

2023 年河南百川畅银环保能源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【287】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年河南百川畅银环保能源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	A	A+
评级展望	稳定	稳定
百畅转债	A	A+

评级观点

本次评级下调主要是基于河南百川畅银环保能源股份有限公司（以下简称“百川畅银”或“公司”，股票代码：300614.SZ）2024 年业绩亏损加剧和 2025 年一季度连续亏损，沼气发电业务面临项目可开发机会减少、填埋气不足、垃圾焚烧发电替代、资产损失减值加大等风险，并需关注沼气发电上网电价补贴政策变动及公司的补贴款存在不能及时回收的风险；公司拟通过布局移动储能供热业务补亏，但该业务的规模化拓展受制于资金压力，快速规模化发展尚需时间。此外，公司流动性风险高企，现金资产无法覆盖短期债务，短期偿债压力较大。同时，中证鹏元也考虑到公司仍是国内深耕垃圾填埋气治理的主要服务商之一，在运营沼气发电项目和移动储能供热业务等仍可为公司提供一定现金流等有利因素。

评级日期

2025 年 06 月 17 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	21.58	21.94	22.86	18.79
归母所有者权益	12.70	12.84	15.92	14.95
总债务	8.49	8.82	7.05	2.60
营业收入	1.08	4.52	4.03	4.45
净利润	-0.13	-3.05	-0.96	0.36
经营活动现金流净额	0.26	0.60	0.92	1.66
净债务/EBITDA	--	9.95	4.37	0.90
EBITDA 利息保障倍数	--	1.92	3.88	30.70
总债务/总资本	40.21%	40.83%	30.52%	14.74%
FFO/净债务	--	1.44%	8.34%	67.44%
EBITDA 利润率	--	18.70%	30.78%	37.25%
总资产回报率	--	-11.41%	-2.75%	2.73%
速动比率	1.72	1.69	2.55	2.43
现金短期债务比	--	0.16	0.77	0.61
销售毛利率	24.85%	17.36%	22.99%	30.77%
资产负债率	41.52%	41.76%	29.86%	20.13%

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：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：任思博
rensb@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- 公司仍为沼气发电领域的重要参与者，在运营项目可以提供稳定现金流，2024 年移动储能业务实现较快增长。公司自成立以来专注于垃圾填埋气发电，装机容量在行业内仍处于领先地位，截至 2024 年末，公司在运营的沼气发电项目总数 79 个，项目总装机容量 162.35 兆瓦，运营发电项目的标杆电价款一般按月与电网公司进行结算，现金流相对稳定。2024 年公司的移动储能供热业务实现较快增长，2024 年末移动储能供热车已投入运营 291 台，全年移动储能供热收入 0.98 亿元，同比增长 132.69%。此外，公司通过收购环卫板块子公司，环卫产业服务对公司收入形成有效补充。

关注

- 2024 年业绩亏损加剧和 2025 年一季度连续亏损，预计未来一段时间公司盈利水平继续承压。填埋气不足、部分填埋场暂停/关停导致资产减值损失规模较大、垃圾焚烧发电替代、新增项目补贴款未确认收入等因素对沼气发电业务的影响预计短期内仍将持续，沼气资源化利用、碳减排交易等业务尚未形成有效增益，预计未来一段时间公司盈利仍将承压，对公司市场拓展和新增项目形成较大挑战。
- 上网电价补贴政策变动风险，公司补贴款或存在不能及时回收风险。垃圾填埋气发电项目上网电价中的补贴电价是营业收入的重要组成部分，如果未来国家关于沼气发电项目上网电价的补助政策发生变化，或者可再生能源发电项目补贴清单的审核条件发生不利变化，公司的补贴款存在不能回收的风险。截至 2024 年末，公司合同资产及应收账款账面价值合计占当期末总资产的 34.03%。
- 流动性风险高企，短期偿债压力较大。2025 年一季度末货币资金仅 0.32 亿元，银行借款有所收缩，现金类资产无法覆盖短期债务。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为未来一段时间内公司在沼气发电领域仍为重要的参与者，且在建沼气综合利用项目以及移动储能供热等新业务的布局有望对公司经营形成一定支撑。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
环境服务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	5/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		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		5/9
调整因素	ESG 因素				
	重大特殊事项				

补充调整	0
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
百畅转债	4.20	4.1998	2025-1-24	2029-2-21

注：表中债券余额为 2025 年 6 月 14 日数据。

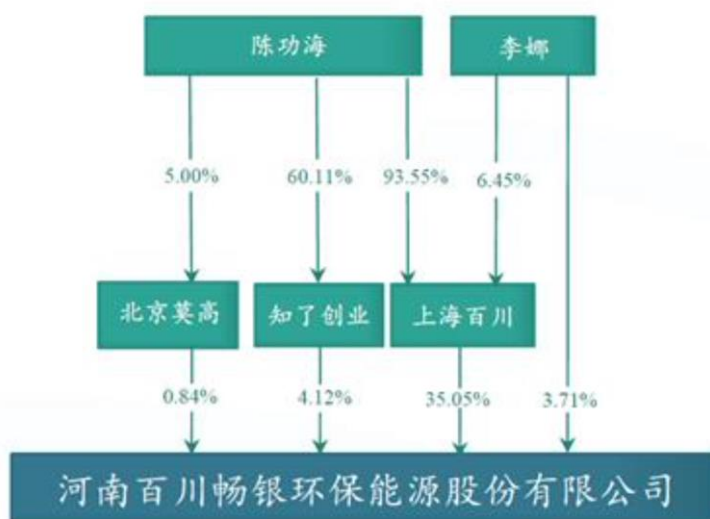
一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金扣除发行费用后，计划用于沼气综合利用项目、购置移动储能车项目和补充流动资金。截至2024年12月31日，“百畅转债”募集资金专项账户余额为0.29亿元（含利息，不含使用闲置募集资金暂时补充流动资金金额人民币0.80亿元）。截至2025年6月14日，“百畅转债”转股价格为20.40元/股。

二、 发行主体概况

2024年公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变更。截至2024年末，公司总股本增加至16,043.52万元，上海百川畅银实业有限公司（以下简称“上海百川”）为公司控股股东，直接持有公司35.05%的股份；陈功海先生、李娜女士合计持有上海百川100%股权；此外，李娜女士直接持有公司3.71%的股份；陈功海先生持有郑州知了创业企业管理咨询有限公司（以下简称“知了创业”）60.11%的股份，知了创业持有公司4.12%股份。陈功海与李娜系夫妻关系，两人通过上述直接和间接方式控制公司42.88%股份，陈功海先生和李娜女士为公司的共同实际控制人。此外，公司控股股东上海百川因日常经营资金周转所需，以其所持百川畅银的部分股份质押借款，截至2025年3月末，上海百川所持公司0.33亿股处于质押状态，占其持股比例的59.40%，占百川畅银总股本的20.82%。

图1 截至 2024 年末公司股权结构图



注：北京莫高系北京莫高丝路文化发展有限公司的简称。

资料来源：公司 2024 年年度报告

公司仍是国内深耕垃圾填埋气治理的主要服务商之一，主营业务为垃圾填埋气治理项目的投资、建设与运营。

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

我国生活垃圾焚烧逐渐替代卫生填埋成为垃圾处理的主流方式，垃圾焚烧发电进入存量市场，聚焦项目运营及提质增效，行业步入并购整合发展阶段，中西部及县域潜力空间较大，但需关注补贴政策变化情况及款项回收风险

我国城市生活垃圾的产生和积累随经济快速发展、城市化进程加快等而不断增加，生活垃圾清运量及无害化处理能力亦不断提升，无害化处理率接近100%，且以垃圾焚烧为主。近年我国城市生活垃圾焚烧处理能力持续增长，已提前三年实现“十四五”目标，行业已由“跑马圈地”转向“运营为王”，行业开标的项目数量不断减少。伴随行业进入存量市场，运营能力强的企业可通过并购整合实现并购协同以及规模效应，从而巩固竞争优势，行业集中度或进一步提升。我国县级行政区较多，垃圾焚烧处理设施建设未有效覆盖，市场空间广阔，且行业政策不断倾斜“焚烧下县”，生活垃圾无害化处理的主战场

向县级地区、中西部转移。随着国补退坡，将对新增的垃圾焚烧发电项目收益产生一定影响，项目投资回收期延长，部分已投运超过 15 年或运营成本较高的机组或面临停产风险。此外，行业企业应收款项高企困局短期或难有效改善，中长期或受益于化债政策力度加大及“解决拖欠企业账款”政策的不断推行而有望逐步解决。

详见[《环境服务行业：业绩短期仍承压，政策加码下，风物长宜放眼量》](#)。

四、经营与竞争

2024年以来公司在经营沼气发电业务的同时，积极拓展移动储能供热业务，但整体收入和利润水平仍承压。公司收入仍主要来源于沼气发电收入，但受行业趋势下行及补贴政策等因素影响，2024年及2025年一季度，公司收入和利润水平持续下降。2024年移动供热业务收入和利润实现较快增长。此外，2024年公司通过收购百川环境服务有限公司（以下简称“百川环服”）股份将其纳入合并范围，使得公司在环境服务板块有一定收入补充。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务类型	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
沼气发电	2.51	55.54%	14.40%	3.45	71.34%	24.41%
移动储能供热	0.98	21.65%	10.03%	0.42	8.70%	5.78%
环卫产业服务	0.71	15.72%	30.48%	0.80	16.55%	35.06%
其他业务	0.32	7.09%	33.90%	0.16	3.41%	37.26%
合计	4.52	100.00%	17.36%	4.83	100.00%	24.99%

注：2024 年 9 月公司完成对百川环服 66.80%的股权收购，收购后，公司占有 100%的股权，将百川环服纳入公司合并报表范围，并对 2023 年收入进行了追溯调整，因此上表营业收入与 2023 年审计报告的营业收入及相关指标不一致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）沼气发电业务

公司沼气发电业务存量项目小而分散，面临关闭/减容风险，未来增量有限

公司在沼气发电行业仍具备领先优势，但持续面临项目关停/减容，售电收入、项目数量、装机容量、发电量及发电效率等持续面临下降的风险。2024年公司部分填埋气发电项目所在城市新建设了垃圾焚烧厂，填埋气发电业务受到了一定的冲击，公司沼气发电项目减少22座，装机容量减少26.42兆瓦，售电收入同比下降31.71%，发电量同比下降22.66%。截至 2024 年末，公司在运营的沼气发电项目总数79 个，项目总装机容量162.35兆瓦，在填埋气处理行业市场占有率超过20%，在行业内仍具备一定规模优势，但仍持续面临填埋气不足和垃圾焚烧发电替代的风险。

表2 公司沼气发电收入构成及平均上网电价情况

项目	2024 年	2023 年
----	--------	--------

	金额	比例	金额	比例
售电收入（万元）	23,267.92	51.47%	34,071.60	84.46%
其中：标杆电价收入（万元）	18,763.02	41.46%	26,624.91	66.00%
补贴电价收入（万元）	4,504.90	10.01%	7,446.69	18.46%
总发电量（万千瓦时）		63,536.00		82,153.69
上网电量（万千瓦时）		59,743.33		77,820.55
平均上网电价（不含税）（元/千瓦时）		0.39		0.44
发电项目数量（座）		79		101
总装机容量（MW）		162.35		188.77
上网率		94.03%		94.73%
设计年发电量（万千瓦时）		142,216.85		164,075.97
机组发电效率		44.68%		50.07%

注：平均上网电价=售电收入÷上网电量；上网率=上网电量÷总发电量；机组发电效率=总发电量÷设计年发电量。

资料来源：公司提供

公司未纳入可再生能源补贴清单项目的补贴电价收入规模较大，补贴款存在不能及时回收的风险。公司通过与垃圾填埋场的主管部门（城市管理局、环境卫生管理处等）、生活垃圾处置单位、养殖场等运营单位合作，收集生活垃圾、养殖粪污等废弃物产生的沼气，并利用其发电、直燃供汽。目前公司下游客户主要是电网企业，通过与项目所在地供电公司签订并网协议、购售电协议，将其生产的电力销售给所在地的电网企业，包括国家电网和南方电网下属的供电公司等。一般来说，标杆电价回款周期通常为1-2个月，标杆电价款以月底或次月电网企业开具的结算单作为结算依据，公司于收到结算单的次月收到标杆电价回款。补贴电费在公司相关发电项目被纳入补助目录/补贴清单后通过电网企业发放，公司将所有纳入补贴清单的项目的应收补贴款计入应收账款科目，将未纳入补贴清单的存量项目的应收补贴款计入合同资产科目。截至2024年末，公司应收账款中补贴款账面价值4.16亿元，合同资产中尚未纳入补贴目录的应收补贴款账面余额1.48亿元，补贴电价款发放时间受财政部、国家发改委、国家能源局或电网公司公布相应批次补助目录/补贴清单的时间影响，公司补贴款或存在不能及时回收风险，2024年末公司应收账款和合同资产坏账准备余额0.66亿元。

公司基于多年的运营经验，持续拓展环境服务产业链，为公司产能提供较好补充。截至2024年末，公司主要在建项目共6个，预算投资额12.08亿元，哥伦比亚卡利沼气发电项目、苏克雷和塞萨尔光伏电站项目均在建；此外，哥伦比亚巴兰基亚和马来西亚适乐达沼气发电项目均已于今年并网。

表3 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	预算投资	已投资额
浙江百川高效异质结电池项目	80,000	2,310
上海百川未来高效异质结电池项目	20,580	11,120
哥伦比亚沼气发电项目	9,800	3,211
科尔多瓦光伏电站项目	7,200	1,620

适乐达生活垃圾填埋场沼气发电项目	2,000	1,885
平顶山百畅 LNG 加气站项目	1,200	598
合计	120,780	20,744

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

“百畅转债”募投项目19个“沼气综合利用项目”，除大悟县城区垃圾填埋场沼气综合利用项目等个别项目尚未完全按计划装机容量投入运营外，其余项目基本已建设完成并运营，但近些年受垃圾处理方式中焚烧占比提升替代、行业政策等影响，该等项目存在经营期限、合作方沼气情况不及预期的情形，导致部分项目减容、停产或尚未进入补贴目录，从而导致项目运营期内整体投资回报不及预期。中证鹏元将持续关注上述项目的运营建设情况。

（二）移动储能供热及其他

公司移动储能供热业务实现较快增长，未来业务规模扩张仍需要较大资金支持；碳减排交易业务等尚未实现有效增益

2024年公司的移动储能供热业务实现较快增长，全年收入达0.98亿元，同比增长132.69%。公司开发了因锅炉停运的应急供热模式、居民冬季供暖模式和替代天然气或者生物质锅炉的模式等多个应用场景，并推出了移动供热自营模式、第三方合作运营模式以及移动供热车辆租赁模式等多种灵活合作的方式。2024年公司在移动储能供热板块累计签约自营项目108个，租赁与技术服务项目23个。截至2024年末，移动储能供热车已投入运营291台。公司意向将移动储能供热业务打造为新的盈利增长点，但市场分散导致开拓成本较高，业务扩张存在较大资金压力和资本回报不达预期的风险。

公司仍积极参与国际、国内市场的碳减排交易机制，2024年尚未获得收益。在项目建设前期，公司对项目进行评估，若项目满足CDM/VCS/CCER/GS³项目合格性的要求，则公司同时启动CDM/VCS/CCER/GS项目的注册程序。截至2024年末，公司已有19个沼气发电项目在UNFCCC注册成为CDM项目（其中有2个转为VCS项目），33个沼气发电注册成为VCS项目，3个沼气发电项目注册成为GS项目，还有3个沼气发电项目正在申请注册为GCC项目。

2024年公司通过收购百川环服的股份将其纳入合并范围，使得公司在环境服务板块有一定收入补充。环卫业务主要是公司城市环境综合治理，依托智慧化平台与专业化服务网络，构建覆盖环卫清扫、生态养护及固废资源化的全链条解决方案。截至2024年末，环卫项目在营项目8个，主要集中于郑州区域，涵

³（1）清洁发展机制，即 CDM（Clean Development Mechanism），是《京都议定书》中引入的灵活履约机制之一。核心内容是允许各国进行项目级的减排量抵消额的转让与获得，从而在发展中国家实施温室气体减排项目；（2）核证减排标准，即 VCS（Verified Carbon Standard），是气候组织（CG）、国际排放交易协会（IETA）及世界经济论坛（WEF）等机构组织联合于 2005 年开发的，目的是为自愿碳减排交易项目提供一个全球性的质量保证标准；（3）国家核证自愿减排量，即 CCER（Chinese Certified Emission Reduction），是指对我国境内可再生能源、林业碳汇、甲烷利用等项目的温室气体减排效果进行量化核证，并在国家温室气体自愿减排交易注册登记系统中登记的温室气体减排量；（4）黄金标准，即 GS（Golden Standard），由世界自然基金会（WWF）和南南-南北合作组织（South-South North Initiative）和国际太阳组织（Helio International）发起，为清洁发展机制（CDM）和联合履约（JI）之下的减排项目，提供了第一个独立的、最佳的实施标准。

盖环卫清扫、绿化管养、垃圾分类及分拣中心收运处置四大服务场景。考虑到环卫业务回款与地方政府财政预算安排有关，需关注该业务的回款及时性。

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安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2023-2024年审计报告以及未经审计的2025年1-3月财务报表。

2024 年公司资产减值大幅增加导致期末总资产同比下降，应收补贴款对资金占用较大；为应对沼气发电业务盈利水平持续承压，公司通过移动储能供热等业务实现业务结构转型，但规模扩张需要较大资金支持，杠杆压力或将进一步加大

资本实力与资产质量

2024年末公司所有者权益有所下降，同期末公司总负债规模大幅增长，产权比率大幅抬升。截至2025年3月末，公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主。

图2 公司资本结构

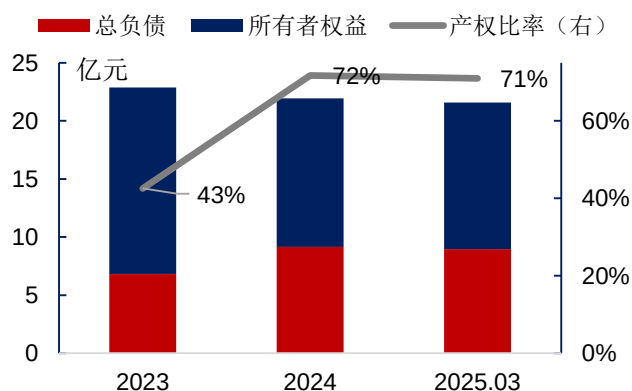
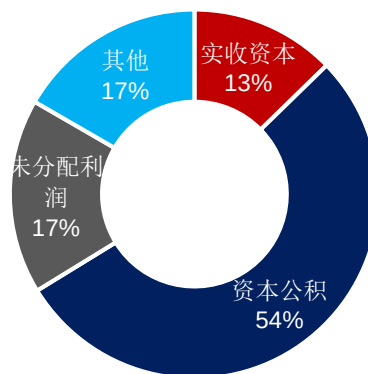


图3 2025年3月末公司所有者权益构成



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

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

2024年末公司总资产规模有所下降，沼气发电项目的应收账款和合同资产对资金占用明显，其中应收补贴款回款时间不确定。公司应收账款主要是应收电网企业的标杆电价款以及纳入补贴清单的项目补贴款；合同资产主要为尚未进入补贴清单的存量项目补贴款，需要经电网企业审核后纳入补贴清单，待纳入补贴清单后，转入应收款项。公司应收账款整体账龄较长，2024年末账龄在1年以上的应收账款占比79.42%，其中应收补贴款受进入补贴目录时间及财政预算安排等多重因素影响，回款周期较长。2024年末公司应收账款和合同资产合计占期末总资产的比重为34.03%。公司固定资产主要为发电机组、填埋气预处理设备等，随着公司业务规模的扩大，固定资产规模同比有所增长。公司部分电厂发生装机减容或

者关停的情形，导致2024年计提固定资产减值损失0.90亿元，商誉减值损失0.31亿元。2024年末公司在建工程主要是新建沼气发电项目和新能源项目。

其他资产方面，截至2024年末，公司货币资金余额0.63亿元，总体规模仍偏小，其中0.08亿元货币资金因保证金而使用受限。长期股权投资同比变动不大，2024年末公司长期股权投资主要为对联营企业苏州熔拓光热创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“苏州熔拓”）、北京松杉贰号科技合伙企业（有限合伙）（以下简称“松杉贰号”）和Teraju Sepadu Sdn Bhd（以下简称“Teraju”）的投资，百川环服主要负责垃圾清运服务；苏州熔拓主要投向光热发电及熔盐储能等新能源领域投资优质项目；松杉贰号主要从事技术开发及推广等服务；Teraju系子公司马来西亚适乐达电力有限公司（以下简称“适乐达”）为开展马来西亚的业务与当地投资者共同出资而设立（公司对适乐达持股比例为90%，适乐达对Teraju持股比例为40%），近年上述项目投资收益规模不大。

表4 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	0.32	1.49%	0.63	2.89%	1.86	8.15%
应收账款	6.15	28.52%	6.10	27.79%	4.74	20.75%
合同资产	1.38	6.37%	1.37	6.24%	1.47	6.42%
流动资产合计	9.19	42.60%	9.42	42.95%	9.39	41.07%
固定资产	7.28	33.76%	7.09	32.30%	7.49	32.75%
在建工程	0.99	4.57%	1.16	5.30%	1.26	5.50%
无形资产	1.22	5.66%	1.23	5.61%	0.79	3.43%
其他非流动资产	1.02	4.72%	1.14	5.18%	1.54	6.76%
非流动资产合计	12.39	57.40%	12.52	57.05%	13.47	58.93%
资产总计	21.58	100.00%	21.94	100.00%	22.86	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

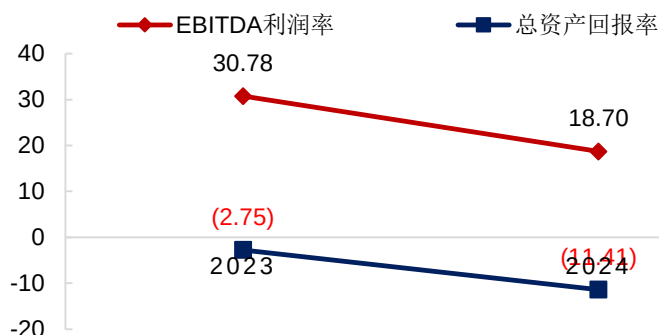
盈利能力

2024年及2025年一季度公司业绩下滑加剧，在主营业务盈利承压背景下，未来盈利水平将持续承压，业务结构有待转型。业绩下滑主要影响因素有：（1）2024年度相关电厂的沼气产气量不及预期，部分电厂发生装机减容或者关停的情形，公司 2024 年计提资产减值损失合计15,657万元（含商誉减值3,107万元）；（2）根据公司会计收入确认政策，部分新投产项目需要在纳入国家公布的可再生能源补贴清单后再确认补贴电价收入，此项政策导致公司累计约1.27亿元的电价补贴没有确认营业收入，其中影响2024年末确认的营业收入2,539万元，但对应的营业成本已经入账，影响当年净收益2,539万元。

综合来看，沼气发电业务方面，填埋气不足，部分填埋场暂停/关停、垃圾焚烧发电替代、新增项目补贴款未确认收入等因素的影响预计短期内仍将持续，盈利水平承压。针对沼气发电的困境，公司也积极布局移动储能供热业务等，2024年该业务增速较快，但市场分散导致开拓成本较高，业务扩张存在较

大资金压力和资本回报不达预期的风险。

图4 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增长，主要由应付债券、银行借款、应付票据和融资租赁款构成。2024年末公司应付账款主要由采购设备、材料、配件等形成，同比变动不大。

表5 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	2.65	29.59%	2.91	31.76%	2.01	29.46%
应付账款	1.06	11.86%	1.03	11.21%	0.80	11.77%
一年内到期的非流动负债	0.64	7.10%	0.68	7.41%	0.23	3.40%
流动负债合计	5.23	58.35%	5.42	59.17%	3.55	52.07%
长期借款	0.19	2.07%	0.23	2.48%	0.18	2.63%
应付债券	3.04	33.96%	2.98	32.57%	2.70	39.56%
租赁负债	0.27	3.03%	0.31	3.40%	0.27	3.93%
非流动负债合计	3.73	41.65%	3.74	40.83%	3.27	47.93%
负债合计	8.96	100.00%	9.16	100.00%	6.83	100.00%
总债务	8.49	94.73%	8.82	96.20%	7.05	103.21%
其中：短期债务	3.29	38.74%	3.59	40.72%	2.26	32.12%
长期债务	5.20	61.26%	5.23	59.28%	4.78	67.88%

注：公司 2023-2024 年末及 2025 年 3 月末总债务包含其他权益工具。

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

随着在建项目的推进以及对新业务的布局，公司杠杆水平或将加大。公司运营发电项目的标杆电价款一般按月与电网公司进行结算，现金流相对稳定，但由于2024年上网电量下降，导致当期经营活动现金流净额有所减少。因融资规模增加以及计提的资产减值损失加大，2024年末公司资产负债率水平增幅较大；2024年公司EBITDA对利息支出的保障程度尚可，EBITDA和现金流对净债务保障程度下滑明显。

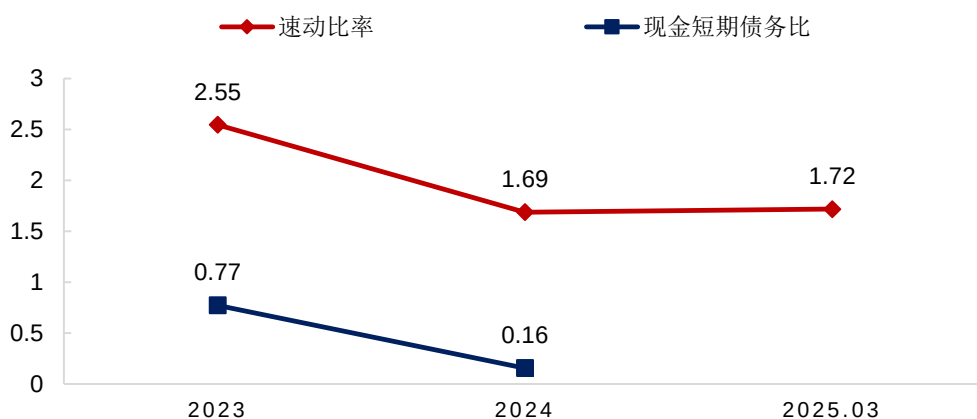
表6 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.26	0.60	0.92
FFO（亿元）	--	0.12	0.45
资产负债率	41.52%	41.76%	29.86%
净债务/EBITDA	--	9.95	4.37
EBITDA 利息保障倍数	--	1.92	3.88
总债务/总资本	40.21%	40.83%	30.52%
FFO/净债务	--	1.44%	8.34%
经营活动现金流净额/净债务	--	7.08%	16.96%
自由现金流/净债务	--	-10.19%	-66.58%

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

流动性方面，2024年末公司速动比率和现金短期债务比均有所下降。考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，公司再融资空间一般。

图5 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

ESG 风险因素

公司于 2024 年 8 月 2 日收到的深圳证券交易所监管函显示，2024 年 6 月 6 日，公司披露《关于 2023 年年度报告及摘要、2023 年年度财务报告的更正公告》，公告显示，公司经核查发现《2023 年年度报告》《2023 年年度报告摘要》《2023 年年度财务报告》部分数据有误并进行了更正，相关更正未对公司 2023 年年度财务状况和经营成果造成影响。公司的上述行为违反了深圳证券交易所《创业板股票上市规则（2024 年修订）》1.4 条、第 5.1.1 条的规定。

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19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6月8日），中证鹏元未发现公司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）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	0.32	0.63	1.86	1.22
应收账款	6.15	6.10	4.74	4.35
流动资产合计	9.19	9.42	9.39	8.05
固定资产	7.28	7.09	7.49	6.18
非流动资产合计	12.39	12.52	13.47	10.74
资产总计	21.58	21.94	22.86	18.79
短期借款	2.65	2.91	2.01	1.56
应付账款	1.06	1.03	0.80	0.73
一年内到期的非流动负债	0.64	0.68	0.23	0.41
流动负债合计	5.23	5.42	3.55	3.15
长期借款	0.19	0.23	0.18	0.36
应付债券	3.04	2.98	2.70	0.00
长期应付款	0.06	0.07	0.00	0.02
非流动负债合计	3.73	3.74	3.27	0.63
负债合计	8.96	9.16	6.83	3.78
总债务	8.49	8.82	7.05	2.60
其中：短期债务	3.29	3.59	2.26	1.99
长期债务	5.20	5.23	4.78	0.61
所有者权益	12.62	12.78	16.04	15.01
营业收入	1.08	4.52	4.03	4.45
营业利润	-0.13	-2.81	-0.85	0.63
净利润	-0.13	-3.05	-0.96	0.36
经营活动产生的现金流量净额	0.26	0.60	0.92	1.66
投资活动产生的现金流量净额	-0.16	-1.58	-4.43	-2.47
筹资活动产生的现金流量净额	-0.37	-0.39	4.09	0.46
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	0.85	1.24	1.66
FFO（亿元）	--	0.12	0.45	1.01
净债务（亿元）	--	8.41	5.42	1.50
销售毛利率	24.85%	17.36%	22.99%	30.77%
EBITDA 利润率	--	18.70%	30.78%	37.25%
总资产回报率	--	-11.41%	-2.75%	2.73%
资产负债率	41.52%	41.76%	29.86%	20.13%
净债务/EBITDA	--	9.95	4.37	0.90
EBITDA 利息保障倍数	--	1.92	3.88	30.70
总债务/总资本	40.21%	40.83%	30.52%	14.74%

FFO/净债务	--	1.44%	8.34%	67.44%
经营活动现金流净额/净债务	--	7.08%	16.96%	110.49%
速动比率	1.72	1.69	2.55	2.43
现金短期债务比	--	0.16	0.77	0.61

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 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

附录三 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