

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 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【61】号 01



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，但不对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2025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

本次等级的评定是考虑到：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和城市燃气业务，依托与西气东输管道互联互通的核心管网资源，保持中下游协同效应和区域垄断优势，现金流表现维持良好且财务杠杆可控；同时中证鹏元也关注到，公司存在天然气采购成本上行与终端顺价不畅对盈利的挤压、气源供应商集中度较高、以及控股股东股票质押风险等潜在风险因素。

评级日期

2025 年 4 月 29 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024	2023	2022
总资产	62.16	67.18	62.47
归母所有者权益	36.14	38.37	36.62
总债务	12.80	13.59	7.66
营业收入	47.55	49.47	47.54
净利润	5.10	6.11	5.98
经营活动现金流净额	5.97	6.80	8.30
净债务/EBITDA	0.17	-0.23	-0.38
EBITDA 利息保障倍数	17.31	23.85	24.30
总债务/总资本	25.81%	25.84%	17.14%
FFO/净债务	381.65%	-290.47%	-170.98%
EBITDA 利润率	18.69%	20.62%	19.94%
总资产回报率	10.97%	13.05%	14.15%
速动比率	1.11	1.41	0.81
现金短期债务比	1.99	3.73	1.95
销售毛利率	19.41%	21.38%	21.06%
资产负债率	40.79%	41.94%	40.69%

注：2022-2023 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 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：任思博
rensb@cspengyuan.com

项目组成员：朱小万
zhuxw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司作为豫南地区管道天然气和城市天然气运营主体，业务具备中下游协同效应和区域垄断优势。**截至 2024 年末，公司拥有国家西气东输一线豫南支线、国家西气东输二线南驻支线、博薛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，核心管道资产与西气东输一线、二线互联互通，并获得 23 个城市燃气特许经营权，2024 年公司完成了长垣天然气利用工程建设、许昌绕城高速管网改迁等，扩大了管网覆盖区域。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。
- **公司主营业务现金生成能力仍较好，杠杆水平较低，流动性状况表现维持良好。**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，2024 年公司经营活动现金流继续保持净流入，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

- **公司盈利稳定性面临一定挑战。**气源采购方面，公司天然气采购价格受上游供应商主导且存在上涨预期；城市燃气销售方面，居民用气价格传导机制尚未完全理顺，非居民用气又面临替代能源的竞争挤压，终端顺价能力受限。同时，公司燃气安装工程业务需求支撑不足。多重因素叠加下，未来公司主营业务盈利能力或存在一定波动。
- **公司仍面临一定的重要供应商依赖风险。**2024 年公司对中石油的采购金额占天然气采购成本的比重维持在 80%以上，在用气紧张时期，若公司上游供应商供应量大幅减少、价格波动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股权质押数量分别为 22,096.00 万股、4,400.00 万股，占各自持有公司股份数的 72.17%、94.10%，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核心的主营业务具备较强的经营稳定性，现金流表现较好，业务发展具备协同优势，整体经营风险和财务风险相对可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	皖天然气 (603689.SH)	陕天然气 (002267.SZ)	贵州燃气 (600903.SH)	公司
总资产	74.46	146.49	113.83	62.16
营业收入	57.99	90.33	66.80	47.55
净利润	3.35	7.44	1.13	5.10
销售毛利率（%）	11.79%	15.06%	14.34%	19.41%
资产负债率（%）	47.73%	54.07%	64.21%	40.79%

注：以上均为 2024 年末/2024 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	评分等级	评分要素	评分等级
业务状况	宏观环境	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	杠杆状况	9/9
	行业风险状况	盈利状况	非常强
	经营状况	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：（1）各指标得分越高，表示表现越好。

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	8.7000	6.7154	2024-6-22	2029-8-15

一、 债券募集资金使用情况

由于市场环境变化，公司部分募投项目建设延期。本期债券募集资金原计划用于“驻马店天然气管网村村通工程”（以下简称“驻马店项目”）、“长垣市天然气利用工程”（以下简称“长垣项目”）、“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”（以下简称“新郑项目”）三个城市燃气业务相关项目及偿还银行借款。截至2025年3月21日，长垣项目已完成主体工程建设，达到预定运行条件，公司拟将长垣项目结项后节余的募集资金1,142.96万元永久补充流动资金。驻马店项目由于驻马店城市燃气销售端的成本未能按照预期及时疏导，驻马店区域市场环境有着不确定的变化，公司对驻马店项目延期至2024年12月开工，拟完工时间为2026年12月。新郑项目由于新郑热源厂在寻求使用新的能源（蒸汽）替代天然气，新郑项目的市场环境发生变化，公司拟对新郑项目延期至2025年12月开工，拟完工时间为2026年12月。截至2024年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为5.71亿元。

二、 发行主体概况

2024年公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。因本期债券转股，2024年末公司总股本由6.93亿股增至7.15亿股，注册资本尚未完成工商变更。2024年公司董事杨帆、监事扶云涛因个人原因离职，增补樊晓华为公司董事，增补邱巍为公司监事。

截至2024年末，公司控股股东仍为蓝天集团，持有公司42.84%的股份；公司实际控制人李新华直接持有公司6.54%的股份，并通过控制蓝天集团合计控制公司49.38%的股份，公司股权结构图详见附录二。截至2025年4月11日，公司控股股东蓝天集团、实际控制人李新华先生股权质押数量分别为22,096.00万股、4,400.00万股，占各自持有公司股份数的72.17%、94.10%，股票质押比例较高，面临一定的股票质押风险。2024年公司合并范围内子公司无变动，纳入公司合并范围内的子公司详见附录四。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2024年经济修复曲折，结构分化；2025年宏观政策更加积极有为，加大力度扩内需，变局中寻求新突破，推动经济平稳向上、结构向优

2024年国内经济运行有所波动，9月下旬一揽子增量政策主动发力，经济边际改善，全年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分化，物价低位运行，失业率稳中有降。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险不断下降。2025年内外部环境更加复杂严峻，美国降息预期收敛，大国博弈和地缘政治持续干扰，全球贸易保护主义有所抬头，海外不确定性仍高。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。

中央经济工作会议强调“实施更加积极有为的宏观政策”，加大财政货币政策逆周期调节力度，全面扩内需，大力提振消费，因地制宜发展新质生产力。货币政策时隔14年定调为“适度宽松”，将适时降准降息，保持流动性充裕，为实体经济创造良好的货币金融环境。财政政策持续用力、更加给力，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。房地产市场止跌回稳仍需要出台超常规举措和付出较大努力。新质生产力和高质量发展继续推进，DeepSeek席卷全球，我国新动能正在形成，经济发展的积极因素有望不断累积，预计全年经济总量再上新台阶，GDP增速在5.0%左右，结构进一步优化。

详见[《变中求新，变中突破—2025年宏观经济展望》](#)。

行业环境

2024年国内天然气供需压力逐步缓释，天然气市场价格中枢下行，总体波动收窄，各地终端燃气价格联动机制逐步完善，公司作为豫南地区管道及城市燃气运营主体，将持续受益于河南省“瓶改管”工程，未来业务仍有一定增长空间

近年我国天然气探明储量及产量持续提升，但仍较依赖于进口。2024年实现天然气产量2,464亿立方米，连续八年增产百亿立方米，但天然气对外依存度超过40%。为保障国家天然气供给安全，预计未来我国天然气仍将保持增产势头，同时随着全国多地LNG接收站的持续建设，以及中俄东线天然气管道的完工达产，预计天然气进口规模将进一步提升。2024年地缘政治影响的消退使得国际天然气市场价格逐步回到基本面主导之下，国内天然气供需紧张形势亦有所缓解，天然气市场价格中枢下行，总体波动收窄。受气价下跌的刺激，2024年全国天然气表观消费量达到4,260.5亿立方米，同比增长8%，其中LNG重卡成为拉动天然气消费增长的首要动力，工业和发电用气亦实现较快增长。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，基于天然气在能源中的重要地位，天然气产量将继续保持高速增长态势，为中国能源供应和经济发展提供更有力的保障。

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大型国有油气公司掌握，议价能力较强；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；下游城市燃气企业市场化程度较高，整体形成了国有资本、民营资本和境外资本多种所有制并存的市场格局。近年由于上游天然气价格波动较大，下游城市燃气企业成本传导机制不畅，经营压力陡增，为促进行业健康持续发展，2023年国家发改委出台《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》（发改价格〔2023〕682号）（以下简称“《指导意见》”），各省市纷纷开启或加快价格联动改革。根据《指导意见》，非居民用气终端销售价格按季度或半年联动，居民用气终端销售价格可按半年或一年联动，2024年以来天津、成都、长沙等多个城市推进价格联动机制上调居民用天然气价格，步入采暖季后湖南、西安、北京、上海等多地上调

非居民用气价格，未来，随着天然气终端销售价格的调整方式更加灵活，城市燃气企业售气毛差有望修复。

详见[《燃气行业：供需压力缓释，价格联动推进，盈利改善在望》](#)。

河南省作为我国的经济大省和人口大省，工业产业稳步发展，天然气需求预计将不断释放。2024年，河南省实现地区生产总值（GDP）6.36万亿元，同比增长5.1%，全年全省规模以上工业增加值同比增长8.1%，年末全省常住人口9,785万人，常住人口城镇化率为59.22%，比上年末提高1.14个百分点。受制于自产气源的匮乏，国家西气东输一线、二线在河南的供气量逐年增加，2023年11月15日至2024年3月15日采暖季，西气东输共向河南省供气36.35亿立方米，比去年同期增加4.02亿立方米，创历史新高。未来河南省将继续推进城镇非居民用户“瓶改管”工程，天然气需求预计将不断释放，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。

四、经营与竞争

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，但2024年营业收入和销售毛利率有所下降。其中2024年公司管道天然气销售量略有增长，但业务收入随着天然气采销价格同步下降，由于管道资产折旧等刚性成本支出的增加，业务毛利率有所下降。公司城市天然气业务受居民用气顺价机制的不完善，以及非居民用气与其他能源的替代挤压等因素影响，2024年业务收入和毛利率亦有一定程度的下滑。2024年公司燃气安装工程和代输天然气业务略有波动，仍可为公司贡献一定收入和利润。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
管道天然气销售	21.62	45.51%	9.26%	23.22	46.97%	12.27%
城市天然气销售	18.84	39.66%	13.90%	18.97	38.37%	16.18%
燃气安装工程	5.65	11.90%	66.79%	6.00	12.14%	64.62%
代输天然气	0.27	0.56%	67.16%	0.25	0.51%	66.97%
其他	1.13	2.37%	55.51%	1.00	2.02%	59.85%
合计	47.50	100.00%	19.36%	49.44	100.00%	21.36%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

（一）管道天然气业务

公司长输管道在豫南地区保持区域先发优势，客户较为稳定，2024年管道天然气销量略有增长，但业务收入随着天然气采销价格同步下降，由于管道资产折旧等刚性成本支出的增加，业务毛利率有所下降

天然气管道运输行业具有自然垄断特性和市场分割特点，公司运营的长输管道在豫南地区具有区域

先发优势。截至2024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。其中豫南支线和南驻支线为公司的主要天然气供气管道，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，确立公司在河南省南部的先发优势，而博薛支线、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。2024年公司完成了长垣天然气利用工程建设、许昌绕城高速管网改迁等，扩大了管网覆盖区域，截至2024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。

2024年公司管道天然气售气量略有增长，但业务收入和毛利率有所下降。公司管道天然气客户主要为河南省南部的城市燃气公司，2024年公司前五大客户的收入占营业收入的比重为37.81%，天然气客户结构较为稳定，由于主要采用“先款后气”的结算政策，业务回款风险较小。2024年公司管道天然气销量随下游天然气需求的扩张略有增长，管道天然气销售均价则与上游天然气采购价格同步下降，导致当期公司管道天然气销售业务收入有所下降。受管道资产折旧等成本刚性成本支出增加的影响，公司管道天然气业务毛利率亦有所下降。

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	2024 年	2023 年
输送能力	25.70	25.70
销量	15.41	15.32
销量与输送能力之比	59.96%	59.61%
管道天然气销售均价（元/立方米）	2.83	2.96

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

（二）城市燃气、燃气安装工程业务

公司城市天然气业务下游需求相对稳定，与管道天然气业务具备较好的产业链协同效应，但需关注天然气采购价格波动、顺价能力受限、替代能源的竞争等因素对业务盈利水平的影响，且燃气管道安装业务收入可能存在一定波动

公司城市天然气销售业务在特许经营区域范围内专营优势显著。截至2024年末，公司持有的城市燃气运营特许经营权范围仍为驻马店中心规划区、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，上述特许经营权到期日均在2035年之后，公司通过建设城市燃气配输系统，向各类终端客户销售天然气，一般采用预付充值或定期抄表的方式进行结算，业务回款较好。

2024年公司城市居民和非居民燃气销售量均有所增加，在上游天然气市场价格下行的背景下，居民和非居民销售价差受天然气销售价格调整机制以及替代能源的挤压等因素影响有所分化。公司居民和非居民天然气销售价格调整机制有所不同，公司城市燃气居民用气价格由政府制定，价格调整频率较低，

上游采购价格的传导存在一定的滞后性且传导性仍较弱；城市燃气非居民用气价格可由子公司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，价格联动性相对较强。2024年公司天然气采购价格整体下降，居民用气销售价格相对稳定，整体销售价差转正，而非居民用气则受其他替代能源的挤压，公司为稳固市场份额，采取“一厂一策”的定价机制后，销售价格明显降低，整体销售价差回落。

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。但需持续关注天然气采购价格波动、顺价能力受限，替代能源的竞争等因素对公司城市燃气业务盈利水平的影响。

表3 公司城市燃气销售情况（单位：亿立方米，元/立方米）

项目	2024 年	2023 年
销售量	5.62	5.36
其中：居民销量	2.40	2.20
非居民销量	3.22	3.16
居民用户销售均价	2.57	2.58
非居民用户销售均价	3.94	4.21
平均销售价差	0.56	0.62

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

公司燃气安装工程业务需求支撑不足，收入可能存在一定波动。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，2024年业务收入同比有所下降，主要系公司项目建设推进滞后，新增安装需求不足等原因所致。2025年本期债券募投项目之一驻马店天然气管网村村通工程开始投资建设，预计将带动一定的管道安装业务需求，但中证鹏元也关注到，截至2024年末，公司合同负债中预收安装工程款同比下降55.53%至1.15亿元，未来安装工程业务收入可能存在一定波动。

（三）天然气采购

公司拥有多个天然气气源，且自营天然气管道具备一定的调峰能力，气源稳定优势较好，但气源采购价格仍主要受上游供应商的主导，且存在一定上涨预期，需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，在自有天然气管道的加持下，具有一定的气源稳定优势。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，2024年公司对中石油的采购金额占天然气采购成本的比重稳定在80.47%，是公司天然气主要的供应商，此外，公司与中石化、中海油等签署了天然气采购协议，各个气源互补互济，在自有天然气管道的加持下，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。同时需关注，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。

公司天然气采购价格主要受上游供应商的主导，2024年平均采购价格有所下降，预计2025年将有所

回升。公司天然气采购以中石油为主，根据中石油统一制定的管道天然气定价方案，公司天然气采购将按比例分为管制气和非管制气，其中管制气价格受政府管控，在天然气基准门站价格基础上上浮不超过20%，非管制气定价则相对市场化，可根据市场行情及公司采购量在一定范围内浮动。得益于国内外天然气供需关系紧张局势缓解，2024年中石油非管制气销售定价有所下降，带动公司2024年天然气采购价格同比下降。根据中石油2025年3月下发的2025-2026年年度管道天然气合同定价方案，2025年中石油提高了非管制气浮动气量的销售比重，未来公司采购价格存在一定上涨预期，且受天然气市场价格的波动影响更大。

表4 近年公司天然气采购情况一览（单位：亿立方米、亿元、元/立方米）

采购情况	2024 年	2023 年
天然气采购均价	2.53	2.61
天然气采购总额	34.15	34.17
向中石油采购金额	27.48	27.41
向中石油采购占比	80.47%	80.21%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 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2023-2024年审计报告。

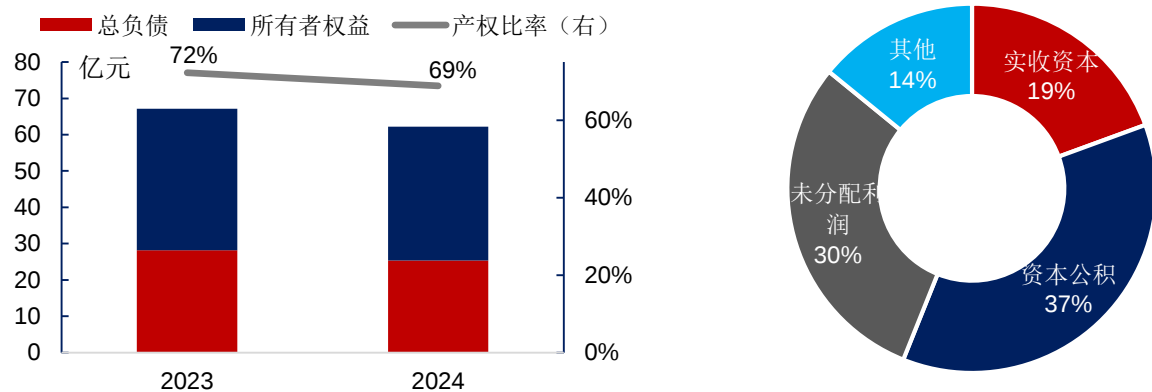
2024 年公司资产结构变动较小，盈利和现金流略有弱化但仍处于较高水平，在本期债券部分转股以及银行借款期限结构调整后，整体债务杠杆较低，虽然当期公司进行了大额的现金分红，但考虑到未来资本开支压力不大，整体流动性表现尚可

资本实力与资产质量

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，得益于本期债券部分转股，2024年末公司资本结构有所改善。2024年公司在建项目城市管网工程保持一定的投入，燃气管网及特许经营权相关资产未有重大变动，期末公司货币资金因当期大额分红及天然气安装等预收款减少而有所下降，公司整体资产结构较为稳定，资产质量仍较好。

图1 公司资本结构

图2 2024 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理
 资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.62	20.31%	17.17	25.55%
应收账款	1.69	2.73%	1.28	1.90%
预付款项	1.14	1.83%	1.84	2.74%
存货	2.15	3.46%	1.95	2.90%
流动资产合计	18.66	30.03%	23.25	34.61%
固定资产	29.22	47.01%	29.69	44.20%
在建工程	1.46	2.36%	0.82	1.21%
无形资产	8.71	14.01%	9.14	13.60%
商誉	2.25	3.62%	2.25	3.35%
非流动资产合计	43.50	69.97%	43.93	65.39%
资产总计	62.16	100.00%	67.18	100.00%

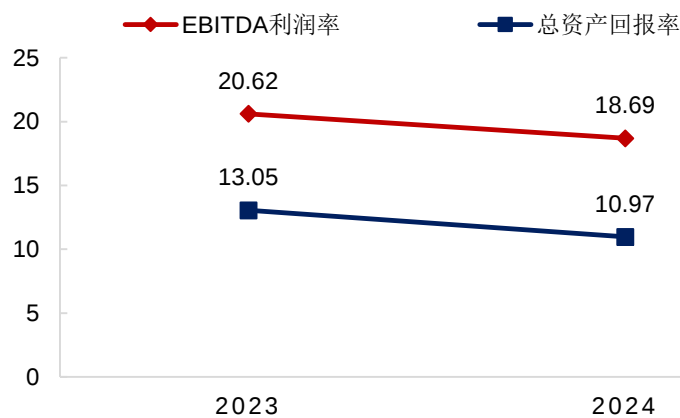
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司整体经营稳定，盈利能力有所下滑但仍处于较高水平。2024年公司管道天然气采销价格均有所下降，拉低了公司整体营业收入，同时城燃业务中非居民用气在替代能源的挤压竞争下，公司采取“一厂一策”的定价机制以价换量，业务毛利下降，综合导致公司EBITDA利润率有所下滑，叠加折旧摊销等刚性成本的影响，公司总资产回报率同步下滑。

公司持有的核心管网资产和特许经营权将持续支撑公司业绩，但仍需关注天然气采购价格波动、顺价能力受限、替代能源的竞争等因素对公司盈利能力的影响。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支撑。但需关注，公司天然气采购价格受市场行情影响仍存在波动，城燃板块中居民用气顺价机制仍不完善，非居民用气则受到替代能源的挤压竞争，未来公司盈利能力仍存在一定不确定性。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年末公司债务规模有所下降，主要由应付债券和银行借款构成，其中应付债券即本期债券，2024年末账面余额因部分转股有所下降；银行借款主要用于补充流动资金，为降低借款利率，公司将银行借款期限结构缩短，整体借款规模变动不大。其他负债方面，2024年末公司应付账款较为稳定，合同负债随着预收安装工程款的下降有所减少。

表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.20	24.47%	4.30	15.28%
应付账款	2.24	8.82%	2.11	7.50%
合同负债	4.91	19.37%	6.69	23.74%
一年内到期的非流动负债	0.04	0.17%	0.31	1.10%
流动负债合计	14.91	58.80%	15.12	53.68%
长期借款	0.00	0.00%	0.94	3.34%
应付债券	6.49	25.60%	8.01	28.43%
非流动负债合计	10.45	41.20%	13.05	46.32%
负债合计	25.36	100.00%	28.17	100.00%
总债务	12.80	50.49%	13.59	48.23%
其中：短期债务	6.30	49.18%	4.61	33.97%
长期债务	6.51	50.82%	8.97	66.03%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

基于公司管道天然气和城市天然气自然垄断及特许经营的特性，以及销售主要采取先款后气的结算模式，公司业务盈利和现金流稳定性较好，同时，公司债务规模相对不高，且本期债券有继续转股的可能，整体来看，公司现金流和盈利对债务本息的保障程度较好。

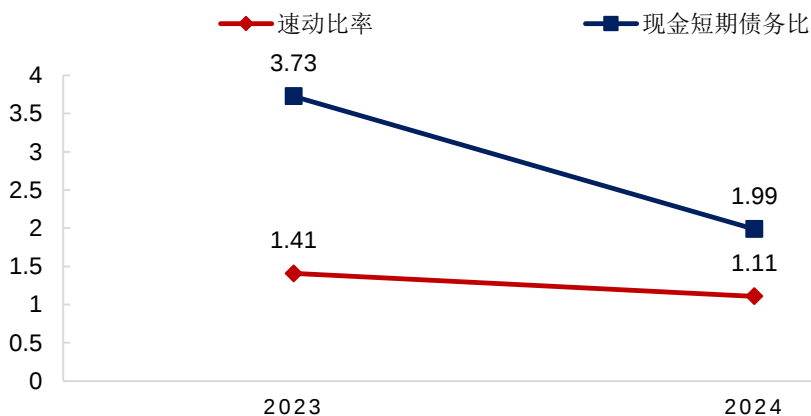
表7 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	5.97	6.80
FFO（亿元）	5.73	6.91
资产负债率	40.79%	41.94%
净债务/EBITDA	0.17	-0.23
EBITDA 利息保障倍数	17.31	23.85
总债务/总资本	25.81%	25.84%
FFO/净债务	381.65%	-290.47%
经营活动现金流净额/净债务	397.48%	-286.01%
自由现金流/净债务	264.71%	-162.30%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

流动性方面，在现金分红及银行短期借款增加的背景下，2024年末公司速动比率和现金短期债务比均有所下降。截至2024年末，公司剩余可使用授信额度为11.10亿元，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，且未来资本开支不大，公司面临的债务压力可控，流动性表现尚可。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年3月28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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年4月21日），中证鹏元未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

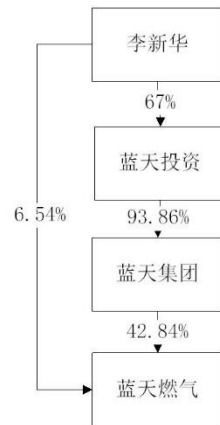
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	12.62	17.17	12.13
应收账款	1.69	1.28	1.24
预付款项	1.14	1.84	1.60
存货	2.15	1.95	1.98
流动资产合计	18.66	23.25	18.09
固定资产	29.22	29.69	24.99
在建工程	1.46	0.82	5.53
无形资产	8.71	9.14	9.52
商誉	2.25	2.25	2.25
非流动资产合计	43.50	43.93	44.38
资产总计	62.16	67.18	62.47
短期借款	6.20	4.30	6.11
合同负债	4.91	6.69	7.81
一年内到期的非流动负债	0.04	0.31	0.31
流动负债合计	14.91	15.12	20.01
长期借款	0.00	0.94	1.22
应付债券	6.49	8.01	0.00
递延所得税负债	1.92	2.02	2.12
递延收益-非流动负债	2.02	2.05	2.03
非流动负债合计	10.45	13.05	5.41
负债合计	25.36	28.17	25.42
总债务	12.80	13.59	7.66
其中：短期债务	6.30	4.61	6.42
长期债务	6.51	8.97	1.25
所有者权益	36.80	39.00	37.05
营业收入	47.55	49.47	47.54
营业利润	6.59	8.04	7.65
净利润	5.10	6.11	5.98
经营活动产生的现金流量净额	5.97	6.80	8.30
投资活动产生的现金流量净额	-1.92	-3.02	-4.50
筹资活动产生的现金流量净额	-8.65	1.30	-3.52
财务指标	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	8.89	10.20	9.48
FFO（亿元）	5.73	6.91	6.20
净债务（亿元）	1.50	-2.38	-3.63
销售毛利率	19.41%	21.38%	21.06%
EBITDA 利润率	18.69%	20.62%	19.94%

总资产回报率	10.97%	13.05%	14.15%
资产负债率	40.79%	41.94%	40.69%
净债务/EBITDA	0.17	-0.23	-0.38
EBITDA 利息保障倍数	17.31	23.85	24.30
总债务/总资本	25.81%	25.84%	17.14%
FFO/净债务	381.65%	-290.47%	-170.98%
经营活动现金流净额/净债务	397.48%	-286.01%	-228.94%
速动比率	1.11	1.41	0.81
现金短期债务比	1.99	3.73	1.95

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

附录三 2024 年末纳入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	200.00	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
长葛蓝天宇龙新能源有限公司	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	河南省尉氏县

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 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+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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号