供应商采购量占比 39.17%（2023/24 财年为 44.20%），集中度较高。2022/23 财年—2024/25 财年，受终端市场受各地政府监管及市场整合影响，公司液化石油气业务需求减弱，销量持续下降；随着公司 LPG 采购

价格波动影响，公司液化石油气销售均价波动下降。公司通过利用现有的 LPG 码头、仓储、船队与车队，搭建国内运贸平台并扩大国内分销能力，将有望逐步提升对 LPG 资产的利用率。同时，公司持续推进终端业务规模化经营，通过利用上、下游一体化的优势，有望实现气源采购、储配资源和市场覆盖的合理配置。

图表 7 • 公司液化石油气的采销情况表

项目	2022/23 财年	2023/24 财年	2024/25 财年
采购量（万吨）	415.53	402.17	389.75
平均采购价格（元/吨）	4938.63	3838.78	4409.94
销售量（万吨）	413.20	399.60	386.80
平均销售单价（元/吨）	5445.30	4499.75	5060.75

资料来源：公司提供

（3）增值服务

2022/23 财年—2024/25 财年，公司增值服务收入持续增长，其较高的溢利率对公司盈利水平形成有利补充。

公司在发展核心燃气业务的基础上，加速发展新零售等非燃气销售业务。公司在用户中拓展自有品牌“中燃宝”燃气具等增值服务业务。公司服务的用户群随着接驳率的不断提升而迅速扩大，截至 2024/25 财年底，公司管道燃气和瓶装液化石油气用户超过 5000 万户，燃气供应覆盖城镇人口超过 2 亿，增值服务客户网络的潜在附加值大。2022/23 财年—2024/25 财年，公司通过优化产品结构、加强零售能力建设等，实现增值服务销售收入持续增长，年均复合增长 3.92%；因域内用户覆盖范围增加、精细化运营等因素，公司增值服务溢利率从 43.31%提高至 46.89%。

3 经营效率

2022/23 财年—2024/25 财年，公司经营效率有所波动，与同行业公司相比属于较低水平。

从经营效率来看，2022/23 财年—2024/25 财年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数有所波动，整体变动不大。与同行业公司相比，公司燃气接驳业务周转情况较差导致存货周转率较低，此外合约资产及应收类款项占用资金规模较大导致总资产周转率较低。

图表 8 • 2024/25 财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
公司	15.08	11.16	0.53
华润燃气控股有限公司	58.27	9.66	0.76
新奥能源控股有限公司	60.37	24.37	1.06

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：联合资信根据公开资料整理

4 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工程和电力及新能源项目，未来投资压力不大。

截至 2024/25 财年末，公司主要在建工程主要围绕城市燃气管网及配套建设工程和储能项目，主要在建工程预计总投资 9.90 亿元，尚需投资 6.89 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。

图表 9 • 2024/25 财年底公司主要在建工程情况

项目	预计投资总额（亿元）	截至 2024/25 财年底投资金额（亿元）	工程进度
黄冈中燃高压管网改造工程（东西线工程）项目	5.80	2.26	38.97%
巴斯夫杉杉电池材料有限公司储能电站 40MW/80MWh 储能系统工程项目	1.08	0.00	0.00
河南金利金锌有限公司 60MW/120MWh 储能电站项目	1.55	0.00	0.00
孝感中燃第二气源工程	1.47	0.75	51.02%
合计	9.90	3.01	--

资料来源：联合资信根据公司资料整理

在国内能源结构优化政策密集出台、深化天然气价格市场化改革等背景下，公司将坚持“安全为基、效益为本、创新为魂”的核心原则，构建更具弹性的供应链体系，探索“智慧燃气+综合能源服务”新模式，打造差异化竞争优势；不断夯实技术基础、推动商业模式创新，成为以科技赋能社会、提供全方位智能化美好生活服务的综合性科技集团。

七、财务分析

公司提供的 2022/23 财年—2024/25 财年财务报告经德勤·关黄陈方会计师行审计，审计意见为：该等综合财务报表根据香港财务报告准则真实而中肯地反映了公司于 2023 年 3 月 31 日、2024 年 3 月 31 日和 2025 年 3 月 31 日的综合财务状况及截至前述日期止年度的综合财务表现及综合现金流量，并已遵照香港《公司条例》的披露要求妥为拟备。公司综合财务报表按《香港财务报告准则》编制。2022/23 财年—2024/25 财年，公司合并范围变化较小且公司主营业务未发生变化，公司财务数据可比性强。截至 2024/25 财年底，公司合并范围主要子公司 92 家。

1 资产质量

2022/23 财年—2024/25 财年底，公司资产规模略有下降，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，但公司合约资产及应收类款项规模较大，对公司资金形成占用。

流动资产方面，2022/23 财年—2024/25 财年底，公司银行结存及现金规模波动下降，主要系公司偿还债务及经营活动现金流规模有所下降所致；存货规模持续下降，主要系天然气价格下降及 LPG 贸易规模下降导致相关存货账面价值下降所致，截至 2024/25 财年底，公司存货主要由建材（占 49.99%）、增值产品及服务消耗品（占 17.80%）、天然气及液化石油气（占 21.40%）构成。2022/23 财年—2024/25 财年底，贸易应收账款及其他应收账款波动下降，其中，截至 2023/24 财年底，公司贸易应收账款及其他应收账款较上财年底下降 7.08%，主要系购买天然气及液化石油气已付按金减少所致。截至 2024/25 财年底，贸易应收账款 57.00 亿港元，一年以内账期的贸易应收账款（扣除减值亏损）金额占比 51.56%；其他应收账款变动不大，主要包括工程及其他材料已付按金、购买天然气及液化石油气已付按金及预付予分包商之款项等。2022/23 财年—2024/25 财年底，公司合约资产波动下降，主要系公司燃气管道建设等项目进度和确认收入时间存在差异所致。公司应收合资公司款项主要由公司向合资公司提供的无抵押、免息且按要求偿还的非贸易性质款项，2022/23 财年—2024/25 财年底，公司应收合资公司款项波动下降，其中 2024/25 财年底，公司应收合资公司款项较上财年底下降 44.48%，主要系公司控制信贷风险，压降相关往来款项。

非流动资产方面，2022/23 财年—2024/25 财年底，公司物业、厂房及设备账面价值整体变动不大，主要由管道资产（2024/25 财年底占 69.66%）构成，燃气业务采用特许经营权模式且具有公共服务业务属性，该部分资产较为优质，公司整体盈利能力很强。公司于联营公司之投资及于合营公司之投资企业主要为参股的地方燃气企业，其中，截至 2024/25 财年底，公司计入联营公司之投资成本的商誉合计 28.69 亿港元，主要联营公司为哈尔滨中庆燃气有限责任公司及其附属公司、中裕能源控股有限公司及其附属公司和沈阳沈西燃气有限公司及其附属公司等；计入合营公司之投资成本的商誉合计 2.30 亿港元，主要合资公司包括福建省安然燃气投资有限公司及其附属公司、深圳市兴业中燃清洁能源有限责任公司及平台公司和山东石油天然气股份有限公司及其附属公司等，截至 2024/25 财年底，公司未对上述商誉计提减值。

截至 2024/25 财年底，公司受限资产主要为已抵押的银行存款 3.10 亿港元，已抵押的固定资产和投资性房地产 68.98 亿港元；受限资产总额 72.08 亿港元，占公司资产总额的 4.86%。除此之外，截至 2024/25 财年底，公司尚有若干附属公司的资产抵押给银行以获得贷款额度。

图表 10 • 公司资产主要构成

科目	2022/23 财年底		2023/24 财年底		2024/25 财年底	
	金额（亿港元）	占比	金额（亿港元）	占比	金额（亿港元）	占比
流动资产	522.20	33.20%	452.47	30.43%	445.48	30.05%
存货	56.55	10.83%	47.31	10.46%	42.85	9.62%
贸易应收账款及其他应收账款	167.02	31.98%	155.20	34.30%	155.62	34.93%
应收合资公司款项	59.60	11.41%	63.15	13.96%	35.06	7.87%
合约资产	127.07	24.33%	102.61	22.68%	117.54	26.38%
银行结存及现金	106.18	20.33%	82.80	18.30%	88.53	19.87%

非流动资产	1050.71	66.80%	1034.51	69.57%	1036.73	69.95%
物业、厂房及设备	668.91	63.66%	675.21	65.27%	687.49	66.31%
于联营公司之投资	102.46	9.75%	100.06	9.67%	97.86	9.44%
于合资公司之投资	120.45	11.46%	120.34	11.63%	117.74	11.36%
资产总额	1572.91	100.00%	1486.98	100.00%	1482.21	100.00%

注：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；银行结存及现金未包含已抵押银行存款部分
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2022/23 财年—2024/25 财年底，公司所有者权益规模有所下降，但其构成变动不大，权益结构中储备占比较高，所有者权益结构较为稳定。

2022/23 财年—2024/25 财年底，公司权益总额有所下降，主要系汇率折算导致汇兑储备变动所致。从构成来看，截至 2024/25 财年底，公司非控股权益占权益总额的 11.30%；归属公司拥有人之权益占权益总额的 88.70%，其中，储备占权益总额的 88.61%。公司所有者权益结构较为稳定。

（2）负债

公司有息债务规模受汇率影响波动下降，有息债务结构以长期债务为主，公司整体债务负担一般。

2022/23 财年—2024/25 财年底，公司贸易应付账款及其他应付账款持续下降，主要系燃气接驳及液化石油气销售业务规模有所下降导致安装工程应付款及液化石油气应付款等规模下降所致。截至 2024/25 财年底，贸易应付账款及应付票据合计 125.27 亿港元；其他应付账款合计 42.20 亿港元，主要由已收保证金及按金、其他应付款项及应计费用和应付工程费用构成。

公司合约负债包括燃气管道建设建造合约（主要为工程预收款）和购买管道燃气、液化石油气及其他销售（主要为用户缴纳的管道燃气及液化石油气预付款）构成，2022/23 财年—2024/25 财年底，公司合约负债持续下降，主要系燃气管道建设建造合约规模下降所致。

2022/23 财年—2024/25 财年底，公司银行及其他借贷合计分别为 600.11 亿港元、590.65 亿港元和 602.31 亿港元，规模有所波动，主要系受汇率影响所致。截至 2024/25 财年底，公司银行借贷中，于一年内到期占 35.00%，两年以上到期占 52.17%；有抵押借贷占 9.78%，无抵押借贷占 90.22%；银行借贷占 67.33%，其他借贷占 32.67%。

有息债务方面，2022/23 财年—2024/25 财年底，公司有息债务波动下降，主要受汇率影响所致。截至 2024/25 财年底，公司全部债务为 604.24 亿港元，较上财年底增长 2.00%。其中，短期债务占 35.00%，长期债务占 65.00%，债务结构较上财年底变动不大。公司全部债务 1 年内到期的占 35.00%、1~2 年的占 12.84%、2~5 年的占 46.10%、5 年以上的占 6.06%。公司债务期限结构较为合理。2022/23 财年—2024/25 财年底，公司资产负债率及全部债务资本化率呈增长趋势，但仍处于合理水平。

图表 11 • 公司负债主要构成

科目	2022/23 财年底		2023/24 财年底		2024/25 财年底	
	金额（亿港元）	占比	金额（亿港元）	占比	金额（亿港元）	占比
流动负债	517.80	55.98%	503.82	57.28%	469.02	53.61%
贸易及其他应付账款	195.57	37.77%	176.29	34.99%	167.47	35.71%
合约负债	90.80	17.54%	85.68	17.01%	79.21	16.89%
银行及其他借贷-于一年内到期	219.08	42.31%	230.43	45.74%	210.82	44.95%
非流动负债	407.21	44.02%	375.68	42.72%	405.92	46.39%
银行及其他借贷-于一年后到期	381.03	93.57%	360.22	95.88%	391.49	96.45%
负债总额	925.01	100.00%	879.50	100.00%	874.94	100.00%

注：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
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 12 • 公司债务指标情况

项目	2022/23 财年底	2023/24 财年底	2024/25 财年底
短期债务（亿港元）	221.08	231.02	211.47
长期债务（亿港元）	392.79	361.37	392.78
全部债务（亿港元）	613.87	592.38	604.24
长期债务资本化比率（%）	37.74	37.30	39.28
全部债务资本化比率（%）	48.65	49.37	49.88
资产负债率（%）	58.81	59.15	59.03

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

3 盈利能力

2022/23 财年—2024/25 财年，公司收入总额和除税前溢利均呈下降趋势，总资产收益率及净资产收益率随之有所下降，但公司盈利规模保持很大。

2022/23 财年—2024/25 财年，公司收入及销售成本均持续下降，主要系天然气和液化石油气购销价格均呈下降趋势的同时销量有所下降导致天然气销售和液化石油气销售收入均有所下降。其他收入主要由利息收入、政府补贴等构成，期间费用主要由销售及分销成本、行政开支及财务费用构成，持续下降，主要系销售及分销成本和财务费用有所下降所致。

非经常性损益方面，公司其他收益及亏损主要系对外投资公允价值变动、贸易应收账款及其他应收账款和合约资产减值亏损净额等构成，2022/23 财年—2024/25 财年，公司其他收益及亏损金额波动下降，其中 2023/24 财年因计提减值及公司发行以贸易应收账款产生的现金流抵押的债务融资工具导致金融资产终止确认发生亏损等事项同比下降 321.76%；2024/25 财年因出售广州华凯石油燃气有限公司等附属公司股权获得收益，其他亏损规模有所下降。2022/23 财年—2024/25 财年，公司投资收益（应占联营公司损益和应占共同控制实体损益）有所波动，主要受参股企业的城市燃气业务经营表现波动以及业务相关补贴金额变动共同影响所致。

受上述因素影响，2022/23 财年—2024/25 财年，公司除税前溢利、总资本收益率及净资产收益率均呈下降趋势，与同行业公司相比，公司盈利指标处于行业一般水平。

图表 13 • 公司盈利能力变化情况（亿港元）

项目	2022/23 财年	2023/24 财年	2024/25 财年
收入	919.88	814.10	792.58
销售成本	799.54	701.06	679.95
期间费用（含销售及分销成本、行政开支及财务费用）	79.59	78.36	73.54
其他收入	13.74	12.13	9.97
其他收益及亏损	3.45	-7.63	-1.64
投资收益（含应占联营公司损益和应占共同控制实体损益）	2.44	6.96	4.41
除税前溢利	60.38	46.12	51.83
毛利率（%）	13.08	13.89	14.21
总资本收益率（%）	5.52	4.98	4.66
净资产收益率（%）	7.89	6.34	6.90

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 14 • 2024/25 财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（%）
公司	14.21	4.71	6.03
华润燃气控股有限公司	17.78	6.28	9.98
新奥能源控股有限公司	12.20	9.24	13.64

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

2022/23 财年—2024/25 财年，公司经营业务所得现金呈净流入状态且规模较大，能满足投资活动现金支出需求。

2022/23 财年—2024/25 财年，公司经营活动现金流净额波动下降，其中 2024/25 财年同比下降 43.20%，主要系该期采暖季为暖冬，所收预付款减少及公司加大工商户的接驳业务拓展、合同资产增加所致；投资活动现金净流出规模持续下降，其中，2024/25 财年同比下降 74.76%，主要系公司添置物业、厂房及设备就收购上述资产所付定金规模下降及合资公司还款规模增加所致。2022/23 财年—2024/25 财年，公司经营活动所得现金净流入能够满足投资活动净流出需求，但为满足债务正常滚动需求，公司仍存在一定对外融资需求，融资活动现金保持净流出，且净流出规模波动增长，其中 2024/25 财年净流出规模同比有所下降。

图表 15 • 公司现金流量情况（单位：亿港元）

项目	2022/23 财年	2023/24 财年	2024/25 财年
经营业务所得现金净额	100.27	113.40	64.41
投资活动所用现金净额	-75.07	-70.51	-17.80
融资活动前现金净额	25.20	42.89	46.61
融资活动所用现金净额	-14.14	-58.64	-38.07

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

5 偿债指标

2022/23 财年—2024/25 财年底，公司偿债指标表现有所减弱，但公司业务可持续性较强，公司偿债指标整体表现很好。同时，公司为香港上市公司，2024/25 财年底尚未使用的授信额度规模大，直接及间接融资渠道畅通，良好的再融资条件为公司提供了流动性保障。

从短期偿债能力指标看，2022/23 财年—2024/25 财年底，公司流动比率、速动比率波动下降，现金短期债务比波动下降，主要系公司现金类资产波动下降所致；公司流动负债、经营现金流规模均有所下降，经营现金流动负债比表现减弱。从长期偿债能力指标看，2022/23 财年—2024/25 财年，公司 EBITDA 持续下降，EBITDA 对全部债务的保障倍数有所下降。考虑到公司业务可持续性较强，公司偿债指标整体表现很好。

截至 2024/25 财年底，公司在银行共获得授信额度为 1536.42 亿港元，已使用授信金额为 603.32 亿港元，未使用授信金额为 933.09 亿港元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为香港上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2024/25 财年底，公司对联营及合营企业提供担保总额 106.78 亿港元，占公司权益总额的 17.58%。

截至 2024/25 财年底，公司作为被告涉及的重大未决诉讼案件 4 起，其中 1 起为合同纠纷，涉案金额约 1.66 亿元；2 起为购股权相关的香港高等法院诉讼，涉及公司股份共计 1.10 亿股；1 起为解雇相关的香港高等法院诉讼。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2022/23 财年	2023/24 财年	2024/25 财年
短期偿债指标	流动比率（%）	100.85	89.81	94.98
	速动比率（%）	89.93	80.42	85.84
	现金短期债务比（倍）	0.48	0.36	0.43
	经营现金流动负债比（%）	19.37	22.51	13.73
长期偿债指标	EBITDA（亿港元）	114.16	103.98	101.44
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.45	3.62	5.21
	全部债务/EBITDA（倍）	5.38	5.70	5.96

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

八、ESG 分析

公司主营城市燃气业务，属于环境友好型企业。同时，公司在治理方面表现有待提升。

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。同时，2024/25 财年，公司光伏领域重点推进项目累计投建 59.5MW，总装机规模达 135MW，并探索“储能+”业务模式，整合光伏、充电桩、工业节能等业务场景，聚合多业态资源构建虚拟电厂，在长三角、大湾区等重点区域推进综合能效服务。

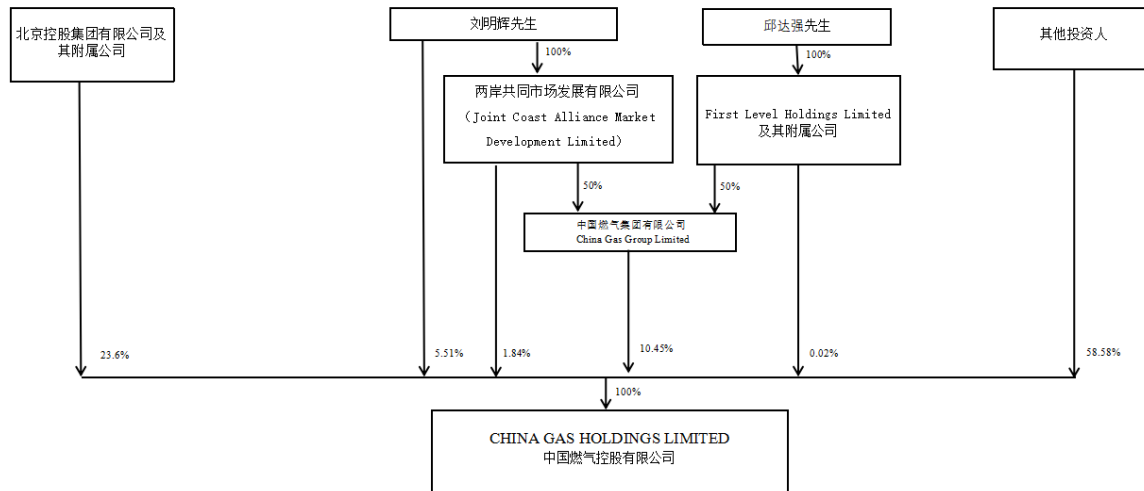
社会责任方面，截至 2024/25 财年底，公司员工中女性占比 38%。2024/25 财年，公司员工培训总时长 449.70 万小时，雇员流失比率 18%。公益捐赠方面，2024/25 财年，公司开展社会公益事业的资金总额（含捐赠物资折价）为 88.4 万港元。安全方面，2024/25 财年，公司安全生产投入 22 亿港元，百万工时工伤事故率（员工）0.0148 起/百万工时。

公司治理方面，公司法人治理结构符合法规要求，2022/23 财年以来，公司无重大监管处罚，但公司多家下属子公司被处以行政处罚，公司对子公司的管理有待提升。

九、评级结论

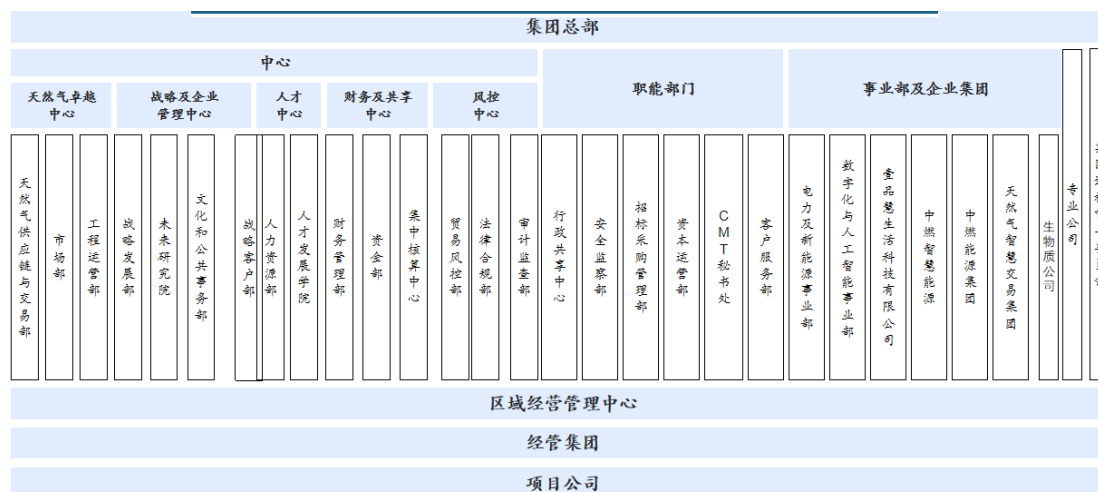
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2024/25 财年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2024/25 财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 2024/25 财年底）

子公司名称	缴足已发行股本/ 注册资本	本公司所持已发行股本/注 册资本面值比例（%）	主要业务
中燃燃气实业（深圳）有限公司	2.35 亿美元	100.00	投资控股及库务
中燃投资有限公司	2.50 亿美元	100.00	投资控股及库务

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	2022/23 财年	2023/24 财年	2024/25 财年
财务数据			
银行结存及现金（含已抵押银行存款）（亿港元）	106.18	82.80	91.64
资产总额（亿港元）	1572.91	1486.98	1482.21
权益（亿港元）	647.90	607.47	607.27
短期债务（亿港元）	221.08	231.02	211.47
长期债务（亿港元）	392.79	361.37	392.78
全部债务（亿港元）	613.87	592.38	604.24
营业总收入（亿港元）	919.88	814.10	792.58
除税前溢利（亿港元）	60.38	46.12	51.83
EBITDA（亿港元）	114.16	103.98	101.44
经营性净现金流（亿港元）	100.27	113.40	64.41
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.44	2.39	2.51
存货周转次数（次）	14.08	13.50	15.08
总资产周转次数（次）	0.57	0.53	0.53
毛利率（%）	13.08	13.89	14.21
总资本收益率（%）	5.52	4.98	4.66
净资产收益率（%）	7.89	6.34	6.90
长期债务资本化比率（%）	37.74	37.30	39.28
全部债务资本化比率（%）	48.65	49.37	49.88
资产负债率（%）	58.81	59.15	59.03
流动比率（%）	100.85	89.81	94.98
速动比率（%）	89.93	80.42	85.84
经营现金流动负债比（%）	19.37	22.51	13.73
EBITDA 利息倍数（倍）	4.45	3.62	5.21
全部债务/EBITDA（倍）	5.38	5.70	5.96
现金短期债务比（倍）	0.48	0.36	0.43

注：1.2022/23—2024/25 财年的起止日期分别为 2022 年 4 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日、2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日和 2024 年 4 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日；2.租赁负债已计入有息债务

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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%
除税前溢利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收客户之合约工程款项+平均贸易及其他应收款项+平均应收联营公司款项+平均应收合资公司款项+平均合约资产)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/权益×100%
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+权益)×100%
担保比率	担保余额/权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

现金类资产=银行结存及现金+已抵押银行存款

短期债务=银行及其他借贷-于一年内到期

长期债务=银行贷款-于一年后到期

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前溢利+财务费用+物业、厂房及设备之折旧+无形资产摊销

利息支出=资本化利息支出+财务费用

权益总额=归属公司拥有人之权益+非控股权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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 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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在中国燃气控股有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。