

中国燃气控股有限公司公开发行 2016 年公司债券 (第一期)、公开发行 2018 年公司债券 (第一 期) 跟踪评级报告 (2020)

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 09 月 15 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 3616 号

中国燃气控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 中燃 G1”和“18 中燃 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年九月十五日

评级观点：中诚信国际维持中国燃气控股有限公司（以下简称“中国燃气”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，维持“16中燃 G1”和“18中燃 01”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际认为，2019 年以来公司保持行业领先地位、业务规模及服务能力不断提升、盈利能力仍保持在较好水平以及多元化的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司面临一定政策风险和市场风险以及短期债务规模增加等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

中国燃气（合并口径）	2018 财年	2019 财年	2020 财年
资产合计（亿港元）	820.58	1,098.99	1,120.67
权益合计（亿港元）	327.30	407.93	457.83
总负债（亿港元）	493.28	691.07	662.83
总债务（亿港元）	323.72	378.99	399.22
收入（营业总收入）（亿港元）	528.32	593.86	595.40
年度溢利（净利润）（亿港元）	66.69	89.85	102.61
EBITDA（亿港元）	108.49	137.20	162.54
经营活动所得现金净额（经营活动净现金流）（亿港元）	64.46	101.17	64.86
溢利率(%)	13.73	13.82	17.55
资产负债率(%)	60.11	62.88	59.15
总资本化比率(%)	49.73	48.16	46.58
总债务/EBITDA(X)	2.98	2.76	2.46
EBITDA 利息倍数(X)	9.69	8.41	9.21

注：中诚信国际根据 2018 财年~2020 财年财务报告整理。

正面

- **公司保持领先的行业地位。**公司目前仍是国内规模最大的跨区域燃气运营服务商之一，是我国城市与乡镇管道燃气分销领域的龙头企业，已取得 604 个拥有专营权的管道燃气项目。
- **公司业务规模及服务能力不断提升。**跟踪期内，公司业务规模不断扩张，管网长度、供气能力和用户数均保持增长，综合

服务能力持续提升。

■ **盈利能力仍保持在较好水平。**2020 财年，公司除税前溢利仍主要来自主营业务利润，且保持增长；公司 EBITDA 利润率和总资产收益率仍处于较好水平，盈利能力仍较强。

■ **多元化的融资渠道。**公司是香港联交所上市公司，能够通过公开或非公开发行股票、发行债券及金融机构融资等方式募集资金，具备多元化的融资渠道和较强的资本市场融资能力。

关注

■ **面临一定政策风险和市场风险。**公司处于燃气产业链中下游，居民用户的天然气销售价格和接驳费政策由相关政府部门监管，公司盈利空间受政策影响大。此外，公司进口液化石油气的成本受国际原油价格波动的影响较大，公司 LPG 业务收入规模和盈利水平面临一定的价格波动风险。

■ **短期债务规模增加。**2020 年 3 月末，公司债务规模小幅上升，公司偿债指标有所削弱；截至 2020 年 3 月末，一年内到期债务为 241.96 亿港元，短期债务偿规模大幅上升。

评级展望

中诚信国际认为，中国燃气控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司经营恶化或区域市场地位下降；股东及各方支持意愿减弱；债务杠杆水平大幅提升，融资环境恶化，导致流动性紧张；公司及其子公司盈利能力出现明显下滑等。

同行业比较

2019 年部分燃气企业主要指标对比表

公司名称	售气量（亿立方米）	资产总额（亿港元/亿元）	资产负债率(%)	总资本化比率(%)	营业总收入（亿港元/亿元）
中国燃气	253.72	1,120.67	59.15	46.58	595.40
深圳燃气	31.53	232.16	50.18	34.36	140.25

注：1、“深圳燃气”为“深圳市燃气集团股份有限公司”简称；2、中国燃气资产总额和营业总收入单位为亿港元，深圳燃气资产总额和营业总收入单位为亿元。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	发行金额 （亿元）	债券余额 （亿元）	存续期	特殊条款
16中燃 G1	AAA	AAA	20.00	3.11	2016/10/27~2021/10/27 (3+2)	附第三年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
18中燃 01	AAA	AAA	15.00	15.00	2018/09/11~2023/09/11 (3+2)	附第三年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

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定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“16中燃G1”和“18中燃01”募集资金已全部使用完毕，与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度GDP同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度GDP当季同比由负转正，上半年GDP降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI高位回落；需求不足PPI持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注

的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑稳增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按3.6%以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持

续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全球GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

近期关注

作为清洁能源的天然气在能源消费结构中占比将持续提升且需求继续保持增长，但总体供给和区域不均衡仍将长期存在

城市燃气作为城市能源结构和城市基础设施的重要组成部分，为居民生活、工商业提供优质燃料，在现代化发展中起着极其重要的作用。我国城市燃气供应主要包括天然气、液化石油气和人工煤气。随着城市化进程的持续推进，国家环保标准的提高，国民环保意识的增强，以及新能源的不断开发，我国用气类型和供气结构也逐步进行调整，作为清洁能源的天然气已成为我国城市用气和供气的主要产品。天然气供气总量从2002年的1,259,334万立方米增加至2018年的14,439,537.89万立方米，是人工煤气供气总量的48.47倍。从城市用气人口来看，截至2018年末，人工煤气、液化石油气和天然气用气人口分别为778.79万人、11,782.47万人和36,902.14万人，占全部城市燃气用气人口的1.57%、23.82%和74.60%。

其中，我国天然气消费量由2010年的1,074.02亿立方米增加至2019年的3,073.30亿立方米，增幅为1.86倍。按天然气消费结构来看，2018年，我国城市燃气占比为33.9%，工业燃料占比为38.6%，天然气发电占比为17.3%，天然气化工占比为10.2%，城市燃气和工业燃料是天然气需求的主要方向。

图 1：2018 年我国天然气消费结构

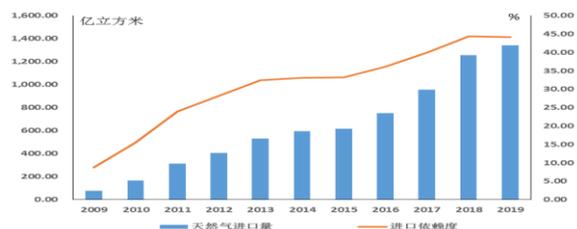


资料来源：wind，中诚信国际整理

我国天然气行业面临着总产量不足且区域分布不均衡的状态。截至2019年末，我国天然气已探明储量为8.40万亿立方米，占世界探明储量的4.13%。同期，我国天然气储采比为47.30年，略低于全球天然气储采比49.82年。天然气产量由2000年的277.26亿立方米增加至2019年的1,775.60亿立方米，呈快速增长的趋势。我国自产气主要集中在塔里木、鄂尔多斯、四川、柴达木盆地、准噶尔盆地等地，天然气供给存在地区发展不均衡的情况。

从2006年开始，我国成为天然气净进口国，从2000年的76.92亿立方米增长至2019年的1,342.64亿立方米，进口依赖度从2000年的8.80%增长至2019年的44.13%，天然气进口量快速增长。目前，我国主要的进口天然气通道为西北-中亚、西南-中缅、东北-中俄进口天然气管道以及东南沿海进口LNG。具体来源方面，我国管道天然气进口来源包括土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、缅甸和哈萨克斯坦；LNG进口来源主要为澳大利亚、卡塔尔、马来西亚及印度尼西亚。

图 2：2009 年~2019 年天然气进口情况



资料来源：wind，中诚信国际整理

2017年4月，国家发改委公布《加快推进天然气利用的意见》（发改能源[2017]1217号），提出将天然气培育成为我国现代清洁能源体系主体能源之一，至2020年，天然气在一次能源消费结构中的

占比拟达到 10% 左右。截至 2018 年末，我国天然气消费占能源消费总量的比重为 7.80%，预计未来天然气在能源消费结构中的占比将持续提升。根据《天然气十三五规划》，到 2020 年，我国气化人口预计达到 4.7 亿人，年均增速 10.30%，城镇人口天然气气化率 57%。目前我国气化人口与十三五规划目标仍存在一定差距，预计未来天然气需求将继续保持增长态势。

总体来看，未来随着城市化和工业化进程持续推进，国家环保标准提高和国民环保意识增强，作为清洁能源的天然气在能源消费结构中的比重将持续提升，天然气需求将继续保持增长态势，但总体供给和区域不均衡仍将长期存在。

近年来，天然气管网和储气设施建设稳步推进，一定程度上缓解了天然气供给缺口；未来仍将持续加强勘探开发、管网和储气设施建设，以提升天然气保障能力

为缓解天然气区域间供需矛盾，我国已形成“西气东输、川气东送”的供气格局。截至 2018 年末，我国天然气使用区域已扩展至国内 31 个省、市、自治区，已投产的长输管道主要有西气东输线、陕京线、川气东送、忠武线、中贵线、中缅线和涩宁兰线等，天然气管道长度为 69.80 万公里，其中已建成投产的长输管道长度超过 7 万公里。

依据全国天然气管网布局建设储气设施，主干管道应配套建设地下储气库，地下储气库和 LNG 接收站应与全国管网相联通，加强城市燃气应急调峰能力建设，构建储气调峰服务市场。我国将继续争取进口更多的 LNG，并在沿海地区加速建造 LNG 接收终端、天然气管道和贮存设施。近年来，我国进口 LNG 接收站及地下储气库建设逐步加速。东南沿海进口 LNG 方面，我国在天津、广东、河北等地新建多个 LNG 接收站项目，截至 2018 年末，国内已投产的进口 LNG 接收站 20 座，总接收能力 6,787 万吨/年；在建 LNG 接收站 14 座，合计总接转能力约 3,555 万吨/年。目前，我国拟建 LNG 接

收站项目较多，建成后拟接收能力为 5,540 万吨/年。

同时，按照“海陆并进、常非并举”的工作方针，我国将加强基础调查和资源评价，持续加大国内勘探投入，围绕塔里木、鄂尔多斯、四川和海域四大天然气生产基地，加大新区、新层系风险勘探，深化老区挖潜和重点地区勘探投入，夯实国内资源基础；在加强常规天然气开发的同时，加大致密气、页岩气、煤层气等低品位、非常规天然气科技攻关和研发力度，突破技术瓶颈，实现规模效益开发，形成有效产能接替。

根据《天然气十三五规划》，“十三五”期间，我国计划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。2020 年，天然气计划年产量 2,020 亿立方米，年均增速 8.9%；国内天然气综合保供能力达到 3,600 亿立方米以上。预计未来我国将继续加强勘探开发，加快天然气管网和储气设施建设，以提升天然气输送能力和供给能力。

近年来，天然气价格改革持续向完全市场化定价机制推进

长期以来，我国天然气终端销售价格由天然气出厂价格、长输管道的管输价格以及城市输配价格构成。天然气出厂价格和跨省的长输管道的管输价格由国家发改委制定，终端销售价格由省级发改委和物价部门制定。我国天然气价格与可替代能源价格之间一直缺乏联动，与国际市场价格相比也处于较低的水平。

自 2013 年以来，国家发改委多次调整非居民用天然气价格，有利于按照市场化取向建立起与可替代能源价格挂钩的动态调整机制，逐步理顺与可替代能源的比价关系，逐步放开天然气直供用户（化肥企业除外）用气门站价格，由供需双方协商定价，进行市场化改革试点，并于 2015 年实现存量气、增量气价格并轨，逐步放开非居民用天然气气源价格，落实页岩气、煤层气等非常规天然气价格

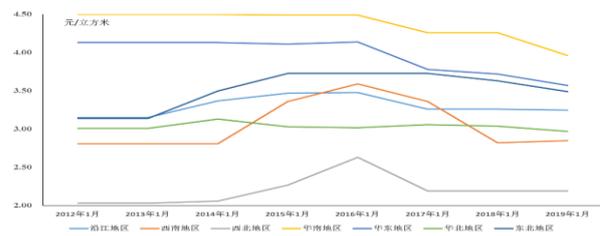
市场化政策。价格政策实施以来，全国各地工业天然气价格均出现了不同程度的下滑。目前，华南地区、华东地区、东北地区和沿江地区工业天然气价位较高，分别为 3.96 元/立方米、3.57 元/立方米、3.49 元/立方米和 3.25 元/立方米；华北地区、西南地区 and 西北地区工业天然气价位较低，分别为 2.97 元/立方米、2.85 元/立方米和 2.19 元/立方米。

国家发改委于 2014 年 4 月指出，对所有已通气城市均应在 2015 年底之前建立起居民生活用气阶梯价格制度，将居民用气价格划分为三档，各档具体气量和气价由各地结合当地实际情况确定。与此同时，我国天然气价格改革在输配价格监管、储气设施价格明确、化肥企业用气价格放开及上海石油天然气交易中心正式投运等方面均取得了进展。

2018 年 5 月，国家发改委发布《国家发展改革委关于理顺居民用气门站价格的通知》（发改价格规[2018]794 号），将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平按非居民用气基准门站价格水平（增值税税率 10%）安排，同时提出供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格，实现与非居民用气价格机制衔接。方案实施时门站价格暂不上浮，实施一年后允许上浮。居民用气价格理顺后，对城乡低收入群体和北方地区农村“煤改气”家庭等给予适当补贴。补贴由地方政府承担主体责任，中央财政利用大气污染防治等现有资金渠道加大支持力度。这是居民天然气价格首次实现市场化改革，解决了居民用气价格与成本倒挂的问题。2019 年以来，多地已落实政策，居民天然气终端价格明显上涨。其中，西南地区、华南地区和东北地区涨幅较大，分别由 1.90 元/立方米涨至 2.28 元/立方米、3.06 元/立方米涨至 3.46 元/立方米和 2.98 元/立方米涨至 3.44 元/立方米。目前来看，华南地区、华东地区和东北地区民用天然气价位较高，分别为 3.46 元/立方米、3.43 元/立方米和 3.44 元/立方米；沿江地区、华北地区、西南地区和西北地区民用天然气价位较低，分别为 2.96 元/立方米、2.79 元/立

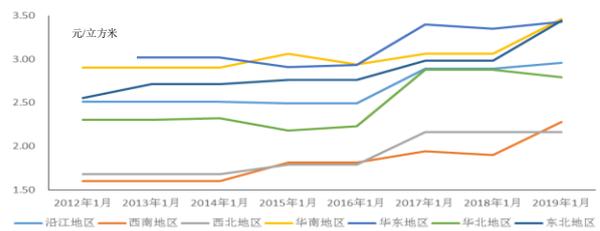
方米、2.28 元/立方米和 2.16 元/立方米。

图 3：2012~2019 年工业天然气市场价走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

图 4：2012~2019 年民用天然气市场价走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

此外，2019 年 7 月，国家发改委发布《关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见》，要求燃气工程安装竞争性市场体系尚未建立、收费标准纳入政府定价目录进行管理的地方，合理确定收费标准，原则上成本利润率不超过 10%。目前，燃气接驳工程毛利率较高，是燃气运营行业利润的主要增长点，新规发布后，或将加剧燃气接驳工程业务的竞争。

总体来看，经济发达地区的居民和工商业企业对燃气价格的承受能力更强，燃气价格相对较高。2018 年 5 月，居民天然气价格首次实现市场化改革，解决了居民用气价格与成本倒挂的问题，为燃气运营企业良好运营提供了内生动力。长期来看，我国天然气定价将由可替代能源定价向完全市场化定价机制转变，天然气体制改革的进一步深入将有利于市场化进程的推进，有利于国内天然气市场深度融入全球市场，提高国内天然气市场的国际影响力。

目前行业内垄断性较强，下游市场化程度相对较高，整体行业格局短期内较稳定；近期油气改革将以“X+1+X”市场体系为方向，但改革难度大，未来改革进度和效果需关注

天然气行业分为上游生产、中游输送及下游分销三个环节。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和中国海洋石油集团公司等大型天然气勘探企业进行，上游天然气开采商及供应商基本被“三桶油”垄断；中游天然气输送由拥有跨省及进口长输管网的“三桶油”及经营省内长输管道的省级天然气管输企业负责；天然气运输的下游分销商主要是各个城市的燃气公司，市场化程度相对较高，但由于城市管道燃气实行特许经营权政策，故具有较强的区域垄断性，目前多以获取更多特许经营权形式进行竞争。

自 2002 年燃气行业市场化改革以来，我国城市燃气中下游行业目前已形成央企、国企、外企和民企等不同类型所有制为主体的多元化市场竞争格局。如行业上游的中石油下属昆仑燃气收购了中石油的燃气资产，进入了下游分销领域，覆盖全产业链；拥有地方政府背景的国有燃气运营企业供气范围以我国直辖市或大型省会省市为主，如北京市燃气集团有限责任公司、深圳市燃气集团股份有限公司、陕西燃气集团有限公司和安徽省天然气开发股份有限公司等；而民营资本则多布局在二三线城市中，如新奥（中国）燃气投资有限公司、奥德集团有限公司、百川能源股份有限公司、河南天伦燃气集团有限公司、贵州燃气集团股份有限公司等；此外，20 世纪 90 年代以港资为主的外资以参股、收购等方式获得国内部分城市燃气市场 20~30 年的独家经营权，如南京港华燃气有限公司。但随着天然气利用的深入和燃气行业的快速发展，燃气运营企业竞争将加剧。

需要关注的是，2019 年 12 月 31 日，自然资源部印发了《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（运行）》，提出在国内注册净资产不低于 3 亿元人民币的内外资企业均有资格按规定取得油气矿业权。2019 年 12 月 9 日，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责的国家石油天然气管网集团有限公司在北京成立，其主要职责是负责全国油

气干线管道、部分储气调峰设施的投资建设，负责原油、成品油、天然气的管道输送，并统一负责全国油气干线管网运行调度。以上举措将对我国天然气行业上游、中游产生重大影响，有助于推动我国形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的“X+1+X”油气市场体系，但考虑到行业特性和相关利益复杂，改革难度大，未来改革进度和效果仍需关注。

总体来看，随着油气体制改革的推进，未来多元化的资本或将进入燃气行业上游，中游管网格局或将调整，但仍需较长时间逐步落实，短期内变化有限；下游多元化的竞争格局仍将继续保持，而具有较稳定的气源供应和销售渠道的城市管道运营商将在竞争中得以保持相对优势的竞争地位。

跟踪期内，公司仍是国内城市与乡镇管道燃气分销领域的龙头企业，管网长度持续增加、供气能力持续增长，综合服务能力持续提升；公司城市与乡镇燃气项目天然气销售量持续增长，仍以居民用户、工业及商业用户为主的业务结构；受疫情等因素影响，公司通过管道与贸易销售的天然气量有所下降

跟踪期内，公司仍是国内规模最大的跨区域燃气运营服务商之一，是我国城市与乡镇管道燃气分销领域的龙头企业，截至 2020 年 3 月末已累计在全国 29 个省、直辖市及自治区取得 604 个拥有专营权的管道燃气项目，并拥有 17 个天然气长输管道项目、556 座压缩/液化天然气汽车加气站、一个煤层气开发项目、113 个液化石油气分销项目和 102 个多能互补的综合能源供应项目。跟踪期内，公司管网长度、供气能力和用户数均保持增长，综合服务能力持续提升，截至 2020 年 3 月末，公司管网长度达 402,381 公里，供气能力达 1.65 亿立方米/日。

表 1：公司供气能力主要指标（公里、亿立方米/日、万户）

项目	2018 财年	2019 财年	2020 财年
管网长度	172,540	296,797	402,381
供气能力	1.18	1.44	1.65
已接驳居民用户	2,457.03	2,967.82	3,510.55
已接驳商业用户	16.90	19.96	23.37

已接驳工业用户	0.97	1.24	1.47
---------	------	------	------

资料来源：公司提供

气源供应方面，公司与中国石化和中石油昆仑燃气有限公司均签署了全面战略合作协议，公司自身还在山西柳林拥有 1 个煤层气勘探及开发项目，在沿海已有 7 个码头，在天然气、液化石油气资源方面有着充分保障。

公司构建了集团的液化天然气贸易体系，并成立了专门的能源贸易公司，统一采购液化天然气。公司天然气采购价格以发改委定价为基础。结算方式方面，公司与供应商采取定期现结的方式（周结算、半月结算、或者月结算）。随着公司业务的扩大，其采购规模亦持续增长。

表 2：2020 财年公司天然气采购量情况（亿立方米、%）

气源来源	协议模式	采购量	占比
中石油	照付不议	60.55	39.30
中石化	照付不议	8.78	5.70
中海油	照付不议	7.55	4.90
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向现货市场采购	77.21	50.10
合计	--	154.09	100.00

注：此表中的天然气采购量统计仅为中国燃气管理体系下的采购量。

资料来源：公司提供

燃气销售方面，2020 财年，随着公司“气代煤”项目的推进，公司当年通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气量保持增长，但受疫情影响，增速有所回落；公司通过管道与贸易销售的天然气量受疫情影响，有所下降。公司城市燃气项目天然气销售量仍以工商业用户为主，合计占公司通过城市燃气项目销售的天然气总销售量的 62.08%。销售价格方面，2020 财年公司除商业用气小幅下降外，其他燃

气销售均价保持小幅上升。公司处于燃气产业链中下游，由于受当地物价局监管，目前居民燃气价格尚不能自主定价，公司盈利空间受气价政策影响较大，对工商业用户的燃气售价方面有一定议价能力。

表 3：公司天然气业务经营情况（亿立方米、元/立方米）

项目	2018 财年	2019 财年	2020 财年
天然气采购量	132.16	147.20	154.09
采购均价	1.88	2.09	2.13
天然气销售量	186.59	246.56	253.72
其中：居民	30.89	39.85	49.27
工业	54.20	70.50	74.18
商业	20.54	25.16	22.86
CNG/LNG	12.24	11.94	10.01
销售均价（居民）	2.40	2.52	2.53
销售均价（工业）	2.50	2.65	2.68
销售均价（商业）	2.60	2.79	2.77
销售均价（CNG/LNG）	2.63	2.93	3.18

注：1、此表中的天然气采购量统计仅为中国燃气管理体系下的采购量；
2、公司统计的天然气销售量包含了通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气 156.31 亿立方米与通过管道与贸易销售的天然气 97.41 亿立方米，其中居民、工业、商业和 CNG/LNG 四个子类别属于通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气。

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目为呼和浩特中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设、芜湖中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设等，预计总投资合计 34.30 亿元，已投资合计 37.50 亿元。目前，公司主要在建工程已接近尾声，未来资金压力一般。随着公司管网建设工程的投产，公司供气量有望进一步增长。

表 4：截至 2020 年 3 月末公司主要在建工程情况（亿元）

在建工程	预计总投资	已投资金额	建设内容	工程进度
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	17.65	7 座高中压调压站、22 座 CNG 加气站、LNG 加气站 4 座等；各城镇区中压 A 级管网、6 座 CNG 加气站等。	77.81%
芜湖中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	5.44	7.04	3 座高中压调压站、应急气源 LNG 储配站等；城区中压 A 级管网、20 座 CNG 加气站等	92.72%
宝鸡中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	5.16	8.86	建设次高压管道、改造现有调压站、建设汽车加气站	96.71%
淮南中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设	2.67	3.95	天然气门站 1 座、建设高压球罐 6 座、建设高压干管 56 公里、中压管网 82 公里、低压管网 17 公里、各种调压设备及城市燃气监控系统(SCADA 系统)等配套设施、建设汽车加气母站 1 座、及加气子站 5 座。	98.66%

合计	34.30	37.50	--	--
----	-------	-------	----	----

注：由于物价水平较可研时期有提升等原因，使得部分项目实际投资金额超过预计投资总额。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司接驳收入保持增长，为公司收入重要来源之一

跟踪期内，随着公司乡镇地区的“气代煤”项目的持续推进，公司当年燃气接驳业务量保持增长。截至 2020 财年末，公司累计签约的乡镇“气代煤”居民用户超过 900 万户，累计完成接驳乡镇用户达 623.64 万户。接驳费用方面，居民用户的接驳费用受当地物价局指导，接驳均价小幅下降；工商业用户的接驳价格采用市场化定价的模式，按照具体工程量而定，本财年小幅下降。2020 财年，公司接驳收入和工程设计与施工收入合计为 136.87 亿港元，同比增长 9.85%，为公司收入的重要来源之一。

表 5：公司 2018 财年~2020 财年燃气接驳均价

用户	2018 财年	2019 财年	2020 财年
城市居民（元/户）	2,523	2,508	2,494
乡镇居民（元/户）	3,089	3,010	2,952
工业（万元/户）	19.70	21.10	17.37
商业（万元/户）	3.06	2.75	1.89

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司仍是国内最大的 LPG 贸易、终端一体化业务运营商，供销渠道稳定且经营情况良好

跟踪期内，公司仍是中国规模最大的 LPG 贸易、终端一体化业务运营商，拥有 7 个液化石油气码头和 113 个液化石油气分销项目，分销业务遍布国内 21 个省。

LPG 采购方面，公司坚持进口气、国内气的双气源多供应的采购策略，并不断加大与国外气源供应商的合作，包括 ASTOMOS、VILMA 等国际知名供应商，以形成稳定、多元化且具有市场竞争性的气源供应。受国际油价波动影响，公司 LPG 采购均价有所波动。中诚信国际关注到公司进口 LPG 的成本受国际原油价格波动的影响较大，LPG 业务收入规模和盈利水平面临一定的价格波动风险。

表 6：2020 财年公司主要 LPG 供应商情况（万吨、%）

供应商	采购数量	占比
ASTOMOS	79.28	36.56

VILMA	57.17	26.36
EI	17.41	8.03
ZENROCK	12.55	5.79
BGN	11.49	5.30
合计	177.90	82.04

资料来源：公司提供

LPG 销售方面，公司 LPG 主要面向大型工业客户、液化气公司等，2020 财年，公司实现 LPG 销量 382.68 万吨，其中，批发业务分别实现销售 272.87 万吨，终端零售业务分别销售 109.80 万吨。2020 财年，公司批发业务销售量同比略有下降，系因当期国际原油及 LPG 价格震荡，为避免受到影响，公司适当控制了 LPG 的进口量所致。此外，公司还积极推动 LPG 微管网建设，扩大终端业务覆盖，进一步拓展 LPG 贸易终端一体化战略。

表 7：公司 LPG 采购及销售情况（万吨、元/吨）

	2018 财年	2019 财年	2020 财年
LPG 采购量	403.04	399.33	382.68
LPG 平均采购价格	3,584.84	3,654.12	3,522.29
LPG 销售量	403.04	399.33	382.68
LPG 平均销售价格	3,962.39	3,985.93	3,599.46

资料来源：公司提供

公司终端增值业务的发展丰富了公司业务板块，对增加公司收入、利润提供有力补充

公司通过打造带有中燃特色的、以家庭及社区为主要服务对象的一站式网络垂直电商服务平台，为燃气、燃气相关产品及服务的销售提供更便捷的互联网营销平台。公司成立增值服务事业部、增值业务专业公司、并建立全国范围的分、子公司，以网格化的多种销售渠道，推动中燃品牌的中燃宝燃气具、燃气综合保险、波纹管、报警器等增值业务发展。2020 财年，公司实现终端增值业务收入 50.25 亿港元，同比增长 28.75%，保持快速增长，预计未来可以为公司带来持续、可观、稳定的收入。

财务分析

以下分析基于公司提供的德勤关黄陈方会计

师事务所审计并出具标准无保留意见的 2018 财年~2020 财年财务报告。公司 2018 财年和 2019 财年数据采用 2019 财年期初数和 2020 财年期初数。

2020 财年，受疫情影响，公司天然气和 LPG 销售收入小幅下降；公司溢利率小幅上升，仍保持较强盈利能力

公司营业总收入主要由管道天然气销售收入、液化石油气销售收入、燃气接驳费收入构成。2020 财年，受疫情影响，公司管道天然气销售收入小幅下降；液化石油气方面，公司为避免受国际价格波动影响，采购量小幅下降，加之疫情下，LPG 配送

有一定障碍，公司 LPG 收入小幅下降。得益于客户规模不断扩大以及线上业务的持续推进，公司增值服务收入实现大幅增长，为公司收入带来有益补充。

溢利率方面，2020 财年，公司管道天然气销售业务溢利率小幅上升；得益于国际油价大幅下降，带动公司 LPG 采购均价下降，LPG 业务溢利率小幅上升；公司增值服务溢利率保持较高水平；受耗材成本上升以及接驳费下调影响，公司接驳业务溢利率有所下滑。综合影响下，公司 2020 财年溢利率小幅上升，盈利能力有所增强。

表 8：2018 财年~2020 财年公司分业务收入及分部溢利情况（亿港元）

	2018 财年		2019 财年		2020 财年	
	收入	溢利率	收入	溢利率	收入	溢利率
天然气销售收入	226.13	10.89%	271.06	11.00%	270.53	12.46%
接驳收入	89.24	32.71%	111.79	30.79%	123.20	22.46%
液化石油气收入	159.70	3.17%	159.17	0.78%	137.74	1.52%
增值服务	29.47	26.28%	39.03	29.32%	50.25	31.73%
工程设计及施工	23.79	17.19%	12.81	16.45%	13.67	35.80%
合计	528.32	13.73%	593.86	13.82%	595.40	17.55%

注：1、溢利率=分部溢利/分部收入，分部溢利指各分部所赚取的溢利，而剔除银行利息收入及其他收益分配、中央行政成本、投资物业公平值变动、就物业、厂房及设备确认之减值亏损、诉讼申索、应收联营公司款之拨备、出售可供出售投资之亏损、视为出售合资公司之收益、应占非上市联营公司业绩、应占合资公司业绩、换算外币货币项目为功能货币之汇兑亏损及财务费用；2、表中的溢利率未考虑联营公司中裕燃气为公司贡献的溢利；3、尾数差异系四舍五入所致。

期间费用方面，公司期间费用主要由行政开支、销售及分销成本构成。2020 财年，随着公司业务规模和融资规模的扩张、以及新增防疫物资费用等，公司期间费用规模和期间费用率均小幅上升。其中行政开支主要为职工薪酬、保险费用、折旧费以及防疫开支等；公司销售及分销成本主要为公司天然气销售业务所产生的相关费用；同时，随着公司融资规模增长，财务费用亦持续增长。

2020 财年，公司除税前溢利仍主要来自主营业务利润。随着公司 EBITDA 的持续上升，公司 EBITDA 利润率小幅上升；公司总资产收益率小幅下滑，但仍保持较强盈利水平。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿港元、%）

	2018 财年	2019 财年	2020 财年
行政开支	19.88	24.42	24.47
销售及分销成本	16.16	18.20	19.73
财务费用	8.08	12.84	13.88

期间费用合计	44.11	55.46	58.08
期间费用率	8.35	9.34	9.75
毛利	116.71	140.59	170.97
除税前溢利（利润总额）	86.00	111.83	127.25
年度溢利（净利润）	66.69	89.85	102.61
EBITDA	108.49	137.20	162.54
EBITDA 利润率	20.53	23.10	27.30
总资产收益率	13.60	13.21	13.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产规模小幅上升，负债规模有所下降，资本结构相对稳定；有息负债中短期债务占比上升，面临一定的短期偿债压力

截至 2020 财年末，公司资产规模小幅上升，以非流动资产为主。2020 财年末，公司银行结存及现金(含已抵押的银行存款)大幅下降，主要系偿还大量应付款项所致。同期末，公司合约资产主要为燃气管道建造合约应收款，随着公司业务的持续推进而扩大。2020 财年末，公司贸易应收账款及其他应

收账款小幅下降，主要为应收客户燃气费等。公司应收合资公司款项主要为贸易项下应收款。2020 财年末，公司于联营公司之投资有所增长，主要系沈阳浑西燃气有限公司、呼和浩特旭阳中燃能源有限公司等增加投资所致。随着公司建设项目的推进，公司固定资产持续上升，是公司资产的主要构成部分。

表 10：近年来公司主要资产构成情况（亿港元）

	2018 财年	2019 财年	2020 财年
资产合计	820.58	1,098.99	1,120.67
物业、厂房及设备	340.88	429.65	461.28
使用权资产	-	-	24.58
预付租赁款项	19.97	21.48	-
与联营公司之投资	59.25	57.46	70.63
与合资公司之投资	64.24	80.22	78.15
商誉	30.80	31.30	30.42
其他无形资产	39.03	36.32	35.48
存货	30.69	34.12	32.46
合约资产	-	71.85	127.51
贸易应收账款及其他应收账款	90.19	100.61	98.93
应收合资公司款项	9.35	73.49	54.91
银行结存及现金(含已抵押的银行存款)	85.37	134.82	76.56

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 财年末，公司负债规模小幅下降，主要系公司贸易应付账款及其他应付款有所下降所致。同期末，银行及其他借贷与一年内到期大幅上升，主要系“17 中燃气 MTN001”、“15 中燃投资 MTN002”债券转入一年到期的应付债券及部分中长期贷款转入一年内到期非流动负债所致。随着公司储备的不断积累，公司权益合计规模保持增长，公司资产负债率和总资本化比率小幅下降，资本结构相对稳定。

债务方面，截至 2020 财年末，公司短期债务占当期末总债务比例为 60.61%，债务集中偿还压力增加，债务结构有待优化。

表 11：近年来公司主要负债、权益及资本结构情况（亿港元、%）

	2018 财年	2019 财年	2020 财年
总负债	493.28	691.07	662.83
贸易应付账款及其他应付款	140.45	236.99	177.00

合约负债	-	51.68	59.98
银行及其他借贷与一年内到期	110.79	164.08	241.21
银行及其他借贷与一年后到期	212.93	214.91	155.68
租赁负债	-	-	2.33
权益合计	327.30	407.93	457.83
股本	0.50	0.52	0.52
储备	284.06	352.69	395.53
非控股权益	42.74	54.72	61.78
总债务	323.72	378.99	399.22
短期债务/总债务	34.22	43.29	60.61
资产负债率	60.11	62.88	59.15
总资本化比率	49.73	48.16	46.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 财年，公司经营业务所得现金净额有所下降，投资及筹资现金流出规模较大；公司偿债指标有所削弱，货币资金对短期债务覆盖水平有所下降

2020 财年，公司经营业务所得现金净额有所下降，但仍保持较大规模净额；公司投资支出主要用于燃气管网建设及改造，公司投资活动所用现金缺口规模仍较大。同期，由于公司应付员工期权行权款项及偿还银行及其他借款同比增加，融资活动所用现金呈净流出状态。

偿债能力方面，2020 财年末，公司债务规模小幅上升，公司 EBITDA 和经营业务所得现金净额对总债务的覆盖能力有所下降，但均能有效覆盖利息支出。跟踪期内，公司货币资金对短期债务的覆盖能力有所下降，短期偿债压力有所增加。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿港元、X）

	2018 财年	2019 财年	2020 财年
经营业务所得现金净额	64.46	101.17	64.86
投资活动所用现金净额	-71.68	-110.32	-94.55
融资活动所用现金净额	39.08	63.35	-26.61
总债务/EBITDA	2.98	2.76	2.46
EBITDA 利息保障倍数	9.69	8.41	9.21
经营业务所得现金净额/总债务	0.20	0.27	0.16
经营业务所得现金净额/利息支出	5.76	6.20	3.68
银行结存及现金(含已抵押的银行存款)/短期债务	0.77	0.82	0.32

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性充裕，融资能力较强；公司无未结清不良信贷记录

财务弹性方面，公司与国内及海外银行建立长远合作关系。截至 2020 年 3 月末，公司获得银行授信额度合计 1,222.93 亿港元，其中未使用额度为 848.45 亿港元，备用流动性充裕；此外公司是香港联交所上市公司，能够通过公开或非公开发行股票、债券融资等方式募集资金，具备多元化的融资渠道和较强的资本市场融资能力。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产主要为子公司开具银行承兑汇票的保证金等受限货币资金 8.27 亿港元。

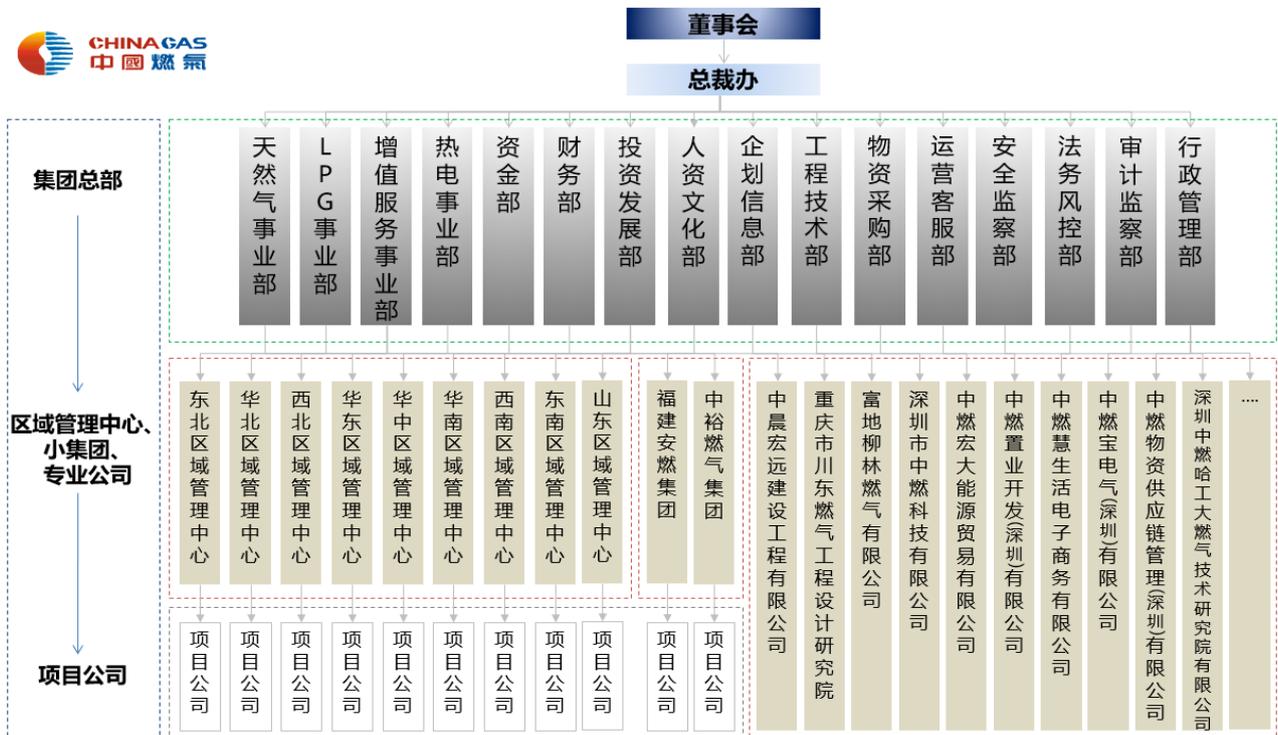
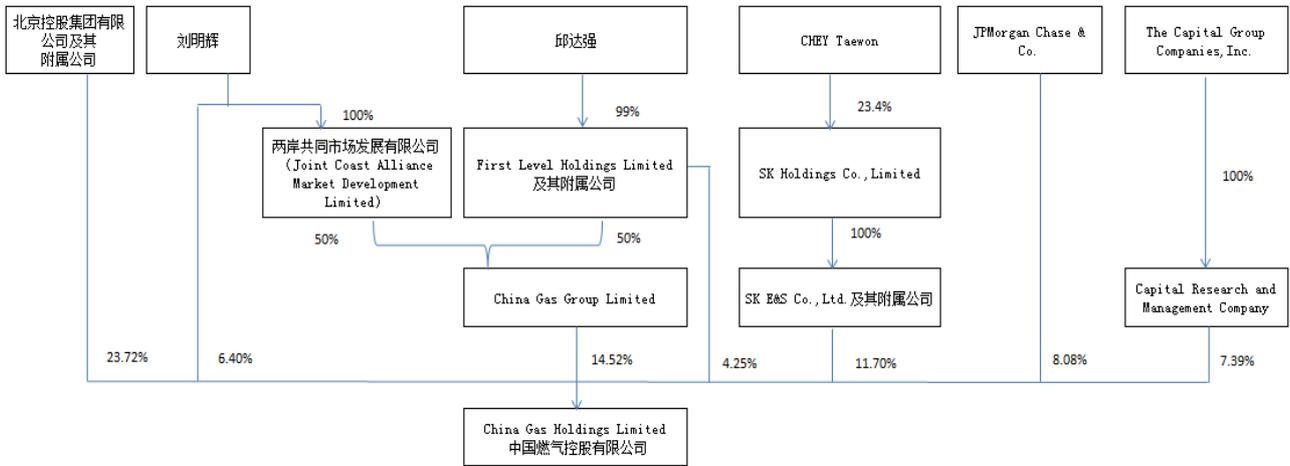
截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保，无重大诉讼事项。

过往债务履约情况：根据企业提供的《企业历史违约记录情况表》，截至 2020 年 9 月 11 日，公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国燃气控股有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 中燃 G1”和“18 中燃 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：中国燃气控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国燃气控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万港元）	2018 财年	2019 财年	2020 财年
银行结存及现金（含已抵押银行存款）	853,705.10	1,348,231.30	765,577.60
存货	306,924.60	341,192.20	324,622.50
贸易及其他应收款项（贸易应收账款及其他应收款项）	901,923.00	1,006,122.30	989,302.60
流动资产合计	2,487,730.50	4,160,312.70	3,950,916.10
物业、厂房及设备（固定资产净值）	3,408,841.30	4,296,493.10	4,612,786.10
总资产	8,205,800.70	10,989,927.60	11,206,680.80
流动负债合计	2,710,157.80	4,664,424.10	4,934,695.50
短期债务	1,107,928.80	1,640,752.00	2,419,573.30
长期债务	2,129,313.30	2,149,138.70	1,572,630.70
总债务	3,237,242.10	3,789,890.70	3,992,204.00
总负债	4,932,790.70	6,910,668.80	6,628,341.60
权益合计	3,273,010.00	4,079,258.80	4,578,339.20
利息支出	111,926.40	163,106.40	175,282.60
收入（营业总收入）	5,283,195.80	5,938,606.20	5,953,968.10
除税前溢利（利润总额）	859,976.50	1,118,304.60	1,272,505.50
年度溢利（净利润）	666,905.40	898,456.70	1,026,066.60
EBITDA	1,084,871.39	1,372,003.30	1,625,362.10
经营活动所得现金净额（经营活动净现金流）	644,571.10	1,011,676.90	648,573.90
投资活动所用现金净额（投资活动净现金流）	-716,813.60	-1,103,200.40	-945,456.40
融资活动所得现金净额（筹资活动净现金流）	390,817.10	633,455.90	-266,132.00
财务指标	2018 财年	2019 财年	2020 财年
营业毛利率（%）	22.09	23.67	28.72
资产负债率（%）	60.11	62.88	59.15
总资本化比率（%）	49.73	48.16	46.58
总资产收益率（%）	13.60	13.21	13.06
总债务/EBITDA（X）	2.98	2.76	2.46
EBITDA 利息保障倍数（X）	9.69	8.41	9.21
经营业务所得现金净额/总债务（X）	0.20	0.27	0.16
经营业务所得现金净额/利息支出（X）	5.76	6.20	3.68

注：1、权益总额包含非控股权益，年度溢利包含非控股权益溢利；2、2018 财年~2020 财年的起始日期分别为 2017 年 4 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日、2018 年 4 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日、2019 年 4 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日；3、公司 2018 财年~2019 财年年数据按照公司财务报告进行追溯调整；4、2018 财年的 EBIT 及 EBITDA 在计算时考虑到公司提供的调整项，2019 财年和 2020 财年的 EBIT 和 EBITDA 由公司直接提供；5、尾数差异系四舍五入所致。

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	=银行及其他借贷于一年内到期+租赁负债
	长期债务	=银行及其他借贷于一年后到期+租赁负债
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	溢利率	=分部溢利/分部收入
	营业毛利率	=毛利/营业额
	期间费用合计	=销售及分销成本+行政开支+财务费用
	期间费用率	=(销售及分销成本+行政开支+财务费用)/营业总收入
	EBIT (息税前盈余)	=除税前溢利+财务费用+其他调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+物业、厂房及设备之折旧+无形资产摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营业务所得现金净额-营运资本的减少
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营业务所得现金净额/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附四：信用等级符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。