信用等级公告

联合〔2020〕3771 号

联合资信评估股份有限公司通过对 China Gas Holdings Limited （中国燃气控股有限公司）主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持 China Gas Holdings Limited（中国燃气控股有限公司）主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中燃气 MTN001”“18 中燃气 MTN002”和“20 中燃气(疫情防控债)MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

China Gas Holdings Limited （中国燃气控股有限公司）2020 年度跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国燃气控股有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 中燃气 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 中燃气 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中燃气(疫情防控债)MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
*18 中燃气 MTN001	20.00 亿元	20.00 亿元	2021/10/24
*18 中燃气 MTN002	13.00 亿元	13.00 亿元	2021/12/7
20 中燃气(疫情防控债)MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/3/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；附*的债券为公司发行的附持有人回售选择权的债券，所列到期日为最近的行权日

评级时间：2020 年 10 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评级内容	评级结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

China Gas Holdings Limited（中国燃气控股有限公司）（以下简称“中国燃气”或“公司”）作为中国大型跨区域城市与乡镇燃气运营服务商之一，在区域市场竞争力、气源供应、资产规模和盈利能力等方面具备综合优势。跟踪期内，公司经营规模持续扩大，盈利水平高。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到近年来原油价格波动、公司市场竞争压力加大，以及盈利空间易受政策影响等因素可能对公司经营产生不利影响。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对存续债券的保障能力较强。

未来，公司将通过外延式扩张、持续获取新项目，并通过创新、灵活调整市场开发策略以巩固其在燃气市场的领先地位。随着中国天然气消费需求的日益增长和公司业务规模的扩张，公司未来收益水平有望持续提升。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中燃气 MTN001”“18 中燃气 MTN002”和“20 中燃气(疫情防控债)MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司所处天然气行业发展前景良好。**随着能源结构调整以及国家鼓励天然气发展的政策不断出台，中国的天然气需求逐年增长。
2. **公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一，具备了较大的规模优势。中国管道燃气业务实施特许经营权，区域内具有自然垄断性。**截至2019/20财年底，公司拥有专营权的管道燃气项目604个，累计接驳居民用户、工业用户及商业用户分别为3510.55万户、1.47万户及23.37万户。2019/20财年，公司天然气总销量253.72亿立方米。

分析师：杨 栋 张 峥
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

3. **公司拥有稳定的气源保证。**公司与上游供应商建立了长期合作关系，并签订了“照付不议、照供不误”的长期供气协议。
4. **跟踪期内，公司经营规模持续扩大，盈利水平高。**2019/20财年，公司营业收入及除税前溢利分别为595.40亿港元和127.25亿港元，较上财年分别增长0.26%和13.79%；净资产收益率和总资本收益率分别为22.41%和13.59%。

关注

1. **随着天然气的不断推广，未来公司面临的市场竞争压力加大。**近年来各大燃气集团加速扩张，由于一、二线市场格局基本确定，已开始在三、四线城市与乡镇拓展获取特许经营权，竞争较为激烈。
2. **公司燃气业务面临一定的政策风险。**近年来，公司管道天然气销售溢利率有所提升。由于居民用户天然气销售价格和接驳费政策由相关政府部门监审，公司盈利空间受政策影响大。
3. **无实际控制人风险及权益稳定性较弱风险。**公司股权相对分散，无实际控制人。公司股本占比很小，权益稳定性较弱。
4. **公司合约资产及应收类款项规模较大，对资金形成一定程度占用。**截至 2019/20 财年底，公司合约资产为 127.51 亿港元，应收类款项合计 158.52 亿港元。
5. **跟踪期内，公司短期债务规模大幅增长，短期债务占比大幅上升。**截至 2019/20 财年底，公司短期债务为 241.96 亿港元，较上财年增长 47.47%，占全部债务比例为 60.61%，较上财年上升 17.31 个百分点。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017/18 财年	2018/19 财年	2019/20 财年
银行结存及现金（含已抵押银行存款）（亿港元）	85.37	134.82	76.56
总资产（亿港元）	820.58	1098.99	1120.67
权益（亿港元）	327.30	407.93	457.83
短期债务（亿港元）	110.79	164.08	241.96
长期债务（亿港元）	212.93	214.91	157.26
全部债务（亿港元）	323.72	378.99	399.22
营业收入（亿港元）	528.32	593.86	595.40
除税前溢利（亿港元）	86.00	111.83	127.25
EBITDA（亿港元）	108.49	137.20	162.54
经营业务所得现金净额（亿港元）	64.46	101.17	64.86
毛利率（%）	22.09	23.67	28.72
净资产收益率（%）	20.38	22.02	22.41
资产负债率（%）	60.11	62.88	59.15
全部债务资本化比率（%）	49.73	48.16	46.58
流动比率（%）	91.79	89.19	80.06
经营现金流动负债比（%）	23.78	21.69	13.14
EBITDA 利息倍数（倍）	9.69	8.41	9.21
全部债务/EBITDA（倍）	2.98	2.76	2.46
现金短期债务比（倍）	0.77	0.82	0.32

注：2017/18－2019/20 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； EBITDA 中扣除与经营无关的一次性项目

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 中燃气(疫情防控债)MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/2/26	杨栋、张峥	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
18 中燃气 MTN002 18 中燃气 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/10/18	杨栋、张峥	--	阅读全文
18 中燃气 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/11/7	杨栋、蒋智超、张峥	--	阅读全文
18 中燃气 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/8/23	杨栋、蒋智超、张峥	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由 China Gas Holdings Limited （中国燃气控股有限公司）（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

China Gas Holdings Limited （中国燃气控股有限公司）2020 年度跟踪评级报告

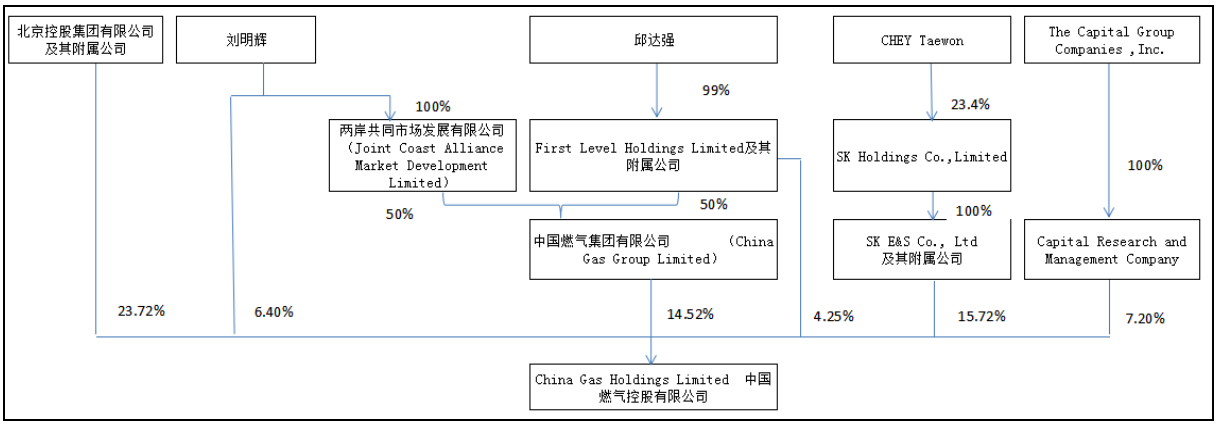
一. 跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于 China Gas Holdings Limited （中国燃气控股有限公司）（以下简称“中国燃气”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二. 企业基本情况

截至 2019/20 财年底，北京控股集团有限公司（以下简称“北控集团”）为公司第一大股东，北控集团及其附属公司在公司拥有权益股份比例为 23.72%。北控集团成立于 2005 年 1 月 18 日，是由北京市人民政府出资设立的国有独资公司。由于公司的股权较为分散，主要股东所持有表决权均无法单独对公司股东大会决议重大事项产生直接控制作用，或者无能够单独实际支配公司行为的权利，因此公司不存在控股股东和实际控制人。

图 1　截至 2019/20 财年底的公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司及其附属公司主要于中国国内从事投资、建设、经营城市与乡镇燃气管道基础设施、燃气码头、储运设施和燃气物流系统，向居民和工商业用户输送天然气和液化石油气，建设和经营压缩天然气/液化天然气加气站，开发与应用天然气及液化石油气等相关技术。

公司内设天然气事业部、资金部、财务管理部、投资发展部、采购管理部等部门。

截至 2019/20 财年底，公司（合并）资产总额为 1120.67 亿港元，权益总额为 457.83 亿港元（其中非控股权益 61.78 亿港元）；2019/20 财年，公司实现营业收入 595.40 亿港元，除税前溢利 127.25 亿港元。

公司注册地址：Clarendon House, 2 Church Street, Hamilton HM 11, Bermuda。

三. 存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，由联合资信评级的公司公开发行的存续债券本金合计43.00亿元（详见表1）。跟踪期内，上述存续债券募集资金均已使用完毕，已到付息期债券均已按期支付存续债券利息。

表1　由联合资信评级的公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	余额	起息日	到期兑付日
*18 中燃气 MTN001	20.00	2018/10/24	2021/10/24
*18 中燃气 MTN002	13.00	2018/12/7	2021/12/7

20 中燃气(疫情防控债)MTN001	10.00	2020/3/10	2025/3/10
合计	**43.00**	--	--

注：附*的债券为公司发行的附持有人回售选择权的债券，所列到期日为最近的行权日
资料来源：Wind

四. 宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 2　2017－2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一

季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1－5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1－3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至3.75万亿元（较上年增加1.6万亿元，增幅74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债1万亿元，增加赤字预算1万亿元至3.76万亿元，赤字率3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调LPR报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额400亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额4000亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6月国务院要求推动金融机构向企业让利1.5万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点，调整后，3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%，再贴现利率为2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年中国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外

需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对中国外需具有较大提振作用；同时中国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年中国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对中国下半年经济的拉动作用不宜高估。

五. 行业分析

1. 行业概况

天然气作为支柱能源之一，具备环保、热值高等特点，行业上中下游已经形成较为稳定的结构。

天然气作为一种热值高、燃烧稳定、清洁环保的优势能源，全球资源储量丰富。目前天然气与石油、煤炭共同构成一次能源的三大支柱，由于天然气在燃烧过程中产生的影响人类呼吸系统健康的物质极少，产生的二氧化碳仅为煤的40%左右，产生的二氧化硫也很少，燃烧后无废渣、废水产生，相较于煤炭、石油等能源具有使用安全、热值高、洁净等优势，已成为未来发展核心能源之一。

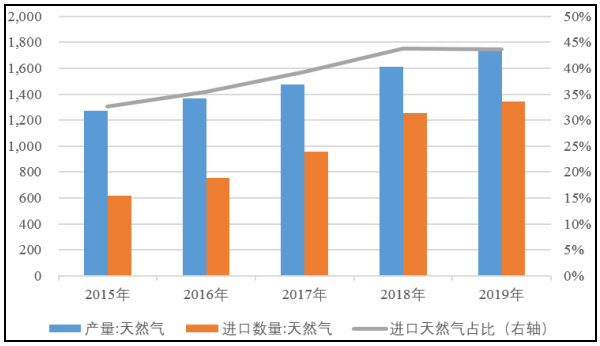
（1）中国天然气行业发展情况

天然气行业分为上游生产、中游输送及下游分销三个环节。天然气上游由大型天然气勘探企业垄断，行业壁垒非常高；中游体现出一定的垄断性和区域专属性；下游市场化程度相对较高。中国天然气进口依存度较高。随着天然气市场快速发展，中国天然气消费量持续快速增长，2019年开始，增速有所放缓。随着配套基础设施的建设推进，以及油气管网设施市场化运作程度提高，未来中国储气调峰能力稳步提升，季节性供需矛盾预计将持续得到缓解。

天然气上游生产主要包括天然气开采、净化，以及进一步进行压缩或液化加工。由于天然气属于重要的资源，目前中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（以下简称“中石化”）和中国海洋石油集团公司（以下简称“中海油”）等大型天然气勘探企业垄断，行业壁垒非常高；中游输送主要为天然气储运、输配，包括天然气的干线、中长线管道输送、储存与调峰，以及液化天然气的运输、接收、储存和气化，体现出一定的垄断性和区域专属性，对地方政府和资源存在一定的依赖性，主要为中石油、中石化、中海油和地方燃气公司控制。下游分销主要由各城市燃气公司运营，市场化程度在天然气产业链中相对要高。

天然气供给方面，2019年，中国天然气产量1736.20亿立方米，同比增长7.83%；天然气进口量1342.64亿立方米，同比增长6.83%。2019年，中国天然气对外依存度为43.61%，同比略有下降。2019年，中俄东线天然气管道建成通气，来自俄罗斯的天然气将与中国东北、京津冀和长江三角洲主消费市场对接。中国东部天然气主消费市场已经形成多气源竞争格局。

图2 天然气产量及进口量情况



资料来源：Wind

2019年，中国天然气表观消费量3042.51亿立方米，同比增长7.39%，增速有所放缓。国家出台多项环保政策，持续推进大气污染防治工作，强化重点地区民用、采暖、工业等行业煤改气，全国天然气消费量仍保持快速增长。天然气在一次能源消费总量中的占比约为8.3%，比上年增长约0.5个百分点。

储气库方面，截至2018年底，中国累计建

成26座地下储气库，调峰能力达130亿立方米。2018年中国已建储气库达容扩容稳步推进，国内第一座民营储气库－港华燃气金坛储气库一期投产，中国石油顾辛庄储气库投运，中国石化文23储气库初步完工。

管道铺设方面，截至2018年底中国天然气长输管道在建项目和已完工项目使得天然气管道总里程已达7.6万千米。其中，潜江－韶关、中俄东线天然气管道已部分完工，全年建成跨省干线管道1540千米；蒙西管道一期、鄂安沧输气管道一期、中缅管道支干线楚雄至攀枝花天然气管道投产。此外，南川水江－涪陵白涛国家重点天然气管道工程开工建设，建成后将有利于涪陵页岩气外输。区域管网建设持续推进，广东天然气管网粤东、粤西、粤北三地6个主干管网项目动工，计划2020年底建成。

LNG接收站方面，截至2019年底，据不完全统计，中国LNG接收站已投产22座，总接卸能力达9035万吨/年，预计2020年中国在建及扩能LNG接收站至少8座，接收能力为2355万吨/年，投产后接收能力将进一步提升。三大石油公司主导着国内LNG接收站的投资和建设，目前三大石油公司接收站18座，能力8230万吨/年，占比超过90%；其中以中海油所占份额最大。截至2018年底，中海油在全国拥有10座LNG接收站，接收能力4520万吨/年，居全国首位，2019年计划新建2座接收站，扩建4座接收站，同时规划建设3座新接收站，进一步扩充其在国内的LNG接收能力。

（2）天然气价格情况

中国天然气定价机制不断完善，未来随着天然气价格改革的持续推进，城市门站的价格形成机制及价格的变化会使下游分销商面临采购成本波动的风险。

中国天然气价格分为城市门站价格和销售价格。门站价格实行政府指导价，供需双方可以国家规定的出厂基准价为基础，在规定的浮动幅度内协商确定具体结算价格；城市燃气销售价格由省级价格行政主管部门制定。

为理顺天然气定价机制，2018年5月，国家发改委发布《关于理顺居民用气门站价格的通知》，决定理顺居民用气门站价格，建立反映供求变化的弹性价格机制，将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，供需双方可以基准门站价格为基础，价格水平按非居民用气基准门站价格水平安排，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。2018年7月北京市按照居民生活用气上下游价格联动机制，将北京市居民管道天然气销售价格上调0.35元/立方米。

根据《中华人民共和国价格法》的有关规定，中国目前的城市燃气销售价格由省级价格行政主管部门制定。在销售定价方式上，居民用户基本为固定价格，主要以当地政府核准价为准，若需上调，目前尚需经过听证会程序；对工商业用户的销售价格最高价由当地政府确定，但燃气企业通常有一定比例的浮动权利，可由企业根据市场情况灵活掌握。根据国家对公用事业企业的价格管理政策，管道燃气价格实行全成本定价和联动机制，即管道燃气价格由进货成本、经营管理费用、税金、利润四部分组成。物价部门按一定的利润率核定公司合理利润，同时及时根据燃气进货成本调整管道燃气价格。

（3）城市燃气发展情况

随着城镇化的发展，中国燃气供应行业蕴藏着较大的市场空间。城市燃气供应实行特许经营权，具有自然垄断性，配气价格受政府一定的管制，收益具有稳定性的特点。

中国城市化率持续提高，城镇人口持续增长，为燃气供应行业提供了可观的市场基础。发达国家的城市气化率85%左右，北京、上海、深圳等国内发达城市气化率均已超过90%，但中国城镇平均气化率较低，燃气供应行业蕴藏着较大的市场空间。

城市管道燃气供应具有以下特点：①自然垄断的特性，城市管道燃气实行特许经营制，

具有自然垄断性。②固定资产投资大，边际成本较低；城市管道燃气企业的主要成本是建网、维护、折旧、摊销等固定费用，其成本结构与传统制造业有明显的差异。相对其固定成本，每增加一个客户所要支出的边际成本较低。③具有公用事业的特性；城市管道燃气是城市基础设施，为广大居民及工商业主提供燃气供应服务，属于公用事业类行业，销售价格受到政府一定的管制，但收益具有稳定性特征。

从城市燃气发展展望来看，根据中国石油集团经济技术研究院发布的相关报告，预计城镇居民、商业、采暖用气将稳定增长，乡村居民用气快速增长。北方地区将进一步实施冬季清洁取暖、蓝天保卫战，加强“2+26”重点城市天然气采暖，强化汾渭平原、长三角等重点地区散煤治理，广泛实施“村村通”工程。

2. 行业政策

2019 年以来主管部门已制定多项促进天然气发展的政策规划，主要涉及天然气配套基建方面。

2019 年 3 月，中央全面深化改革委员会第七次会议审议通过了《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，要求推动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油气市场体系。

2019 年 5 月，国家发改委、国家能源局、住房城乡建设部、市场监管总局联合印发了《油气管网设施公平开放监管办法》，要求进一步改革机制、强化监管，更大力度地推动油气管网设施公平开放，营造公平开放的制度环境，提高油气管网设施利用效率，加快油气市场多元竞争。

2019 年 12 月，国家石油天然气管网集团有限公司（以下简称“国家管网公司”）在北京正式成立，国资委、中石油、中石化和中海油持股比例分别为 40%、30%、20%、10%。国家管网公司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，三大石油公司全资或控股的干线管网、持有的省级管网股权、部分 LNG 接收站和储气库、管网调度业务等资产将被纳入。国家管网公司标志着中国石油天然气管网运营机制市场化改革迈出了关键一步，目前包括资产评估划拨、运销协调等工作在持续推进。2020 年 9 月 30 日，国家管网集团全面接管原分属于三大石油公司的相关油气管道基础设施资产（业务）及人员，正式并网运营。

3. 行业关注

城市门站价格与销售价格调整不匹配。由于居民用气上下游价格定价政策的不一致，造成上下游价格调整难以在时间上和调整幅度上同步，城市燃气分销商面临一定的成本上涨无法及时通过售价传导的风险。

气源供应不足、对进口天然气的依赖度偏高。中国天然气资源较为贫乏，发展天然气工业必须充分利用国外气源，随着中国天然气消费量的快速增长，天然气进口数量不断增加，中国对进口天然气的依赖程度上升。城市分销商上游企业多为三大石油公司，加之天然气需求不断增长，若天然气气源紧张，城市分销商将面临气源供应不足，影响用户需求的形势。

易受国际天然气价格波动影响。中国天然气进口比重大，城市燃气行业易受国际天然气价格影响。受全球供应增加、库存高企影响，天然气价格波动剧烈。另外，国际原油价格的波动一定程度影响天然气价格。

随着天然气的不断推广，市场竞争压力加大。中国城市燃气行业已经形成了跨区域经营管理的五大燃气集团，即拥有国资背景的华润燃气控股有限公司（以下简称“华润燃气”）和昆仑能源有限公司（以下简称“昆仑能源”）、代表民营资本的新奥能源控股有限公司（以下简称“新奥能源”）、代表混合所有制的中国燃气、代表境外资本的香港中华煤气有限公司（以下简称“中华煤气”）。同时，

北京、上海、深圳等地区的区域性燃气企业快速发展，并逐渐向周边地区辐射。随着城市管道燃气的不断推广，由于一、二线市场格局基本确定，已开始在三、四线城市与乡镇拓展获取特许经营权，竞争较为激烈。随着燃气企业的相互兼并及收购，未来城市燃气行业集中度有望提高。

六. 基础素质分析

1. 产权状况

公司为在香港联合交易所上市的公司，股权相对分散，无控股股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争实力

公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一，是中国城市与乡镇管道燃气分销领域的龙头企业，具备了较大的规模优势。中国管道燃气业务实施特许经营权，区域内具有自然垄断性。

公司进入燃气领域时间较早，目前城市燃气业务涉及安徽、湖北、湖南、江苏、浙江、河北、广西、陕西、广东、辽宁、重庆、山东、山西、天津、吉林、内蒙古、黑龙江、宁夏、福建、江西、甘肃、河南、贵州、云南、新疆、海南等 26 个省、自治区、直辖市。中国管道燃气业务实施特许经营权，区域内具有自然垄断性。截至 2019/20 财年底，公司累计取得 604 个拥有专营权的管道燃气项目，并拥有 556 座压缩/液化天然气汽车加气站、17 个天然气长输管道、7 个液化石油气码头，113 个液化石油气分销项目以及建成运营 102 个综合能源供应项目；截至 2019/20 财年底，公司已建燃气管道总长达 40.24 万公里，累计接驳居民用户、工业用户及商业用户分别为 3510.55 万户、1.47 万户及 23.37 万户。2019/20 财年，公司天然气总销量 253.72 亿立方米，处于中国天燃气分销行业前列。

表 3 截至 2019/20 财年底同行业公司天然气销量对比

（单位：亿立方米）

公司名称	天然气销量
中华煤气	255.5
新奥能源	270.01
昆仑能源	280
华润燃气	280.10
公司	**253.72**

注：公司同行业公司数据节点为 2019 年底

资料来源：联合资信根据公开资料整理

七. 管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八. 经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，受国家能源结构调整、环保政策影响，公司收入规模保持相对稳定。考虑到公司燃气供应业务的区域垄断特点，公司收入稳定性良好。

公司为中国大型跨区域燃气运营服务商之一，主要从事投资、建设、经营城市与乡镇燃气管道基础设施，燃气码头，储运设施和燃气物流系统，向居民和工商业用户输送天然气和液化石油气，建设和经营压缩/液化天然气加气站，开发与应用天然气及液化石油气相关技术。

2019/20 财年，受益于中国日益严格的环保政策，天然气行业景气度持续回升，随着公司业务的拓展，公司营业收入规模有所增长。其中，管道天然气销售和液化石油气销售是公司收入的主要来源，管道天然气销售和燃气接驳业务是公司主要的利润来源。同时，公司在居民用户及工商业用户中拓展壁挂炉、厨房燃气具、保险代理等相关增值服务业务，使得公司增值服务板块收入大幅增长，为公司收入和利润提供了一定的支撑。

溢利率方面，2019/20 财年，公司综合溢利

率为 17.55%，较上财年增长 3.73 个百分点。2019/20 财年，公司管道天然气销售板块溢利率有所增长，为 12.46%。同期，公司燃气接驳业务板块溢利率有所下降，主要系公司严格按照各地政府物价部门的批文收取接驳费用，并对特殊、弱势群体提供优惠政策，平均接驳收费下降，同时接驳成本较高的乡镇气代煤安装接驳体量大幅增加所致。同期，公司液化石油气销售板块溢利率有所回升，为 1.52%，较上财年提高 0.74 个百分点，主要系 LPG 市场价格波动所致。2019/20 财年，公司增值服务业务溢利率为 31.73%，较上财年提高 2.41 个百分点。

表4　公司营业收入及溢利率情况（单位：亿港元、%）

项目	2017/18 财年			2018/19 财年			2019/20 财年		
	收入	占比	溢利率	收入	占比	溢利率	收入	占比	溢利率
管道天然气销售	226.13	42.80	10.89	271.06	45.64	11.00	270.53	45.44	12.46
燃气接驳	89.24	16.89	32.71	111.79	18.82	30.79	123.20	20.69	22.46
液化石油气销售	159.70	30.23	3.17	159.17	26.80	0.78	137.74	23.13	1.52
增值服务	29.47	5.58	26.28	39.03	6.57	29.32	50.25	8.44	31.73
工程设计及施工	23.79	4.50	17.19	12.81	2.16	16.45	13.67	2.30	35.80
合计	**528.32**	**100.00**	**13.73**	**593.86**	**100.00**	**13.82**	**595.40**	**100.00**	**17.55**

注：1. 溢利率=板块溢利/收入；2. 溢利总额与上表中各分部溢利合计值不一致，原因是中裕燃气为公司的联营公司，贡献了部分溢利所致，2017/18－2019/20 财年，中裕燃气溢利分别为 2.46 亿港元、2.60 亿港元和 1.77 亿港元；3. 本表中尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2．天然气业务

公司是中国大型跨区域燃气运营服务商之一，并拥有稳定的气源保证。跟踪期内，在项目数量增加、用户数量增长和环保政策的驱动下，公司天然气销量持续增长。由于居民用户天然气销售价格和接驳费政策由相关政府部门监审，公司盈利空间受政策影响大。

截至 2019/20 财年底，公司累计共于 26 个省、市、自治区取得 604 个拥有专营权的管道天然气项目，累计已建成 402.38 千公里燃气管网，天然气总销量达到 253.72 亿立方米，是中国大型跨区域燃气运营服务商之一。

表 5　公司管道燃气业务主要指标

项目	2017/18 财年	2018/19 财年	2019/20 财年
已建管道总长（千公里）	172.54	296.80	402.38
城市与乡镇燃气项目数目（个）	495	542	604
天然气总销量（亿立方米）	186.59	246.60	253.72

资料来源：公司提供

（1）管道燃气网络建设

燃气管网是燃气供应企业经营的基础。公司修建城市天然气管网的主干管网及支线管网，将天然气管道接驳到居民用户和工商业用户，并向用户收取接驳费和燃气使用费。

表 6　公司已接驳用户及加气站情况

项目	2017/18 财年	2018/19 财年	2019/20 财年
已接驳居民用户（万户）	2457.03	2967.82	3510.55
其中：城市燃气项目	2342.12	2613.74	2886.91
乡镇燃气项目	114.91	354.07	623.64
已接驳工业用户（万户）	0.97	1.24	1.47
已接驳商业用户（万户）	16.90	19.96	23.37
压缩/液化天然气加气站（个）	580	575	556

注：上表中已接驳居民用户包含自然增长及收购合并带来的户数增长

资料来源：公司提供

居民用户

2019/20 财年，公司完成新接驳 542.74 万户居民用户，较上财年增长 6.26%，增长主要来自乡镇“气代煤”项目带来的新接驳用户的增长。

2019/20 财年，中国继续大规模推进乡镇“气代煤”工程。随着居民使用天然气的普及和乡镇“气代煤”工程的开展，接驳天然气需求日趋增加，公司已接驳用户数呈快速增长态势。2019/20 财年，公司乡镇燃气项目新接驳用户 269.57 万户，较上财年增长 12.71%。

截至 2019/20 财年底，公司累计已接驳的居民用户为 3510.55 万户，较上财年增长 18.29%；公司城市燃气项目可接驳居民用户数 444.73 万户，较大的可接入居民数为公司天然气销售接驳业务提供了良好的增长潜力。

2019/20 财年，城市居民用户平均支付的管道燃气接驳费为每户 2494 元，较上财年小幅下降 0.56%；同期，公司乡镇居民用户平均支付的管道燃气接驳费为每户 2952 元，较上财年下降 1.93%。

工商业用户

截至 2019/20 财年底，公司共有 1.47 万户工业用户及 23.37 万户商业用户，较上财年分别增长 18.30%和 17.06%。未来，“煤改气”工商业用户的天然气需求有望保持增长趋势，将成为公司燃气销售量增长的重要支撑。

随着公司发展战略的持续推进，公司将继续获取更多工业化城市、经济开发区和工业园区的管道天然气项目。该等新项目是公司未来天然气销售增长的动力之一。

压缩天然气（CNG）和液化天然气（LNG）加气站

截至 2019/20 财年底，公司累计已拥有 556 座 CNG/LNG 汽车加气站，较上财年底减少 19 座；日均可为超过 30 万辆天然气汽车提供加气服务。2020 年起，中国将全面推进成品油国六标准，LNG 汽车与柴油汽车将实施同等尾气排放限值标准，为车用 LNG 产业带来一定的发展契机。

（2） 天然气气源采购

公司上游供应商多为中石油、中石化、中海油等大型国有企业，上游采购集中度较高。

表 7　2019/20 财年天然气主要供应商情况

（单位：亿立方米、%）

供货方/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于现货市场采购	77.21	50.11
合计	--	**154.09**	**100.00**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

气源采购方面，2019/20 财年，公司天然气采购量为 154.09 亿立方米，较上财年增长 4.68%；平均采购单价为 2.13 元/立方米（不含税价），较上财年上涨 1.91%。

表 8　公司天然气采购情况（单位：元/立方米、亿立方米）

价格	2017/18 财年	2018/19 财年	2019/20 财年
采购均价（不含税）	1.88	2.09	2.13
采购量	132.16	147.20	154.09

注：采购量数据仅为中国燃气管理体系下的采购量

资料来源：公司提供

虽然公司在气源紧张的区域同上游燃气供应商签订照付不议采购合同，保障了公司气源的稳定供应，但公司获取气源仍大范围内受上游供应商的影响，议价能力较弱，影响了公司的盈利能力。近期，随着天然气市场化改革的深化以及国家管网公司的成立，更加强化市场定价的必要性，有利下游燃气运营企业的气源保障，增强议价能力，未来公司的天然气采购成本有望下降。

（3） 天然气销售

2019/20 财年，在项目数量增加、用户数量增长和环保政策的驱动下，公司天然气销量 253.72 亿立方米，较上财年增长 2.90%。公司天然气销量中，通过管道与贸易销售的天然气销量变化不大，通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气销量增长 6.02%。其中，居民用户及工业用户销量分别增长 23.64%和 5.22%，商业用户及压缩/液化天然气加气站销量分别下降 9.14%和 16.17%。

表 9　公司天然气销售情况（单位：亿立方米、元/立方米）

项目	2017/18 财年	2018/19 财年	2019/20 财年
通过管道与贸易销售的天然气	**68.73**	**99.12**	**97.41**
通过城市与乡镇燃气项目销售的天然气	**117.87**	**147.44**	**156.31**

其中：居民用户	30.89	39.85	49.27
工业用户	54.20	70.50	74.18
商业用户	20.54	25.16	22.86
压缩/液化天然气加气站	12.24	11.94	10.01
平均售气价			
其中：居民用户	2.40	2.52	2.53
工业用户	2.50	2.65	2.68
商业用户	2.60	2.79	2.77
压缩/液化天然气加气站	2.63	2.93	3.18

资料来源：公司提供

在销售价格方面，2019/20 财年，公司对居民、工业及压缩/液化天然气汽车加气站用户的平均售气价较上财年分别增长 0.40%、1.13%和 8.53%，对商业用户的平均售气价较上财年下降 0.72%。

销售定价方面，居民用户燃气价格未采取市场化定价。公司城市、乡镇管道居民用户燃气价格采用政府定价或政府指导价方式，由当地燃气公司提交定价书面申请，当地政府部门（主要是物价部门）在对燃气公司成本审核基础上，依据企业的实际经营成本、合理利润并综合考虑当地的经济发展水平以及用户的经济承受能力等因素后给出指导价格。定价完成后，若遇上游采购价格或企业运行成本变化需要调整价格时，需要重新履行上述定价程序，由地方物价部门进行审批调整。居民用户燃气价格调整可能会存在一定的滞后，并可能对公司盈利产生一定的影响。非居民用户方面，政府对于工商业用气自动顺价的价格管制政策，使公司更容易转嫁上游天然气价格的波动，且公司对工商业用户的燃气价格有一定的议价能力。

3．液化石油气（LPG）业务

跟踪期内，公司 LPG 业务经营情况良好。2019/20 财年，公司 LPG 业务毛利率略有下降。进口液化石油气的成本受国际原油价格波动的影响较大，公司液化石油气业务收入规模和盈利水平面临一定的价格波动风险。

截至 2019/20 财年底，作为中国规模最大的纵向一体化 LPG 业务运营服务商，公司产业布局包括进口、码头、贸易、仓储、物流、充装、配送、零售全产业链，公司拥有 7 个液化石油气码头（30 万立方米储量的储存设施）、113 个液化石油气分销项目（1100 个零售门店）、一个专业的海上运输船队及大型陆地物流车队，服务民用、商用、工业多个领域超过 600 多万用户。此外，公司拥有 4 个大型石化产品仓储物流基地，以及亚洲最大的液化石油气常温储存罐群，销售市场覆盖中国 21 省。

2019/20 财年，公司实现液化石油气销量 382.68 万吨，较上财年下降 4.17%。其中，批发业务销量为 272.87 万吨，较上财年下降 2.04%；终端零售业务销量为 109.80 万吨，较上财年下降 9.11%。2019/20 财年，公司 LPG 平均采购价格为 3522.29 元/吨，较上财年下降 3.61%；销售价格为 3599.46 元/吨，较上财年下降 9.70%。

公司通过利用现有的 LPG 码头、仓储、船队与车队，加大国际与国产 LPG 的采购量，将有望逐步提升对 LPG 资产的利用率。同时，公司的下游终端业务实行 LPG 资源的统一采购，通过利用上、下游一体化的优势，公司有望实现气源采购、储配资源和市场覆盖的合理配置。公司还利用在覆盖全国的庞大城市天然气网络与资源，协助 LPG 分销业务从中国南方向全国各省市扩张，大幅提高 LPG 售气量，实现规模效益。

4．终端增值服务

跟踪期内，公司逐步扩大增值业务在公司整体运营收入中的比重，进一步提升了公司运营服务网络的盈利能力和综合竞争力。

公司在发展核心燃气业务的基础上，加速发展增值服务、电商等非燃气销售业务。公司在用户中拓展自有品牌“中燃宝”燃气具等增值服务业务。公司服务的用户群随着接驳率的不断提升而迅速扩大，截至 2019/20 财年底，公司已经拥有了超过 4000 万天然气与液化石油气家庭用户和工商业用户，客户网络的潜在附加值巨大。

2019/20 财年，公司通过丰富增值服务内容、提升营销水平，增值业务在公司整体运营收入中的比重提升至 8.44%，进一步提升了公司运营服务网络的盈利能力和综合竞争力。

5. 经营效率

公司资产经营效率尚可。

从经营效率来看，2019/20 财年，公司存货周转次数及总资产周转次数均有所下降，2019/20 财年分别为 12.75 次和 0.54 次。

表 10 截至 2019/20 财年底同行业公司经营效率情况对比 （单位：次）

公司名称	存货周转次数	总资产周转次数
中华煤气	9.00	0.30
新奥能源	47.13	0.90
昆仑能源	--	0.79
华润燃气	46.63	0.72
公司	**12.75**	**0.54**

注：公司同行业公司数据节点为 2019 年底
资料来源：联合资信根据公开资料整理

6. 在建工程和未来发展

在建项目方面，截至 2019/20 财年底，公司在建工程账面价值为 122.26 亿港元，公司在建工程规模较大，但考虑到公司目前银行授信尚未使用额度充裕，经营活动现金流表现良好，以及公司作为上市公司，融资渠道多元化且通畅等，公司未来筹资压力不大。公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

截至 2019/20 财年底，公司主要在建项目为城市燃气管网及配套建设工程。其中呼和浩特中燃城市燃气发展有限公司管网及配套建设项目总投资规模较大，项目预计总投资 21.03 亿元，预计施工总工期为 11 年，建设期为 2010 年到 2020 年。该项目分为两期：一期从 2010 年至 2015 年，主要是呼和浩特市区门站和高中压调压设施的建设，其中包括新建 7 座高中压调压站、22 座 CNG 加气站、LNG 加气站 4 座等；二期规划从 2016 年至 2020 年，主要是完善高中压调压设施和系统，其中包括新建各城镇区中压 A 级管网、6 座 CNG 加气站等。

表 11 公司截至 2019/20 财年底主要在建工程情况 （单位：亿元）

在建工程	预计总投资	已投资金额	工程进度
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	建设中
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	建设中
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	建设中
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	建设中
合计	**34.30**	**37.50**	--

注：由于物价水平较可研时期有提升等原因，实际投资金额可能超过预计投资总额
资料来源：公司提供

公司争取外部燃气管网的特许经营项目，由于项目投资一般规模较大，公司对取得项目制定了严格的流程；公司主要在建工程为工商业“煤改气”和华北、山东、河南、陕西等地区乡镇“气代煤”以及城市燃气管网及配套建设项目，随着公司燃气管网及配套建设工程投产，公司天然气业务规模有望进一步扩大，有利于公司营业收入的进一步增长。

未来，公司将继续把握国家政策，持续推进城市燃气管网投资，加大农村气代煤和美丽乡村建设；加速发展 LPG 批发与零售、LNG 贸易、热电、增值服务、分布式能源和其他新业务，推进集团 112N 全业态发展战略计划，全面构建综合能源生态圈。

九. 财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2017/18－2019/20财年财务报告经德勤•关黄陈方会计师行审计，审计意见为：该等综合财务报表根据香港财务报告准则真实而中肯地反映了公司近三年财务状况、盈利及现金流量，并已按照香港公司条例的披露规定妥为编制。公司综合财务报表按《香港财务报告准则》编制。

从合并范围看，2019/20 财年，公司合并范围新增收购子公司 16 家。截至 2019/20 财年底，

公司合并范围公司超过 1000 家。由于新增子公司主要为项目子公司，其营业收入及利润相对于公司整体规模较小，且考虑近三财年公司经营范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

截至 2019/20 财年底，公司（合并）资产总额为 1120.67 亿港元，权益总额为 457.83 亿港元（其中非控股权益 61.78 亿港元）；2019/20 财年，公司实现营业收入 595.40 亿港元，除税前溢利 127.25 亿港元。

2. 资产质量

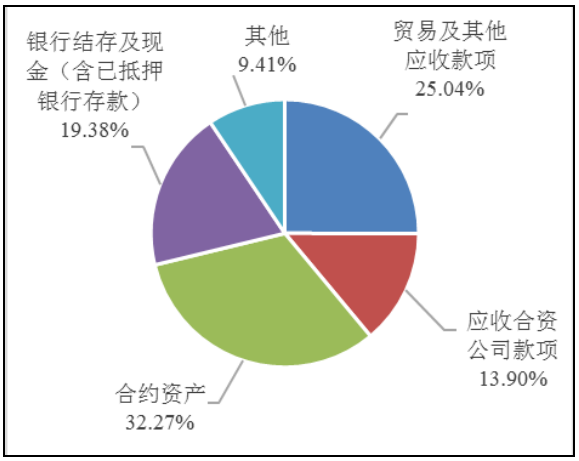
跟踪期内，随着公司现有市场的不断渗透及联营合营多种方式开拓新市场工作的推进，公司资产快速增长且以非流动资产为主，符合燃气行业特征。公司合约资产及应收类款项规模较大，对资金形成一定程度占用。整体来看，公司资产质量较好。

截至 2019/20 财年底，公司资产总额 1120.67 亿港元，较上财年底增长 1.97%。从资产构成来看，流动资产占 35.26%，非流动资产占 64.74%，公司资产以非流动资产为主，符合燃气行业资产构成的一般特征。

（1）流动资产

截至 2019/20 财年底，公司流动资产 395.09 亿港元，较上财年底下降 5.03%，主要系偿还债务导致货币资金下降所致；主要由银行结存及现金（含已抵押银行存款）、贸易及其他应收账项、应收合资公司款项及合约资产构成。

图3 截至2019/20财年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019/20 财年底，公司银行结存及现金 76.56 亿港元（含已抵押银行存款），较上财年底下降 43.22%，主要系公司债务净偿还所致。截至 2019/20 财年底，公司已抵押银行存款[1]5.37 亿港元。

截至 2019/20 财年底，公司贸易及其他应收账项为 98.93 亿港元。其中，贸易应收账款 29.88 亿港元；其他应收账项包括工程及其他材料已付按金、购买天然气及液化石油气已付按金及预付予分包商之款项等 69.05 亿港元。从公司贸易应收账款（扣除减值亏损）的账龄看，180 日以内占 78.61%，181~365 日占 16.44%，365 日以上占 4.95%，公司贸易及其他应收款账龄较短。公司一般给予贸易客户的平均信贷收回期为 30 至 180 日。2019/20 财年，公司的贸易应收账款中包括账面值 6.39 亿港元的欠款，该款项已逾期 90 日以上，由于逾期来自并无坏账历史的债务人或信贷风险较低的中国当地政府，故并不被视作拖欠。

截至 2019/20 财年底，公司合约资产 127.51 亿港元，较上年底增长 77.46%，主要系会计准则变动导致科目调整所致。

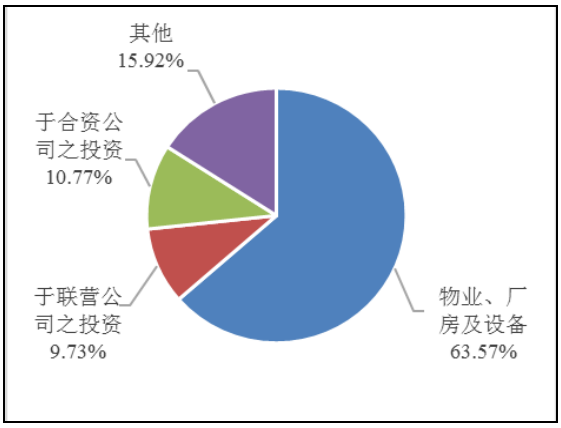
截至 2019/20 财年底，公司应收合资公司款项 54.91 亿港元，较上年底下降 25.28%。公司应收合资公司款项中，43.38 亿港元为贸易性质应收款项，账龄在 180 天内；0.93 亿港元为无抵押、固定利率借款；剩余为无担保、无息应收款项。

（2）非流动资产

截至 2019/20 财年底，公司非流动资产为 725.58 亿港元，较上年底增长 6.24%；主要由物业、厂房及设备、于合资公司之投资和于联营公司之投资构成。

[1] 已抵押银行存款指为取得授予公司的银行融资而抵押给银行的存款。2019/20 财年，公司已抵押银行存款按每年 0.35 厘至 2.25 厘之固定利率计息

图4　截至2019/20财年底公司非流动资产构成



注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

截至 2019/20 财年底，公司物业、厂房及设备账面原值为 539.26 亿港元，计提折旧和减值准备共计 77.99 亿港元，物业、厂房及设备账面净值为 461.28 亿港元，较上财年底增长 7.36%，主要系新增已建管道和在建工程所致。从物业、厂房及设备账面净值构成来看，主要包括租赁土地及楼宇（占 8.30%）、管道（占 56.01%）、在建工程（占 26.50%）和机器及设备（占 6.52%）。

截至 2019/20 财年底，公司于联营及合营企业之投资合计 148.78 亿港元。其中，公司于联营公司之投资为 70.63 亿港元，计入联营公司之投资成本的商誉合计 25.66 亿港元，主要联营公司为哈尔滨中庆燃气有限责任公司、中裕燃气及其附属公司和沈阳沈西燃气有限公司等；于合资公司之投资为 78.15 亿港元，计入合营公司之投资成本的商誉合计 2.34 亿港元，主要合资公司包括呼和浩特中燃城市燃气发展有限公司、福建安然及其附属公司和中保投中燃（深圳）清洁能源发展基金（有限合伙）等。

3. 负债及权益总额

（1）权益

公司累计溢利增长带动公司权益大幅增长，权益结构中累计溢利占比较高，权益结构稳定性较弱。

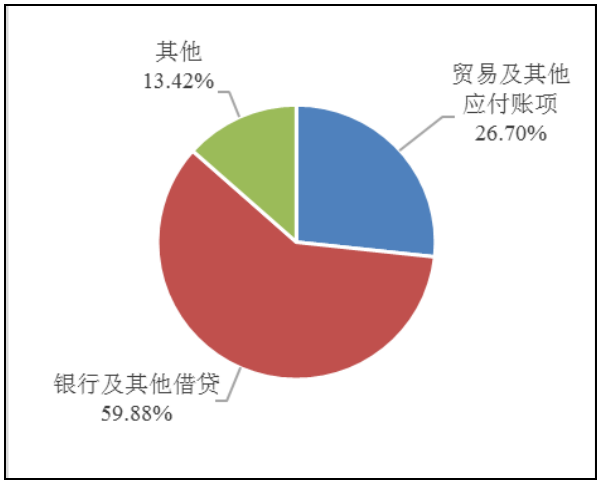
截至 2019/20 财年底，公司权益总额 457.83 亿港元，较上财年底增长 12.23%。从构成来看，公司非控股权益 61.78 亿港元，占权益总额的 13.49%；归属公司拥有人之权益 396.05 亿港元，占权益总额的 86.51%。其中，股本占 0.13%，储备占 99.87%。截至 2019/20 财年底，公司累计溢利为 229.47 亿港元，占比较高。

（2）负债

跟踪期内，受银行及其他借贷规模的快速增长，公司债务规模有所增长。公司整体债务负担一般，但短期债务规模大幅增长，短期债务占比大幅上升。

截至 2019/20 财年底，公司负债合计 662.83 亿港元，较上财年底下降 4.09%，主要系自贸易及其他应付账项下降所致。从结构看，流动负债占 74.45%，非流动负债占 25.55%，公司流动负债占比有所上升，负债结构以流动负债为主。

图5　截至2019/20财年底公司负债构成情况



资料来源：公司财务报告

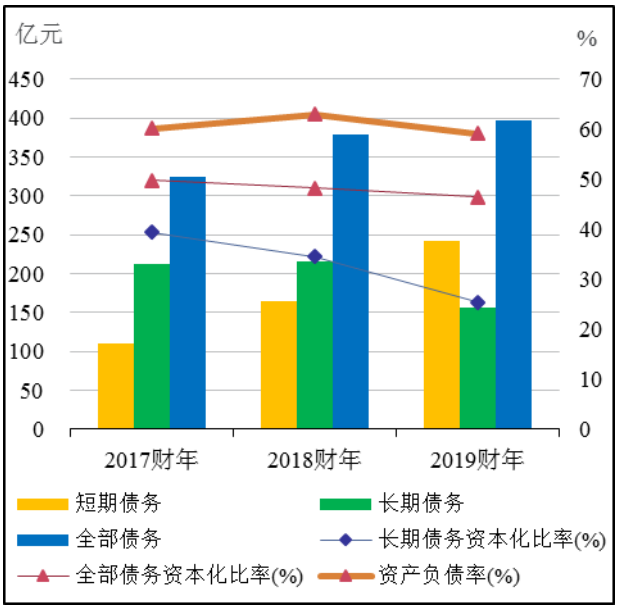
截至 2019/20 财年底，公司贸易及其他应付账项合计 177.00 亿港元，较上财年底下降 25.31%，主要系部分款项调整至合约负债所致。其中，贸易应付账款及应付票据合计 133.99 亿港元，按账龄分析法核算，90 日以内的占 79.00%，91 日至 180 日的占 11.24%，180 日以上的占 9.75%。同期，公司其他应付账项合计 43.01 亿港元，主要由已收保证金及按金、其他

应付款项及应计费用和应付工程费用构成。

截至 2019/20 财年底，公司银行及其他借贷共 396.89 亿港元，较上财年底增长 4.72%。其中，于一年内到期 241.21 亿港元，较上财年底增长 47.01%；于一年后到期 155.68 亿港元，较上财年底下降 27.56%。公司一年内到期的银行及其他借贷有所增长。截至 2019/20 财年底，公司银行及其他借贷中，银行借贷为 275.52 亿港元，其他贷款为 121.37 亿港元。

有息债务方面，2017/18－2019/20 财年，随着公司业务增长，对外融资需求的增长，公司全部债务快速增长。截至 2019/20 财年底，公司全部债务为 399.22 亿港元，较上财年底增长 5.34%，债务规模有所上升。截至 2019/20 财年底，公司短期债务为 241.96 亿港元，较上财年增长 47.47%，占全部债务比例为 60.61%，较上财年上升 17.31 个百分点。从到期结构看，公司债务 1 年内到期的占 60.61%、1~2 年的占 6.98%、2~5 年的占 30.09%、5 年以上的占 2.32%。

图6　公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

表 12　公司有息债务到期结构情况（单位：亿港元、%）

项目	到期期限				合计
	1 年以内	1~2 年	2~5 年	5 年以上	
银行及其他借贷	241.21	27.50	119.38	8.80	**396.89**
租赁负债	0.75	0.38	0.76	0.45	**2.33**
合计	**241.96**	**27.87**	**120.13**	**9.25**	**399.22**
占有息债务余额比例	**60.61**	**6.98**	**30.09**	**2.32**	**100.00**

资料来源：公司财务报告

从债务指标来看，截至 2019/20 财年底，公司资产负债率为 59.15%；同期，由于公司全部债务资本化比率有所下降，截至 2019/20 财年底为 46.58%。公司债务负担一般，但处于同行业较高水平。

表 13　同行业公司债务情况对比（单位：亿港元、%）

公司名称	全部债务	资产负债率	全部债务资本化比率
中华煤气	389.80	46.33	34.08
新奥能源	191.45	61.82	38.16
昆仑能源	344.99	46.46	30.35
华润燃气	78.62	56.36	18.19
公司	**399.22**	**59.15**	**46.58**

注：公司同行业公司数据节点为 2019 年底
资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司经营规模逐步扩大，收入规模较大，除税前溢利有所增长，各项盈利指标处于高水平，公司盈利指标持续提升，盈利水平高。

2019/20 财年，公司收入较上财年增长 0.26%至 595.40 亿港元；同期，公司营业成本较上财年下降 6.36%至 424.43 亿港元，带动公司毛利率上升 5.04 个百分点至 28.72%。

2019/20 财年，公司期间费用为 58.08 亿港元。2019/20 财年，公司期间费用以行政开支、销售及分销成本为主。其中，行政开支为 24.47 亿港元，主要系职工薪酬、保险费用及折旧费等；销售及分销成本为 19.73 亿港元，主要为公司天然气销售业务所产生的相关费用。随着公司的在建工程逐步转为固定资产，折旧金额不断增长。2019/20 财年，公司期间费用率有所提升，2019/20 财年为 9.75%。公司成本费用控制能力较好。

2019/20 财年，公司其他收入为 6.40 亿港元，主要由政府补贴及利息收入构成。其中，政府补贴为 2.52 亿港元，主要为置换天然气供

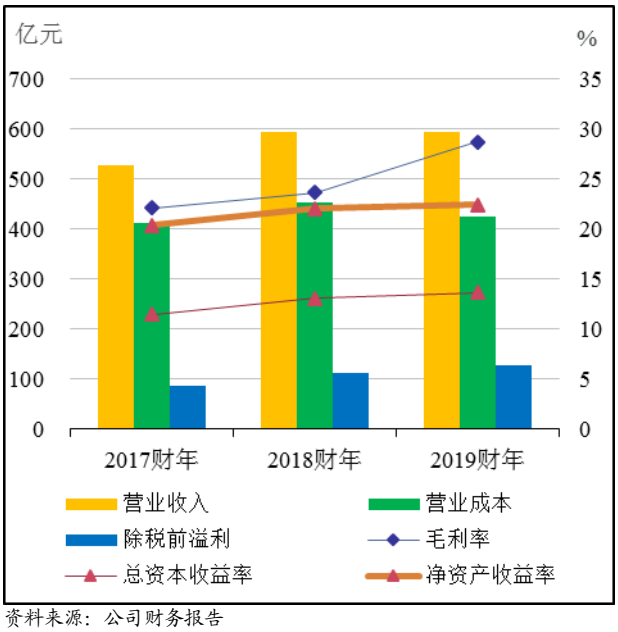
应管道补贴款。

2019/20 财年，应占联营和合资公司之业绩合计为 9.76 亿港元，较上财年下降 40.91%，主要系 2020 年一季度受疫情影响部分公司收入确认滞后所致。

受上述因素影响，2019/20 财年，公司除税前溢利有所增长，为 127.25 亿港元。

从盈利指标看，2019/20 财年公司毛利率为 28.72%；同期，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 22.41%和 13.59%。公司整体盈利水平高。

图 7　公司盈利水平情况



资料来源：公司财务报告

表 14　同行业公司盈利情况对比（单位：亿港元、%）

公司名称	营业收入	除税前溢利	净资产收益率
中华煤气	406.28	104.04	10.76
新奥能源	701.83	88.41	22.12
昆仑能源	1133.13	136.45	12.09
华润燃气	558.35	83.91	18.30
公司	**595.40**	**127.25**	**22.41**

注：公司同行业公司数据节点为 2019 年底

资料来源：联合资信根据公开资料整理

5．现金流分析

公司经营活动产生的现金流量净额规模较大，跟踪期内，公司加大项目投资力度，经营活动所得现金无法满足投资活动需求，公司存在一定的外部融资需求。

表 15　公司现金流情况（单位：亿港元）

项目	2017/18 财年	2018/19 财年	2019/20 财年
经营活动现金流量净额	64.46	101.17	64.86
投资活动现金流量净额	-71.68	-110.32	-94.55
筹资活动前现金流	-7.22	-9.15	-29.69
筹资活动现金流量净额	39.08	63.35	-26.61

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019/20 财年，公司经营活动产生的现金流量净额为 64.86 亿港元，较上财年下降 35.89%，主要系贸易账款及其他应付账项大幅减少所致。受公司业务规模的不断扩张、利润规模的快速增长以及公司获现能力较强的影响，公司营运资金变动前之经营活动现金流量有所增长，2019/20 财年为 148.90 亿港元，较上财年增长 26.31%。

投资活动方面，公司通过新建、联营合营等方式积极扩大产能并增加市场占有率，管网建设等天然气利用工程投资支出规模较大，投资活动所用现金净额呈持续净流出状态。2019/20 财年，受公司购买物业、厂房及设备、燃气管网建设等的资金流出较大影响，公司投资活动支出的现金保持在较高水平，为-94.55 亿港元。

2019/20 财年，公司筹资活动前现金流量持续呈净流出状态。公司投资活动所用现金流出较大，经营活动所得现金无法满足投资活动需求。

公司筹资活动资金主要来自于新筹得银行及其他借贷，2019/20 财年公司新筹得银行及其他借贷为 276.57 亿港元；同期，公司分别偿还银行及其他借款 242.22 亿港元。2019/20 财年，由于公司支付利息、股息增加及偿还部分员工款，公司筹资活动产生的现金流呈净流出状态。

6．偿债能力

随着盈利水平的提高，公司偿债能力不断提高，考虑到公司较大的规模优势与突出的市场地位，公司偿债能力极强。公司尚未使用的授信额度规模较大，直接及间接融资渠道畅通。

从短期偿债能力指标看，截至 2019/20 财年底，公司流动比率和速动比率分别为 80.06%和 73.49%。2019/20 财年，公司经营现金流动负债比为 13.14%。截至 2019/20 财年底，公司现金类资产/短期债务为 0.32 倍。公司短期偿债指标较高。

从长期偿债能力指标看，2019/20 财年，公司 EBITDA 为 162.54 亿港元。2019/20 财年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 9.21 倍和 2.46 倍。公司长期偿债指标高。

考虑到公司较大的规模优势与突出的市场地位，公司偿债能力极强。

截至 2019/20 财年底，公司在银行共获得授信额度为 1222.93 亿港元，尚未使用的授信额度为 848.45 亿港元，公司间接融资渠道通畅。同时，公司为香港上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2019/20 财年底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为中国大型城市与乡镇燃气运营服务商之一，规模与竞争优势突出，公司收入规模和盈利能力保持高水平。基于对城市燃气行业和液化石油气行业发展的分析，以及公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十. 存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金净流量及EBITDA对存续债券的保障能力较强。

表16 截至2020年8月底公司存续债券情况（单位：亿元）

债券名称	当前余额	到期日期
*18 中燃 01	15.00	2021/9/11
*18 中燃气 MTN001	20.00	2021/10/24
16 中燃 G1	3.11	2021/10/27
*18 中燃气 MTN002	13.00	2021/12/7
20 中燃气(疫情防控债)MTN001	10.00	2025/3/10
合计	**61.11**	--

注：附*的债券为公司发行的附持有人回售选择权的债券，所列到期日为最近的行权日

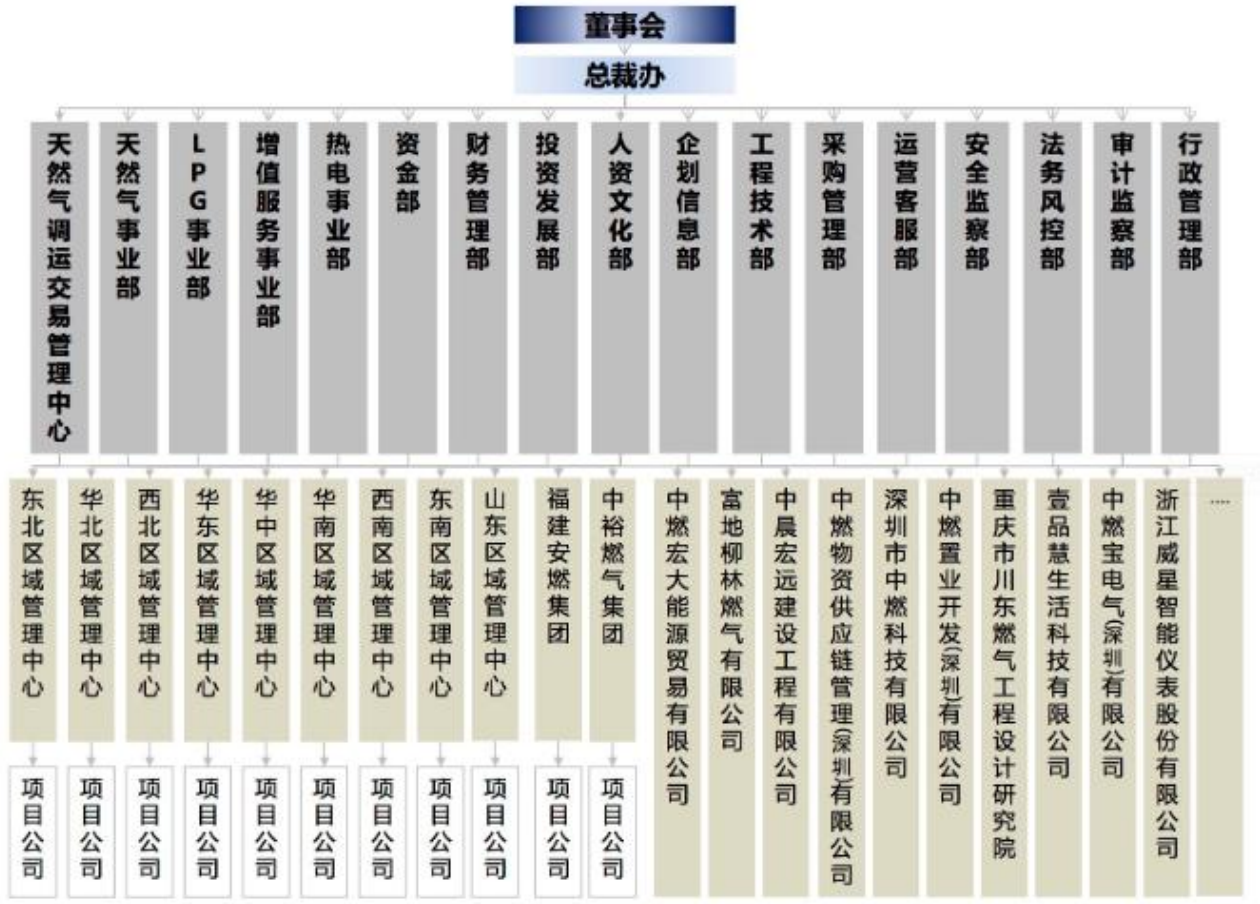
资料来源：Wind

假设公司发行的附持有人回售选择权的债券均于最近行权日行权，截至2020年8月底，公司1~2年内到期的债券余额合计51.11亿元、4~5年内到期的债券余额合计10.00亿元。根据2020年3月31日中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价，港元对人民币的汇率水平为1港元对人民币0.9137元，51.11亿元人民币约为55.94亿港元，以下偿债能力分析均基于此数值。以公司1~2年以内到期的债券余额（以下简称“测算额度”）测算，2017/18－2019/20财年，公司EBITDA分别为测算额度的1.94倍、2.45倍和2.91倍，公司EBITDA对存续期内债券的保障能力较强；公司经营活动现金净流量分别为测算额度的1.15倍、1.81倍和1.16倍，公司经营活动现金净流量对存续期内债券的保障能力较强。

十一. 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中燃气 MTN001”“18 中燃气 MTN002”和“20 中燃气(疫情防控债)MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1　截至报告出具日公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2017/18 财年	2018/19 财年	2019/20 财年
财务数据			
银行结存及现金（含已抵押银行存款）（亿港元）	85.37	134.82	76.56
资产总额（亿港元）	820.58	1098.99	1120.67
权益（亿港元）	327.30	407.93	457.83
短期债务（亿港元）	110.79	164.08	241.96
长期债务（亿港元）	212.93	214.91	157.26
全部债务（亿港元）	323.72	378.99	399.22
营业收入（亿港元）	528.32	593.86	595.40
除税前溢利（亿港元）	86.00	111.83	127.25
EBITDA（亿港元）	108.49	137.20	162.54
经营性净现金流（亿港元）	64.46	101.17	64.86
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.91	3.14	2.24
存货周转次数（次）	17.34	13.99	12.75
总资产周转次数（次）	0.74	0.62	0.54
毛利率（%）	22.09	23.67	28.72
总资本收益率（%）	11.48	13.05	13.59
净资产收益率（%）	20.38	22.02	22.41
长期债务资本化比率（%）	39.41	34.51	25.57
全部债务资本化比率（%）	49.73	48.16	46.58
资产负债率（%）	60.11	62.88	59.15
流动比率（%）	91.79	89.19	80.06
速动比率（%）	80.47	81.88	73.49
经营现金流动负债比（%）	23.78	21.69	13.14
EBITDA 利息倍数（倍）	9.69	8.41	9.21
全部债务/EBITDA（倍）	2.98	2.76	2.46
现金短期债务比（倍）	0.77	0.82	0.32

注：2017/18－2019/20 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；EBITDA 中扣除与经营无关的一次性项目

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
除税前溢利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收客户之合约工程款项+平均贸易及其他应收款项+平均应收联营公司款项+平均应收合资公司款项+平均合约资产）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/权益×100%
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+权益）×100%
担保比率	担保余额/权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

短期债务=衍生金融工具+银行及其他借贷-于一年内到期

长期债务=银行贷款-于一年后到期

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前溢利+财务费用+物业、厂房及设备之折旧+无形资产摊销-与经营无关的一次性项目

利息支出=资本化利息支出+银行贷款及其他借款利息

权益总额=归属公司拥有人之权益+非控股权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变