



深圳市燃气集团股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 2025 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司

编号：信评委函字[2025]跟踪 1014 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 24 日

本次跟踪发行人及评级结果	深圳市燃气集团股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“燃 23 转债”	AAA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于深圳市燃气集团股份有限公司（以下简称“深圳燃气”或“公司”）具有极强的区域市场地位、控股股东深圳市国资委提供有力支持，燃气业务稳定发展，其他业务对公司业绩形成重要补充等因素对公司发展起到的积极作用。同时，中诚信国际也关注到江苏斯威克新材料股份有限公司（以下简称“斯威克”）业绩亏损以及光伏胶膜在建项目后续建设进展、资金来源及投产后释放的经济效益存在不确定性等因素对公司经营和整体信用状况的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，深圳市燃气集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：公司经营恶化或地位下降，使得燃气供应量大幅下滑；公司及其重要子公司盈利能力出现明显下滑且无法恢复；财务杠杆水平大幅提升，融资环境恶化，导致流动性紧张等。	
正 面		
■ 作为深圳市的城市燃气运营主体，公司具有极强的区域市场地位，控股股东深圳市国资委为公司发展提供有力支持 ■ 大湾区燃气需求增长，燃气气源充足且稳定，燃气业务稳定发展 ■ 发电及燃气工程等其他业务对公司业绩形成重要补充		
关 注		
■ 光伏胶膜量价齐降，斯威克出现亏损 ■ 光伏行业市场低迷背景下，需关注光伏胶膜在建项目后续建设进展、资金来源及投产后释放的经济效益情况		

项目负责人：应治亚 zyying@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

深圳燃气（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	382.01	442.70	452.21	450.98
所有者权益合计（亿元）	153.94	172.72	183.65	185.99
负债合计（亿元）	228.07	269.98	268.56	264.99
总债务（亿元）	125.02	165.65	166.53	162.32
营业总收入（亿元）	300.62	309.29	283.48	75.13
净利润（亿元）	14.06	16.42	15.38	2.46
EBITDA（亿元）	32.80	37.53	34.06	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	16.37	25.43	36.97	-6.73
营业毛利率（%）	14.65	15.50	17.17	13.36
总资产收益率（%）	5.50	5.49	4.77	--
资产负债率（%）	59.70	60.98	59.39	58.76
总资本化比率（%）	44.82	48.96	47.56	46.60
总债务/EBITDA（X）	3.81	4.41	4.89	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	8.58	8.84	8.22	--
FFO/总债务（X）	0.20	0.17	0.17	--

注：1、中诚信国际根据深圳燃气提供的其经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年审计报告、经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债中的有息债务。

同行业比较（2024 年数据）

公司名称	售气量 (亿立方米)	燃气销售收入 (亿元)	总资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	总资本化比 率 (%)	总资产收 益率(%)	EBITDA 利息 保障倍数 (X)	FFO/总债务 (X)
大众公用	14.51	52.81	229.89	63.36	3.28	44.24	2.78	3.95	0.05
深圳燃气	49.75	182.55	452.21	283.48	15.38	47.56	4.77	8.22	0.17

中诚信国际认为，与同行业可比公司相比，深圳燃气的总资产规模、售气量和燃气销售收入处于较高水平，净利润、总资产收益率表现较优，财务杠杆适中。

注：“大众公用”为“上海大众公用事业(集团)股份有限公司”简称。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

本次跟踪情况

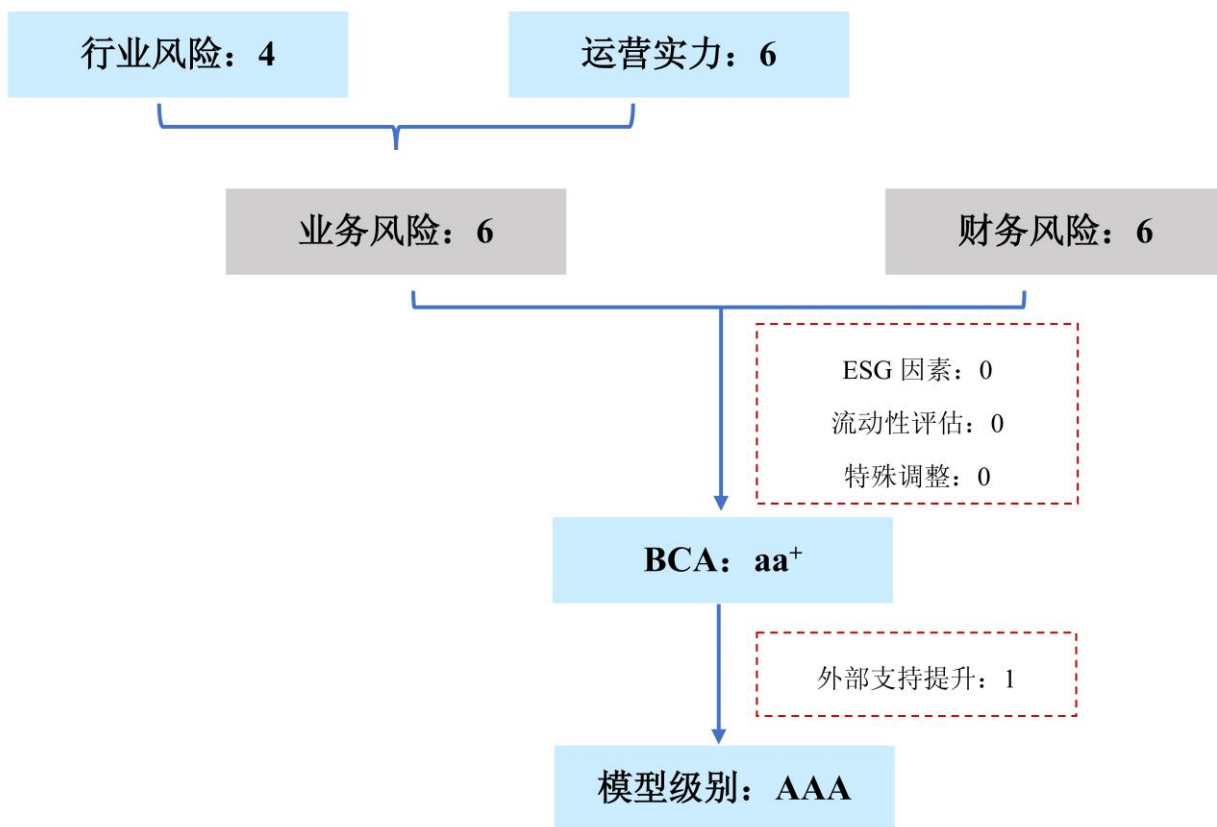
债项简称	本次债 项评级 结果	上次债项评 级结果	上次评级有效 期	发行金额/债 项余额（亿 元）	存续期	特殊条款
燃 23 转债	AAA	AAA	2024/05/30 至 本报告出具日	30.00/29.9992	2023/07/27~2029/0 7/27	转股价格向下修正条款、赎回条 款、回售条款

注：债券余额为 2025 年 6 月 12 日数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
深圳燃气	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/04/21 至本报告出具日

● 评级模型

深圳市燃气集团股份有限公司评级模型打分(C160200_2024_05_2025_1)



注：

调整项：当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持：公司是深圳市唯一管道燃气经营主体，由深圳市国资委控股，股东背景极强且对公司支持意愿强，可为公司提供有力支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论：中诚信国际城市燃气供应行业评级方法与模型 C160200_2024_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，2024 年国际天然气价格走势相对平稳，国内天然气供需两旺叠加上下游定价政策调整支撑城燃企业盈利能力逐渐修复。预计 2025 年我国天然气供需双增或将带动行业景气度稳中有升，国内天然气采购价格将基本延续稳定；随着顺价政策全面落实，城市燃气企业盈利能力或将维持较好水平。

详见《中国城市燃气行业展望（2025 年1月）》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11671?type=1>

中诚信国际认为，2024 年以来光伏制造产业链各环节供需失衡加剧，价格持续探底，行业整体亏损面扩大，对此光伏企业采取降低开工率、延缓项目投产时间等措施，落后产能出清进程有望加快，但预计价格反弹空间有限；虽然未来光伏发电装机仍有较稳定的增量空间以及近期出台了多项引导行业健康发展的措施，但供需错配较难出现明显改善。

详见《中国光伏制造行业展望（2025 年1月）》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11683?type=1>

中诚信国际认为，公司作为深圳市的城市燃气运营主体，具有极强的区域市场地位，跟踪期内良好的外部环境助力公司燃气业务持续稳定发展；公司燃气资源控制力很强，燃气业务运营良好，燃气业务收入同比增长。受行业需求疲软及竞争加剧影响，光伏胶膜量价齐降，斯威克经营亏损。发电及燃气工程等其他业务对公司业绩形成了重要补充。在建项目中光伏胶膜相关项目因行业低迷推迟建设进度，需关注后续建设进展、资金来源及项目建成后产能释放带来的经济效益。

2024 年以来公司产权结构无变化，两会一层变动较小¹，新设子公司对业务结构无重大影响。战略上仍以大湾区为主，构建燃气和清洁能源双主业发展格局。

截至 2025 年 3 月末，深圳市国资委直接持有公司 40.10% 股权，通过全资子公司深圳市资本运营集团有限公司间接持有公司 8.97% 股权，直接和间接持股比例合计 49.07%，为公司控股股东及实际控制人。

合并范围变化方面，2024 年公司持有新设立苍梧深燃天然气有限公司²51.00% 股权、深铁燃科技（深圳）有限公司³51.00% 股权、深燃(国际)控股有限公司⁴100.00% 股权，对公司业务结构无重大影响。

¹公司董事会由 14 名成员构成，其中非独立董事 9 名，独立董事 5 名。2024 年 6 月，董事刘晓东先生因工作调整原因申请辞去公司董事、战略委员会委员等职务，由肖春林先生接任；2024 年 9 月原董事、总裁张小东先生因到龄退休，由阳杰先生接任。

² 主营业务为燃气生产和供应业。

³ 主营业务为综合供能。

⁴ 主营业务为进出口贸易。

战略方面未发生重大变化，公司仍以“立足大湾区，优化布局，创新驱动，转型发展”为主线，构建“燃气+清洁能源”双主业；围绕“迈进第一梯队实现规模化增长”¹ 个发展目标，坚持“清洁能源发展的践行者、智慧低碳城市服务的先行者”² 个战略定位，推动公司“从单一燃气供应向清洁能源综合运营、从数字化向智慧化、从产业集团向产业投资控股集团”³ 大战略转型，打造“城市燃气、燃气资源、综合能源、智慧服务”⁴ 轮驱动的业务布局，加快做强做优做大，实现高质量转型发展，成为国内一流的清洁能源综合运营商、低碳智慧城市服务商。

公司作为深圳市的城市燃气运营主体，具有极强的区域市场地位；跟踪期内公司加强与上游资源方合作，燃气资源控制力很强；2024 年公司燃气业务运营良好，销售量同比增加，燃气销售收入同比增长。随着“瓶改管”工程推进，液化石油气销售量下降明显。

跟踪期内公司城市燃气业务仍为主业之一，公司是深圳市行政区域内的一切管道燃气业务的唯一经营主体，同时也是国内进行异地城市管道燃气项目投资经营的燃气企业之一。公司城市管道燃气业务在深圳市具有极强的区域市场地位，深圳市良好的外部环境有助于公司燃气业务持续稳定发展。异地项目方面，2024 年以来，公司未收购或重整清退项目，截至 2024 年末，公司已在广东、广西、江西、安徽、江苏、浙江、云南、湖南、湖北、河北等 11 省（自治区）拥有 57 个城市（区）管道燃气项目，异地项目经营发展较好。

跟踪期内，公司燃气采购渠道未发生重大改变，气源资源丰富，气源稳定性较高。燃气资源业务仍主要由全资子公司深圳华安液化石油气有限公司（以下简称“华安公司”）负责建设采运储销体系，统筹采购液化天然气和液化石油气资源，并通过槽车、槽船或管道销售给客户。华安公司从中石油、中石化、广东大鹏液化天然气有限公司（以下简称“广东大鹏”，公司参股 10.00%）等所在地区省管网公司等气源方以及国际资源供应商等气源方采购天然气，相关供气方均签署购气协议，气源稳定且充足。2024 年下游需求量上升，公司燃气采购量同比增长 7.84%，其中中石油、中石化等气源采购量占比相对稳定。跟踪期内公司加强与上游资源方合作，形成国内国际资源相结合、年度合同和中长期协议互补的资源池，有效降低资源综合采购成本，实现资源采购量增价减，2024 年燃气采购均价同比下降 7.40%。2025 年 1~3 月，采购量同比增长 19.15%，采购均价较 2024 年略有增长。销售方面，大湾区用气结构和上年差异不大，除了居民和工商业需求外，电厂供气需求较高，供气量同比略增 1.27%，由于深圳天然气价格⁵联动调整机制传导滞后，2024 年管道天然气整体销售价格同比略增 1.39%。2025 年 1~3 月电厂需求减少，天然气平均销售价格较 2024 年有所回升。异地燃气销售方面，2024 年公司积极拓展工商业用户，当期新增管道燃气用户 22 万户，公司异地燃气运营规模保持增长态势；价格调整方面，2024 年江西等片区实现管道燃气价格上下游联动，异地价格联动机制基本完成调整，故销售均价同比下降。总体来看，2024 年公司燃气业务收入同比小幅增长。

天然气批发业务方面，2024 年公司积极拓展国际航行船舶保税 LNG 加注业务，推动深圳海上国际 LNG 加注中心建设；利用资源和政策优势稳固深圳本地电厂市场，借助气源与路径优势开拓大湾区市场，跟踪期内天然气批发销售量同比增长 44.53%。2024 年天然气现货市场价格下跌，

⁵ 2024 年 3 月 15 日深圳市发改委下发《深圳市发展和改革委员会关于联动调整我市管道天然气销售价格的通知》，宣布启动管道天然气气源采购成本与销售价格联动调整机制。联动调整后，深圳市管道天然气居民销售价格仍采用三级阶梯气价，每档价格均有 0.31 元/方上浮，第一档价格为 3.41 元/立方米，第二档价格为 3.91 元/立方米，第三档价格为 5.16 元/立方米。党政军机关及其所属事业单位，社会团体、医院、企业职工食堂、学校、社会福利机构用气，执行国家和省有关优惠政策，销售价格为 3.61 元/立方米。新收费标准自 3 月 16 日起执行。

平均售价同比下降 20.72%。液化石油气批发业务下游客户主要为深圳、东莞、惠州及广州的二级批发商及城市管道气、瓶装气零售商等，随着“瓶改管”工程推进，原液化石油气客户于 2024 年集中开通供气，叠加伊朗低价货冲击及周边市场整顿，公司市场份额下滑，采购量及销量同比均下降 29.23%。购销价格方面，液化石油气采购价格虽与国际原油价格具有高度相关性，但 2024 年受中东、美国等地地缘政治及贸易冲突对供应链的影响，当年液化石油气平均采购价格和平均销售价格同比增长。

表 1：近年来公司燃气业务主要指标

项目	2022	2023	2024	2025.1~3
燃气采购量（亿立方米）	42.99	55.07	59.39	16.74
燃气采购额（亿元）	150.89	171.14	171.16	49.94
燃气采购均价（元/立方米）	3.51	3.11	2.88	2.98
燃气销售量（亿立方米）	40.92	48.40	49.75	12.53
其中：大湾区用户	22.83	27.53	27.88	6.67
其他地区用户	18.09	20.87	21.87	5.86
大湾区天然气平均销售价格（元/立方米）	3.80	3.59	3.64	3.80
异地燃气销售均价（元/立方米）	3.80	3.78	3.64	3.66
燃气销售收入（亿元）	137.14	155.84	157.33	40.36
天然气批发销售数量（亿立方米）	3.32	5.30	7.66	3.82
天然气批发平均销售价格（元/立方米）	6.55	4.15	3.70	4.02
天然气批发销售收入（亿元）	21.73	21.56	25.22	13.77
液化石油气销售数量（万吨）	57.56	43.35	30.68	6.96
液化石油气平均销售价格（元/吨）	5,369	4,959	5,159	5,220
液化石油气销售收入（亿元）	30.91	19.72	14.52	3.34

注：上述采购均价及采购额为含税金额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2024 年，受行业需求疲软及竞争加剧影响，光伏胶膜量价齐降，斯威克经营亏损；由于业务发展需要，斯威克拟独立上市，需对其上市进展保持关注。

公司于 2021 年 8 月 31 日以人民币 18 亿元的对价向东方日升新能源股份有限公司收购了其持有的斯威克 50%的股权。截至 2024 年末，公司持有斯威克 50.55%的股权。斯威克从事光伏胶膜生产业务，其主要产品为光伏胶膜，目前主要用于太阳能组件产品的封装，产能约 11 亿平方米，国内市场占有率位居第二。受光伏行业短期需求疲软的影响，2024 年胶膜销量同比下降 2.53%；市场竞争加剧使得光伏胶膜价格下滑，斯威克全年销售收入同比减少 35.06%，净利润-0.78 亿元，为收购以来首次亏损。

表 2：斯威克主要业务指标

项目	2022	2023	2024	2025.1~3
生产量（亿平方米）	5.13	6.75	6.67	1.79
生产平均成本（元/平方米）	10.83	7.78	5.30	4.78
销售量（亿平方米）	5.08	6.72	6.55	1.87
销售均价（元/平方米）	12.54	8.68	5.78	4.90
销售额（亿元）	63.72	58.35	37.89	9.16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

因斯威克业务发展需要，进一步增强市场竞争力，2022 年 4 月斯威克启动至创业板上市的前期筹备工作；2023 年 8 月，公司发布上市预案。截至本报告出具日，斯威克尚未获取辅导许可证。中诚信国际将持续关注斯威克上市进展及其对公司后续发展规划和经营方面的影响。

发电及燃气工程等其他业务对公司业绩形成重要补充。

公司还从事天然气热电联产、光伏发电、燃气工程及增值业务。

表 3：近年来公司营业总收入和营业毛利率构成情况（亿元，%）

项目	2022		2023		2024		2025.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
管道燃气	137.14	8.24	155.84	10.54	157.33	14.43	40.36	11.65
燃气工程及其他	21.80	59.57	21.27	53.83	17.25	46.18	3.54	36.46
天然气批发	21.73	10.12	21.56	5.06	25.22	11.63	13.77	16.56
石油气批发	30.91	0.47	19.72	2.71	14.52	-1.08	3.34	-2.17
发电业务	8.82	20.59	10.50	17.93	12.35	20.54	3.37	17.19
光伏胶膜	63.72	12.53	58.35	9.66	37.91	6.19	9.16	2.38
商品销售及其他	16.50	46.16	21.77	49.54	18.91	54.71	1.59	65.42
合计	300.62	14.65	309.29	15.50	283.48	17.17	75.13	13.36

注：公司商品销售及其他业务包括增值业务、信息化服务、燃气设备等。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

发电业务包括天然气热电联产和光伏发电，分别由东莞深燃天然气热电有限公司（以下简称“深燃热电”）和深圳市深燃清洁能源有限公司（以下简称“清洁能源公司”）运营。燃气发电方面，深燃热电首台 9F 机组正式投入商业运行，投产以来累计发电约 10.2 亿千瓦时；第二套 9F 机组建设有序推进，计划 2025 年 7 月投产发电。2024 年，深燃热电发电量 13.87 亿千瓦时，同比增长 34.01%。光伏发电方面，2024 年清洁能源公司中标昆明地铁 32MWp 和云南贝特瑞（一期）14MWp 分布式光伏发电项目，全年光伏项目签约 25.78MW，储能项目签约 29.23MWh。

燃气工程及其他业务⁶方面，公司通过为用户提供改管、老区改造以及碰口业务等服务，收取开户费、改管服务费等。跟踪期内受“瓶改管”工程收尾的影响，燃气材料及设备销售收入同比减少。

公司在建工程中，燃气项目可通过经营获现及外部融资覆盖投资需求，未来投资支出压力可控，光伏胶膜相关项目因行业低迷推迟建设进度，需关注后续相关项目建设进展、资金来源及项目建成后产能释放带来的经济效益。

在建项目方面，截至 2025 年 3 月末，公司在建项目主要包括天然气储备与调峰库二期扩建工程、燃气热电联产 9F 改扩建项目，以及斯威克新生产基地建设项目等，主要在建项目尚需投资金额合计 55 亿元，其中天然气储备与调峰库二期扩建工程的资金来源为“燃 23 转债”募集的 30 亿元，燃气热电联产 9F 改扩建项目资金需求可通过燃气业务经营获现及银行贷款覆盖，项目建成后，天然气储备能力、发电能力将进一步提升。考虑到光伏行业市场低迷，斯威克新生产基地的建设进度预计暂缓，其短期内对资金需求量将减少，需关注后续新建基地建设进展、资金来源及建成后光伏封装胶膜供应能力提升带来的经济效益。

表 4：截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	建设周期	资金来源（财政、自筹等）
深圳市天然气储备与调峰库二期扩建工程	30.31	5.28	2021-2026	自筹
燃气热电联产 9F 改扩建项目	22.81	18.17	2022-2025	自筹
盐城光伏胶膜项目基地	13.64	1.52	2023-2025	自筹
义乌年产 3 亿平方米太阳能光伏封装胶膜项目	10.28	2.84	2022-2025	自筹

⁶ 燃气工程和中压、高压场站由深圳市燃气集团股份有限公司建设分公司负责，改管服务由各区域分公司和项目公司负责实施。

常州年产 2.3 亿平方米太阳能光伏封装胶膜项目	5.69	2.38	2020-2025	自筹
宿迁年产 2.5 亿平方米太阳能光伏封装胶膜项目	4.01	1.17	2022-2025	自筹
合计	86.74	31.36	--	

注：1、仅列示总投资额超过 1 亿元项目；2、光伏封装胶膜项目由于分期建设，上表建设周期仅展示首期建设进度；3、光伏封装胶膜项目为 2021 年收购斯威克后的已投资金额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司燃气业务的收入保持增长，但受综合能源及智慧服务收入减少的影响，公司营业总收入规模和总资产收益率水平同比下降；跟踪期内公司调整融资结构，减少短期债券发行，短期债务占比下降，财务杠杆水平同比略有下降，债务结构仍有一定改善空间。

盈利能力

跟踪期内，公司城市燃气业务收入虽同比增长，但光伏胶膜业务受市场需求关系影响导致收入下降，同时受瓶改管工程收尾的影响，燃气材料及设备销售收入减少，公司营业总收入同比下降 8.34%。在管道燃气毛利率增长的带动下公司综合毛利率水平同比提升 1.67 个百分点。公司期间费用同比下降，期间费用率小幅增长。公司利润总额主要由经营性业务利润构成，受益于毛利率水平提高及期间费用下降，2024 年公司经营性业务利润同比增长 8.84%。投资收益主要来源于参股公司广东大鹏的分红，跟踪期内有所下降。资产减值同比增长，主要系对斯威克等公司商誉减值 0.79 亿元以及清水河智慧燃气产业基地在建项目减值 0.51 亿元。综上影响，公司总资产收益率较上年略有下降。2025 年一季度，受益于燃气批发收入增加，公司营业收入同比增长 9.48%，但由于综合能源⁷及智慧服务⁸利润减少，净利润规模同比下降 22.15%。

资产质量

2024 年末公司资产规模同比小幅增长 2.15%。固定资产是其主要构成，其次为货币资金、应收账款、在建工程和商誉。具体来看，由于热电改扩建项目一期项目转固，2024 年末固定资产规模增长；2024 年末货币资金规模较上年末基本持平；应收账款以应收光伏胶膜款、燃气工程及电厂燃气款为主，由于应收电厂用户款增加以及原票据结算客户变更结算模式⁹，2024 年末应收账款有所增长，应收账款周转效率较上年有所下降；随着在建项目投入，期末在建工程略有增长；跟踪期内公司对斯威克和神木市神光新能源电力有限公司计提减值准备 0.79 亿元，期末商誉规模略有下降。2025 年 3 月末，由于经营支出及投资支出增加，期末货币资金较期初下降 18.00%，公司资产规模较年初小幅下降。所有者权益方面，得益于未分配利润的积累，公司所有者权益持续增长。资本结构方面，2024 年末公司债务规模略有增长，受益于权益增长，资产负债率和资本化比率略有下降。此外，公司调整融资结构，减少短期票据发行，2025 年 3 月末短期债务占比有所下降，债务期限结构仍有一定改善空间。

现金流及偿债情况

公司以燃气收入为主的业务性质使其具有较好的经营获现能力，2024 年收现比保持在 1 倍以上。

⁷ 包括发电业务和光伏胶膜业务；

⁸ 系商品销售及其他业务。

⁹ 原票据结算客户不再使用应收票据进行结算，导致应收账款增加、应收票据减少。

2024 年由于存货等营运资金占用减少，当期经营活动现金流净流入规模较上年增长。2024 年公司持续对燃气管网的铺设、光伏发电项目等建设投入，投资活动仍呈现净流出状态，因投资放缓净流出规模同比下降。筹资活动方面，2024 年公司减少短期融资券融资力度，筹资活动现金流净额减少。

跟踪期内，受益于燃气业务的稳定增长，经营活动现金流净额对利息支出的覆盖倍数继续上升，EBITDA 对利息支出的覆盖倍数略有下降，EBITDA 和 FFO 对债务本金的保障倍数较上年基本持平。截至 2025 年 3 月末，公司短期债务规模 70.54 亿元，其中短期及超短期融资券余额 25.23 亿元，期末非受限货币资金不足以覆盖短期债务，考虑到公司作为 A 股上市企业，拥有畅通的融资渠道，债务续借能力较好，整体短期偿债压力可控。截至 2025 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 413.66 亿元，其中尚未使用额度为 314.04 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，公司对斯威克资金进行监控，但不对其资金归集管理；其他下属全资子公司和控股子公司资金由本部统一管理，严格按照公司的审批流程和资金管理办法进行资金结算，归集率基本达到了 100%。

表 5：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
期间费用率	9.49	10.05	10.54	8.96
经营性业务利润	15.39	17.46	19.00	3.31
资产减值损失（损失以“-”号填列）	-1.67	-0.54	-1.73	0.07
投资收益	2.25	2.12	1.45	0.02
利润总额	16.57	18.83	18.32	3.37
EBITDA	32.80	37.53	34.06	--
EBIT 利润率	6.62	7.31	7.53	--
总资产收益率	5.50	5.49	4.77	--
货币资金	32.95	58.36	57.12	46.83
应收账款	23.45	27.83	39.63	47.33
存货	22.65	19.48	11.01	9.98
固定资产	146.59	167.02	182.09	180.92
在建工程	38.33	47.58	50.42	50.53
无形资产	22.56	24.60	21.04	21.01
商誉	33.60	33.77	32.98	32.98
总资产	382.01	442.70	452.21	450.98
合同负债	22.49	26.87	24.09	28.17
总债务	125.02	165.65	166.53	162.32
短期债务/总债务	93.87	71.44	63.15	43.45
总负债	228.07	269.98	268.56	264.99
未分配利润	63.87	74.23	82.85	85.18
少数股东权益	22.46	27.25	28.05	28.04
所有者权益	153.94	172.72	183.65	185.99
资产负债率	59.70	60.98	59.39	58.76
总资本化比率	44.85	48.98	47.56	46.60
收现比	0.95	1.03	1.07	1.08
经营活动产生的现金流净额	16.37	25.43	36.97	-6.73
投资活动产生的现金流量净额	-29.07	-40.57	-31.07	-6.50
筹资活动产生的现金流量净额	16.03	40.28	-7.10	1.24

非受限货币资金/短期债务	0.28	0.49	0.54	0.63
经营活动净现金流/利息支出	4.28	5.99	8.92	--
EBITDA 利息保障倍数	8.58	8.84	8.22	--
总债务/EBITDA	3.81	4.41	4.89	--
FFO/总债务	0.20	0.17	0.17	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年末，公司受限资产合计 17.33 亿元，约占同期末总资产比重的 3.84%，受限比例低。

截至 2024 年末，公司无对外担保。此外，同期末公司不存在影响正常生产经营的重大未决诉讼、仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2022~2025 年 4 月 18 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测¹⁰

假设

——深圳燃气仍具有较强的区域市场地位，预计燃气业务运营能力和运营量将稳步发展。预计 2025 年公司收入和利润规模同比略有增长，经营活动净现金流较上年基本持平。

——2025 年，预计深圳燃气项目收购和在建项目投资支出较上年基本持平。

——2025 年，预计深圳燃气债务规模平稳，短期债务占比进一步下降。

预测

表 6：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率(%)	48.96	47.56	41.4~50.6
总债务/EBITDA(X)	4.41	4.89	4.2~5.2

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

ESG¹¹表现方面，公司在环境管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好，积极向清洁能源综合运营商转型，履行企业社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，深圳燃气经营获现能力强，未使用授信额度充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅。公司资金流出主要用于经营活动事项支付、在建工程、股权收购以及债务的还本付息。公司经营获现能力较强，且备用流动性充足，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影

原票据结算客户不再使用应收票据进行结算，导致应收账款增加、应收票据减少。

考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

¹¹中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

响。

外部支持

公司是深圳市管道燃气业务唯一运营主体，控股股东为深圳市国资委，能为公司发展提供有力支持。

公司控股股东为深圳市国资委，股东背景极强。深圳市政府高度重视绿色低碳发展，支持天然气的清洁高效利用，正在大力推进“煤改气”、“瓶改管”、天然气发电等重点应用领域，天然气需求强劲。作为深圳市管道燃气业务唯一运营主体，公司在深圳市的业务开展和重点项目建设方面得到了政府的大力支持，为公司发展奠定了坚实基础。

跟踪债券信用分析

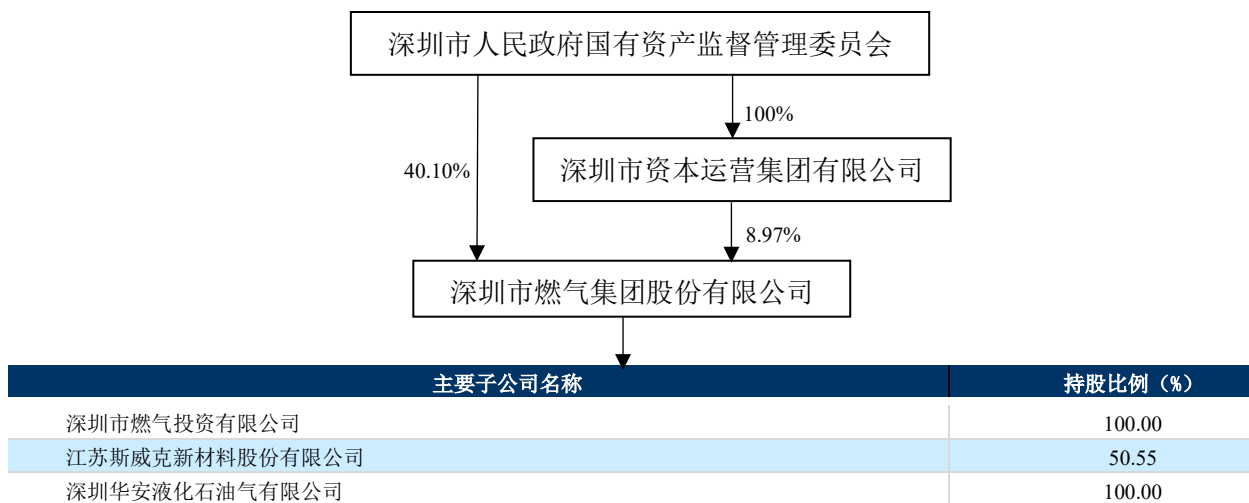
“燃 23 转债”募集资金 30.00 亿元，自 2024 年 2 月 2 日开始转股，截至 2025 年 3 月 31 日，“燃 23 转债”共有人民币 77,000 元已转换为公司股票，转股数量为 10,046 股，占“燃 23 转债”转股前公司已发行股份总额的 0.000349%。募集资金拟投资于深圳市天然气储备与调峰库二期扩建工程，截至 2024 年末，累计投入募集资金总额 4.52 亿元。截至 2025 年 6 月 12 日，债券资金余额 29.9992 亿元。

本次债券设置转股价格向下修正条款，在本次发行的可转债存续期内，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案。跟踪期内公司因权益分派调整转股价，2025 年 6 月 10 日停止转股，2025 年 6 月 19 日起恢复转股，调整后转股价格为 7.40 元/股。截至 2025 年 6 月 16 日前 20 个交易日深圳燃气平均股价为 6.45 元/股。本次债券设置有条件回售条款、附加回售条款和到期赎回条款，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。本期债券未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司主业区域市场地位高为其业务持续经营提供保障，从债券到期分布来看，集中到期压力不高，公司再融资渠道通畅，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，“燃 23 转债”信用稳定。中诚信国际将持续关注“燃 23 转债”的转股进展。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持深圳市燃气集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“燃 23 转债”的信用等级为 **AAA**。

附一：深圳市燃气集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年末）



深圳市燃气集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附二：深圳市燃气集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
货币资金	329,520.46	583,644.35	571,153.18	468,349.42
应收账款	234,462.25	278,294.11	396,314.18	473,338.52
其他应收款	14,808.96	10,366.45	16,544.12	16,701.89
存货	226,484.60	194,809.96	110,102.12	99,798.48
长期投资	183,199.56	194,035.26	190,673.57	190,542.36
固定资产	1,465,931.35	1,670,247.30	1,820,862.65	1,809,218.70
在建工程	383,343.55	475,774.46	504,235.22	505,275.71
无形资产	225,601.08	246,024.84	210,351.29	210,067.81
资产总计	3,820,072.40	4,426,990.35	4,522,084.00	4,509,769.98
其他应付款	133,319.06	115,305.46	118,927.49	92,952.36
短期债务	1,173,646.07	1,183,311.22	1,051,676.19	705,361.92
长期债务	76,579.86	473,171.72	613,597.13	917,886.61
总债务	1,250,225.93	1,656,482.93	1,665,273.31	1,623,248.53
净债务	924,007.05	1,080,033.31	1,100,167.48	1,178,098.56
负债合计	2,280,650.78	2,699,792.44	2,685,584.73	2,649,873.54
所有者权益合计	1,539,421.61	1,727,197.91	1,836,499.27	1,859,896.45
利息支出	38,205.79	42,475.11	41,441.67	--
营业总收入	3,006,156.28	3,092,862.49	2,834,812.04	751,303.57
经营性业务利润	153,904.54	174,620.29	190,049.05	33,132.93
投资收益	22,459.49	21,230.64	14,477.87	209.74
净利润	140,640.58	164,220.61	153,767.82	24,561.22
EBIT	198,989.71	226,239.45	213,424.02	--
EBITDA	327,982.66	375,294.36	340,591.33	--
经营活动产生的现金流量净额	163,694.00	254,267.30	369,738.49	-67,344.41
投资活动产生的现金流量净额	-290,679.11	-405,655.81	-310,721.38	-64,986.20
筹资活动产生的现金流量净额	160,255.96	402,838.04	-71,040.89	12,414.34
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
营业毛利率（%）	14.65	15.50	17.17	13.36
期间费用率（%）	9.49	10.05	10.54	8.96
EBIT 利润率（%）	6.62	7.31	7.53	--
总资产收益率（%）	5.50	5.49	4.77	--
流动比率（X）	0.50	0.63	0.66	0.79
速动比率（X）	0.40	0.54	0.61	0.73
存货周转率（X）	14.02	12.41	15.40	--
应收账款周转率（X）	11.63	12.06	8.40	--
资产负债率（%）	59.70	60.98	59.39	58.76
总资本化比率（%）	44.82	48.96	47.56	46.60
短期债务/总债务（%）	93.87	71.44	63.15	43.45
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.10	0.13	0.20	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.11	0.18	0.31	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	4.28	5.99	8.92	--
总债务/EBITDA（X）	3.81	4.41	4.89	--
EBITDA/短期债务（X）	0.28	0.32	0.32	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	8.58	8.84	8.22	--
EBIT 利息保障倍数（X）	5.21	5.33	5.15	--
FFO/总债务（X）	0.20	0.17	0.17	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的 2022~2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债中的有息债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款+应收款项融资调整项)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金-中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金-利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn