



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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2024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，仍具备产业链协同和区域垄断优势，核心管道资产与西气东输一线、二线互联互通，为公司业绩提供稳定支撑，且业务现金生产能力仍较强，杠杆水平较低，流动性状况保持较好；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，气源价格波动及下游非居民用户景气度情况对公司业绩影响较大，并存在一定的供应商依赖风险，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

2024年6月22日

联系方式

项目负责人：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：任思博
rensb@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	66.97	67.18	62.47	51.47
归母所有者权益	40.41	38.37	36.62	29.09
总债务	--	13.59	7.66	8.41
营业收入	15.82	49.47	47.54	39.01
净利润	2.04	6.11	5.98	4.21
经营活动现金流净额	0.55	6.80	8.30	6.48
净债务/EBITDA	--	-0.23	-0.38	-0.36
EBITDA 利息保障倍数	--	23.85	24.30	21.51
总债务/总资本	--	25.84%	17.14%	22.43%
FFO/净债务	--	-290.47%	-170.98%	-186.98%
EBITDA 利润率	--	20.62%	19.94%	17.86%
总资产回报率	--	13.05%	14.15%	13.03%
速动比率	1.68	1.41	0.81	0.79
现金短期债务比	--	3.73	1.95	1.52
销售毛利率	20.01%	21.38%	21.06%	19.23%
资产负债率	38.70%	41.94%	40.69%	43.46%

注：2021-2023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2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司主营业务仍具备产业链协同和区域垄断优势，核心管道资产与西气东输一线、二线互联互通，为公司业绩提供稳定支撑。**公司作为河南省内的区域燃气企业，仍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 年末，公司管线连通上游多方气源，拥有国家西气东输一线豫南支线、国家西气东输二线南阳至驻马店支线、博爱至薛店支线以及许禹支线四条高压天然气长输管道，全长 477.02 公里；获得 23 个城市燃气特许经营权，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，展现了较强的产业链协同效应。
- **公司业务现金生产能力仍较强，杠杆水平较低，流动性状况保持较好。**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结算，2023 年公司经营活动现金流继续保持大幅净流入，现金流和盈利对公司净债务保障程度较好，速动比率和现金短期债务比表现良好。

关注

- **公司业务盈利水平受天然气价格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，2023 年受上游气源成本上升影响，公司燃气销售业务毛利率继续下滑，且 2023 年管道天然气输气量有所下滑，公司城燃板块-非居民用户占比 50% 以上，若下游工业用户经营不景气，将会对公司销量产生较大影响。
- **公司仍面临一定的重要供应商依赖风险。**公司的重要供应商仍为中石油，2023 年对第一大采购金额集中度超过 80%。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 2024 年 3 月末，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，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 (605368.SH)	皖天然气 (603689.SH)	陕天然气 (002267.SZ)	贵州燃气 (600903.SH)
总资产	67.18	70.01	128.16	107.73
营业收入	49.47	61.04	75.55	60.98
净利润	6.11	3.39	5.64	1.37
销售毛利率（%）	21.38%	11.17%	13.46%	15.37%
资产负债率（%）	41.94%	49.27%	46.52%	62.50%

注：以上各指标均为 2023 年末/2023 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_2023V1.0
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	6/7
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。

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	2023-10-13	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12月31日，上述三个募投项目的累计投入进度¹分别为0%、12.31%和0.38%，“蓝天转债”募集资金专项账户余额为6.01亿元。截至2024年6月18日，“蓝天转债”转股价格为9.28元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。2023年3月公司向全体股东以资本公积每10股转增4股，并授权公司董事会具体执行2022年度利润分配方案，2023年末公司注册资本和实收资本均增至69,279.89万元。

截至2023年末，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，并通过控制蓝天集团合计控制公司55.94%的股份，公司股权结构图详见附录二。截至2024年3月末，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，占各自持有公司股份数的48.85%、100.00%，股票质押比例较高，面临一定的股票质押风险。2023年公司合并范围内子公司无变动。截至2023年末，纳入公司合并范围内子公司共13家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长

¹ 项目累计投入进度=累计投入募集资金总额/项目募集资金使用总额。

4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业及区域经济环境

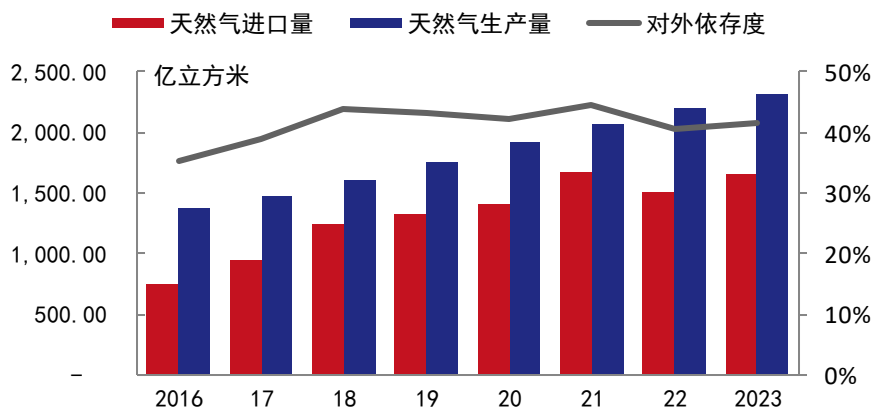
2023年国产天然气探明储量及产量持续提升，国际天然气市场供需紧张形势亦有所缓解，天然气表观消费量恢复性增长，天然气顺价机制的完善将有效改善城燃企业经营毛差，推动城燃行业盈利能力修复

近年国产天然气探明储量及产量持续提升，有力保障国内天然气供应安全。2023年我国天然气新增探明地质储量达12,991.3亿立方米，期末剩余探明技术可采储量增至77,699.2亿立方米，包括常规气66,834.7亿立方米、页岩气5,516.1亿立方米和煤层气5,348.4亿立方米，其中深层煤层气勘探开发取得重要进展，对新增探明技术可采储量贡献较大。开采方面，2022年全国天然气产量2,201.1亿立方米，同比增长6.0%，在全国能源生产结构中占比5.9%，2023年天然气产量超过2,300亿立方米，连续7年保持百亿立方米增产势头，已提前达到《“十四五”现代能源体系规划》中2025年国内天然气年产量水平。此外，

为保障我国天然气供应安全，预计我国天然气自给率仍将维持在较高水平，国内天然气开采仍有长足的增长空间。

受制于“富煤贫油少气”的基本国情，我国天然气一定程度上依赖于进口，国际局势变动对我国天然气供应形成一定扰动。近年我国天然气进口量波动增长，进口气量²由2016年的745.61亿立方米增长至2023年的1,655.60亿立方米，增长幅度为122.05%，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，当年天然气进口量同比下降9.98%。随着2023年国际天然气市场价格下行以及天然气管道、LNG接收站等基础设施的投产，我国天然气进口量同比增长9.81%，天然气对外依存度为41.60%，但仍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

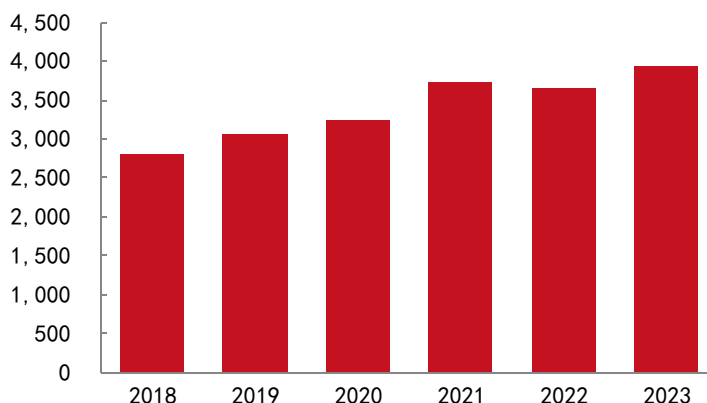


注：对外依存度=进口数量/（国内产量+进口数量）。

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

2023年以来，国内天然气消费量在天然气价格回落后表现出较强的弹性，在工业化和城市化进程的持续推进和天然气发电调峰需求的推动下，我国天然气消费量仍存在较大的增长空间。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%，其中城市燃气需求相对稳定，工业燃料和天然气发电用电需求对气价较为敏感。受天然气价格上涨及国内经济增速放缓等因素影响，2022年我国天然气表观消费量同比下降1.7%，系近年来首次出现下降；2023年以来，国内天然气消费量在天然气价格回落后表现出较强的弹性，2023年全国天然气表观消费量3,945.3亿立方米，同比恢复性增长7.6%；2024年1-4月，全国天然气表观消费量1,437.3亿立方米，同比增长14.8%。从长期来看，在工业化和城市化进程的持续推进及新能源大规模投产带来的电力调峰需求增加的背景下，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，天然气在能源消费结构中的占比还将持续提升。

² 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。

图2 2023年中国天然气表观消费量同比恢复性增长（单位：亿立方米）


资料来源：国家发改委网站，中证鹏元整理

我国天然气行业整体形成“X+1+X”的产业链竞争格局，其中天然气勘探开发主要由中国石油天然气股份有限公司、中国石油化工股份有限公司和中国海洋石油集团有限公司为主的大型国有油气公司掌握，议价能力较高；中游管道运输主要由国家石油天然气管网集团有限公司整合各省管网资产统一运营，运输价格由国家发改委根据区域分布统一核定；下游城燃企业市场化程度较高，主要包括四大全国燃气企业中国燃气（0384.HK）、华润燃气（1193.HK）、昆仑能源（0135.HK）、新奥能源（2688.HK），以及地方燃气企业如深圳燃气（601139.SH）、陕天然气（002267.SZ）、成都燃气（603053.SH）、重庆燃气（600917.SH）、皖天然气（603689.SH）等。

2023年国际天然气市场受采暖季气温偏暖、欧美地下储气库库存高位、全球经济增速放缓等因素影响，供需紧张形势缓解。此外，2023年山东省、湖北省、湖南省、河北省等地的多个城市推进价格联动机制上调居民用天然气价格，天然气终端销售定价机制逐步完善，在天然气消费量逐步回升的背景下，预计城燃企业毛差有望进一步改善，行业整体盈利能力预计将得到修复。

河南省天然气需求缺口大，主要依赖管道供气，公司核心管线与西气东输两条干线互联互通保障地方能源供给；政策积极推动“气化乡村”工程，部分地方燃气企业发展将受益

河南省天然气需求缺口逐年增长。河南作为用气大省，一直受制于自产气源的匮乏，河南地处内陆，海气运输资源有限，长久以来河南主要依赖西气东输一线、二线的管道气。近年来随着用气需求不断攀升，河南省用气缺口呈现不断拉大的趋势，根据国家统计局数据，2022年，河南省自产气量为3.9亿方，而天然气消耗量为128亿方，用气缺口达到124.1亿方，相比2021年缺口114.2亿方，同比上升8.67%。

2023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）5.91万亿元，较上年增长4.1%。从天然气消费结构来看，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，河南省作为我国的经济大省和人

口大省，天然气需求预计将不断释放。西气东输一线、二线在河南的供气量逐年增加，公司所控制的长输管线，与西一线、西二线互联互通，覆盖区域贯通豫南、豫中、豫北，对公司的业绩形成有效支撑。

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

跟踪期内，公司仍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，2023年燃气安装工程业务量增加拉动公司营业收入和利润水平有所增长，受用气量下降和气源成本增加等影响，公司燃气销售板块业绩承压，需持续关注下游工业用户景气度以及天然气采购成本对公司盈利水平的影响

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。2023年公司实现营业收入49.47亿元，同比增长4.06%，销售毛利率同比变动不大。分板块看，管道天然气销售和城市天然气销售同比变动不大，代输天然气业务收入较去年减少38.12%，主要系公司某客户代输量大幅降低所致；燃气安装工程业务收入较去年增加71.48%，主要系公司乡镇利用工程完工，乡镇市场安装业务开发大幅增加等原因所致。2024年一季度公司实现营业收入15.82亿元，同比增长8.46%。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
管道天然气销售	23.22	46.97%	12.27%	24.21	50.96%	15.51%
城市天然气销售	18.97	38.37%	16.18%	18.67	39.29%	17.86%
燃气安装工程	6.00	12.14%	64.62%	3.50	7.36%	62.80%
代输天然气	0.25	0.51%	66.97%	0.41	0.86%	70.92%
其他	1.00	2.02%	59.85%	0.73	1.53%	56.31%
合计	49.44	100.00%	21.36%	47.51	100.00%	21.02%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，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，输送能力维持稳定，2023年销售单价有所上升，但受输气量有所下滑及折旧费用刚性的影响，毛利率有所下降

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。2023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；2023年公司前五大客户的收入占营业收入的比重为37.37%。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供气管道；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。2023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，主要系部分客户代输量下降所致，同期管道天然气销量与输送能力比值亦有所下降。

表2 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	2022年
输送能力	25.70	25.70
销量	15.32	17.10
销量与输送能力之比	59.61%	66.54%
管道天然气销售均价（元/立方米）	2.96	2.93

注：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。

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。2023年公司管道天然气平均销售价格由2022年的2.93元/立方米上升为2023年的2.96元/立方米，但输气量从2022年的8.26亿立方米下

降至2023年的7.86亿立方米，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。

（二）城市燃气、燃气安装工程

公司城市天然气业务仍立足于河南省内，业务具有区域垄断性，拥有河南省内23个区域的特许经营权，但需关注工业用户景气度以及气源成本对公司盈利水平的影响

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。跟踪期内，公司城市管网长度以及城市燃气运营特许经营权范围无变化。截至2023年末，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”）、长葛蓝天新能源有限公司³（以下简称“长葛蓝天”）及尉氏县万发能源有限公司（以下简称“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。

2023年公司城市燃气销售量有所增加，但在销售价差走低影响下，业务毛利率有所下滑。2023年公司对居民用户的销量同比增长7.67%至2.20亿立方米，对非居民用户的销量同比下降1.21%至3.16亿立方米，非居民用户的销量占城市燃气销售量的比重为59.00%。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，2023年公司非居民用户销售均价有所增长，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。整体来看，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。但需持续关注工业用户景气度以及天然气采购成本对公司盈利水平的影响。

表3 公司城市燃气销售情况（单位：亿立方米，元/立方米）

项目	2023年	2022年
销售量	5.36	5.24
居民用户销售均价	2.58	2.58
非居民用户销售均价	4.21	4.19
单位销售价差	0.57	0.64

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

³ 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。

公司的燃气管道安装业务仍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。2023年燃气安装工程业务收入较去年增加71.48%，主要系公司乡镇利用工程完工，乡镇市场安装业务开发大幅增加等原因所致。

表4 公司燃气安装工程相关情况

名称	2023年	2022年
燃气安装工程收入（万元）	59,964.98	34,968.34
燃气安装工程（居民用户）（元/户）	2,692.7	2,750.58

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，但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。2023年公司对中石油的采购金额占其天然气采购成本的比重上升至80.21%。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天然气采购价格。2023年公司采购均价有所上升。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5 近年公司天然气采购情况一览（单位：立方米、万元）

采购情况	2023年	2022年
天然气采购总金额	341,715.46	337,401.58
天然气采购金额占当期营业成本比重	87.86%	89.91%
向中石油采购金额	274,102.91	248,999.36
向中石油采购占比	80.21%	73.80%

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

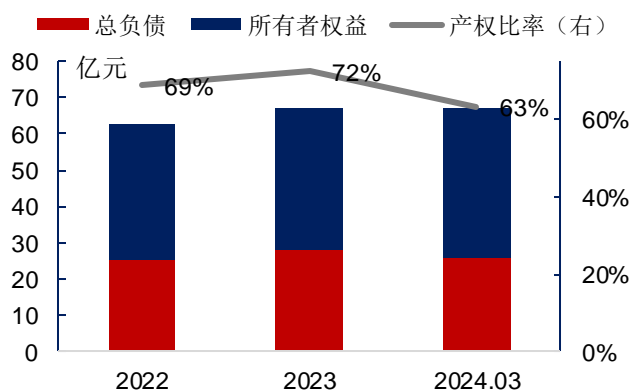
以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围无变化。截至2023年末，纳入公司合并范围内子公司共13家，详见附录四。

资本实力与资产质量

2023年末公司资产规模有所增长，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，但整体资产质量较好

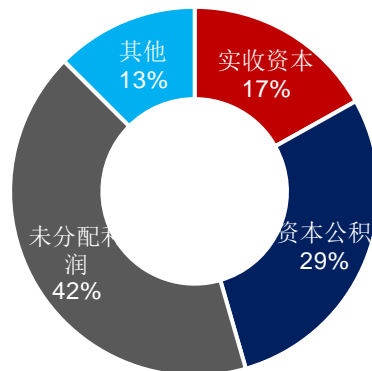
因未分配利润增长、“蓝天转债”成功发行等，2023年末公司所有者权益和总负债同比均有所增长，综合影响下，2023年末公司产权比率有所抬升。整体来看，公司所有者权益对负债的保障程度较好。截至2024年3月末，公司所有者权益以未分配利润和资本公积为主，未分配利润占比较高。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年1-3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年末，上述资产合计占总资产的比例为83.35%。公司固定资产占比较高，主要由燃气管网构成，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年乡镇利用工程完工，由在建工程结转至固定资产。公司无形资产同比变动不大，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、尉氏万发等拥有的管道燃气特许经营权。2023年末公司货币资金随“蓝天转债”发行融入大额资金而同比大幅增加，主要为银行存款，其中0.10亿元履约保函保证金和0.02亿元业务保证金使用受限。

在其他资产方面，2023年末公司商誉、存货、应收账款、预付款项同比变动不大。商誉主要系公司于2022年收购长葛蓝天的52%股权而产生。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年末公司第一大

应收对象新郑市和力热力有限公司的应收款项占比为60.03%，期末计提坏账准备余额为0.04亿元，受客户资金影响，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工程材料款构成。

截至2023年末，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7.87亿元，占期末净资产比重为20.18%。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6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.33	25.87%	17.17	25.55%	12.13	19.41%
应收账款	1.99	2.97%	1.28	1.90%	1.24	1.98%
预付款项	1.36	2.03%	1.84	2.74%	1.60	2.56%
存货	1.83	2.73%	1.95	2.90%	1.98	3.16%
流动资产合计	23.42	34.98%	23.25	34.61%	18.09	28.96%
固定资产	29.48	44.02%	29.69	44.20%	24.99	40.01%
在建工程	0.81	1.21%	0.82	1.21%	5.53	8.85%
无形资产	9.06	13.53%	9.14	13.60%	9.52	15.24%
商誉	2.25	3.36%	2.25	3.35%	2.25	3.60%
非流动资产合计	43.55	65.02%	43.93	65.39%	44.38	71.04%
资产总计	66.97	100.00%	67.18	100.00%	62.47	100.00%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

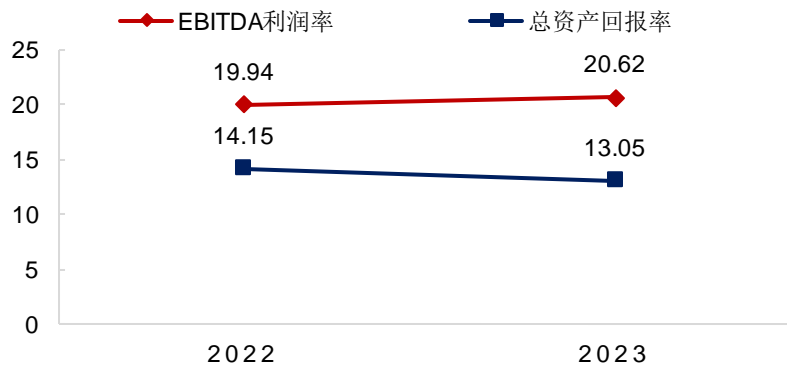
公司核心管网资产与西气东输一线、西气东输二线双气源互联互通，并且拥有河南省内23个地区的特许经营权，为公司未来业绩提供稳定的支撑，2023年盈利有所提升，但需持续关注下游非居民用户景气度以及天然气采购成本对公司盈利水平的影响

2023年公司经营较稳定，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。2023年由于燃气安装工程业务收入同比增加71.48%，拉动公司营业收入同比增长4.06%至49.47亿元。管道天然气、代输天然气、城市燃气（非居民用户）受下游用气量下滑影响，导致2023年售气量分别同比下滑4.9%、41.51%和1.21%，叠加当期天然气采购成本上涨、折旧刚性成本等影响，上述业务的毛利率均有所下滑。2023年受益于毛利率较高的燃气安装工程业务增长，拉动公司盈利水平有所提升。但同期资产规模增速较快，2023年总资产回报率有所下降。

整体来看，公司核心管网资产与西气东输一线、西气东输二线双气源互联互通，并且拥有河南省内

23个地区的特许经营权，为公司未来业绩提供稳定的支撑。但城燃板块-非居民用户占比50%以上，若下游工业用户经营不景气，将会对公司销量产生较大影响。此外，需关注天然气采购成本对公司盈利水平的影响。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 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，现金流和盈利对公司债务的保障程度较好，账上现金充足，流动性状况保持较好

随着“蓝天转债”发行成功，2023年末公司债务规模有所增长，主要由应付债券、银行借款构成。2023年末，公司合同负债同比有所下降，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，合同负债占比较高；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，同比有所下降。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.50	17.38%	4.30	15.28%	6.11	24.03%
应付账款	2.19	8.44%	2.11	7.50%	3.69	14.50%
合同负债	4.72	18.21%	6.69	23.74%	7.81	30.74%
一年内到期的非流动负债	0.28	1.08%	0.31	1.10%	0.31	1.23%
流动负债合计	12.83	49.49%	15.12	53.68%	20.01	78.71%
长期借款	0.94	3.63%	0.94	3.34%	1.22	4.80%
应付债券	8.08	31.18%	8.01	28.43%	0.00	0.00%
非流动负债合计	13.09	50.51%	13.05	46.32%	5.41	21.29%
负债合计	25.92	100.00%	28.17	100.00%	25.42	100.00%
总债务	--	--	13.59	48.23%	7.66	30.15%

其中：短期债务	--	--	4.61	16.38%	6.42	25.24%
长期债务	--	--	8.97	31.85%	1.25	4.91%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3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，主营业务现金流相对稳定，2023年公司经营活动现金流继续保持大幅净流入。2023年末公司净债务为负数，现金流和盈利对公司净债务的保障程度较好。

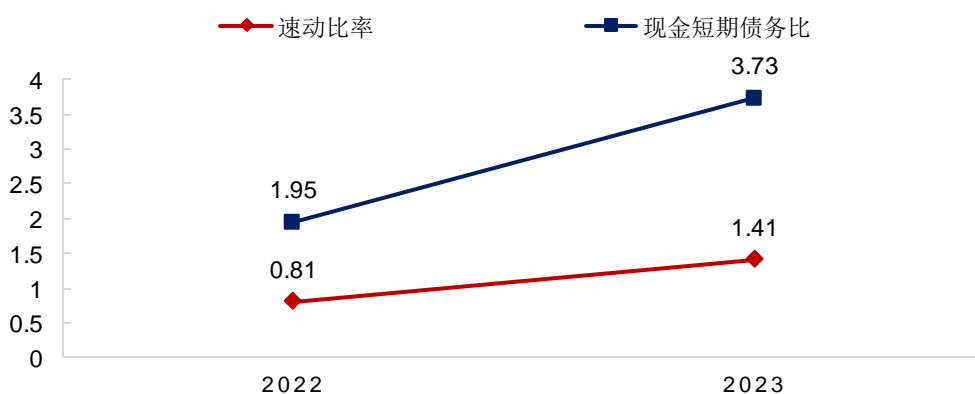
表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	0.55	6.80	8.30
FFO（亿元）	1.91	6.91	6.20
资产负债率	38.70%	41.94%	40.69%
净债务/EBITDA	--	-0.23	-0.38
EBITDA 利息保障倍数	--	23.85	24.30
总债务/总资本	--	25.84%	17.14%
FFO/净债务	--	-290.47%	-170.98%
经营活动现金流净额/净债务	--	-286.01%	-228.94%
自由现金流/净债务	--	-162.30%	-109.23%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，2023年末公司速动比率和现金短期债务比均有所增长。考虑到公司账上现金相对充足，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 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，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，根据公司提供的相关情况说明，公司业务面临的环境风险较小，过去一年未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的相关情况说明，过去一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司各项治理、内部控制等暂未对公司经营和财务状况等产生重大不利影响。2023年公司完成董事会、监事会换届选举，主要管理人员变动如下。

表9 2023年公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因
李新华	董事长	选举	董事会换届
李国喜	董事长	离任	董事会换届
陈启勇	董事、总经理	离任	董事会换届
黄涛	总经理	聘任	董事会换届，新任董事长提名
郑启	董事、副总经理	离任	董事会换届
杨帆	董事、副总经理	选举	董事会换届，新任董事长提名
付浩卡	独立董事	离任	董事会换届，任期满六年
王颖颖	独立董事	选举	董事会换届
赵永奎	监事会主席	离任	监事会换届
赵永奎	财务总监	聘任	新任总经理提名
赵鑫	财务总监	离任	董事会换届，重新聘任新的财务总监

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月13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2021年1月1日至报告查询日（2024年6月18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

河南省作为我国的经济大省和人口大省，天然气需求较大，公司所控制的长输管线，与西一线、西二线互联互通，覆盖区域贯通豫南、豫中、豫北，对公司的业绩形成有效支撑。公司作为河南省内的管道天然气业务和城市燃气业务主要经营商，气源优势明显，仍具备产业链协同和区域垄断优势，且业务现金生产能力仍较强，杠杆水平较低，流动性状况保持较好；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，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，并且需持续关注气源价格波动及下游非居民用户景气度情况对公司业绩的影响。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。

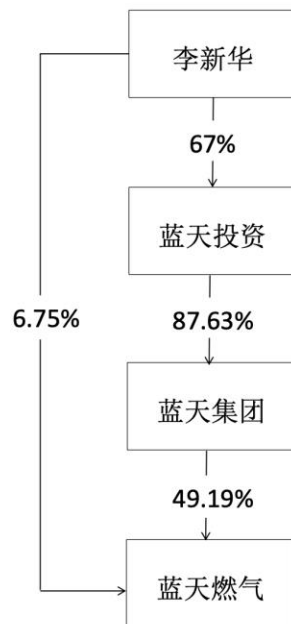
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	17.33	17.17	12.13	11.88
应收账款	1.99	1.28	1.24	0.80
存货	1.83	1.95	1.98	1.35
流动资产合计	23.42	23.25	18.09	16.79
固定资产	29.48	29.69	24.99	23.56
在建工程	0.81	0.82	5.53	3.50
无形资产	9.06	9.14	9.52	2.17
商誉	2.25	2.25	2.25	0.19
非流动资产合计	43.55	43.93	44.38	34.68
资产总计	66.97	67.18	62.47	51.47
短期借款	4.50	4.30	6.11	7.61
应付账款	2.19	2.11	3.69	3.22
合同负债	4.72	6.69	7.81	6.79
一年内到期的非流动负债	0.28	0.31	0.31	0.24
流动负债合计	12.83	15.12	20.01	19.49
长期借款	0.94	0.94	1.22	0.55
应付债券	8.08	8.01	0.00	0.00
递延所得税负债	1.99	2.02	2.12	0.31
递延收益-非流动负债	2.04	2.05	2.03	1.98
非流动负债合计	13.09	13.05	5.41	2.88
负债合计	25.92	28.17	25.42	22.37
所有者权益	41.05	39.00	37.05	29.10
营业收入	15.82	49.47	47.54	39.01
营业利润	2.66	8.04	7.65	5.51
净利润	2.04	6.11	5.98	4.21
经营活动产生的现金流量净额	0.55	6.80	8.30	6.48
投资活动产生的现金流量净额	-0.48	-3.02	-4.50	-7.08
筹资活动产生的现金流量净额	0.09	1.30	-3.52	6.80
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	2.80	10.20	9.48	6.97
FFO（亿元）	1.91	6.91	6.20	4.70
净债务（亿元）	--	-2.38	-3.63	-2.52
销售毛利率	20.01%	21.38%	21.06%	19.23%
EBITDA 利润率	--	20.62%	19.94%	17.86%
总资产回报率	--	13.05%	14.15%	13.03%
资产负债率	38.70%	41.94%	40.69%	43.46%

净债务/EBITDA	--	-0.23	-0.38	-0.36
EBITDA 利息保障倍数	--	23.85	24.30	21.51
总债务/总资本	--	25.84%	17.14%	22.43%
FFO/净债务	--	-290.47%	-170.98%	-186.98%
经营活动现金流净额/净债务	--	-286.01%	-228.94%	-257.65%
自由现金流/净债务	--	-162.30%	-109.23%	-99.54%
速动比率	1.68	1.41	0.81	0.79
现金短期债务比	--	3.73	1.95	1.52

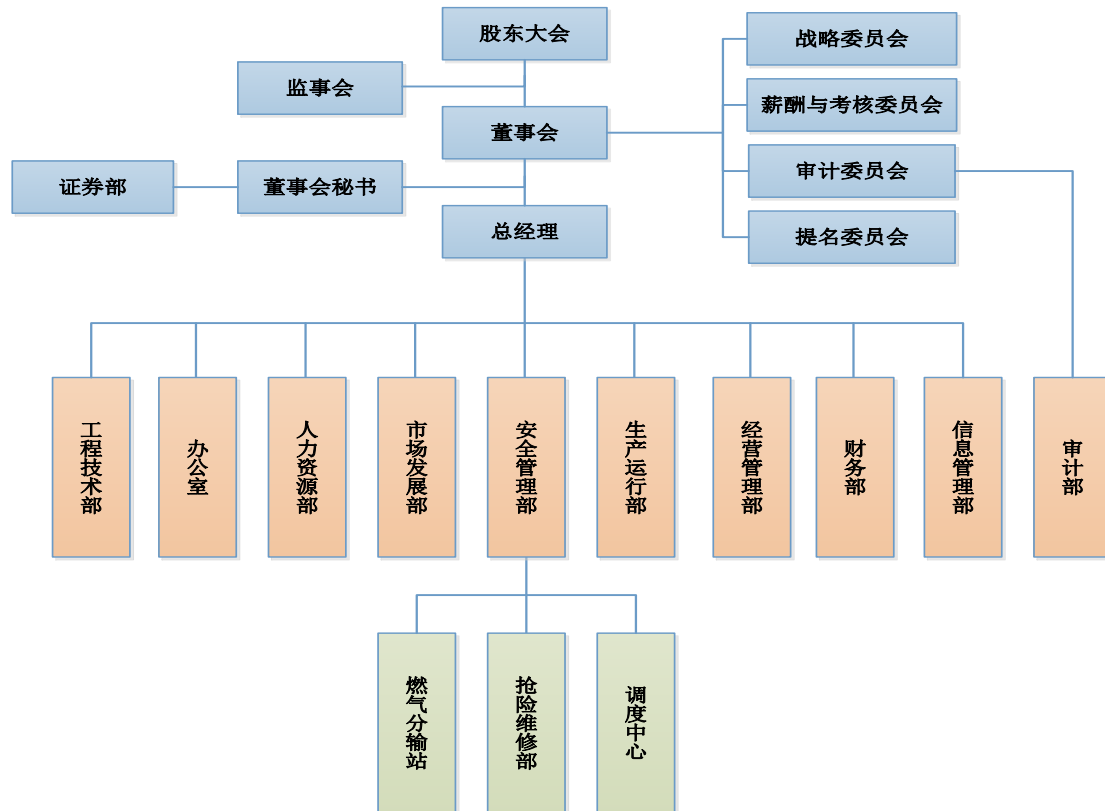
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年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

注：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。

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。