



2023年河南蓝天燃气股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2023年河南蓝天燃气股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
蓝天转债	AA	AA

评级观点

- 该评级结果是考虑到：河南蓝天燃气股份有限公司（以下简称“蓝天燃气”或“公司”，股票代码“605368.SH”）仍主要从事河南省内的管道天然气业务和城市燃气业务，气源优势明显，管道天然气及城市燃气业务发展仍具备协同效应，且业务现金生成能力保持较好；同时中证鹏元也关注到，公司城市天然气盈利水平受天然气价格政策影响较大，2023年上半年管道天然气需求量增长乏力，面临一定的重要供应商依赖风险，公司控股股东及实际控制人面临一定股票质押风险等风险因素。

评级日期

2023年10月13日

联系方式

项目负责人：邹火雄
 zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：黎云云
 liyy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.6	2022	2021	2020
总资产	58.89	62.47	51.47	37.07
归母所有者权益	35.01	36.62	29.09	18.49
总债务	8.52	7.66	8.41	7.60
营业收入	25.48	47.54	39.01	35.52
净利润	3.36	5.98	4.21	3.33
经营活动现金流净额	2.23	8.30	6.48	5.92
净债务/EBITDA	--	-0.38	-0.36	0.44
EBITDA利息保障倍数	--	24.30	21.51	13.93
总债务/总资本	19.31%	17.14%	22.43%	29.09%
FFO/净债务	--	-170.98%	-186.98%	149.44%
EBITDA利润率	--	19.94%	17.86%	17.05%
总资产回报率	--	14.15%	13.03%	13.16%
速动比率	0.69	0.81	0.79	0.49
现金短期债务比	1.23	1.95	1.52	0.85
销售毛利率	22.18%	21.06%	19.23%	17.94%
资产负债率	39.56%	40.69%	43.46%	50.01%

注：2021、2022年公司净债务/EBITDA、FFO/净债务指标均为负，主要系公司净债务为负。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-6月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司主营业务具备产业链协同和区域先发优势，气源优势明显。**公司作为河南省内的区域燃气企业，主要从事省内部分地区的管道天然气业务、城市燃气等燃气业务。公司燃气业务具备区域垄断性优势，截至 2023 年 6 月末，公司已建成并运营四条管道天然气高压管线全长 477.02 公里（含长葛支线的长输管线部分）；获得 23 个城市燃气特许经营权，服务用户数约 130 万户。公司中游管道天然气业务为下游城市燃气销售业务提供了稳定的气源保障，同时城市燃气业务为中游管道天然气业务提供了的市场需求，展现了较强的产业链协同效应。
- **公司业务现金生产能力较强，再融资能力较好地满足中期资本开支需求。**公司管道天然气销售采取“先款后气”的结算方式，同时城市燃气销售结算方式主要分为先付费充值或定期抄表，2022 年公司经营活动现金流继续保持大幅净流入。跟踪期内公司通过完成非公开发行股份购买城市燃气业务特许经营权，叠加本期债券发行成功拓展城市燃气业务板块，募集资金可较好匹配中期资本开支需求。

关注

- **公司业务盈利水平受政策及区域经济发展影响较大。**公司天然气采购与销售价格均受政府相关部门调控和管理，其中公司经营所在的城市燃气居民用户价格与上游联动性较弱，“顺价”机制取决于地方政府政策规定，2022 年受上游气源成本上升影响，公司城市燃气销售业务毛利率继续下滑。2023 年上半年公司管道天然气输气量增长相对乏力，公司未来输气量仍受区域经济发展影响较大。
- **公司面临一定的重要供应商依赖风险。**我国天然气对外依存度仍较高，在冬季用气高峰期供需缺口仍较大。公司的重要供应商仍为中石油，2022 年第一大采购金额集中度超过 70%。在用气紧张时期，若公司上游供应商中石油供应量大幅减少或生产运行中发生重大事故等不利变动，公司经营将受到不利影响。
- **公司控股股东及实际控制人面临一定股票质押风险。**截至 2023 年 8 月 26 日，公司控股股东河南蓝天集团股份有限公司（以下简称“蓝天集团”）、实际控制人李新华先生未解押股权质押数量分别为 16,648.80 万股、4,676.00 万股，占各自持有公司股份数的 48.85%、100.00%，股票质押比例较高。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司以管道天然气及城市燃气为主的业务经营稳定性及收现情况较好，业务发展具备协同优势，经营风险和财务风险相对可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	蓝天燃气	皖天然气	陕天然气	贵州燃气
总资产	62.47	60.05	129.98	103.10
营业收入	47.54	59.27	85.06	61.63
净利润	5.98	2.48	6.33	0.22
销售毛利率（%）	21.06	8.52	13.10	12.60
资产负债率（%）	40.69	49.13	49.31	64.16

注：（1）以上各指标均为 2022 年末/2022 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
燃气企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx 2022V1.0

外部特殊支持评价方法和模型

[cspy_ffmx_2022V1.0](#)

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/蓝天转债	2022-9-30	游云星、邹火雄	燃气企业信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2022V1.0） 、 外部特殊支持评价方法和模型（cspy_ffmx_2022V1.0）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
蓝天转债	8.70	8.70	2022-9-30	2029-8-15

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年8月发行6年期8.70亿元可转换公司债券，扣除发行费用后，募集资金拟用于“驻马店天然气管网村村通工程”、“长垣市天然气利用工程”、“新郑蓝天燃气有限公司次高压外环及乡村天然气管网建设工程”三个城市燃气业务相关项目及偿还银行借款。截至2023年9月21日，“蓝天转债”募集资金专项账户余额为6.10亿元。

三、发行主体概况

2022年及2023年上半年公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。因公司2022年6月发行股份购买长葛市宇龙实业股份有限公司（以下简称“宇龙实业”）持有长葛蓝天新能源有限公司¹（以下简称“长葛蓝天”）52%股权²及2023年5月向全体股东以资本公积每10股转增4股执行2022年度利润分配方案，2023年6月末公司注册资本和实收资本均增至69,279.89万元。

截至2023年6月末，公司控股股东为蓝天集团，持有公司49.19%的股权；公司实际控制人李新华直接持有公司6.75%的股份，加上通过控制蓝天集团间接持有公司的49.19%股份，合计控制公司55.94%的股份，公司股权结构图详见附录二。截至2023年8月26日，公司控股股东蓝天集团、实际控制人李新华先生未解押股权质押数量分别为16,648.80万股、4,676.00万股，占各自持有股份数的48.85%、100.00%，占公司总股本的比例分别为24.03%、6.75%，股票质押比例较高，面临一定的股票质押风险。

为进一步加大城市燃气板块的布局，2022年公司先后成功收购长葛市麟觉能源有限公司（以下简称“长葛麟觉”）、尉氏县万发能源有限公司（以下简称“尉氏万发”）以及长葛蓝天的股权，公司合并报表范围新增3家子公司；2023年1-6月，公司合并范围内子公司无变动。截至2023年6月末，纳入公司合并范围内子公司共13家，详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围内子公司变动的情况（单位：万元）

期间	变动方向	子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式	业务性质
2022年	新增	长葛市麟觉能源有限公司	100.00%	196.00	非同一控制下企业合并	天然气销售
	新增	尉氏县万发能源有限公司	60.00%	5,000.00	非同一控制下企业合并	天然气销售
	新增	长葛蓝天新能源有限公司	100.00%	2,000.00	非同一控制下企业合并	天然气销售

¹ 2023年4月，长葛蓝天新能源有限公司名称更改为长葛蓝天宇龙新能源有限公司。

² 本次交易对价为4.00亿元，公司全部以发行股份方式支付，股份支付股数为32,154,340.00股。

注：注册资本为截至本评级报告出具日的注册资本。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

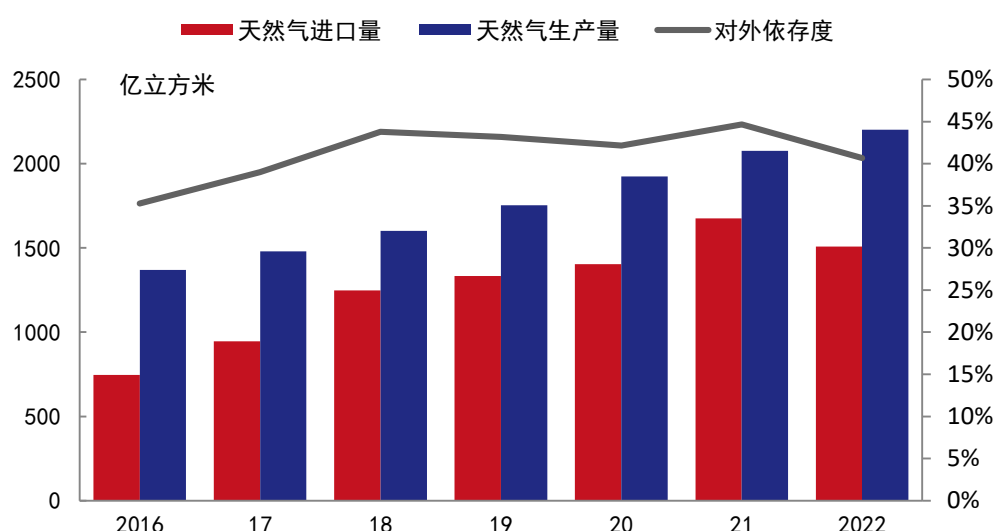
目前我国天然气供给以国产天然气为主要供给来源，但对外依存度仍较高；2022年受天然气价格上涨及国内经济增速放缓等因素影响，国内天然气表观消费量同比出现一定下降，在城镇化进程的持续推进及“煤改气”等环保政策的带动下，国内天然气需求仍具有较大支撑，2023年上半年天然气价

格的回落将推动国内天然气消费量企稳回升，部分地区的燃气“顺价”机制取得进展，部分城市燃气运营企业盈利能力得到修复

目前我国天然气供给以国产天然气为主要供给来源。探明储量方面，2021年我国天然气新增探明地质储量1.63万亿立方米，其中常规气（含致密）、页岩气、煤层气新增探明分别达到8,051亿立方米、7,454亿立方米和779亿立方米，截至2021年末中国天然气剩余探明技术可采储量为6.34万亿立方米。开采方面，2022年全国天然气产量2,201亿立方米，同比增长6%，根据《“十四五”现代能源体系规划》，到2025年，国内天然气年产量要达到2,300亿立方米以上。目前国内天然气勘探开发主要由中国中石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工股份有限公司（以下简称“中石化”）和中国海洋石油集团有限公司（以下简称“中海油”）掌握，议价能力较高。

受制于“富煤贫油少气”的基本国情，我国天然气对外依存度较高。近年我国天然气进口量整体有所增长，进口量³由2018年的1,247.38亿立方米增长至2022年的1,507.65亿立方米，增长幅度为20.87%，其中2022年国际天然气价格受俄乌冲突等因素影响持续高位波动，对天然气进口形成一定抑制，全年天然气进口量同比下降9.98%，但当年天然气对外依存度仍不低于40%。目前我国进口天然气主要来源于俄罗斯、澳大利亚和卡塔尔等。其中，中俄东线计划年输气量为380亿立方米，是近年来主要的增量气源，现有北段已经通气，主要覆盖东三省地区，中段和南段正在建设之中。同时国内未来仍将建设LNG接收站，原有接收站也将扩容，我国进口天然气接收能力将继续提升，但需注意国际局势变动对我国天然气进口的影响。

图1 我国天然气供给结构



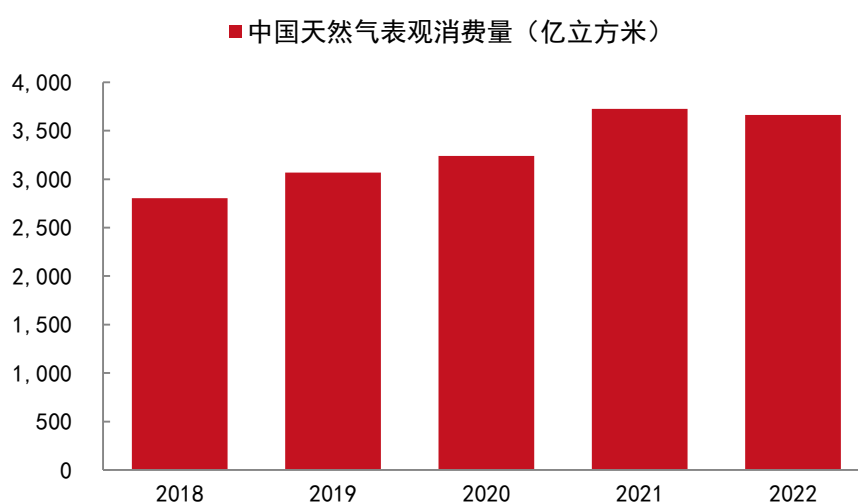
注：对外依存度=进口数量/（国内产量+进口数量）。

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

³ 进口天然气数量根据海关总署披露的数据按照 1 吨约等于 1,380 立方米进行换算。

从天然气消费结构来看，2022年我国工业燃料占比为42%，城市燃气占比为33%，天然气发电占比为17%，天然气化工占比为8%。城市燃气价格要受政府监管，工业燃气价格则有相对完善的顺价机制，受天然气价格上涨及国内经济增速放缓等因素影响，2022年我国工业燃料用气1,310亿立方米，同比下降2个百分点，拖累当期国内天然气表观消费量同比下降1.7%，仅为3,663亿立方米，系近年来首次出现下降。随着工业化和城市化进程的持续推进以及“煤改气”等环保政策的持续落实，国内天然气消费量仍存在较大增长空间。国家能源局预计，2025年我国天然气消费量将达到4,300-4,500亿立方米，未来天然气在能源消费结构中的占比还将持续提升。

图2 2022年中国天然气表观消费量同比出现下降

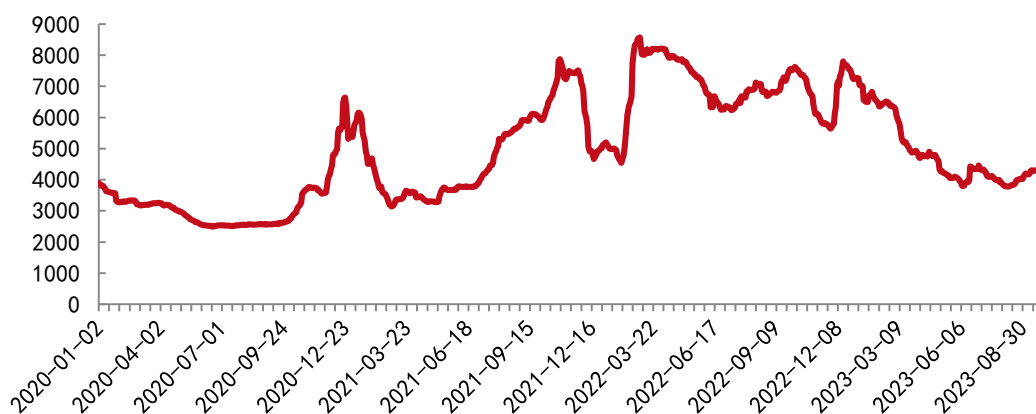


资料来源：国家发改委网站，中证鹏元整理

受俄乌冲突影响，2022年2月全国LNG出厂价快速增长，至2022年3月达到最高峰8,568元/吨后波动下降，得益于天然气供应相对充足、替代能源补充和工业领域逐步采取相应节能措施等，截至2023年9月末，全国LNG出厂价格指数已回落至5,000元/立方米以下。伴随2023年上半年全国GDP同比增长5.5%，经济企稳回升，同期全国天然气表观消费量完成1,948.8亿立方米，同比增长6.7%。国内天然气价格的下降有效降低城市燃气运营企业的经营压力，进一步缓解下游工业生产企业的成本压力，并刺激天然气消费量稳步增长。

国内部分地区天然气“顺价”机制建立取得进展。国家发改委的《2022年国民经济和社会发展计划执行情况与2023年国民经济和社会发展计划草案》报告中，明确提出建立健全城镇燃气终端销售价格与采购成本联动机制，积极推进天然气上下游价格联络机制的建立。2023年以来，内蒙古、河北、湖南、安徽、湖北、山东等多个地区的部分城镇均调升了居民用户零售天然气价格，部分地区也出台了非居民用气价格联动机制。天然气用气顺价机制在部分地区持续完善优化，有望缓解区域内城燃企业的经营压力。尽管当前多省逐步推动天然气价格联动机制建立，但政策的制定及执行仍取决于地方政府。

图3 LNG 出厂价格全国指数 2023 年以来呈现下降态势（单位：元/吨）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

受价格上涨及供给偏紧影响，河南省2022年天然气消费量同比小幅下降；政策积极推动“气化乡村”工程，部分地方燃气公司发展将受益

2022年，河南省全省经济运行总体向好，全省实现地区生产总值（GDP）61,345.05亿元，较上年增长3.1%。在天然气供应偏紧及LNG价格偏高背景下，2022年河南省区域内天然气及LNG消费量出现近5年来首次负增长。据卓创资讯数据统计，河南省天然气消费量占全国总消费量的3.55%，2022年河南省天然气消费量为128亿立方米，同比下降4.48%。从消费结构来看，河南省天然气消费主要由城市燃气及工业燃料为主，消费占比分别为56%、38%；另外天然气发电及化工用气占比均为3%。城镇燃气主要用于居民、采暖、公共服务、车用等方面；工业燃料主要用于区域内的玻璃、石化、有色金属等行业。受益于河南省天然气管网基础设施建设加快推进、价格机制不断完善以及地方燃气公司智慧化转型加速，在2023年经济发展复苏背景下，河南省作为我国的经济大省和人口大省，2023年天然气需求预计将不断释放。

政策不断加码支持河南省“气化乡村”工程的推进。“气化乡村”是河南省推进乡村建设的重要组成部分之一，根据2023年4月河南省委及省人民政府发布的《关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的实施意见》，提到实施“气化乡村”工程，推动县域供电、供气、电信、邮政等普通服务类设施城乡统筹建设和管护，有条件的地方推动市政管网、乡村微管网往住户延伸。当前河南省天然气消费主力地区还多集中在郑州、洛阳等地，该地区农村天然气也有着覆盖率较高的特点，其它地市多地区正逐步推进燃气进村入户，提高燃气的覆盖率，使得城镇燃气逐步迈向“村村通”，部分地方燃气公司发展将受益于此。

五、经营与竞争

公司主要从事河南省内的管道天然气、城市燃气等业务，位于天然气产业链的中下游，具有区域垄断性，且业务具有协同效应；受益于天然气销售价格增长、公司特许经营权范围增加及管道天然气业务销售价差走阔，2022年公司营业收入及盈利规模大幅增长，此外，公司通过收并购及推进IPO募投

项目建设⁴继续拓展城市及乡镇燃气业务，向下游产业链条延伸，未来城市天然气销售业务规模有望进一步增长

公司仍主要从事河南省内的管道天然气业务、城市燃气等业务，主营业务收入以管道天然气销售、城市天然气销售及燃气安装工程为主。2022年公司新增并购三家子公司长葛蓝天、尉氏万发、长葛麟觉，增加了公司城市燃气特许经营权范围，同时燃气销售价格有所提升，使得公司城市天然气销售收入增加，带动公司营业收入有所增长。毛利率方面，得益于天然气价格提高和公司气源保持稳定，2022年公司管道天然气业务单位销售价差走阔及公司燃气安装工程毛利率有所提升，使得公司销售毛利率较上年小幅提升。

2023年上半年公司城市天然气销售规模增长带动营业收入同比增长4.10%；在部分区域工商业客户销售均价走高及管道天然气售气量需求偏弱下，公司城市天然气销售毛利率同比提升明显、管道天然气销售毛利率同比大幅走低，此外高毛利率的燃气安装工程业务收入占比有所提升。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-6月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
管道天然气销售	11.89	46.66%	12.25%	24.21	50.96%	15.51%	23.10	59.26%	12.50%
城市天然气销售	10.22	40.13%	18.56%	18.67	39.29%	17.86%	11.73	30.10%	18.63%
燃气安装工程	2.84	11.15%	68.59%	3.50	7.36%	62.80%	3.23	8.28%	57.38%
代输天然气	0.12	0.49%	64.29%	0.41	0.86%	70.92%	0.41	1.06%	67.84%
其他	0.40	1.57%	66.09%	0.73	1.53%	56.31%	0.50	1.30%	54.18%
合计	25.47	100.00%	22.16%	47.51	100.00%	21.02%	38.98	100.00%	19.19%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，公司提供，中证鹏元整理

（一）管道天然气

公司长输管道在豫南地区具有区域先发优势，客户结构较为稳定，价格传导较为顺畅；2022年在上游气源价格上涨及气源有保障下，公司管道天然气销售业务收入及毛利率均有所提升，2023年上半年公司管道天然气销量有所减少，导致业务收入及毛利率同比均下降

跟踪期内公司管道天然气销售业务模式及经营范围均未发生变动。公司向郑州市、新郑市、许昌市、漯河市、驻马店市、平顶山市、信阳市、新乡市、长葛市、尉氏县等地供应天然气，公司与管道天然气用户签订《天然气销售协议》，根据协议约定向管道天然气用户供气。2022年公司主要管道天然气客户仍主要为平顶山、信阳等河南省南部的城市燃气公司，客户结构维持稳定；2022年公司前五大客户的收

⁴ 根据公司 2023 年 8 月 31 日发布的《关于首次公开发行股票募集资金投资项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告》，公司首次公开发行股票募集资金净额为人民币 8.67 亿元，截至公告日，募投项目已全部完成，其中公司使用募集资金累计投入驻马店乡镇天然气利用工程、驻马店乡镇天然气利用工程（新蔡县）金额（不含合计约 0.40 亿元待支付尾款）分别为 6.50 亿元、0.72 亿元。

入占营业收入的比重为38.20%。业务结算方面，公司通常采取“先款后气”的结算政策，客户提前向公司预交预付款，公司与客户于每周、月末进行结算、开票。

基于天然气管道运输行业的自然垄断特性和市场分割特点，其他竞争者进入相关区域天然气长输业务市场的难度较大，公司天然气管道业务经营天然具有排他性特征。截至2023年6月末，公司已建成运营的高压天然气长输管道仍为豫南支线、南驻支线、博薛支线、许禹支线，上述管道总长度为477.02公里（含长葛支线的长输管线部分），年输送能力合计为25.70亿立方米，其中南驻支线于2011年6月建成通气，与豫南支线在驻马店分输站对接，形成了由西气东输一线、西气东输二线双气源构成的互联互通的长输管网系统，从而巩固了公司在河南省南部的先发优势，豫南支线和南驻支线为公司的主要天然气管道；博薛支线、许禹支线的建成使公司长输管网覆盖区域延伸至豫中、豫北地区。截至2023年6月末，公司无在建长输管道项目，公司管道输送能力预计在中短期内将维持稳定。2022年公司管道天然气（含代输天然气销量）输气量同比略有下降，但在销售均价提升下，管道天然气销售收入同比有所增长，同时2022年公司管道天然气销量与输送能力比重继续维持在67%左右；2023年上半年受中游管道天然气业务输送量同比有所减少影响，公司管道天然气销售收入同比有所下降，管道销量与输送能力比重较上年亦有所下滑。

表3 公司管道天然气业务输送情况一览（单位：亿立方米）

项目	2023年 1-6 月	2022 年	2021 年
输送能力	25.70	25.70	25.70
销量	7.86	17.10	17.44
销量与输送能力之比	61.17%	66.54%	67.88%
管道天然气销售均价（元/立方米）	-	2.93	2.33

注：1、输送能力是公司天然气长输管线的合计输送能力，销量是公司管道天然气销量、代输天然气销量、城市天然气销量的合计数，2023年 1-6 月销量与输送能力之比经年化处理；2、“-”表示数据不可得。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售价格方面，公司管道天然气价格主要由上游天然气到达河南省的门站价格与河南省内短途管输费组成，并根据每个用气企业的终端客户用气性质按照用气比例进行加权计算得出每个用气企业的销售价格。其中上游供应商门站价格由天然气出厂价和跨省长途管输费组成，均由国家发改委制定相关价格；河南省内短途管输费由河南省发改委制定，跟踪期内河南省内短途管输费价格标准基本未有变动。通常而言，公司管道天然气上游采购价格和下游销售价格定价机制和政策存在差异，同时上下游价格变动在时间和幅度上难以同步，公司在管道天然气销售经营上具备一定的调节能力。2022年，受俄乌战争影响，全球天然气供给减少，前三季度天然气价格大幅上涨，直至四季度开始回落，公司管道天然气平均销售价格由2021年的2.33元/方升为2022年的2.93元/方；公司管道天然气销售价差走阔明显，受益于此，2022年公司管道天然气毛利率同比大幅提升。2023年上半年由于输气量下降，同时管网资产折旧费用较为刚性，公司管道天然气毛利率同比下降明显。

（二）城市燃气、燃气安装工程

公司城市天然气业务立足于河南省内，业务具有区域垄断性，且公司通过收并购不断拓宽河南省部分地区的城市燃气特许经营权，增厚业务收入水平，伴随IPO募投项目逐步建设投入运营，公司城市天然气业务有望进一步发展；但城市天然气销售业务成本转移能力弱，业务盈利易受上游气源价格波动影响

公司城市天然气销售业务主要由下属子公司在特许经营区域范围内，通过建设城市燃气配输系统，向各类终端客户销售天然气，客户通常先付费充值或定期抄表进行使用。2022年公司全年共铺设高压管网79公里、次高压50.9公里、中压418.7公里，以实现管道改迁和站场改造、老旧管网改造和市政管网实施、乡镇天然气利用工程推进。截至2022年末，公司城市天然气所在地区城市管网总长度为3,980.77公里，较上年末有所增加。2022年公司通过收并购区域城市燃气公司长葛蓝天、长葛麟觉和尉氏万发获得位于长葛市部分区域等的燃气特许经营权。截至2023年6月末，公司已取得驻马店中心规划区、正阳县、上蔡县、新蔡县、确山县、泌阳县、平舆县、遂平县、汝南县、西平县、新郑市城区、薛店镇、封丘县、延津县、原阳县、长垣县、长葛市、尉氏县等23个特定区域的燃气特许经营权。在未来较长时期内，公司五家城市燃气子公司河南省豫南燃气有限公司（以下简称“豫南燃气”）、河南蓝天新长燃气有限公司（以下简称“新长燃气”）、新郑蓝天燃气有限公司（以下简称“新郑燃气”）、长葛蓝天及尉氏万发在各自特许经营区域内都将独家经营城市管道燃气业务，区域专营优势显著。

表4 截至 2023 年 6 月末公司城市燃气特许经营权情况

承担主体	特许经营权所在区域
豫南燃气	驻马店市、遂平县、确山县、汝南县、平舆县、上蔡县、新蔡县、正阳县、泌阳县、西平县
新长燃气	长垣县、原阳县、封丘县、延津县
新郑燃气	新郑指定区域
长葛蓝天	长葛市溷水路以西区域
尉氏万发	开封市尉氏县

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在区域特许经营权拓宽及客户用气需求增长下，公司城市燃气服务居民客户数及燃气销售量不断增长，其中对非居民销售量占比仍维持在50%以上，截至2023年6月末公司已挂表安装客户数约130万户。公司中游管道天然气业务为下游城市燃气销售业务提供了稳定的气源保障，同时城市燃气业务为中游管道天然气业务提供了市场需求，上述业务具备较好的产业链协同优势。随着公司IPO募投项目“驻马店乡镇天然气利用工程”和“驻马店乡镇天然气利用工程（新蔡县）”于2023年6月末完成项目建设并逐步投入运营，公司城市燃气业务规模在中短期内将继续增长。

销售价格上，公司城市燃气居民用气部分定价由政府制定，价格整体与国家整体天然气供给及上游天然气价格相关，但调整频率较低，因此居民燃气价格的传导存在一定的滞后性且传导性仍较弱；城市燃气中的非居民价格可由子公司豫南燃气、新长燃气等根据实际采购价格向政府提出价格调整备案申请，对燃气价格进行及时调整。因此，城市燃气非居民用户销售价格联动性相对较强，2022年公司非居民用

户销售均价在天然气采购价格不断上涨背景下增长明显，但公司城市燃气销售业务中居民用气“顺价”机制不畅致公司城市燃气整体销售价差缩窄明显，使得公司城市燃气板块业务毛利率有所下降。2023年上半年，在对非居民用户销售均价走高及售气量增长下，公司城市燃气销售单位价差走阔明显使得业务毛利率回升明显。

表5 近年公司城市燃气销售情况（单位：亿立方米，元/方）

项目	2023年 1-6月	2022年	2021年
销售量	2.84	5.24	3.90
居民用户销售均价	2.54	2.58	2.50
非居民用户销售均价	4.40	4.19	3.35
单位销售价差	0.67	0.64	0.56

注：单位销售价差=销售均价-采购均价。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年5月，公司收购尉氏万发60%股份；2022年6月，公司非公开发行股份完成购买长葛蓝天52%的股权，同时公司IPO募投项目驻马店乡镇天然气利用工程及驻马店乡镇天然气利用工程（新蔡县）已于2023年6月完成建设并投入运营，叠加本期债券募投资金主要用于拓展公司城市燃气业务，但在后期经营中，因城市燃气销售价格由经营地所在政府制定且上游天然气价格波动较大，公司议价能力弱，仍面临一定价格政策风险。此外，公司在非公开发行股份购买长葛蓝天52%股份时形成商誉1.78亿元。根据公司与宇龙实业签署的相关协议，长葛蓝天在2022-2024年分别承诺净利润为5,697.49万元、6,509.84万元和6,617.64万元，若业绩承诺期年度的实际净利润低于承诺净利润，宇龙实业将按照相关协议规定进行补偿，2022年长葛蓝天实现扣非归母净利润5,791.52万元完成业绩承诺，2023年上半年长葛蓝天实现净利润2,966.56万元。长葛蓝天未来经营状况受所在区域经济发展等多方因素影响，若未来下游燃气用量需求不及预期，公司面临一定的商誉减值风险。

公司的燃气管道安装业务仍指为居民用户及非居民用户进行燃气管道设施及设备的安装。2022年公司燃气安装工程收入同比小幅上升，主要系城镇化背景下区域内居民安装户数增加所致；2023年上半年，随着生产安装活动的复苏及公司IPO募投项目居民入户安装环节推进，公司燃气安装工程收入同比大幅增长。

表6 近年公司燃气安装工程相关情况

名称	2023年 1-6月	2022年	2021年
燃气安装工程收入（万元）	28,391.92	34,968.34	32,287.99
燃气安装工程（居民用户） （元/户）	2,664.50	2,750.58	2,526.91

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）天然气采购

公司拥有多个天然气气源，气源稳定优势较好，气源采购集中度仍较高，需继续关注公司依赖重

要供应商中石油等的供应风险

公司目前与多家天然气供应商签订了天然气采购协议，上游采购气源仍主要来自中石油的西气东输一线、二线；公司与中石油建立了长期稳固的合作关系，并签订了长期供气合同，双方每年另行签署合同约定当年合同量和供气价格。2022年公司对中石油的采购金额占其天然气采购成本的比重仍维持在70%左右。公司还与中石化、安彩能源、中联煤层气、中裕能源、五洲能源、新奥股份⁵等签署了天然气采购协议。公司拥有上述多个气源，各个气源互补互济，实现了河南省南北区域天然气管道的互连互通，具有一定的气源稳定优势。但我们注意到，近年我国天然气用气需求增长较快，同时天然气对外依存度不断提升，近年在冬季用气高峰期我国天然气供需缺口扩大。在用气紧张时期，若公司重要上游供应商供应量大幅减少或生产运行中出现重大事故，导致天然气不能按照合同正常供应，公司经营将受到不利影响。

采购价格方面，上游气源供应商的天然气价格由天然气出厂价和跨省长途管输费构成，由国家发改委制定基准价，供需双方在一定的浮动范围内协商确定具体价格天然气采购价格。2021年以来，受上游天然气价格上涨影响，公司天然气采购均价持续上升，2022年期间采购均价创近年新高。在采购结算模式上，中石油仍采取“先款后气”的政策，根据中石油与公司签订的《2022-2023年度天然气购销合同》，双方实行预付款周期10天，每月结算2次，月末结清并开票。

表7 近年公司天然气采购情况一览（单位：立方米、万元）

采购情况	2022 年	2021 年
天然气采购总额	337,401.58	281,790.48
天然气采购金额占当期营业成本比重	89.91%	89.43%
向中石油采购金额	248,999.36	213,211.82
向中石油采购占比	73.80%	75.66%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022 年公司合并范围内新纳入 3 家子公司；2023 年 1-6 月公司合并报表范围内子公司无变动。

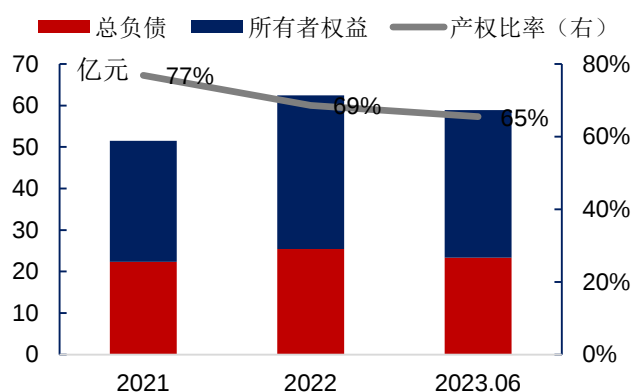
⁵ 安彩能源、中联煤层气、中裕能源、五洲能源、新奥股份的全称分别为河南安彩能源股份有限公司、中联煤层气有限责任公司、浙江中裕能源销售有限公司和中裕（河南）能源贸易有限公司（均受同一实际控制人控制）、河南省五洲能源发展有限公司、许昌新奥清洁能源有限公司和郑州新奥清洁能源有限公司（均受同一实际控制人控制）。

资本实力与资产质量

2022 年公司通过收并购新增合并 3 家以城市燃气业务经营为主的子公司，使得 2022 年末资产规模扩张较快，资产仍以燃气管道、燃气特许经营权及货币资金等经营性资产为主，部分资产因融资而使用受限，但整体资产质量仍较好

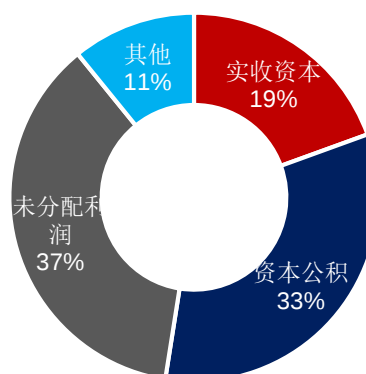
2022 年末公司总资产规模同比增长明显，主要系公司通过收并购非同一控制合并长葛蓝天、尉氏万发所致，其中公司通过股份支付方式收购了长葛蓝天 52% 股权，使得公司资本实力有所增强；2022 年末公司总负债规模同比小幅增长，主要系公司新增合并 3 家子公司所确认的特许经营权评估增值而产生的递延所得税负债增长所致。综合影响下，2022 年末公司所有者权益对总负债的覆盖水平有所上升且覆盖水平尚可。截至 2023 年 6 月末，公司所有者权益以经营累计形成的未分配利润、以股东投入为主形成的资本公积和实收资本为主。

图 4 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 2023 年 6 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以固定资产中的燃气管网资产、无形资产中的管道燃气特许经营权及货币资金等为主，截至 2023 年 6 月末上述资产合计占总资产的比例为 76.90%。公司固定资产占比较高，2023 年 6 月末为 50.93%，主要由燃气管网构成，燃气管网在公司固定资产中占比仍超过 90%，公司燃气管网折旧年限为 30 年，跟踪期内相关折旧政策未有变动，相关资产运营良好未计提固定资产减值准备；2023 年 6 月末公司固定资产规模较 2021 年末大幅增加，主要系公司 IPO 募投项目大部分达到预定可使用状态，由在建工程转入固定资产所致。公司无形资产主要为管道燃气特许经营权和土地使用权，特许经营权为公司下属城市燃气子公司新长燃气、长葛蓝天、尉氏万发拥有的管道燃气特许经营权；2022 年末公司无形资产中特许经营权规模较上年末增加较快，主要系公司新增城市燃气子公司长葛蓝天和尉氏万发确认的燃气特

许经营权所⁶致。公司货币资金主要为银行存款，其中分别有0.07亿元履约保函保证金和0.02亿元业务保证金使用受限，使用受限金额不大；2023年6月末公司货币资金较年初有所下降，主要系项目投入增加所致。

在其他资产方面，2022年末公司商誉同比大幅增加，主要系公司于年内收购长葛蓝天52%股权而纳入合并范围报表所致。公司存货主要由燃气安装业务的工程施工及原材料、燃气管道内未销售的管存天然气构成。公司应收账款主要由应收天然气销售款及安装工程款构成，因公司部分客户采用“先用气、后付款”的结算方式，公司应收账款规模相对不大但集中度较高，2023年6月末公司第一大应收对象新郑市和力热力有限公司⁷的应收款项占比为66.49%，期末计提坏账准备余额为0.08亿元，受客户资金支出节奏影响，该笔应收账款回款较慢。公司预付款项账龄主要集中在1年以内，主要系向上游供应商预付的天然气管网资产和管网工程材料款构成；随着公司支付的天然气等款项结算变动，2023年6月末公司预付账款较2021年末有所减少。

截至2023年6月末，除了部分货币资金使用受限外，公司将持有子公司豫南燃气100%股权质押用于银行借款，合计受限账面价值为7.23亿元，占期末净资产比重为20.39%。整体来看，公司资产主要由燃气管网资产、特许经营权及货币资金等经营性资产构成，尽管存在部分资产因融资抵押而使用受限，但公司整体资产质量仍较好。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年6月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.83	15.00%	12.13	19.41%	11.88	23.08%
应收账款	1.44	2.45%	1.24	1.98%	0.80	1.56%
预付款项	1.04	1.76%	1.60	2.56%	1.98	3.85%
存货	2.18	3.70%	1.98	3.16%	1.35	2.62%
流动资产合计	14.59	24.77%	18.09	28.96%	16.79	32.62%
固定资产	30.00	50.93%	24.99	40.01%	23.56	45.77%
在建工程	0.73	1.23%	5.53	8.85%	3.50	6.80%
无形资产	9.32	15.82%	9.52	15.24%	2.17	4.22%
商誉	2.25	3.82%	2.25	3.60%	0.19	0.38%
非流动资产合计	44.30	75.23%	44.38	71.04%	34.68	67.38%
资产总计	58.89	100.00%	62.47	100.00%	51.47	100.00%

⁶ 根据了《长葛蓝天资产评估报告》（中威正信评报字（2022）第12006号），收益法评估结果：经评估，以2021年12月31日为评估基准日，长葛蓝天股东全部权益价值评估值为77,021.18万元，评估增值69,597.16万元，增值率为937.46%。

⁷ 新郑市和力热力有限公司为新郑市一家经营供热的国有企业，控股股东为新郑市政通投资控股有限公司，实际控制人为新郑市人民政府。根据同花顺企业库相关资料显示，截至本评级报告出具日，新郑市和力热力有限公司作为被执行人存在2宗未结案被执行案件，执行标的金额分别为32,424元、34,429元。

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-6月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

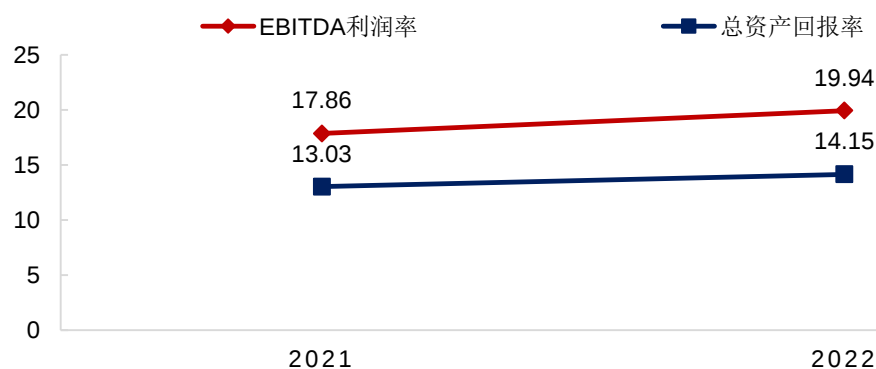
公司经营稳定性仍较好，长输管道和城市天然气销售业务间具备协同效应，2022年公司长输管道价差走阔带动盈利能力有所提升；2023年上半年长输管道输送量减少导致业务毛利率走低，但部分区域工商业客户销售均价走高使得城市燃气业务盈利能力同比回升明显

公司经营较稳定，仍主要从事河南省内的管道天然气业务、城市燃气等业务，且业务间协同效应较强。2022年公司新增纳入三家子公司长葛蓝天、尉氏万发、长葛麟觉增加了公司城市燃气特许经营权范围，同时燃气销售价格有所提升，使得公司城市天然气销售收入增加，带动公司营业收入有所增长。

2023年上半年公司城市天然气销售规模自然增长带动营业收入同比增长4.10%；在部分区域工商业客户销售均价走高及管道天然气售气量需求偏弱下，公司城市天然气销售毛利率同比提升明显、管道天然气销售毛利率同比大幅走低，此外高毛利率的燃气安装工程业务收入占比有所提升，综合影响下，公司整体毛利率同比呈现稳中有升态势。

2022年公司期间费用率变动不大，仍主要由管理费用构成，其中管理费用主要为职工薪酬。随着公司2022年毛利率有所提升，带动公司EBITDA利润率及总资产回报率均有所提升。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司主营业务现金生成能力仍较强，在盈利增长带动下，2022年FFO及EBITDA均同比增长明显；随着本期债券发行成功后公司债务规模大幅上升，但公司账上现金充足，经营稳定性尚可，整体债务压力可控

截至2023年6月末，公司负债主要以经营性负债为主，其中总债务占总负债的比重为36.55%，债务期限结构以短期为主。公司经营性负债主要由应付账款、合同负债、递延所得税负债及递延收益构成，

2023年6月末上述负债合计占比为57.45%。公司应付账款主要为开展燃气安装工程业务相关的应付工程款和应付材料款，2023年6月末公司应付账款账面价值较2021年末有所下降，主要系公司IPO募投项目逐步完工结算所致。公司合同负债仍主要是预收天然气销售款和预收安装款，其中公司所处燃气行业售气及管道安装通常采用预收款模式，公司合同负债占比较高。2022年末公司递延所得税负债同比2021年末大幅增加，主要系公司收购长葛蓝天及尉氏万发的特许经营权资产评估增值产生的应纳税暂时性差异所致。公司递延收益主要由燃气管网城市配套费收到的政府补助及管道迁建补偿款构成，2022年以来变动不大。

2023年6月末，公司总债务主要由银行借款构成。公司短期借款主要为银行质押借款、保证借款及信用借款，借款银行主要为中国银行及浦发银行。公司长期借款均为银行保证借款及质押借款，2023年6月末长期借款规模较2021年末有所增加，主要系公司新增部分质押借款所致，其中该部分质押借款质押物为豫南燃气全部股权，担保人为公司控股股东蓝天集团和实控人李新华。本期债券已于2023年8月发行成功，公司总债务规模将大幅增加。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年6月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.11	30.50%	6.11	24.03%	7.61	34.02%
应付账款	2.98	12.78%	3.69	14.50%	3.22	14.38%
合同负债	6.32	27.14%	7.81	30.74%	6.79	30.35%
流动负债合计	18.10	77.67%	20.01	78.71%	19.49	87.14%
长期借款	1.08	4.63%	1.22	4.80%	0.55	2.46%
递延所得税负债	2.07	8.90%	2.12	8.33%	0.31	1.39%
递延收益	2.01	8.63%	2.03	7.99%	1.98	8.87%
非流动负债合计	5.20	22.33%	5.41	21.29%	2.88	12.86%
负债合计	23.30	100.00%	25.42	100.00%	22.37	100.00%
总债务合计	8.52	36.55%	7.66	30.15%	8.41	37.62%
其中：短期债务	7.41	31.80%	6.42	25.24%	7.85	35.09%
长期债务	1.11	4.75%	1.25	4.91%	0.57	2.53%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-6月财务报表，中证鹏元整理

因公司管道天然气销售采取先款后气的结算模式、城市燃气采取先付费充值或定期抄表的模式，公司整体收现比保持在较高水平，主营业务现金生成能力较强，2022年公司经营活动现金流继续保持大幅净流入。随着毛利率增长且收现能力较好，2022年公司FFO及EBITDA均有所增长。受益于2022年公司发行股份购买资产，公司2023年6月末公司资产负债率较2021年末有所下降，但随着本期债券发行成功，公司杠杆比率将有所上升。

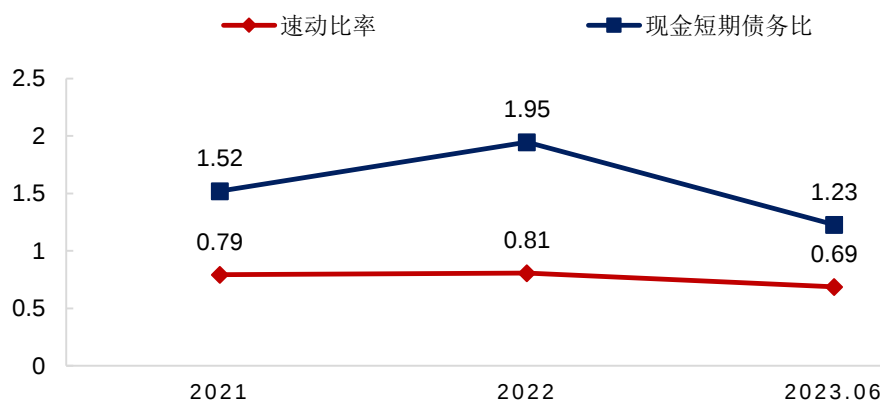
表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023 年 6 月	2022 年	2021 年
经营活动净现金流（亿元）	2.23	8.30	6.48
FFO（亿元）	--	6.20	4.70
资产负债率	39.56%	40.69%	43.46%
净债务/EBITDA	--	-0.38	-0.36
EBITDA 利息保障倍数	--	24.30	21.51
总债务/总资本	19.31%	17.14%	22.43%
FFO/净债务	--	-170.98%	-186.98%
经营活动现金流/净债务	4,564.34%	-228.94%	-257.65%
自由现金流/净债务	2,646.10%	-109.23%	-99.54%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

随着IPO募集资金投入项目建设推进及使用现金结算增加，2023年6月末公司现金短期债务比较2022年末下降明显，但仍高于1；公司速动比率仍相对不高，主要系公司流动负债占比较高且以管网资产、燃气特许经营权为主的非流动资产占比较高所致。但考虑到公司除本期债券募投项目外，当前暂无其它大规模资本开支计划，立足于燃气中下游的业务经营稳定性尚可，账上现金相对充足，作为上市公司融资渠道相对通畅，公司面临的债务压力可控及流动性表现尚可。

图 7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的相关情况说明，公司过去一年未因环境因素受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的相关情况说明，过去一年，公司在产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面未发现存在相关风险。根据公司提供的资料，因子公司尉氏万发在 2022 年 7 月提供燃气供应服务的过程中，存在强制消费者购买燃气安装配件及第三方保险的行为，2023 年 2 月开封市市场监督管理局向尉氏万发出具行政处罚决定书，责令尉氏万发改正违法行为，同时合计罚没尉氏万发因违法所得和罚款产生的 371,916 元。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，公司目前坚定立足燃气领域，不断扩大管网覆盖范围，同时加快拓展城市及乡镇燃气业务，进一步向下游产业链条延伸，公司战略定位清晰。公司根据定位、业务特点及业务发展需要，设立了工程技术部、市场发展部、安全管理部、生产运行部、经营管理部等多个职能部门，组织架构清晰，详见附录三。截至本评级报告出具日，2022 年以来公司主要董事会成员、监事以及高级管理人员均保持稳定。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年9月18日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年10月7日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

2022年受天然气价格上涨及国内经济增速放缓等因素影响，国内天然气表观消费量同比出现一定下降，在城市化进程的持续推进及“煤改气”等环保政策的带动下，国内天然气需求仍具有较大支撑，2023年上半年天然气价格的回落将推动国内天然气消费量企稳回升，部分地区的燃气“顺价”机制取得进展，部分城市燃气运营企业盈利能力得到修复。公司作为河南省内的区域性燃气企业，主要从事河南省内的管道天然气业务和城市燃气业务，气源优势明显，公司管道天然气及城市燃气业务发展具备协同效应，现金生成能力较好，跟踪期内公司进一步向下游产业链延伸，未来城市天然气销售业务规模有望进一步增长。同时，中证鹏元也关注到，公司控股股东及实际控制人股票质押比例较高，公司2023年上半年公司管道天然气输气量增长乏力，未来公司输气量受区域经济发展影响，城市天然气销售业务成本转移能力较弱，业务经营易受上游气源价格波动影响，需继续关注公司面临的依赖重要供应商的风险。但公司负债以经营性负债为主，主营业务现金生成能力较好，面临的债务压力可控，整体而言，公司抗风险能力较强。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“蓝天转债”的信用等级为AA。

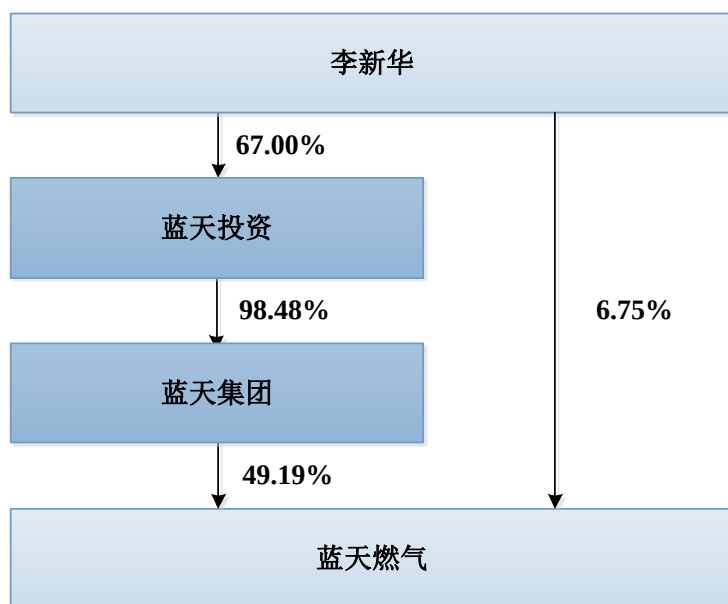
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年 6 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	8.83	12.13	11.88	5.67
应收账款	1.44	1.24	0.80	0.24
预付款项	1.04	1.60	1.98	0.99
存货	2.18	1.98	1.35	0.53
流动资产合计	14.59	18.09	16.79	8.09
固定资产	30.00	24.99	23.56	23.88
在建工程	0.73	5.53	3.50	1.07
无形资产	9.32	9.52	2.17	2.25
商誉	2.25	2.25	0.19	0.19
非流动资产合计	44.30	44.38	34.68	28.98
资产总计	58.89	62.47	51.47	37.07
短期借款	7.11	6.11	7.61	6.31
应付账款	2.98	3.69	3.22	2.39
合同负债	6.32	7.81	6.79	5.08
一年内到期的非流动负债	0.31	0.31	0.24	0.58
流动负债合计	18.10	20.01	19.49	15.54
长期借款	1.08	1.22	0.55	0.72
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	2.07	2.12	0.31	0.34
递延收益-非流动负债	2.01	2.03	1.98	1.91
非流动负债合计	5.20	5.41	2.88	2.99
负债合计	23.30	25.42	22.37	18.53
总债务	8.52	7.66	8.41	7.60
所有者权益	35.59	37.05	29.10	18.53
营业收入	25.48	47.54	39.01	35.52
营业利润	4.53	7.65	5.51	4.53
净利润	3.36	5.98	4.21	3.33
经营活动产生的现金流量净额	2.23	8.30	6.48	5.92
投资活动产生的现金流量净额	-0.88	-4.50	-7.08	-1.76
筹资活动产生的现金流量净额	-4.59	-3.52	6.80	-4.52
财务指标	2023 年 6 月	2022 年	2021 年	2020 年
EBITDA（亿元）	---	9.48	6.97	6.06
FFO（亿元）	--	6.20	4.70	3.98
销售毛利率	22.18%	21.06%	19.23%	17.94%
EBITDA 利润率	--	19.94%	17.86%	17.05%
总资产回报率	--	14.15%	13.03%	13.16%

资产负债率	39.56%	40.69%	43.46%	50.01%
净债务/EBITDA	--	-0.38	-0.36	0.44
EBITDA 利息保障倍数	--	24.30	21.51	13.93
总债务/总资本	19.31%	17.14%	22.43%	29.09%
FFO/净债务	--	-170.98%	-186.98%	149.44%
速动比率	0.69	0.81	0.79	0.49
现金短期债务比	1.23	1.95	1.52	0.85

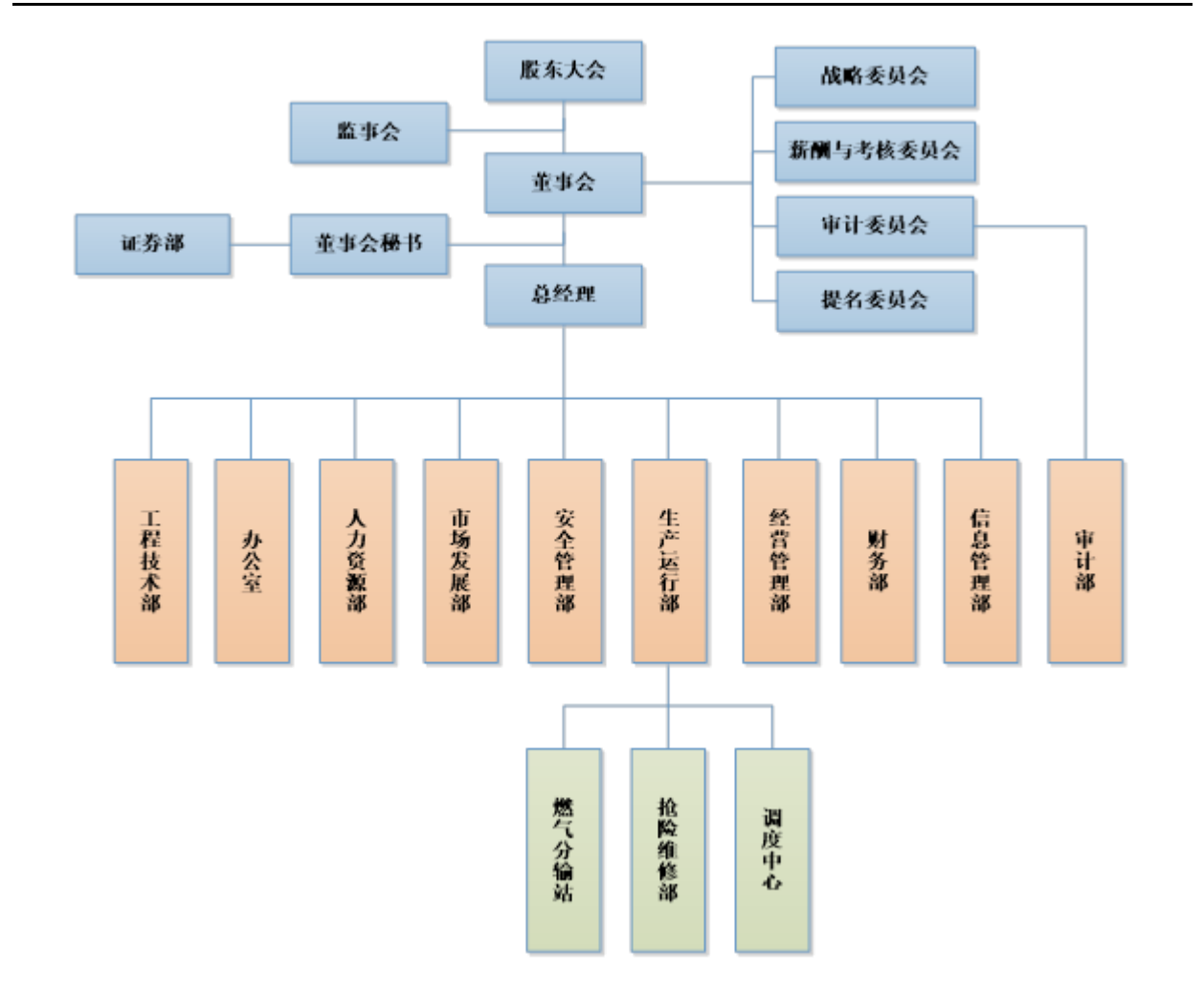
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年 6 月末公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	主要经营地
河南省豫南燃气有限公司	50,000.00	100.00	天然气销售	河南省驻马店市
河南蓝天新长燃气有限公司	15,000.00	100.00	天然气销售	河南省新乡市
河南蓝天清洁能源有限公司	3,000.00	100.00	天然气销售	河南省驻马店市
新乡市东升燃气热力有限公司	8,000.00	100.00	燃气灶具销售	河南省新乡市
驻马店市豫南燃气工程设计有限公司	50.00	100.00	工程设计	河南省驻马店市
河南蓝天检测科技有限公司	300.00	100.00	仪表销售及检测维修	河南省驻马店市
河南卓成汽车保险代理有限公司	1,000.00	90.00	保险代理	河南省
海南新长新能源有限公司	9,000.00	100.00	批发业	河南省驻马店市
河南中晟安装工程有限公司	5,000.00	100.00	建筑安装业	河南省驻马店市
新郑蓝天燃气有限公司	20,000.00	100.00	天然气销售	河南省郑州市
长葛蓝天新能源有限公司	2,000.00	100.00	天然气销售	河南省长葛市
长葛市麟觉能源有限公司	196.00	100.00	天然气贸易	河南省长葛市
尉氏县万发能源有限公司	5,000.00	60.00	天然气销售	河南尉氏县

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/〔（本年资产总额+上年资产总额）/2〕×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。