

2020 年天壕环境股份有限公司创业板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【111】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。

2020年天壕环境股份有限公司¹创业板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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
天壕转债	A+	A+

评级观点

本次等级的评定是考虑到：天壕能源股份有限公司（以下简称“天壕能源”或“公司”，股票代码：300332.SZ）拥有神木-安平煤层气长输管道（以下简称“神安线”）优势和一定区域的天然气特许经营权；公司燃气业务回款较好，仍具备较强的经营性现金生成能力。但受燃气量价齐降和购销差价进一步收缩的影响，2024 年公司收入和盈利均表现下滑；且燃气业务区域分布相对集中、对上游单一气源依赖仍较大；此外，公司商誉规模较大，需关注被并购企业的经营状况及商誉减值风险；债务结构有待优化，短期债务偿付压力加大。

评级日期

2025 年 06 月 11 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	82.37	82.66	91.27	92.94
归母所有者权益	42.81	42.16	42.06	40.12
总债务	24.88	25.00	27.68	30.43
营业收入	9.35	38.44	45.22	38.42
净利润	0.62	1.24	2.88	3.62
经营活动现金流净额	0.31	4.55	5.40	4.69
净债务/EBITDA	--	3.19	1.60	1.52
EBITDA 利息保障倍数	--	6.68	9.43	9.59
总债务/总资本	36.33%	36.81%	39.11%	43.47%
FFO/净债务	--	15.55%	28.92%	36.15%
EBITDA 利润率	--	12.14%	18.00%	23.29%
总资产回报率	--	2.20%	5.64%	7.27%
速动比率	0.69	0.66	0.79	0.78
现金短期债务比	0.59	0.57	0.78	0.80
销售毛利率	15.85%	12.29%	17.95%	24.35%
资产负债率	45.24%	46.30%	51.57%	55.10%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王硕
 wangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张颜亭
 zhangyt@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

¹ 2023 年 7 月，公司名称变更为天壕能源股份有限公司，证券简称变更为“天壕能源”。

正面

- **公司拥有天然气跨省长输管道优势和一定区域的天然气特许经营权。**公司参与投资建设运营神安线，通过神安线跨省长输管道连接上游气源和下游市场，减少气源供应中间环节。同时，公司在山西省原平市、兴县、保德县，河北省霸州市津港工业园区，广东省清远市清新区禾云镇等区域拥有燃气特许经营权，在福建漳州东山岛内工业园区拥有燃气专营权，在上述区域具备特许经营优势。
- **公司燃气业务回款较好，经营性现金流生成能力较强。**2024 年公司收现比仍在 100%以上，实现经营活动现金流量净额 4.55 亿元，整体经营性获现能力仍较强。

关注

- **公司收入和利润有所下降，未来业绩易受市场环境等因素影响或存在波动。**2024 年公司燃气销售量和售价同比下滑，收入规模下降，燃气价差进一步收缩，叠加计提减值准备等因素影响，当期归属于上市公司股东的净利润同比下降 48.00%，整体盈利能力减弱。考虑到公司上游气源单一，议价能力相对较弱，下游市场需求易受宏观经济及政策变化等多重因素影响，预计未来盈利可能存在波动。
- **公司业务区域集中度相对较高，且对上游单一气源依赖较大。**截至 2024 年末，公司终端燃气市场已覆盖山西、河北、内蒙、广东、福建、云南、山东等地，华北区为主要业务区域，前五大客户销售金额占比 61.39%，集中度较高。公司最大的燃气供应商为中国海洋石油集团有限公司（以下简称“中海油”），2024 年公司对中海油的采购金额占比达 80.32%，存在对单一气源依赖较大的风险。
- **部分被并购子公司经营业绩仍未达预期，公司存在一定的商誉减值风险。**截至 2024 年末，公司对外并购产生的商誉账面净值为 9.75 亿元，占净资产比重为 21.96%。2024 年子公司威信昆威燃气有限责任公司（以下简称“昆威燃气”）经营亏损，仍未实现业绩承诺，截至 2025 年 4 月 28 日公司尚未收到业绩补偿。公司商誉规模较大，后续仍需关注并购企业的经营管理情况及商誉减值风险。
- **公司债务结构有待优化，短期偿债压力加大。**截至 2024 年末，公司短期债务规模为 19.59 亿元，占总债务的 78.36%，债务结构有待优化；同时公司现金短期债务比降至 0.57，现金类资产对短期债务的覆盖程度减弱，需关注短期债务的集中偿付压力。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司拥有跨省长输管道优势和一定区域的燃气特许经营权，随着上游气源的拓展和下游客户开拓力度的增强，预计燃气业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	天壕能源	长春燃气	重庆燃气	新天然气
总资产	82.66	69.05	110.75	182.68
营业收入	38.44	23.04	101.62	37.77
净利润	1.24	-0.34	4.04	12.05
销售毛利率（%）	12.29	17.24	9.27	48.75
资产负债率（%）	46.30	71.34	43.88	42.83

注：以上各指标均为 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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	中
	经营状况	3/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
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					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：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
天壕转债	4.23	3.4228	2024-06-03	2026-12-24

一、 债券募集资金使用情况

“天壕转债”（以下简称“本期债券”）募集资金原计划用于“保德县气化村镇及清洁能源替代煤改气项目”、“兴县天然气（煤层气）利用工程临兴区块煤层气（第二气源）连接线项目”。2023年11月，公司公告变更募投项目及部分募集资金用途，将原用于“保德县气化村镇及清洁能源替代煤改气项目”募集资金专户余额1.61亿元，用于投资“兴县康宁镇刘家庄分输站建设工程”和“神安线兴县连接线工程”。截至2024年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为93.12万元²。

二、 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更。受可转债转股及公司多次回购并注销股份的影响，截至2025年3月末，公司总股本减少为8.65亿元。公司控股股东仍为天壕投资集团有限公司³（以下简称“天壕投资集团”），2025年3月末持股比例为15.14%；实际控制人仍为陈作涛，其通过天壕投资集团间接和直接持有公司20.27%股份。截至2025年5月8日，天壕投资集团累计质押股份6,267.00万股，占其所持公司股份的47.86%，实际控制人陈作涛累计质押股份1,330.00万股，占其直接持有公司股份的29.98%，其中陈作涛已质押限售股份和未质押限售股份均为高管锁定股份，共计3,327.22万股。

2024年1月，闫冰因个人原因，申请辞去公司副董事长、总经理职务，辞任后仍担任公司参股子公司中联华瑞天然气有限公司（以下简称“中联华瑞”）董事、总经理职务，同时聘任温雷筠担任公司总经理、聘任李盈鹏为公司副总经理、聘任李玉龙为公司副总经理；2024年4月，温雷筠因个人原因，申请辞去公司董事、总经理职务，辞任后不再担任公司任何职务，同时聘任陈作涛为公司总经理、聘任张惠英为公司副总经理；2024年5月，张惠英被选举为公司董事；2025年2月，聘任赵进锡为公司副总经理。陈作涛为公司实际控制人，现任公司董事长、总经理，具有多年的公司管理经验和较强的经营管理能力；但仍需关注高级管理人员的变动对公司经营和管理等可能带来的不利影响。

2024年10月，公司通过现金收购河北昇茂能源科技有限公司60%股权，取得成本为785.50万元，并纳入合并范围；2024年11月，公司通过现金收购漳州古雷港经济开发区中联华瑞97%股权，取得成本为200.00万元，并纳入合并范围。2024年11月27日，公司与北京胤龙科技有限公司（以下简称“北京胤龙”）签订了《河南铭耀水务有限公司合资经营协议》，公司与北京胤龙共同组建河南铭耀水务有限公司（以下简称“铭耀水务”），公司以2024年9月30日为基准日，以持有的北京赛诺水务科技有限公司（以下简

² 未包含用于暂时补充流动资金的闲置募集资金 8,100.00 万元。

³ 天壕投资集团的实际控制人为陈作涛，与陈作涛本人构成一致行动关系。公司未知前 10 大股东之间是否存在关联关系，也未知是否属于一致行动人。此外，截至 2024 年末，天壕投资集团直接持有上海天壕科技有限公司（原名江西和光投资管理有限公司，2023 年 9 月变更为现名，以下简称“天壕科技”）99.99%的股份，天壕科技直接持有聚辰半导体股份有限公司（简称“聚辰股份”，股票代码：688123.SH）21.13%的股份，是聚辰股份的控股股东，陈作涛是聚辰股份的实际控制人。

称“赛诺水务”）100%股权评估作价33,555万元和货币195万元出资，占铭耀水务注册资本的45%。本次交易完成后，赛诺水务成为公司参股公司，不再纳入公司合并报表范围。

此外，公司2024年成立子公司兴县华盛能源科技有限公司和兴县华盛天然气有限公司，注销贵州天壕新能源有限公司、鄂尔多斯市天壕新能源有限公司等5家子公司。截至2024年末，公司合并范围内一级子公司详见附录三。

表1 2024年公司合并范围的子公司变动情况

子公司名称	变动方向	取得方式/处置方式
兴县华盛天然气有限公司	增加	新设
兴县华盛能源科技有限公司	增加	新设
河北昇茂能源科技有限公司	增加	收购
漳州古雷港经济开发区中联华瑞天然气有限公司	增加	收购
北京赛诺水务科技有限公司	减少	处置
北京天壕环保科技有限公司	减少	注销
鄂尔多斯市天壕新能源有限公司	减少	注销
兴县天壕能源有限公司	减少	注销
兴县华盛新能源燃气有限责任公司	减少	注销
贵州天壕新能源有限公司	减少	注销

资料来源：公司2024年年报

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。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，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。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。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更

加给力，财政刺激有望加码，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，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

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

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%。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，工业和发电用电气亦实现较快增长。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。

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，城市燃气企业售气价差有望修复。

[详见《燃气行业：供需压力缓释，价格联动推进，盈利改善在望》。](#)

四、经营与竞争

2024年公司营业收入仍主要来源于燃气业务板块，受燃气销量减少、销售单价降低的影响，当期燃

气板块收入同比下降17.54%；实现毛利率12.63%，售气价差缩小导致毛利率同比下降5.15个百分点。公司水务板块收入占比不高，2024年基于产品和工程交付及进展程度确认的营业收入同比增加，但毛利率有所下降；2024年12月，公司不再将赛诺水务纳入合并范围，未来水务板块收入将明显收缩。

表2 公司营业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
燃气供应及安装业务	35.32	91.88%	12.63%	42.83	94.72%	17.78%
水处理工程服务及膜产品销售收入	2.65	6.90%	4.73%	1.90	4.19%	16.98%
其他	0.47	1.22%	29.47%	0.49	1.09%	36.85%
合计	38.44	100.00%	12.29%	45.22	100.00%	17.95%

注：“其他”主要为余热发电板块收入。

资料来源：公司 2023-2024 年年报，中证鹏元整理

公司通过神安线跨省长输管道连接上游气源和下游市场，同时具备一定区域的天然气特许经营权，燃气业务持续性较好；但2024年燃气板块销量及单价均有所下降，购销价差收缩进一步挤压了公司盈利空间；此外，居民用气占比非常小，且存在对单一气源依赖较大的风险

公司燃气板块的经营主体包括公司本部主要分公司和子公司北京华盛新能投资有限公司（以下简称“北京华盛”）、华盛新能燃气集团有限公司（以下简称“华盛燃气”）等。公司在山西省原平市、兴县、保德县，河北省霸州市津港工业园区，广东省清远市清新区禾云镇等区域拥有燃气特许经营权，在福建漳州东山岛内工业园区拥有燃气专营权，具备一定区域的特许经营权市场优势。公司与中联煤层气有限责任公司（以下简称“中联煤”）共同投资建设运营的神安线设计输气能力50亿方/年，约1,369.86万立方米/日。公司管网现已覆盖山西省保德区块、临兴区块等多个重点煤层气田，在连接山西省内多个煤层气区块与中游长输管道之间发挥了关键作用。截至2024年末，公司拥有长输管道882.249公里、城镇燃气管网1,262.861公里。

2024年公司实现售气量13.23亿立方米，受下游需求下降等因素影响同比减少14.48%，其中居民用气为0.35亿立方米，占比仅2.65%；由于行业整体供需相对宽松，天然气市场价格中枢下行，公司燃气销售单价同比下降，量价齐降导致2024年燃气业务收入同比下滑。同时，河北区域上游采购价格上涨导致售气价差收缩，进一步挤压了公司的盈利空间。从销售区域来看，截至2024年末，公司终端燃气市场已覆盖山西、河北、内蒙、广东、福建、云南、山东等地，其中华北区为主要销售区域。2024年公司前五大客户合计销售总额为23.60亿元，占年度销售总额的比重为61.39%，集中度相对较高。

表3 公司燃气业务主要经营指标

项目	2024年	2023年
设计供气能力（万立方米/日）	1,369.86	1,369.86
燃气销售量（亿立方米）	13.23	15.47
其中：居民	0.35	0.35

企业	12.88	15.12
----	-------	-------

资料来源：公司提供

在上游气源方面，神安线在晋西区域河东煤田兴县和保德县周边主要分布有5个煤层气区块，其中，中石油煤层气有限责任公司拥有保德区块、紫金山区块、三交北区块和三交区块，中联煤拥有临兴区块。神安线在陕东区域的气源目前主要来自中联煤的神府区块，陕西省神木市附近的长庆气田、延长气田等也可对神安线提供气源保障。同时，公司积极拓展上游气源，加大在陕西榆林、延安、渭南等地区的拓展投入，2024年公司已完成长庆气田连接线的各项审批手续，有望提升气源供应的稳定性。目前公司最大的燃气供应商为中海油⁴，2024年公司对中海油的采购金额占比达80.32%，集中度较高，对单一气源的依赖性较强。

表4 公司燃气业务主要经营指标

项目	2024年	2023年
燃气采购量（亿立方米）	13.23	15.47
其中：煤层气采购量	12.10	14.26
煤层气采购量占比	91.46%	92.18%

注：煤层气采购量占比=煤层气采购量/当期燃气采购量。

资料来源：公司提供

公司并购活动形成了较大规模商誉，2024年昆威燃气仍未实现业绩承诺，股权出让方尚未进行业绩补偿，后续仍需关注并购企业的经营管理情况及商誉减值风险

截至2024年末，公司对外并购产生的商誉账面净值为9.75亿元，占净资产比重为21.96%。其中，2024年公司以持有赛诺水务100%股权作价出资组建联营公司，剩余赛诺膜拆得商誉5.87亿元，公司当期对该项商誉计提减值准备0.31亿元，累计计提商誉减值准备2.06亿元。2024年昆威燃气实现扣除非经常性损益的净利润-1,790.63万元，未实现2024年度的业绩承诺，当期计提商誉减值准备359.96万元，累计计提商誉减值准备0.65亿元。昆威燃气在2022-2024年度经审计完成的净利润合计为4,946.92万元，占其三年累计承诺业绩16,500万元的29.98%，未能实现业绩承诺。根据协议约定，昆威燃气股权出让方应当补偿2023年度、2024年度业绩承诺金额分别为4,262.45万元、7,290.63万元，截至2025年4月28日，公司尚未收到业绩补偿。整体来看，公司商誉规模较大，若被并购子公司经营出现不利变化，将存在一定的商誉减值风险。

表5 截至2024年末公司主要商誉构成情况（单位：亿元）

子公司名称	商誉原值	已计提减值准备	商誉净值
赛诺膜	5.87	2.06	3.81
北京华盛	4.86	0.00	4.86
昆威燃气	1.23	0.65	0.58
霸州燃气	0.90	0.90	0.00
北京力拓	0.53	0.05	0.48

⁴2024年中海油调整了销售主体，公司最大的燃气供应主体由中联煤变更为中海油。

华盛燃气	0.07	0.07	0.00
宁投公司	0.04	0.04	0.00
四川德立信	0.03	0.03	0.00
河北昇茂	0.02	0.00	0.02
漳州古雷港	0.02	0.02	0.00
合计	13.56	3.81	9.75

资料来源：公司 2024 年年报，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

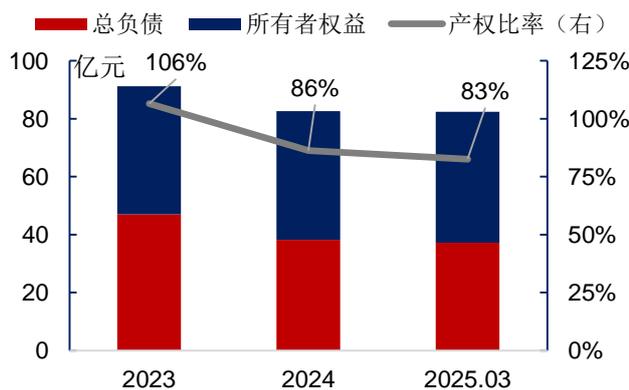
以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023-2024 年审计报告及 2025 年 1-3 月未经审计财务报表。

受益于经营利润的积累，公司净资产规模保持增长，同时燃气业务回款较好，经营活动现金生成能力较强；但 2024 年燃气购销价差的收缩导致公司盈利水平进一步下降，且短期债务规模相对较大，债务结构有待优化，现金短期债务比同比下滑，短期债务偿付压力加大

资本实力与资产质量

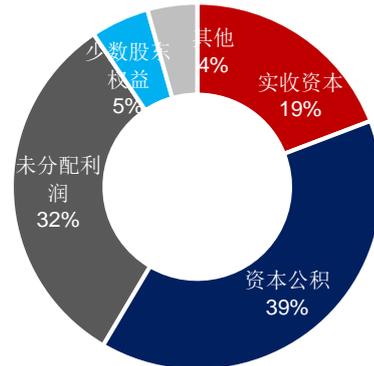
2024 年公司利润持续积累，带动了所有者权益规模的提升；同时受业务量减少及处置子公司等因素影响，公司总负债规模有所下降，2025 年 3 月末所有者权益仍能覆盖负债总额。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图2 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于公司主要从事燃气业务，管网及场站设备、燃气管线项目工程以及区域供气特许经营权仍是公司资产的主要构成，受处置子公司等因素影响，2024 年末公司总资产规模有所下降。公司对外投资和并购活动相对较多，其中，公司对外投资的合营企业为新盛天然气销售有限公司和河北华盛京汉能源有限公司，联营企业主要为中联华瑞、漳州中联华瑞天然气有限公司等，2024 年以赛诺水务股权投资入股铭

耀水务，股权投资规模随之提升，但公司长期股权投资收益整体不佳，2024年权益法核算的长期股权投资收益为-0.21亿元；公司并购活动形成了相对较大规模商誉，2024年昆威燃气仍未完成业绩承诺，需持续关注并购企业的经营状况及商誉减值风险。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.78	13.09%	11.08	13.40%	14.48	15.86%
应收账款	2.61	3.16%	2.45	2.97%	4.43	4.85%
合同资产	1.80	2.19%	1.80	2.18%	3.01	3.30%
流动资产合计	19.98	24.26%	19.77	23.92%	29.14	31.93%
长期股权投资	10.41	12.64%	10.42	12.61%	7.49	8.20%
固定资产	21.21	25.76%	21.49	26.00%	21.72	23.80%
在建工程	3.63	4.40%	3.56	4.31%	4.82	5.28%
无形资产	12.69	15.40%	12.84	15.54%	13.50	14.79%
商誉	9.75	11.84%	9.75	11.79%	10.24	11.22%
非流动资产合计	62.38	75.74%	62.89	76.08%	62.13	68.07%
资产总计	82.37	100.00%	82.66	100.00%	91.27	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司售气量和销售单价同比下滑，燃气购销价差收窄，毛利率水平进一步下降，主业盈利能力同比减弱；叠加计提减值损失的影响，公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降。考虑到公司拥有省长输管道优势，上游气源稳定，随着下游销售市场的拓展，预计未来燃气业务基本稳定。但公司上游气源单一，议价能力相对较弱，公司盈利状况仍将存在波动；同时天然气下游市场需求受多种因素影响，若宏观经济增长不及预期或政策变化导致天然气消费增速放缓或天然气市场萎缩，可能对公司经营带来不利影响。

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

公司总债务规模基本稳定，构成以短期债务为主，债务结构有待优化。公司短期债务主要系短期借款和应付票据，短期借款多用于日常经营的资金周转；应付票据主要系应付燃气采购款，2024年燃气业务量下降，应付票据规模减少。公司长期债务主要系长期借款和本期债券，长期借款主要为项目款，规模不大；本期债券将于2026年12月到期，需关注偿债资金的准备情况。此外，2024年末，公司存在0.62亿元的应付售后回租款和0.20亿元的非金融机构借款。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.36	19.75%	6.27	16.39%	4.94	10.50%
应付票据	10.57	28.36%	11.54	30.16%	12.89	27.38%
应付账款	4.43	11.88%	4.74	12.38%	6.41	13.61%
合同负债	0.99	2.65%	1.38	3.62%	2.72	5.77%
其他应付款	2.28	6.11%	2.33	6.08%	4.52	9.61%
一年内到期的非流动负债	1.49	4.00%	1.77	4.63%	2.40	5.11%
流动负债合计	27.75	74.49%	28.79	75.22%	35.10	74.58%
长期借款	1.24	3.32%	1.30	3.39%	2.02	4.29%
应付债券	3.28	8.80%	3.25	8.48%	3.66	7.78%
长期应付款	0.91	2.45%	0.82	2.14%	1.69	3.59%
预计负债	1.22	3.27%	1.22	3.18%	1.50	3.19%
非流动负债合计	9.51	25.51%	9.49	24.78%	11.96	25.42%
负债合计	37.26	100.00%	38.27	100.00%	47.07	100.00%
总债务	24.88	66.77%	25.00	65.31%	27.68	58.81%
其中：短期债务	19.41	78.03%	19.59	78.36%	20.23	73.10%
长期债务	5.47	21.97%	5.41	21.64%	7.45	26.90%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司燃气业务回款较好，2024年收现比仍在100%以上。受收入下降的影响，2024年公司经营活动现金流净额同比减少，FFO及其对净债务的覆盖程度下降，但整体的经营性获现能力仍较强。随着负债规模的下降，2024年末公司资产负债率同比下降5.27个百分点至46.30%。由于公司利润水平的下降，2024年EBITDA利息保障倍数同比降低，但整体水平仍较高，EBITDA对净债务的覆盖程度整体较好。

表8 公司现金流及杠杆状况指标

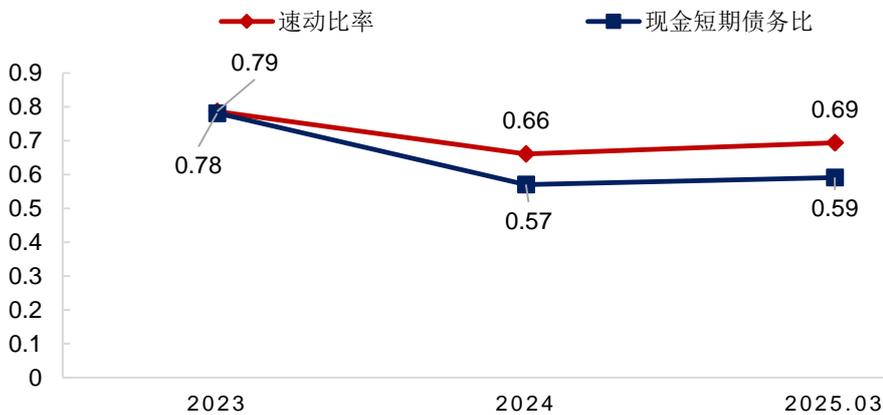
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.31	4.55	5.40
FFO（亿元）	--	2.32	3.77
资产负债率	45.24%	46.30%	51.57%
净债务/EBITDA	--	3.19	1.60

EBITDA 利息保障倍数	--	6.68	9.43
总债务/总资本	36.33%	36.81%	39.11%
FFO/净债务	--	15.55%	28.92%
经营活动现金流净额/净债务	2.27%	30.55%	41.45%
自由现金流/净债务	-0.37%	13.16%	10.49%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年末公司速动比率水平有所下降；公司短期债务规模相对较大，现金类资产对短期债务的覆盖程度降低，公司存在较大的短期债务偿付压力。截至2025年3月末，公司尚未使用的银行授信额度为5.73亿元，备用流动性一般。考虑到公司作为A股上市公司，融资渠道丰富，但公司控股股东和实际控制人仍存在一定比例的股权质押，整体获取流动性资源的能力一般。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，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5月9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5月28日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2025年3月末，公司对外担保余额合计1.20亿元，占当期末净资产的2.67%。其中，对合营企业漳州中联华瑞天然气有限公司担保余额合计7,750.00万元，对赛诺水务的担保余额合计4,279.01万元，均已

设置反担保措施。

截至2024年末，公司作为被告发生的未达重大诉讼标准的诉讼事项涉案金额3,677.61万元，8笔正在审理（仲裁）中，2笔已完结。

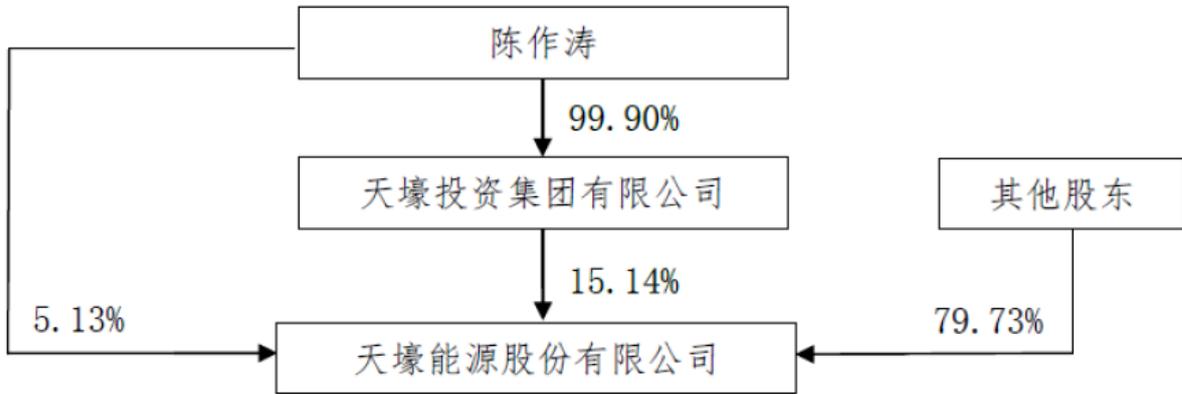
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	10.78	11.08	14.48	17.42
流动资产合计	19.98	19.77	29.14	30.95
长期股权投资	10.41	10.42	7.49	7.81
固定资产	21.21	21.49	21.72	19.21
无形资产	12.69	12.84	13.50	14.21
商誉	9.75	9.75	10.24	11.44
非流动资产合计	62.38	62.89	62.13	61.99
资产总计	82.37	82.66	91.27	92.94
短期借款	7.36	6.27	4.94	6.91
应付票据	10.57	11.54	12.89	13.07
应付账款	4.43	4.74	6.41	7.62
一年内到期的非流动负债	1.49	1.77	2.40	2.29
流动负债合计	27.75	28.79	35.10	38.36
长期借款	1.24	1.30	2.02	0.93
应付债券	3.28	3.25	3.66	3.65
长期应付款	0.91	0.82	1.69	3.44
非流动负债合计	9.51	9.49	11.96	12.85
负债合计	37.26	38.27	47.07	51.21
总债务	24.88	25.00	27.68	30.43
其中：短期债务	19.41	19.59	20.23	22.27
长期债务	5.47	5.41	7.45	8.16
所有者权益	45.11	44.39	44.20	41.73
营业收入	9.35	38.44	45.22	38.42
营业利润	0.89	1.21	4.24	5.43
净利润	0.62	1.24	2.88	3.62
经营活动产生的现金流量净额	0.31	4.55	5.40	4.69
投资活动产生的现金流量净额	-0.45	-2.66	-3.53	-4.63
筹资活动产生的现金流量净额	0.62	-2.82	-3.55	1.41
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	4.67	8.14	8.95
FFO（亿元）	--	2.32	3.77	4.93
净债务（亿元）	13.66	14.89	13.04	13.63
销售毛利率	15.85%	12.29%	17.95%	24.35%
EBITDA 利润率	--	12.14%	18.00%	23.29%
总资产回报率	--	2.20%	5.64%	7.27%
资产负债率	45.24%	46.30%	51.57%	55.10%

净债务/EBITDA	--	3.19	1.60	1.52
EBITDA 利息保障倍数	--	6.68	9.43	9.59
总债务/总资本	36.33%	36.81%	39.11%	43.47%
FFO/净债务	--	15.55%	28.92%	36.15%
经营活动现金流净额/净债务	2.27%	30.55%	41.45%	34.42%
速动比率	0.69	0.66	0.79	0.78
现金短期债务比	0.59	0.57	0.78	0.80

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2024 年末）



资料来源：公司 2024 年年报

附录三 2024年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	主要经营地	直接持股比例	业务性质	取得方式
天壕投资（香港）有限公司	1.00	香港	100.00%	项目管理	新设
北京市天壕智慧余热发电有限公司	3,035.00	北京市	100.00%	能源生产	新设
北京力拓节能工程技术有限公司	10,500.00	北京市	100.00%	工程服务	非同一控制下企业合并
北京华盛新能投资有限公司	25,000.00	山西太原	100.00%	项目管理	非同一控制下企业合并
华盛新能燃气集团有限公司	15,000.00	山西太原	100.00%	项目管理	非同一控制下企业合并
宁夏节能投资有限公司	12,000.00	宁夏银川	95.83%	项目管理	非同一控制下企业合并
北京赛诺膜技术有限公司	6,270.00	北京市	100.00%	产品生产	非同一控制下企业合并
国能（东山）新能源有限公司	3,000.00	福建东山	94.07%	项目管理	新设
天壕环境（厦门）清洁能源有限公司	3,000.00	福建厦门	100.00%	批发	新设
威信昆威燃气有限责任公司	8,000.00	云南威信	51.00%	燃气生产和供应	非同一控制下企业合并
北京天瑞能源有限公司	1,000.00	北京市	100.00%	燃气生产和供应	新设
赤峰通瑞能源有限公司	2,000.00	内蒙古赤峰	51.00%	燃气生产和供应	新设
珠海天壕金石能源科技有限公司	3,000.00	广东珠海	51.00%	天然气供应	新设
漳州古雷港经济开发区中联华瑞天然气有限公司	10,000.00	福建漳州	97.00%	燃气生产和供应	非同一控制下企业合并

资料来源：公司 2024 年年报，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