

# 2021年首华燃气科技(上海)股份有限公司创业板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
首华转债	AA	AA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：天然气价格处于高位且未来国内天然气需求仍有较大支撑，首华燃气科技（上海）股份有限公司（以下简称“首华燃气”或“公司”，股票代码“300483.SZ”）天然气储量充足，开发空间大，主营业务现金生成能力较好，经营活动现金流保持净流入；同时中证鹏元也关注到公司天然气业务勘探开发风险较大，天然气抽采量持续下降，业务对单一合作方存在较大依赖，公司资产流动性仍较弱，且合同权益、商誉存在一定减值风险，盈利能力指标下滑，以及未来能否获得政府补贴存在较大不确定性等风险因素。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	77.93	76.86	82.21	71.30
归母所有者权益	29.43	29.49	29.46	27.44
总债务	23.33	22.24	26.26	16.99
营业收入	3.70	20.45	18.24	15.26
净利润	0.17	0.78	1.39	2.88
经营活动现金流净额	0.74	6.54	8.38	6.28
净债务/EBITDA	--	1.77	1.50	1.45
EBITDA 利息保障倍数	--	4.77	6.18	9.78
总债务/总资本	34.10%	33.04%	37.02%	28.29%
FFO/净债务	--	36.08%	46.30%	53.36%
EBITDA 利润率	--	34.00%	44.47%	58.32%
总资产回报率	--	3.00%	4.03%	5.76%
速动比率	1.46	1.23	1.10	0.42
现金短期债务比	1.63	1.84	1.87	0.55
销售毛利率	21.08%	20.05%	25.63%	36.27%
资产负债率	42.14%	41.35%	45.65%	39.62%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 评级日期

2023 年 6 月 5 日

## 联系方式

项目负责人：宋晨阳  
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬  
zhenglf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **2022年天然气价格上涨，国内天然气开采企业盈利空间扩大，未来国内天然气需求仍有较大支撑。**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，受俄乌冲突等因素影响，2022年国际天然气价格持续高位波动，国内天然气开采企业盈利空间扩大。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。
- **公司天然气储量充足，开发空间大。**截至2022年末，公司已取得经自然资源部备案的经济可采储量为443亿立方米，且公司继续对开发区以外的区域进行勘探，可采储量充足。生产方面，公司在国家能源局备案的年开发量共22亿立方米，2022年抽采量仅4.4亿立方米，开发空间大。
- **公司经营活动现金流保持净流入，主营业务现金生成能力仍较好。**2021-2022年公司经营活动现金流净额分别为8.38亿元和6.54亿元，经营活动现金流持续净流入，FFO分别为5.64亿元和4.45亿元，主营业务现金生成能力较好。

## 关注

- **天然气业务勘探开发风险较大。**基于行业的特殊属性，未来石楼西区块的进一步开发仍存在不确定因素，对区块的地质认识仍需加强完善，由于储气层横向变化较大且不连贯，砂体非均质性极强，提高了水平井砂体钻遇难度；同时由于井下工艺复杂，存在施工风险，由此可能导致部分井不能达到工业气流或投入产出不成比例，面临较大的勘探开发风险，本期债券募投项目能否实现预期收益存在不确定性。
- **公司天然气抽采量持续下滑，需关注后续开发进展。**2022年公司生产井数量增长，但合计抽采量同比下降39.64%，下降较快，系根据致密砂岩气、煤层气的开采特点，气井的生产遵循一定的衰减规律，而公司新增的新井贡献的产量未能弥补老井产量的递减，因此总体产量下降。2022年公司持续深化深层煤层气、纵向立体开发等方面的研究，优化整体开发规划，由单一开发层位向多层系立体开发转变，在此影响下新建气井的进度有所放缓，需对公司后续开发进展保持关注。
- **公司天然气业务对单一合作方存在较大依赖。**公司天然气业务主要基于与中石油煤层气有限责任公司（以下简称“中油煤”）签订的《合作合同》，同时中油煤为当前公司天然气自主销售业务的唯一供应商，尽管公司与中油煤建立了长期稳定的合作关系，但由于合作方单一，不排除中油煤因产业政策、自身经营业务变化或与公司合作关系发生重大不利变化，使得合作双方需对《合作合同》作出重大调整，而公司在短期内又无法拓展新的合作方，导致公司面临业绩大幅波动的风险。
- **公司资产流动性较弱，合同权益、商誉存在一定减值风险。**公司资产仍以气井及相关设施、合同权益为主，即时变现能力较差，资产流动性较弱。公司2018年末收购北京中海沃邦能源投资有限公司（以下简称“中海沃邦”）控制权，确认无形资产中的合同权益和商誉，如果中海沃邦未来由于业务进展不顺利或市场环境发生重大不利变化等原因导致经营业绩未达到预期，可能导致合同权益、商誉减值。
- **公司盈利能力指标下滑，未来能否继续获得致密气开采利用补贴存在较大不确定性。**受天然气抽采量下降且外购成本上升、政府补贴下降等因素影响，2022年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降。根据财政部《清洁能源发展专项资金管理暂行办法（财建〔2020〕190号）》的相关规定，专项资金的实施期限为2020至2024年，公司取得的致密气开采利用补贴基于致密气的开采利用量计算得出，公司2022年因未达到上年开采利用量而未收到相关补贴，未来该补贴政策到期后是否延期以及公司能否获得存在较大不确定性。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。公司天然气储量充足，预计公司业务持续性较好，且经营获现能力较强。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用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	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	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		8/9
调整因素	ESG因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					<b>aa</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA</b>

## 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/首华转债	2022-6-23	胡长森、宋晨阳	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA/首华转债	2021-4-8	胡长森、宋晨阳	<a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)</a> 、 <a href="#">企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 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
首华转债	13.79	13.79	2022-06-23	2027-10-31

## 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2021年11月1日发行6年期13.79亿元可转换公司债券，计划9.66亿元用于“石楼西区块天然气阶段性开发项目”，4.14亿元用于补充流动资金。2022年11月公司发布《关于公司使用部分暂时闲置募集资金进行现金管理的公告》，在确保不影响募投项目建设和募集资金使用的情况下，公司及控股子公司北京中海沃邦能源投资有限公司使用额度不超80,000.00万元的暂时闲置募集资金进行现金管理。2022年7月，公司公告《关于使用部分暂时闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，计划使用不超过人民币60,000.00万元（含）的暂时闲置募集资金暂时补充流动资金。截至2023年3月31日，“首华转债”募集资金专项账户余额为0.70亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司因可转换公司债券转股增加股本，截至2023年3月末公司股本增加至26,853.54万元，公司前十大股东如表1所示，其中赣州海德投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“海德投资”）、吴海林、吴海江、吴君亮、吴汝德及吴君美（以上合称“吴氏家族”）为一致行动人；刘晋礼、山西汇景企业管理咨询有限公司为一致行动人；西藏嘉泽创业投资有限公司、西藏科坚企业管理有限公司为同一控制的企业<sup>1</sup>。截至2023年一季度末，海德投资及其一致行动人合计持有公司17.61%的股份，仍为公司实际控制人，累计质押12,000,000股，占公司总股本的4.47%，占其所持股份的25.36%。

2022年1月12日，公司披露了《关于控股股东及其一致行动人股份减持计划的预披露公告》，减持期间，公司控股股东吴君亮、吴君美、吴海林共减持公司股份2,245,650股，占公司总股本的0.84%。2023年3月20日，公司披露了《关于持股5%以上股东减持计划的预披露公告》，股东西藏科坚企业管理有限公司及西藏嘉泽创业投资有限公司计划通过集中竞价和大宗交易方式减持公司股份，减持股份不超过15,896,894股。

**表1 2023年3月末公司前十大股东情况（单位：股）**

股东名称	持股数量	持股比例	质押数量
赣州海德投资合伙企业(有限合伙)	27,216,000.00	10.13%	
西藏科坚企业管理有限公司	24,261,640.00	9.03%	

<sup>1</sup> 两家公司均出具了不可撤销的承诺，在其持有公司股份期间放弃其认购的公司股份（包括因上市公司送红股、转增股本等原因增加的股份）的表决权。

刘晋礼	17,183,968.00	6.40%	17,183,968.00
西藏嘉泽创业投资有限公司	13,997,101.00	5.21%	
吴海林	9,384,700.00	3.49%	6,000,000.00
吴君亮	9,377,000.00	3.49%	6,000,000.00
史秀梅	9,259,149.00	3.45%	
博睿天晟(北京)投资有限公司	8,510,738.00	3.17%	
山西汇景企业管理咨询有限公司	7,949,308.00	2.96%	
郭海莲	6,440,833.00	2.40%	

资料来源：公司 2023 年第一季度报告

2022年，公司合并范围子公司新增2家，详见表2。截至2023年3月末，公司合并范围内子公司共13家，详见附录四。

**表2 2022 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

**跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
海南华憬能源有限公司	100.00%	5,000.00	燃气销售	新设
山西中海沃邦能源有限公司	67.50%	10,000.00	开采专业及辅助性活动	新设

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

2023年1月，公司披露《关于出售资产暨关联交易的公告》等公告，拟将所持上海沃施实业有限公司（以下简称“沃施实业”）100%股权、上海益森园艺用品有限公司（以下简称“益森园艺”）100%股权、上海沃施园艺艺术发展有限公司（以下简称“艺术发展”）100%股权，以及园艺用品相关业务涉及的资产负债转让给关联方上海瑞驰曼投资有限公司，转让价格为10,085.86万元，转让价格较账面价值合计增值2,546.63万元，增值率33.78%。本次资产转让后，公司将不再持有园艺用品相关业务及相关资产负债。

2023年5月18日，公司2022年度股东大会决议审议通过《关于提请股东大会授权董事会办理以简易程序向特定对象发行股票的议案》，拟以简易程序向特定对象发行融资总额不超过人民币三亿元且不超过最近一年末净资产20%的股票，授权期限自2022年年度股东大会审议通过之日起至2023年年度股东大会召开之日止。

## 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。

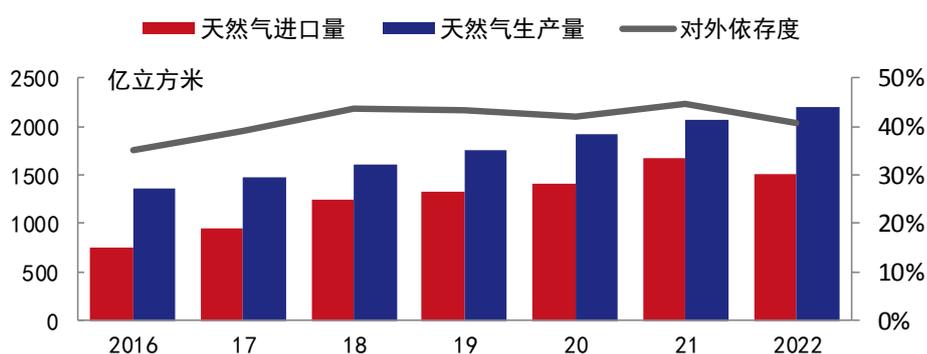
## 行业环境

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，预计2023年一季度天然气价格的回落将推动国内天然气消费量企稳回升，城市燃气运营企业盈利能力有望得到修复

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波动式增长，进口气量<sup>2</sup>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**



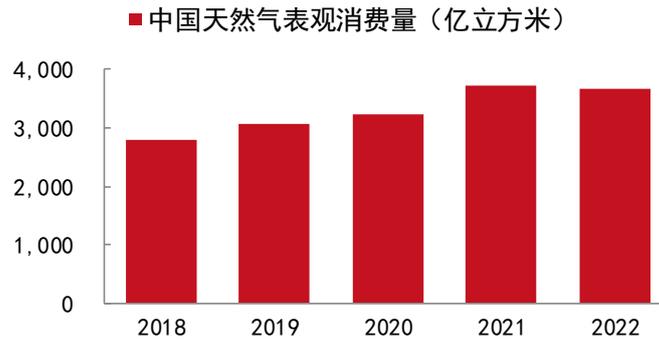
注：对外依存度=进口数量/（国内产量+进口数量）。

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

从天然气消费结构来看，2021年我国工业燃料占比为40%，城市燃气占比为32%，天然气发电占比为18%，天然气化工占比为10%。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**

<sup>2</sup> 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。



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3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年一季度全国GDP同比增长4.5%，经济企稳回升，同期全国天然气表观消费量完成974.8亿立方米，同比增长3.1%，其中2023年3月当月全国天然气表观消费量338.9亿立方米，同比增长9.3%。预计未来国内天然气价格的下降将有效降低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。

图3 LNG 出厂价格全国指数高位波动



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司营业收入仍主要来源于天然气开采与销售业务，2022年天然气业务收入增长，但销售毛利率有所下降，2023年公司聚焦天然气主业，拟转让园艺用品相关资产，转让后公司将不再开展相关业务

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，由天然气开采与销售及园艺用品业务两部分构成。2022年，公司天然气业务收入增长但毛利率下滑，园艺用品收入下滑但毛利率小幅提高。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-3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
天然气开采与销售	3.09	83.32%	19.90%	17.95	87.79%	19.30%	15.16	83.12%	27.41%
园艺用品	0.62	16.68%	26.74%	2.45	11.97%	24.19%	3.00	16.47%	15.40%
其他	0.00	0.00%	-	0.05	0.24%	88.48%	0.08	0.41%	75.11%
<b>合计</b>	<b>3.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.08%</b>	<b>20.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.05%</b>	<b>18.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>25.63%</b>

资料来源：公司提供

### （一）天然气开采与销售业务

公司天然气储量充足，但天然气抽采量持续下降，需对后续开发进展保持关注；根据公司的开发计划，未来油气资产类开发建设及地面井开发建设仍需投入大量资金，同时面临较大的勘探开发风险，且公司天然气业务对中油煤存在较大依赖

跟踪期内，公司天然气勘探、开发和生产仍由子公司北京中海沃邦能源投资有限公司（以下简称“中海沃邦”）负责运营。2009年8月，中海沃邦与中油煤签订了《合作合同》，获得石楼西区块1,524平方公里30年的天然气勘探、开发和生产经营权，并于2019年和2020年分别签署了《永和45-永和18井区开发补充协议》和《永和30井区开发补充协议》。中海沃邦作为合作区块的作业者开展天然气的勘探、开发、生产和销售业务。

#### ➤ 储量情况

储量方面，永和18井区、永和30井区、永和45井区（叠合含气面积共928平方公里）经自然资源部备案的地质储量2022年末合计仍为1,276亿立方米，技术可采储量610亿立方米，经济可采储量443亿立方米，未发生变化。中海沃邦未来将继续对开发区以外的区域进行勘探，如获得新增探明地质储量，将按照相关要求向自然资源管理部门备案。

**表4 截至2022年末石楼西区块天然气储量情况（单位：平方公里、亿立方米）**

项目名称	叠合含气面积	地质储量	技术可采量	经济可采储量
永和18井区	114	157	77	46
永和30井区	346	484	231	186
永和45井区	468	635	302	211
<b>合计</b>	<b>928</b>	<b>1,276</b>	<b>610</b>	<b>443</b>

资料来源：公司提供

#### ➤ 销售与客户

销售方面，公司分为共同销售和自主销售两种模式。共同销售模式为：根据中海沃邦与中油煤签订的《合作合同》，在石楼西区块内所获得的天然气，由双方共同销售并各自取得分成收入。一般由中海沃邦、中油煤、购买方、管输方共同签订销售合同，同时分成比例会根据中海沃邦回收与投入的比值（R值）进行调整。跟踪期内公司两个井区的分成比例无变化，永和45-永和18井区按照中油煤24%，中

中海沃邦76%的比例进行产品分配<sup>3</sup>，永和30井区按照中油煤13%，中海沃邦87%的比例进行产品分配。

公司天然气的自主销售由控股公司山西沃晋燃气销售有限公司和浙江沃憬能源有限公司（以下简称“浙江沃憬”）负责开展，向中油煤购买天然气后自行对外销售。2022年3月，公司通过浙江沃憬与新奥能源（02688.HK）下属新奥恒新投资有限公司（以下简称“新奥恒新”）合资组建天然气销售公司山西恒憬能源有限公司，未来将借助新奥恒新及其关联方的城市管道燃气业务体系，进一步拓展公司的下游销售市场。

2022年，受天然气抽采量减少影响，公司天然气销售量同比下降23.24%，销售均价则受市场行情影响同比大幅增长，不含税均价由2021年的1.74元/立方米提高至2.61元/立方米；此外，2022年公司外购天然气规模由2.78亿立方米增长至3.37亿立方米，采购价格有所上升，外购天然气成本相应提高。综合作用下，公司2022年实现天然气开采与销售收入17.95亿元，同比增长18.46%，但销售毛利率下降至19.30%。

**表5 公司天然气销售情况（单位：亿立方米、元/立方米、亿元）**

时间	销量	不含税销售均价	销售收入
2022年	6.88	2.61	17.95
2021年	8.73	1.74	15.16

资料来源：公司提供

客户方面，由于在共同销售模式下，中油煤是中海沃邦唯一的客户，而自主销售模式的客户相对多元且仍在开发中，2021-2022年前五大客户集中度均为100.00%。

### ➤ 生产与投入

生产方面，鄂东气田石楼西区块永和45-永和18井区天然气12亿立方米/年开发项目及鄂东气田石楼西区块永和30井区致密气10亿立方米/年开发项目已在国家能源局备案，同时，鄂东气田石楼西区块永和18井区天然气开采、鄂东气田石楼西区块永和30井区天然气开采已分别取得自然资源部颁发的《采矿许可证》。鄂东气田石楼西区块永和45-永和18井区作为18井区的外扩区域，将对永和18井区的采矿许可证范围进行变更扩大，申请材料已提交自然资源部，目前自然资源部正在审查中。山西鄂尔多斯盆地石楼西区块煤层气探矿权延续事项申请材料已提交山西省自然资源厅，目前山西省自然资源厅正在审查中。

公司依据气井投产及运行情况，确定总体生产规划。日常生产过程中，公司不断根据下游客户和市场情况变化，持续优化、调整生产安排。生产流程包括采气、集气、除砂、脱水等工艺。

2022年公司生产井数量较2021年有所增长，但合计抽采4.40亿立方米，同比下降39.64%，系因受新

<sup>3</sup>  $R < 1$  时，中海沃邦分配比例为 87%， $1 < R < 1.5$  时，中海沃邦分配比例为 76%， $R > 1.5$  时，中海沃邦分配比例为 74.9%。

井施工及老井措施实施进度影响，导致新井贡献产量未及预期同时老井产量递减较快，使得天然气产量有所下降。中海沃邦在开发过程中发现除了已报储量的盒8、山1及正在开发的山2层位外，本区本溪组、太原组、盒7-盒1段、石千峰均发育并钻遇有含气层位。2022年公司利用老井对石千峰组压裂改造试气，获得高产工业气流，印证了石楼西区块多层系油气成藏，验证了石楼西区块多层系立体高效开发及资源的综合动用的可行性。2022年公司持续深化深层煤层气、纵向立体开发等方面的研究，优化整体开发规划，由单一开发层位向多层系立体开发转变，在此影响下新建气井的进度有所放缓，需对公司后续开发进展保持关注。

**表6 中海沃邦天然气生产及外购情况（单位：口、亿立方米）**

时间	生产井数量	抽采量	外购量
2022年	147	4.40	3.37
2021年	139	7.30	2.78

资料来源：公司提供

根据公司的开发计划，未来油气资产类开发建设及地面井开发建设仍需投入大量资金，其中本期债券募集资金计划9.66亿元用于石楼西区阶段性开发项目（截至2023年3月末募集资金已投入946.99万元），尽管当前石楼西区的开发取得了一定的成果，但基于行业的特殊属性，未来区块的进一步开发仍存在不确定因素，对区块的地质认识仍需加强完善，由于储气层横向变化较大且不连贯，砂体非均质性强，提高了水平井砂体钻遇难度；同时由于井下工艺复杂，存在施工风险。由此可能导致部分井不能达到工业气流或投入产出不成比例，面临较大的勘探开发风险。

同时，中证鹏元关注到公司天然气业务主要基于与中油煤签订的《合作合同》，同时中油煤为公司天然气自主销售业务主要的供应商，尽管公司与中油煤建立了长期稳定的合作关系，但由于合作方单一，不排除中油煤因产业政策、自身经营业务变化或与中海沃邦合作关系发生重大不利变化，使得合作双方需对《合作合同》作出重大调整，而公司在短期内又无法拓展新的合作方，导致公司面临业绩大幅波动的风险。

## （二）园艺用品业务

**2022年公司园艺用品收入下降，业务客户集中度及境外客户占比高，面临较高的贸易保护风险和汇率波动风险，2023年公司拟转让相关资产，转让后公司将不再开展园艺用品相关业务**

2022年，公司下属子公司继续从事手工具类、装饰类、灌溉类和机械类园艺用品的研发、生产和销售。公司园艺用品产品种类及规格众多，对于部分成熟产品及生产工艺较简单的产品采取外协的生产方式，公司向外协生产商提供样图或样品、设计理念及工艺要求，并对其生产流程予以技术支持，对产品质量进行实时监督和控制。

销售方面，公司产品仍以内外销相结合的方式进行销售。国外市场销售主要包括ODM业务模式和OBM业务模式。国内市场方面，公司全部采用自主品牌销售，主要的销售渠道包括大型连锁终端商、

经销商、店中店、加盟店、园艺中心和网络营销等。

2022年受出口订单量下降影响，公司园艺用品销售收入下降，但受海运费价格下降等因素影响，毛利率边际修复至24.19%。生产方面，2022年公司自主生产量下降较多，主要系部分产品生产进度停滞及自产订单量有所下降所致。

**表7 公司园艺用品生产销售情况（件、万元）**

时间	自主生产量	外购量	销售量	销售收入
2022年	2,541,625	16,097,019	18,384,482	24,473.47
2021年	4,952,072	16,438,600	20,895,465	30,036.97

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告

需要注意的是，园艺用品业务下游客户主要为境外企业，出口北美洲及欧洲国家占比较高，随着国际局势日趋复杂，该业务面临一定的汇率波动风险，且前五大客户销售集中度较高，2021-2022年分别为50.10%和57.69%，面临一定的客户集中风险。

2023年1月公司发布公告，为聚焦天然气主业，公司将转让与园艺用品相关资产，资产转让后公司将不再开展园艺用品相关业务和持有相关资产负债。公司转让的标的公司沃施实业、益森园艺及艺术发展2021年及2022年1-9月净利润合计分别为-0.23亿元和-0.13亿元，持续亏损。与此同时，标的公司应付公司1.14亿元欠款，根据交易协议约定股权交割手续将在标的公司偿还上述欠款后办理。本次资产转让有助于公司回笼资金，改善资产流动性，并提升公司盈利水平。

## 六、财务分析

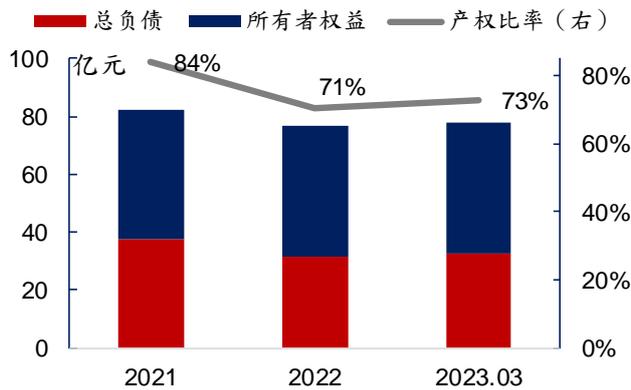
### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（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2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年及2023年一季度，公司合并范围子公司新增2家，详见表2。

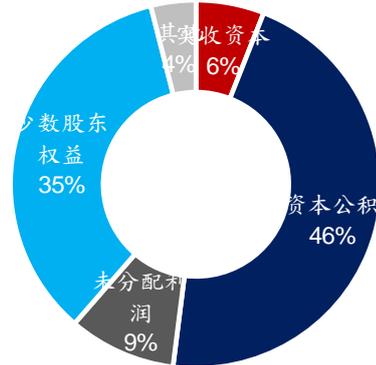
### 资本实力与资产质量

**公司资产规模波动下降，仍以气井及相关设施为主，流动性较弱；公司合同权益、商誉存在一定减值风险**

受益于利润积累和资本投入，公司所有者权益规模逐年上升，2022年同比增长0.89%。2022年11月公司第五届董事会第十二次会议审议通过了《关于回购公司股份方案的议案》，同意公司以0.50亿元（含）到1.00亿元（含）的自有资金回购公司发行的股票，截至2022年末已以0.39亿元回购278.77万股。公司2022年负债规模下降较快，受上述因素影响，公司2022年产权比率下降较多，所有者权益对负债的保障程度有所提升。

**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 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图5 图 2023 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受股份回购和债务偿还影响，公司资产规模波动下降，非流动资产占比仍较高，2022年末为81.38%，整体流动性较弱。

随着本期债券募集资金的使用和现金管理，公司货币资金规模持续减少，其中截至2022年末因抵押、质押、环境恢复保证金和存出投资款而使用受限的资金规模0.59亿元。公司2022年应收账款规模降低，账龄主要在一年以内，占总资产比重较小。公司交易性金融资产增加较快系因用货币资金购买结构性存款4.30亿元，其他流动资产规模增长较快系因增加理财产品1.77亿元。非流动资产方面，公司固定资产变动不大，仍主要为油气集输设备和房屋建筑物等。公司在建工程仍主要为气井建设项目、输气管线建设项目和配套设施等，2022年新增投资1.82亿元，转入固定资产0.81亿元，转入油气资产1.88亿元，期末余额整体保持稳定。公司油气资产为井及相关设施，2022年由在建工程转入1.88亿元，计提折旧3.04亿元，期末余额略有增长。公司无形资产仍主要为中海沃邦与中油煤签署的《合作合同》等形成的合同权益，跟踪期内变化不大。公司商誉账面价值保持稳定，根据上海东洲资产评估有限公司出具的评估报告，截至2022年末，中海沃邦相关资产组的账面价值（含商誉）为64.96亿元，资产组可回收金额为65.62亿元。中证鹏元注意到，中海沃邦相关资产组的账面价值（含商誉）与可回收金额差距较小。如果中海沃邦未来由于业务进展不顺利或市场环境发生重大不利变化等原因导致经营业绩未达到预期，可能导致合同权益、商誉减值，公司合同资产和商誉存在一定减值风险。

截至2022年末，公司受限资产合计0.67亿元，主要系受限的货币资金、应收款项融资和应收账款，占期末总资产的比重为0.86%。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.14	5.31%	6.11	7.95%	13.90	16.91%
应收账款	0.55	0.70%	0.84	1.09%	1.08	1.32%

交易性金融资产	5.22	6.70%	4.30	5.60%	0.01	0.01%
其他流动资产	3.39	4.35%	2.08	2.71%	0.51	0.62%
<b>流动资产合计</b>	<b>16.57</b>	<b>21.26%</b>	<b>14.31</b>	<b>18.62%</b>	<b>17.06</b>	<b>20.76%</b>
固定资产	6.93	8.89%	8.07	10.50%	8.03	9.77%
在建工程	8.69	11.16%	8.32	10.82%	9.27	11.27%
油气资产	16.99	21.81%	17.24	22.43%	18.40	22.38%
无形资产	23.56	30.23%	23.74	30.89%	24.41	29.69%
商誉	3.96	5.08%	3.96	5.15%	3.96	4.82%
<b>非流动资产合计</b>	<b>61.36</b>	<b>78.74%</b>	<b>62.54</b>	<b>81.38%</b>	<b>65.14</b>	<b>79.24%</b>
<b>资产总计</b>	<b>77.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>76.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>82.21</b>	<b>100.00%</b>

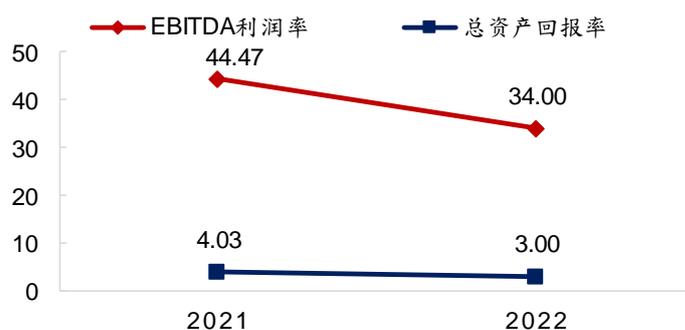
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

受毛利率下降、政府补贴减少等因素影响，公司盈利能力指标下滑，未来能否获得致密气开采利用补贴存在较大不确定性，需持续关注公司后续开发进展情况

2022年公司营业收入有所增长，但受毛利率下降和收到的财政补贴减少等因素影响，公司营业利润同比下降。受益于天然气市场价格上升，公司2022年天然气销售价格增长较快，但由于公司新井施工及老井措施实施进度影响，导致新井贡献产量未及预期同时老井产量递减较快，使得公司天然气产量有所下降，自主销售对外采购量增加且外购成本上升使公司毛利率有所下降，需关注后续开采进展。此外，根据财政部《清洁能源发展专项资金管理暂行办法（财建〔2020〕190号）》的相关规定，专项资金的实施期限为2020至2024年，公司取得的致密气开采利用补贴基于致密气的开采利用量计算得出，公司2022年因未达到上年开采利用量而未收到相关补贴，未来该补贴政策到期后是否延期及公司能否获得存在较大不确定性。盈利能力指标方面，随着公司营业利润的下滑，2022年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降。

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

公司债务规模有所下降，经营活动现金保持净流入，主营业务现金生成能力仍较好；公司杠杆水平低，但投资活动现金持续净流出，未来计划投资支出较大

2022年公司流动及非流动负债规模均有所减少，其中流动负债减少较快使非流动负债占比提升。公司2022年应付票据仍主要是商业承兑汇票，一年内到期的非流动负债仍为一年内到期的长期借款、应付债券利息和租赁负债，其中一年内到期的长期借款4.19亿元，规模较大。公司2022年长期借款有所下降，均为质押及保证借款；应付债券为应付的本期债券。

除上述债务外，2022年公司负债中，应付账款仍主要是应付采购款，其他应付款仍主要为应付工程材料及工程款，规模均有所减少。递延所得税负债主要系固定资产折旧差异和油气资产折耗差异形成，规模逐年增长。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付票据	1.29	3.92%	1.33	4.18%	2.64	7.02%
应付账款	0.22	0.65%	0.78	2.47%	1.19	3.16%
其他应付款	4.09	12.45%	4.25	13.38%	5.75	15.31%
一年内到期的非流动负债	4.47	13.61%	4.33	13.62%	5.14	13.68%
<b>流动负债合计</b>	<b>11.27</b>	<b>34.31%</b>	<b>11.31</b>	<b>35.58%</b>	<b>15.14</b>	<b>40.33%</b>
长期借款	4.48	13.65%	3.63	11.42%	6.00	15.99%
应付债券	12.76	38.84%	12.61	39.67%	12.10	32.23%
递延所得税负债	3.83	11.66%	3.74	11.75%	3.72	9.92%
<b>非流动负债合计</b>	<b>21.57</b>	<b>65.69%</b>	<b>20.47</b>	<b>64.42%</b>	<b>22.40</b>	<b>59.67%</b>
<b>负债合计</b>	<b>32.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>31.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>37.53</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	23.33	71.05%	22.24	69.96%	26.26	69.98%
其中：短期债务	5.76	17.53%	5.66	17.81%	7.77	20.71%
长期债务	17.58	53.52%	16.58	52.15%	18.49	49.27%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司2022年经营活动现金保持净流入，表现较好，但受利润水平下降影响，公司经营净现金流、EBITDA和FFO均有所下降，同比分别下降21.98%、14.26%和21.16%。净债务方面，2022年公司债务规模与现金类资产同比均下降，净债务规模变化不大。受上述因素影响，公司2022年各项偿债能力指标不同程度减弱，其中EBITDA利息保障倍数下降至4.77，净债务/EBITDA则上升至1.77，EBITDA对利息的保障程度较好，但对净债务保障程度一般。FFO方面，公司FFO/净债务下降至36.08%。自由现金流方面，由于公司投资活动现金持续净流出，2022年自由现金流对净债务的保障程度有所下降。

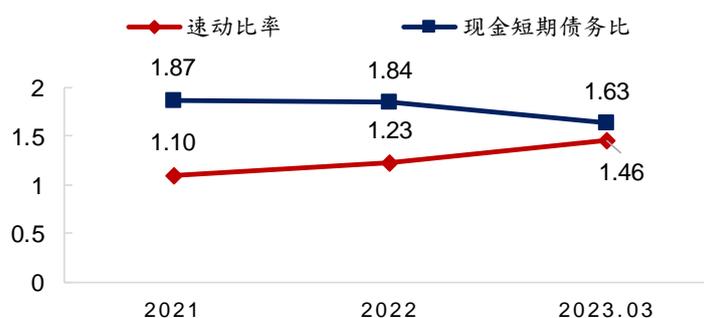
**表10 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年 1-3月	2022年	2021年
经营活动现金流（亿元）	0.74	6.54	8.38
FFO（亿元）	--	4.45	5.64
资产负债率	42.14%	41.35%	45.65%
净债务/EBITDA	--	1.77	1.50
EBITDA 利息保障倍数	--	4.77	6.18
总债务/总资本	34.10%	33.04%	37.02%
FFO/净债务	--	36.08%	46.30%
经营活动净现金流/净债务	5.26%	53.07%	68.82%
自由现金流/净债务	0.17%	18.13%	25.27%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性指标方面，相较于短期债务的减少，公司货币资金规模减少更快，因此公司现金短期债务比持续下降，但仍大于1，现金对短期债务的覆盖程度较好。速动比率方面，流动负债规模的减少带动速动比率上升。截至2023年3月末，公司取得的银行授信额度为13.80亿元，尚未使用额度为5.05亿元，规模较小。整体而言，公司获取流动性资源的能力一般。

**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 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

#### 环境因素

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

## 社会因素

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

## 公司治理

跟踪期内公司董事、监事及高管有一定变动。2022年4月26日，公司聘任张骞先生担任公司副总经理。2022年5月18日，崔雯女士因个人原因辞去公司独立董事及董事会提名委员会委员、薪酬与考核委员会委员、战略发展委员会委员。2022年7月15日，经股东大会审议，选举项思英女士为公司独立董事。2022年7月29日，闫淑慧女士因个人原因辞去公司监事一职。同日，经职工代表大会审议，选举智青翠女士为公司监事。2022年8月12日，吴荏玮先生因个人原因辞去公司副总经理、董事会秘书职务。2022年8月15日，公司聘任张骞先生担任公司董事会秘书。2023年3月16日，郭桂飞先生因个人原因辞去公司监事一职。同日，经职工代表大会审议，选举李晓琴女士为公司监事。2023年4月27日，公司董事贾岱女士因个人原因辞去第五届董事会董事及董事会提名委员会委员、战略发展委员会委员职务。2023年5月18日，经股东大会审议，公司补选罗传容先生为公司第五届董事会非独立董事。

股权激励方面，2022年11月，公司发布《关于回购公司股份方案的公告》，拟使用自有资金回购股份，预计回购股份数量为474.16万股，回购的股份用于实施员工持股计划或股权激励。截至2023年4月末公司已使用5,514.03万元（不含交易费用）回购397.75万股，占公司总股本1.48%。

需要关注的是，截至2023年一季度末，公司控股股东海德投资及其一致行动人合计持有公司17.61%的股份，持股比例低，且跟踪期内有减持股份。

## （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5月16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日至查询日（2023年5月11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

近年来国内天然气需求持续增长，在城市化进程的持续推进及“煤改气”等环保政策的带动下，国内天然气需求具有较大支撑，同时，受俄乌冲突等因素影响，天然气价格高位波动，对天然气开采企业盈利空间形成较好支撑。公司天然气储量充足，且开发空间大，但受多重因素影响，近年天然气抽采量持续下降，需持续关注后续开发进展。财务方面，公司经营获现能力仍较强，但资产流动性仍较弱，且

未来能否获得政府补贴存在较大不确定性，偿债能力指标趋弱。整体来看，公司抗风险能力良好。

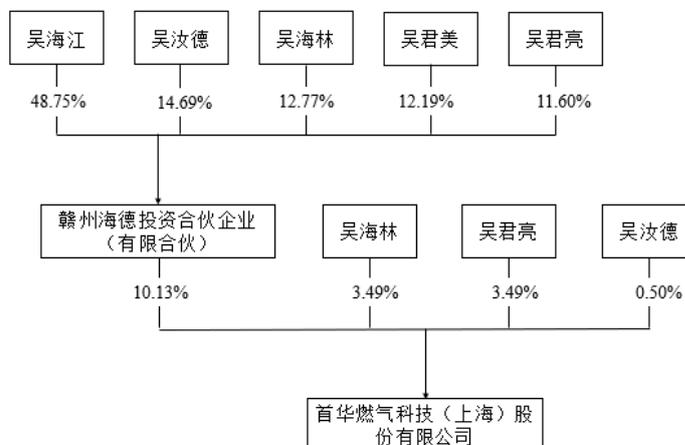
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“首华转债”的信用等级为AA。

## 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3月	2022年	2021年	2020年
在建工程	8.69	8.32	9.27	8.98
油气资产	16.99	17.24	18.40	17.64
无形资产	23.56	23.74	24.41	25.28
非流动资产合计	61.36	62.54	65.14	64.41
资产总计	77.93	76.86	82.21	71.30
其他应付款	4.09	4.25	5.75	5.96
一年内到期的非流动负债	4.47	4.33	5.14	0.03
流动负债合计	11.27	11.31	15.14	15.32
长期借款	4.48	3.63	6.00	9.00
应付债券	12.76	12.61	12.10	0.00
递延所得税负债	3.83	3.74	3.72	3.79
非流动负债合计	21.57	20.47	22.40	12.93
负债合计	32.84	31.78	37.53	28.25
总债务	23.33	22.24	26.26	16.99
归母所有者权益	29.43	29.49	29.46	27.44
营业收入	3.70	20.45	18.24	15.26
营业利润	0.21	1.31	1.92	3.65
净利润	0.17	0.78	1.39	2.88
经营活动产生的现金流量净额	0.74	6.54	8.38	6.28
投资活动产生的现金流量净额	-2.78	-10.09	-10.38	-13.75
筹资活动产生的现金流量净额	0.67	-4.50	12.95	5.64
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA (亿元)	0.47	6.95	8.11	8.90
FFO (亿元)	--	4.45	5.64	6.90
净债务 (亿元)	14.06	12.33	12.18	12.93
销售毛利率	21.08%	20.05%	25.63%	36.27%
EBITDA 利润率	--	34.00%	44.47%	58.32%
总资产回报率	--	3.00%	4.03%	5.76%
资产负债率	42.14%	41.35%	45.65%	39.62%
净债务/EBITDA	--	1.77	1.50	1.45
EBITDA 利息保障倍数	--	4.77	6.18	9.78
总债务/总资本	34.10%	33.04%	37.02%	28.29%
FFO/净债务	--	36.08%	46.30%	53.36%
速动比率	1.46	1.23	1.10	0.42
现金短期债务比	1.63	1.84	1.87	0.55

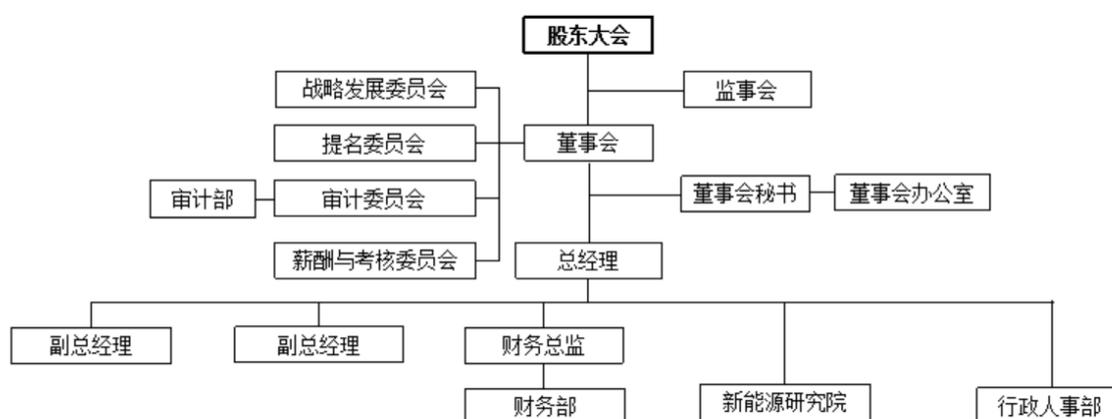
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
上海益森园艺用品有限公司	1,000.00	100.00%	贸易
上海沃施园艺艺术发展有限公司	400.00	100.00%	零售
上海沃施实业有限公司	1,000.00	100.00%	制造
上海沃施国际贸易有限公司	1,000.00	100.00%	贸易
西藏沃施生态产业发展有限公司	10,000.00	100.00%	服务
宁波耐曲尔股权投资合伙企业（有限合伙）	45,000.00	100.00%	投资
西藏沃晋能源发展有限公司	5,000.00	100.00%	投资
浙江沃憬能源有限公司	5,000.00	100.00%	投资
北京中海沃邦能源投资有限公司	55,555.56	67.50%	石油天然气技术开发、技术转让
山西沃晋燃气销售有限公司	1,000.00	54.00%	燃气生产和供应
上海首华绿动环保科技有限公司	1,000.00	100.00%	投资
海南华憬能源有限公司	5,000.00	100.00%	燃气销售
山西中海沃邦能源有限公司	10,000.00	67.50%	开采专业及辅助性活动

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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。