



# 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2024年跟踪 评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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

# 2020年天壕环境股份有限公司<sup>1</sup>创业板向不特定对象发行可转换公司债券2024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

- 本次评级结果是考虑到：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）参与投资建设的神木-安平煤层气长输管道（以下简称“神安线”）连接了上游气源和下游市场，随着公司加大神安线沿线的市场开拓力度，加之具备一定区域的天然气特许经营权，公司燃气业务经营规模持续提升，经营性现金流和杠杆状况整体表现较好。但受燃气购销差价降低及计提减值准备等因素影响，2023年公司利润水平有所下降；同时燃气业务区域分布相对单一、对上游单一气源依赖较大；此外，公司部分并购子公司经营未达预期，较大规模的商誉存在一定的减值风险。

## 评级日期

2024年6月3日

## 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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	88.13	91.27	92.94	82.77
归母所有者权益	42.29	42.06	40.12	36.33
总债务	27.87	27.68	30.43	19.45
营业收入	11.55	45.22	38.42	20.52
净利润	0.70	2.88	3.62	1.93
经营活动现金流净额	-0.12	5.40	4.69	2.19
净债务/EBITDA	--	1.60	1.52	2.03
EBITDA 利息保障倍数	--	9.43	9.59	6.66
总债务/总资本	39.32%	39.11%	43.47%	35.41%
FFO/净债务	--	28.92%	36.15%	29.40%
EBITDA 利润率	--	18.00%	23.29%	25.64%
总资产回报率	--	5.64%	7.27%	3.85%
速动比率	0.82	0.79	0.78	0.71
现金短期债务比	0.69	0.78	0.80	0.74
销售毛利率	16.25%	17.95%	24.35%	28.06%
资产负债率	49.57%	51.57%	55.10%	54.48%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 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”。

## 优势

- **公司通过稀缺跨省长输管道连接了上游气源和下游市场，且具备天然气特许经营权市场优势。**公司参与投资建设运营神安线，实现了上游资源与下游市场的无缝对接，完成了从上游气源到中游管道输气、再到下游终端用户的资源闭环。此外，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以及广东省清远市清新区禾云镇等地拥有天然气特许经营权，燃气业务在上述区域内具备一定的垄断性。
- **公司燃气业务经营规模持续提升，经营性现金流和杠杆状况整体表现较好。**自神安线投运通气以来，公司加大了神安线沿线的市场开拓力度，2023年燃气销售量同比增长32%至15.47亿立方米，燃气板块收入同比增长19.58%至42.83亿元。受益于燃气业务收入的增加，2023年公司经营活动产生的现金流量净额同比增加，经营性获现能力仍较强。随着有息债务的到期偿还，2024年3月末公司资产负债率降至49.57%，较2022年末下降5.53个百分点；2023年公司EBITDA利息保障倍数仍保持相对较高水平，整体杠杆状况表现较好。

## 关注

- **公司利润水平有所下降，未来盈利易受市场环境等因素影响或存在波动。**受燃气购销价差降低及计提减值准备等因素影响，2023年公司归属于上市公司股东的净利润同比下降34.38%，EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降，公司整体盈利水平表现下滑。考虑到公司相较于上游的议价能力相对较弱，且下游市场竞争激烈，预计未来盈利状况或受市场环境的影响而有所波动。
- **公司业务区域分布相对单一，客户集中度相对较高，且对上游单一气源的依赖较大。**公司燃气业务区域以河北、山西等省份为主，2023年业务收入的83.69%来自华北区，前五大客户销售额占年度销售额的比重为57.31%。公司最大的供应商为中联煤层气有限责任公司（以下简称“中联煤”），2023年公司对中联煤的采购金额占比72.59%，存在对单一气源依赖较大的风险。
- **公司的商誉规模较大，部分被并购子公司经营业绩未达预期，存在一定的商誉减值风险。**近年公司先后完成对北京华盛新能投资有限公司（以下简称“北京华盛”）、北京赛诺水务科技有限公司（以下简称“赛诺水务”）、霸州市华盛燃气有限公司（以下简称“霸州燃气”）和威信昆威燃气有限责任公司（以下简称“昆威燃气”）等的收购，形成了较大规模商誉。截至2023年末，公司商誉账面价值合计10.24亿元，占净资产的23.18%，累计计提商誉减值准备3.52亿元，其中2023年度赛诺水务和昆威燃气分别计提减值准备0.58亿元和0.61亿元，对公司利润产生了不利影响。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司天然气业务拥有稀缺的跨省长输管道优势和燃气特许经营权的市场优势，随着下游客户开拓力度的进一步增强，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	新奥股份	新天然气	重庆燃气
总资产	91.27	68.82	1,345.74	145.63	103.47
营业收入	45.22	23.08	1,437.54	35.17	102.05
净利润	2.88	-0.65	125.30	14.21	5.17
销售毛利率（%）	17.95	15.63	13.95	47.46	8.70
资产负债率（%）	51.57	71.04	56.50	45.76	44.10

注：以上各指标均为2023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	7/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	强
	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		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
<b>个体信用状况</b>					<b>a+</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>0</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>A+</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 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 a+，反映了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。

### 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	3.9874	2023-6-13	2026-12-24

## 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2020年12月24日发行6年期4.23亿元“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3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为876.72万元<sup>2</sup>。

## 三、发行主体概况

2023年7月，公司名称由“天壕环境股份有限公司”变更为“天壕能源股份有限公司”，并完成工商变更登记，证券简称由“天壕环境”变更为“天壕能源”。截至2023年末，公司总股本因可转债转股增至88,476.82万元；2024年1月，公司使用自有资金回购部分社会公众股份，用于注销并减少注册资本，截至2024年3月末，公司总股本为86,896.44万元。公司控股股东为天壕投资集团有限公司<sup>3</sup>（以下简称“天壕投资集团”），2024年3月末持股比例为15.07%；实际控制人为陈作涛，其通过天壕投资集团间接和直接持有公司20.18%股份。截至2024年5月10日，天壕投资集团累计质押股份6,071.20万股，占其所持公司股份的46.36%，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。

根据公司公告，公司拟通过其香港控股子公司参与中国油气控股有限公司（股票代码：702.HK，以下简称“中国油气控股”）的重组交易。2023年3月24日，公司与中国油气控股签署了重组意向条款清单；2023年8月14日，公司全资子公司天壕投资（香港）有限公司（以下简称“天壕香港”）与中国油气控股签署了《中国油气控股有限公司重组框架协议》（以下简称“重组框架协议”）。自重组框架协议签署后，公司与相关方就本次重组交易及重组文件进行了多轮磋商，并就本次重组交易方案作了进

<sup>2</sup> 未包含用于暂时补充流动资金的闲置募集资金 14,650 万元。

<sup>3</sup> 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 2023 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。

一步调整。为配合中国油气控股推进债权人会议等相关程序，2023年12月8日，公司的全资子公司天壕香港、控股子公司天壕注礼投资有限公司（以下简称“天壕注礼”）分别与中国油气控股、Crescent Spring Investment Holdings Limited（以下简称“Crescent Spring”）、中国注礼国际产业投资有限公司（以下简称“注礼国际”）签署了附生效条件的重组文件。截至2023年12月8日，与重组文件相关的增信措施等安排仍需与交易对手方进一步沟通协商，待相关各方就前述具体安排进一步达成一致意见后，公司将召开董事会及股东大会对本次重组交易及重组文件进行审议。中国油气控股三交项目位于山西省吕梁市临县境内，与公司神安线管道距离较近，其开采的煤层气可经支线连接后通过神安线外输，有利于增加公司的天然气供气能力，提升公司在终端销售市场的议价能力和话语权。截至2024年5月15日，上述事项仍在进行中。

2023年公司新增了北京天瑞能源有限公司等7家子公司纳入合并范围，无减少子公司的情况。截至2023年末，公司纳入合并范围的主要子公司情况详见附录四。

**表1 2023年公司新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	主要经营地	截至 2023 年末持股比例		业务性质	合并方式
		直接	间接		
北京天瑞能源有限公司 <sup>4</sup>	北京市	51.00%	-	燃气生产和供应	新设
赤峰通瑞能源有限公司 <sup>5</sup>	内蒙古赤峰	5.00%	70.00%	燃气生产和供应	新设
珠海天壕金石能源科技有限公司	广东珠海	51.00%	-	燃气生产和供应	新设
忻州市原平经济技术开发区华盛新能燃气有限责任公司	山西忻州	100.00%	-	燃气生产和供应	新设
安平县壕盛燃气经营有限责任公司	河北衡水	100.00%	-	燃气生产和供应	新设
北京诺滤新材料科技有限公司	北京市	100.00%	-	产品生产	新设
天壕注礼投资有限公司	香港	60.00%	-	项目管理	新设

资料来源：公司 2023 年年报、公开查询

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周

<sup>4</sup> 截至 2023 年末，公司对北京天瑞能源有限公司直接持股比例为 51%；2024 年 4 月，公司对其直接持股比例变更为 100%。

<sup>5</sup> 截至 2023 年末，公司对赤峰通瑞能源有限公司直接持股比例为 5%，间接持股比例为 70%；2024 年 4 月，公司对其直接持股比例变更为 51%。

期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足、部分行业产能过剩和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 行业环境

**2023年国产天然气探明储量及产量持续提升，国际天然气市场供需紧张形势亦有所缓解，国内天然气价格呈波动下降趋势，天然气表观消费量恢复性增长，采购成本的降低及天然气顺价机制的完善将有效改善城燃企业经营价差，推动城燃行业盈利能力修复**

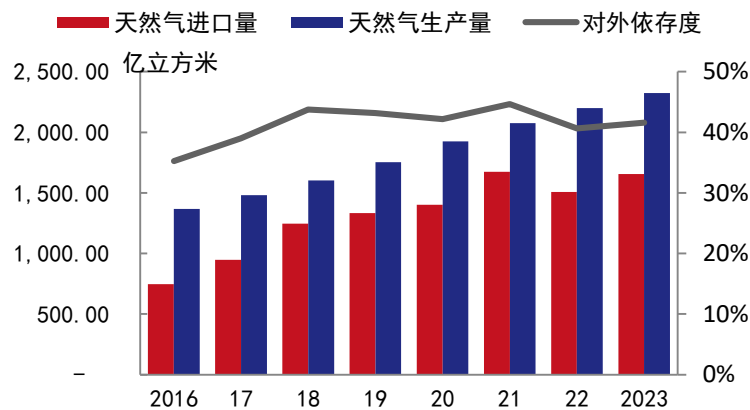
近年国产天然气探明储量及产量持续提升，有力保障国内天然气供应安全。2023年我国天然气新增探明地质储量达12,991.3亿立方米，期末剩余探明技术可采储量增至77,699.2亿立方米，包括常规气66,834.7亿立方米、页岩气5,516.1亿立方米和煤层气5,348.4亿立方米，其中深层煤层气勘探开发取得重要进展，对新增探明技术可采储量贡献较大。开采方面，2022年全国天然气产量2,201.1亿立方米，同比增长6.0%，在全国能源生产结构中占比5.9%，2023年天然气产量超过2,300亿立方米，连续7年保持百亿立方米增产势头，已提前达到《“十四五”现代能源体系规划》中2025年国内天然气年产量水平。此外，为保障我国天然气供应安全，预计我国天然气自给率仍将维持在较高水平，国内天然气开采仍有长足的



增长空间。

受制于“富煤贫油少气”的基本国情，我国天然气一定程度上依赖于进口，国际局势变动对我国天然气供应形成一定扰动。近年我国天然气进口量波动增长，进口气量<sup>6</sup>由2016年的745.61亿立方米增长至2023年的1,655.60亿立方米，增长幅度为122.05%，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，当年天然气进口量同比下降9.98%。随着2023年国际天然气市场价格下行以及天然气管道、LNG接收站等基础设施的投产，我国天然气进口量同比增长9.81%，天然气对外依存度为41.60%，但仍需关注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**

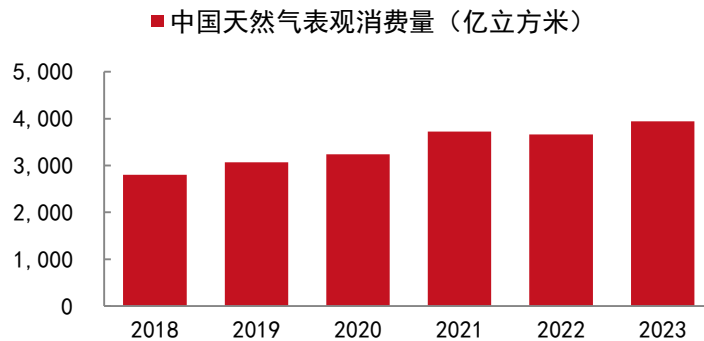


注：对外依存度=进口数量/（国内产量+进口数量）。

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

2023年以来，国内天然气消费量在天然气价格回落后表现出较强的弹性，在工业化和城市化进程的持续推进和天然气发电调峰需求的推动下，我国天然气消费量仍存在较大的增长空间。从天然气消费结构来看，2022年我国工业燃料占比为42%，城市燃气占比为33%，天然气发电占比为17%，天然气化工占比为8%，其中城市燃气需求相对稳定，工业燃料和天然气发电用电需求对气价较为敏感。受天然气价格上涨及国内经济增速放缓等因素影响，2022年我国天然气表观消费量同比下降1.7%，系近年来首次出现下降；2023年以来，国内天然气消费量在天然气价格回落后表现出较强的弹性，2023年全国天然气表观消费量3,945.3亿立方米，同比恢复性增长7.6%；2024年1-2月，全国天然气表观消费量725.1亿立方米，同比增长14.8%。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，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，天然气在能源消费结构中的占比还将持续提升。

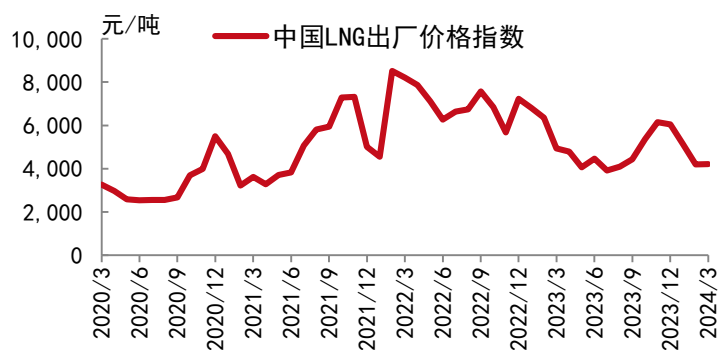
<sup>6</sup> 进口天然气数量根据海关总署披露的数据按照 1 吨约等于 1,380 立方米进行换算。

**图2 2023年中国天然气表观消费量同比恢复性增长**


资料来源：国家发改委网站，中证鹏元整理

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中国石油天然气股份有限公司、中国石油化工股份有限公司和中国海洋石油集团有限公司为主的大型国有油气公司掌握，议价能力较高；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；下游城燃企业市场化程度较高，主要包括四大全国燃气企业中国燃气（0384.HK）、华润燃气（1193.HK）、昆仑能源（0135.HK）、新奥能源（2688.HK），以及地方燃气企业如深圳燃气（601139.SH）、陕天然气（002267.SZ）、成都燃气（603053.SH）、重庆燃气（600917.SH）、皖天然气（603689.SH）等。

2023年国际天然气市场受采暖季气温偏暖、欧美地下储气库库存高位、全球经济增速放缓等因素影响，供需紧张形势缓解，地缘政治对国际能源市场影响的边际效应减弱，国际天然气市场价格呈高位波动下跌态势。截至2024年2月末，国内LNG出厂价格指数在冬季供暖补库后回落至4,200元/吨左右区间，为下游城燃企业降低天然气采购成本提供空间。此外，2023年山东省、湖北省、湖南省、河北省等地的多个城市推进价格联动机制上调居民用天然气价格，天然气终端销售定价机制逐步完善，在天然气消费量逐步回升的背景下，预计城燃企业购销价差有望进一步改善，行业整体盈利能力预计将得到修复。

**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

公司拥有稀缺天然气跨省长输管道优势，依托神安线管道，公司打通了新的天然气气源供应渠道，减少气源供应中间环节，加大力度开拓了神安线沿线及周边天然气市场；2023年公司聚焦发展天然气业务，燃气板块收入持续增加，但业务区域以华北为主，地理区域分布相对单一，客户集中度相对较高

公司主要从事天然气贸易及销售，长输管道输送，城市燃气输配，燃气工程设计及技术服务、LNG生产加工及销售等业务，2022-2023年燃气板块占营业收入的比重均在93%以上。公司拥有稀缺天然气跨省长输管道优势，公司全资子公司华盛新能燃气集团有限公司（以下简称“华盛燃气”）与中国海洋石油有限公司（以下简称“中海油”）的全资附属公司中联煤共同投资设立合资公司中联华瑞天然气有限公司（以下简称“中联华瑞”），共同投资建设了神安线管道，将陕东、晋西的鄂尔多斯盆地东缘丰富的煤层气资源输送至天然气需求巨大的华北地区。随着神安线的全面投产运营和下游客户的持续拓展，2023年公司燃气售气量同比大幅增加，燃气业务收入同比增长19.58%，占公司营业收入的94.72%。但由于燃气购销差价降低等因素影响，2023年燃气板块毛利率同比下降6.90个百分点。此外，水务板块、余热发电板块等亦为公司营业收入形成一定贡献，但占比不高。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
燃气供应及安装业务	42.83	94.72%	17.78%	35.82	93.23%	24.68%
水处理工程服务及膜产品销售收入	1.90	4.19%	16.98%	2.10	5.46%	18.49%
其他	0.49	1.09%	36.85%	0.50	1.30%	25.85%
<b>合计</b>	<b>45.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.95%</b>	<b>38.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.35%</b>

注：“其他”主要为余热发电板块收入。

资料来源：公司2023年年报，中证鹏元整理

公司业务区域以河北、山西等省份为主，业务收入主要来自华北区，其他区域占比相对较低且较为分散。公司燃气业务客户涉及氧化铝、镁矿、石英砂、玻璃、陶瓷、发电、水泥等多个用气行业，2023年前五大客户销售额占年度销售额的比重为57.31%，客户集中度相对较高。

**表3 公司业务区域分布情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
华北区	37.84	83.69%	33.57	87.39%
国内其他区	7.05	15.59%	4.43	11.52%
国际	0.33	0.72%	0.41	1.09%

资料来源：公司2023年年报，中证鹏元整理

公司通过稀缺跨省长输管道连接上游气源和下游市场，上游气源较有保障，同时具备一定区域的天然气特许经营权，2023年燃气板块销量有所提升，但受购销价差缩小的影响盈利空间收窄；此外，公司客户以工商企业为主，居民用气占比非常小，且采购端对中联煤气源依赖较大

公司燃气板块的经营主体主要包括公司本部主要分公司和子公司北京华盛、华盛燃气等。同时，北京华盛在山西省原平市、兴县、保德县三市县拥有燃气特许经营权，华盛燃气子公司霸州燃气在河北省霸州市津港工业园区拥有燃气特许经营权，控股子公司清远正茂燃气有限公司（以下简称“清远正茂”）在广东省清远市清新区禾云镇等区域拥有燃气特许经营权，为当地城镇居民、商业公共服务用户及工业用户供气。此外，公司控股子公司昆威燃气主营业务为天然气液化，拥有处理量为30万方/日的LNG液化化工厂，是中石油浙江油田在云南昭通区块内唯一一家井口液化化工厂。

公司与中联煤共同投资建设运营神安线管道，将煤层气为主的天然气输送至京津冀地区，神安线设计输气能力50亿方/年，约1,369.86万立方米/日，2021年7月，神安线山西-河北鹿泉段实现正式通气，2022年12月，神安线陕西-山西段建成投产，标志着神安线管道全线贯通。截至2023年末，公司拥有高压管网911.46公里，次高压管网118.00公里，城市管网1,009.71公里，较2022年末均有所提升。由于公司煤层气连接线能连通陕西省长庆气田、延长气田的常规天然气，山西省保德区块、临兴区块等的煤层气，为鄂尔多斯盆地的煤层气资源进入中游长输管道提供了重要通道，随着上游煤层气资源的开发利用以及气量提产，连接线的管输收益有望进一步提升。

自神安线投运通气以来，公司加大神安线沿线的工商业客户、燃气终端公司、大型燃气集团等经销商客户的市场开拓力度，并推动公司主干管网与国家管网互联互通，通过管道代输进一步拓展神安线周边的天然气市场，拓宽公司的销售半径。2023年公司燃气销售量增至15.47亿立方米，其中企业客户销量增至15.12亿立方米；但公司的居民用气仅0.35亿立方米，占比2.26%。

**表4 公司燃气业务主要经营指标**

项目	2023年	2022年
高压管网（公里）	911.46	907.91
次高压管网（公里）	118.00	117.47
城市管网（公里）	1,009.71	1,001.70
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）	15.47	11.71
其中：居民	0.35	0.33
企业	15.12	11.38

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4个区块，分别为保德区块、紫金山区块、三交北区块和三交区块；中联煤拥有临兴区块，经国家自然资源部审定，临兴气田探明地质储量超1,010亿立方米。此外，中联煤

神府区块的气源，陕西省神木市附近的长庆气田、延长气田等多块资源存储丰富的气田也可为神安线提供气源保障。公司最大的煤层气供应商为中联煤，2023年公司对中联煤的煤层气采购金额占比达72.59%，集中度较高，目前对单一气源的依赖性较强。

采购价格方面，管道天然气采购价格由国家和省物价部门制定，煤层气采购价格根据区域天然气售价情况与上游企业协商确定，但公司对上游的议价能力相对较弱。结算方面，公司与供应商采取预付款方式支付购气款，周期为按周预付、月结算。2023年煤层气采购均价同比提升，但下游市场竞争激烈、供给增加，燃气售价并未提升，购销差价的降低导致公司毛利率有所下降。

**表5 公司燃气业务主要经营指标**

项目	2023年	2022年
燃气采购量（亿立方米）	15.47	11.80
其中：煤层气采购量	14.26	10.64
煤层气采购量占比	92.18%	90.17%

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

**公司水务板块膜产品销量有所提升，但该板块整体经营状况持续下行，水处理工程项目沉淀了大量合同资产和应收账款，公司存在一定的垫资压力**

公司水务板块由子公司赛诺水务负责，包括水处理工程服务及膜产品销售业务。2023年公司水务板块收入持续下降，占营业收入的比重降至4.19%，同时受成本提升的影响毛利率水平大幅下降。水处理工程服务主要向市政给水、污水处理及回用，工业给水及废水处理及回用，海水淡化等需求客户提供水处理综合解决方案。水处理项目建设周期一般为数月到三年不等，公司根据项目完工进度确认收入。部分客户已到结算时点，但未按合同约定进度支付款项，导致公司沉淀了较大规模的合同资产和应收账款，2023年末二者合计金额为6.10亿元，占总资产的6.69%，需关注其回款情况。

膜产品业务主要由赛诺水务全资子公司北京赛诺膜技术有限公司（以下简称“赛诺膜公司”）负责。赛诺膜公司拥有热致相分离法（TIPS）制备中空纤维膜技术，是全球三大专利拥有者之一，其主营业务为研发、生产、制造、销售应用热致相分离法（TIPS）的核心设备膜组件和其他核心部件膜材料，主要产品为赛诺SMT 600压力式产品系列、SMT 600浸没式产品系列、赛诺MBR产品系列、赛诺Retrofit TM替换产品系列。膜材料及膜组件产品是整个水处理的核心技术产品，主要应用于工业、市政、海水淡化等领域，客户主要为业内水处理实施单位、水务公司和环保技术服务公司等。2023年公司膜产品销量有所增加，销售收入和毛利率同比提升。

**表6 公司水处理业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水处理工程服务	0.78	1.20%	1.09	13.16%

膜产品销售	1.12	28.02%	1.01	24.21%
<b>合计</b>	<b>1.90</b>	<b>16.98%</b>	<b>2.10</b>	<b>18.49%</b>

资料来源：公司提供

公司膜产品生产基地位于河北沧州中捷产业园区，2023年因厂区搬迁等因素产能调整至250万平方米/年，产能利用率有所提升但水平仍不高。赛诺膜公司的产品及膜组件部分直供赛诺水务使用，大部分对外销售，并以国内市场为主。随着下游需求的增加，2023年公司膜产品销售量有所增长。

**表7 公司膜产品业务主要经营数据（单位：万平方米/年、万平方米）**

项目	2023年	2022年
产能	250	300
产量	113.66	111.56
产能利用率	45.46%	37.19%
销量	104.31	90.09
产销率	91.78%	80.75%
库存量	31.43	42.70

资料来源：公司提供

**公司频繁的并购活动形成较大规模商誉，2023年赛诺水务和昆威燃气的经营未达预期，后续仍需关注并购企业的经营管理情况及商誉减值风险**

近年来公司通过外延式并购先后完成对北京华盛、赛诺水务、霸州燃气、北京力拓节能工程技术有限公司和昆威燃气等收购，形成了较大规模商誉。其中公司于2022年完成对昆威燃气的收购，昆威燃气股权出让方威信中油昆仑聚顺燃气有限公司承诺昆威燃气2022-2024年度经审计扣除非经常性损益的净利润分别不少于人民币5,500万元，2023年昆威燃气实现扣除非经常性损益的净利润1,227.63万元，未完成业绩承诺，当期计提减值准备6,136.23万元。截至2023年末公司商誉账面净值10.24亿元，占净资产比重为23.18%，累计计提减值准备3.52亿元，其中2023年度计提减值准备1.20亿元，包括昆威燃气0.61亿元、赛诺水务0.58亿元。若被并购子公司经营出现不利变化，公司将存在一定的商誉减值风险。

**表8 截至2023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
赛诺水务	6.11	1.82	4.29
北京华盛	4.86	0.00	4.86
昆威燃气	1.23	0.61	0.61
霸州燃气	0.90	0.90	0.00
北京力拓	0.53	0.05	0.48
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
<b>合计</b>	<b>13.76</b>	<b>3.52</b>	<b>10.24</b>

资料来源：公司2023年年报，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

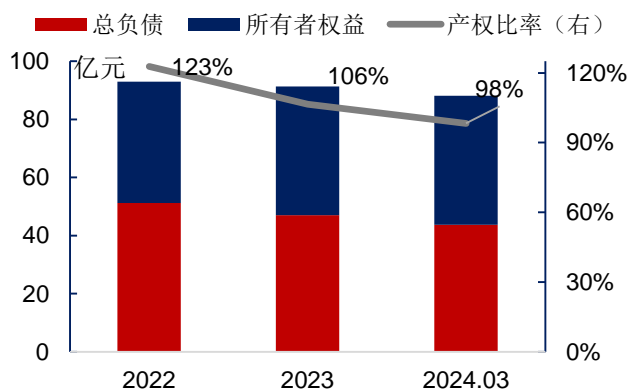
以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内，公司合并报表范围变化情况详见表1，2024年1-3月公司合并范围较2023年末无变化。

### 资本实力与资产质量

随着利润的积累，公司净资产规模保持增长，但水务板块形成的应收账款和合同资产仍对公司资金形成一定占用，且部分应收账款回收困难，同时公司商誉规模较大，2023年计提商誉减值损失增加，若未来被并购子公司经营不佳，公司仍面临一定的商誉减值风险

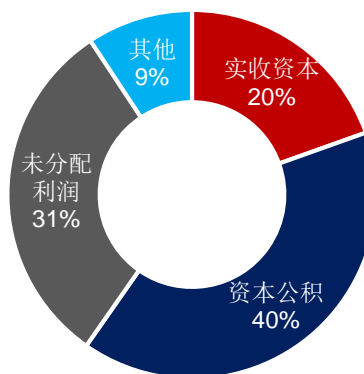
公司的所有者权益主要由股本溢价和未分配利润构成。2023年公司燃气业务板块利润保持增长，利润的积累带动了所有者权益规模的持续提升；随着到期债务的偿付，2024年3月末公司产权比率降至约98%，所有者权益对总负债的覆盖程度明显好转。

图4 公司资本结构



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图5 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

受偿还到期债务等因素影响，2023年末公司货币资金余额同比下降至14.48亿元，占总资产的15.86%，其中受限货币资金9.92亿元，包括银行承兑保证金9.53亿元。

公司的应收账款和合同资产多由水务板块产生，主要系子公司赛诺水务从事水处理工程项目建设过程中部分客户未及时确认结算款项所致，2023年公司持续加大回款力度并督促客户对已完工项目进行结算，期末应收账款和合同资产金额较2022年末有所下降。截至2023年末，公司水务板块应收账款和合同资产合计占总资产的比重为6.69%，仍对公司资金形成占用，且部分应收账款已全额计提坏账准备，存在一定的坏账风险。

公司的对外投资包括对合营、联营企业的长期股权投资。公司的合营企业为新盛天然气销售有限公司和河北华盛京汉燃气发展有限公司，联营企业主要为中联华瑞、清远正茂管道有限公司等，2023年末对中联华瑞投资的账面价值为5.31亿元，中联华瑞系公司与中海油合资成立的公司，公司通过中联华瑞参与投资建设了神安线。此外，公司因并购子公司而形成了较大规模的商誉，2023年赛诺水务和昆威燃气分别计提减值准备0.58亿元和0.61亿元，导致商誉规模有所下降，考虑到公司商誉规模较大，若被并购企业经营不佳，将存在一定的减值风险。

公司的其他主要资产包括固定资产、在建工程和无形资产。公司固定资产主要是管网及场站设备、机器设备以及房屋建筑物等，受在建工程转固等因素的影响，2023年末公司固定资产规模有所增加。公司在建工程主要是燃气管线项目工程等，随着项目的完工转固，2023年末在建工程规模有所下降；随着余热电站资产与业主方完成交割，2024年3月末在建工程账面价值下降较多。公司无形资产主要包括特许经营权、合同权利等，其中特许经营权为区域供气特许经营权，2023年末变化不大。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.18	14.96%	14.48	15.86%	17.42	18.74%
应收账款	4.63	5.26%	4.43	4.85%	5.19	5.58%
存货	1.99	2.26%	1.54	1.68%	1.15	1.24%
合同资产	2.98	3.38%	3.01	3.30%	3.05	3.28%
其他流动资产	1.48	1.68%	1.28	1.41%	1.08	1.16%
<b>流动资产合计</b>	<b>28.24</b>	<b>32.05%</b>	<b>29.14</b>	<b>31.93%</b>	<b>30.95</b>	<b>33.30%</b>
长期股权投资	7.43	8.43%	7.49	8.20%	7.81	8.40%
固定资产	21.48	24.37%	21.72	23.80%	19.21	20.67%
在建工程	2.91	3.30%	4.82	5.28%	5.28	5.68%
无形资产	13.45	15.26%	13.50	14.79%	14.21	15.29%
商誉	10.24	11.63%	10.24	11.22%	11.44	12.31%
<b>非流动资产合计</b>	<b>59.88</b>	<b>67.95%</b>	<b>62.13</b>	<b>68.07%</b>	<b>61.99</b>	<b>66.70%</b>
<b>资产总计</b>	<b>88.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>91.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>92.94</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

整体来看，公司资产规模保持基本稳定，但水务板块形成的应收账款和合同资产对公司资金形成一定占用，且 2023 年度商誉计提减值损失增加，需关注后续的商誉减值风险。截至 2023 年末，公司受限资产合计 24.93 亿元，占当期末总资产的 27.31%，包括货币资金 9.92 亿元、固定资产 8.27 亿元、无形资产 0.22 亿元、长期股权投资 6.50 亿元<sup>7</sup>和应收账款 0.02 亿元，该部分资产的即时变现能力欠佳。

<sup>7</sup> 2023 年末受限长期股权投资账面价值 6.50 亿元，其中受限子公司股权 5.09 亿元，受限参股公司股权 1.41 亿元。

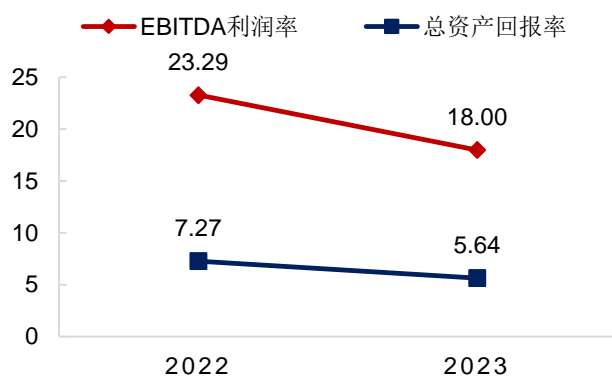


## 盈利能力

依托神安线长输管道优势，2023年公司燃气业务销量持续增长，业务收入规模有所提升；但受燃气购销价差降低及计提减值准备增加等因素影响，公司利润水平有所下滑，考虑到公司对上游议价能力相对较弱，且下游市场竞争激烈，燃气购销价差将根据市场情况有所变动，预计公司未来盈利能力或存在波动

公司依托神安线推动了燃气市场的开拓和管输运营业务，2023年燃气业务收入持续提升，但由于燃气购销价差的降低，导致主业盈利水平下降，叠加计提减值损失增加的影响，同期公司利润水平同比下滑，EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降。由于公司拥有跨省长输管道优势，且上游气源较为稳定，随着下游销售市场的进一步拓展，预计未来燃气业务将持续增加。但公司相较于上游的议价能力相对较弱，未来的燃气购销价差或根据市场情况有所变动，预计公司未来盈利状况将存在波动；同时天然气下游市场竞争激烈，天然气需求量与经济景气周期关系较大，若宏观经济增长不及预期，或对天然气的需求产生不利影响。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司燃气业务回款较好，经营性现金生成能力仍较强；利润积累导致了净资产的增加，叠加债务的到期偿还，公司资产负债率水平有所下降，整体杠杆状况表现良好；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

公司的总债务主要由短期债务构成，长期债务占比相对较低。短期债务主要由短期借款、应付票据和一年内到期的长期债务构成，公司短期借款多用于日常经营的资金周转，受资金需求的影响而有所变化；应付票据主要为银行承兑汇票，系在业务开展过程中所形成，2023年末占总负债的27.38%。长期债务主要由长期借款、应付债券和融资租赁款构成，长期借款主要为满足项目建设需求而产生，规模不大；长期应付款主要由融资租赁款构成，随着相关款项的到期偿还，2023年末规模有所下降；应付债券系本

期债券，账面价值随着溢折价摊销等的变化而有所变动。

经营性负债方面，由于采购燃气所付现金款项减少，应付账款相应下降；公司其他应付款主要系往来款和预收资产转让款等，2023年变动不大，但受子公司余热电站资产交割完成的影响，2024年3月末其他应付款规模明显下降。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.33	12.20%	4.94	10.50%	6.91	13.49%
应付票据	13.47	30.84%	12.89	27.38%	13.07	25.53%
应付账款	5.80	13.27%	6.41	13.61%	7.62	14.88%
合同负债	1.81	4.15%	2.72	5.77%	1.83	3.57%
其他应付款	2.47	5.65%	4.52	9.61%	4.58	8.95%
一年内到期的非流动负债	2.07	4.73%	2.40	5.11%	2.29	4.48%
<b>流动负债合计</b>	<b>31.90</b>	<b>73.03%</b>	<b>35.10</b>	<b>74.58%</b>	<b>38.36</b>	<b>74.91%</b>
长期借款	2.00	4.58%	2.02	4.29%	0.93	1.82%
应付债券	3.69	8.44%	3.66	7.78%	3.65	7.12%
长期应付款	1.55	3.54%	1.69	3.59%	3.44	6.73%
预计负债	1.50	3.44%	1.50	3.19%	1.51	2.96%
递延所得税负债	2.80	6.42%	2.84	6.04%	2.99	5.84%
<b>非流动负债合计</b>	<b>11.78</b>	<b>26.97%</b>	<b>11.96</b>	<b>25.42%</b>	<b>12.85</b>	<b>25.09%</b>
<b>负债合计</b>	<b>43.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>47.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>51.21</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	27.87	63.80%	27.68	58.81%	30.43	59.44%
其中：短期债务	20.87	47.77%	20.23	42.99%	22.27	43.50%
长期债务	7.00	16.03%	7.45	15.82%	8.16	15.94%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司燃气业务回款较好，随着收入规模的扩大，2023年经营活动净现金流增长较快，但利润规模的下降导致FFO下滑，FFO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。随着净资产规模的扩大及债务规模的下降，2024年3月末公司资产负债率降至49.57%，较2022年末下降5.53个百分点。虽然公司利润水平有所下滑，但受益于收入和现金流的增加，2023年公司EBITDA利息保障倍数较2022年变化不大，EBITDA对净债务的覆盖程度整体较好。

**表11 公司现金流及杠杆状况指标**

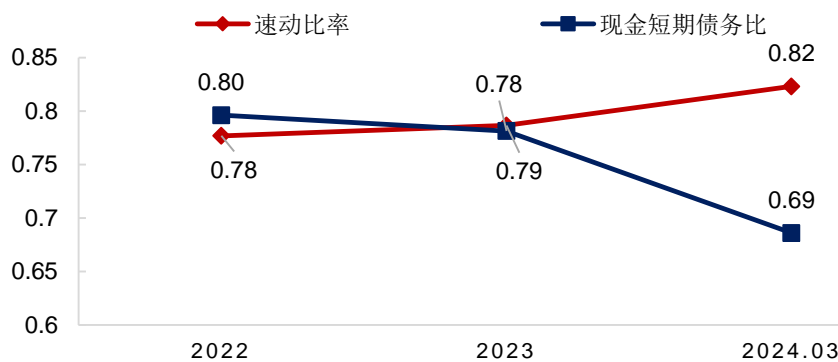
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	-0.12	5.40	4.69
FFO（亿元）	--	3.77	4.93
资产负债率	49.57%	51.57%	55.10%
净债务/EBITDA	--	1.60	1.52

EBITDA 利息保障倍数	--	9.43	9.59
总债务/总资本	39.32%	39.11%	43.47%
FFO/净债务	--	28.92%	36.15%
经营活动净现金流/净债务	-0.84%	41.45%	34.42%
自由活动现金流/净债务	-8.11%	10.49%	11.43%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产规模保持稳定，流动资产减少的同时流动负债同步下降，2023 年末速动比率和现金短期债务比较 2022 年末变动不大，现金类资产对短期债务的覆盖程度仍一般。作为 A 股上市公司，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7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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

公司近一年不存在重大 ESG 风险因素，但天然气属于易燃、易爆的危险化学品，需关注业务开展过程中的安全生产风险

#### 环境因素

根据公司 2024 年 5 月提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年不存在因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

#### 社会因素

根据公司 2024 年 5 月提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年不存在违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资、发生员工安全事故等负面舆情事件出现。

但天然气属于易燃、易爆的危险化学品，天然气输配对安全经营要求很高，需关注公司在业务开展中的安全生产风险。

### 公司治理

公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关规定制定了《公司章程》，建立了以股东大会、董事会、监事会以及管理层等为主体结构的经营管理体系。

公司治理制度整体运行良好，2023 年共召开董事会会议 14 次，监事会会议 8 次，年度股东大会 1 次，临时股东大会 5 次。2023 年至 2024 年 4 月末，公司高级管理人员变动频繁。2023 年 3 月，张岩岗先生因个人原因辞去公司副总经理职务，但仍在公司任职，负责水务板块工作；2024 年 1 月，闫冰先生因个人原因，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董事、总经理职务，同时聘任温雷筠先生担任公司总经理、聘任李盈鹏先生为公司副总经理、聘任李玉龙先生为公司副总经理；2024 年 4 月，温雷筠先生因个人原因，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，同时聘任陈作涛先生为公司总经理、聘任张惠英女士为公司副总经理。陈作涛先生为公司实际控制人，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；但仍需关注近期高级管理人员尤其是总经理的频繁变动对公司经营和管理等可能带来的不利影响。

### （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月7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，从2023年1月1日至查询日（2024年5月20日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

### （三）或有事项分析

截至2024年3月末，公司对外担保金额合计7,935.82万元。其中对葛洲坝赛诺（日照）环境科技有限公司（以下简称“葛洲坝赛诺”）存在1,535.82万元的担保，葛洲坝赛诺为赛诺水务参股公司，其控股股东为中国葛洲坝集团水务运营有限公司；由于葛洲坝赛诺已被列入被执行人名单且其法定代表人已被限制高消费，公司对其担保未设置反担保措施，存在一定的代偿风险。漳州中联华瑞天然气有限公司是公司的合营企业，公司间接持有其45%的股权，公司对其担保已设置反担保措施。

**表12 截至 2024 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
葛洲坝赛诺（日照）环境科技有限公司	1,535.82	2018 年 8 月 14 日至主债权到期后两年	否

漳州中联华瑞天然气有限公司	6,400.00	2023年12月25日-2033年12月20日	是
<b>合计</b>	<b>7,935.82</b>	-	-

资料来源：公司提供

截至2023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11,393.65万元，19笔正在审理（仲裁）中，14笔已完结。

## 其他

本次评级打分模型涉及调整因素-补充调整，主要原因为公司近年先后完成对北京华盛、赛诺水务、霸州燃气和昆威燃气等的收购，形成了较大规模商誉，且部分被并购企业的经营业绩未达预期，未来商誉仍易受被并购企业的经营情况影响而存在一定的减值风险。

## 八、结论

公司参与投资建设了神安线管道项目，形成了稀缺跨省长输管道优势，神安线连接了上游气源和下游市场，随着神安线沿线市场开拓力度的加大，2023年公司燃气业务经营规模持续提升，经营性现金流和杠杆状况整体表现较好。此外，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以及广东省清远市清新区禾云镇等拥有天然气特许经营权，燃气业务具备一定的区域垄断性。但受燃气购销差价的降低和计提减值准备等因素影响，2023年公司盈利水平有所下降；且公司燃气业务区域分布相对单一，对上游单一气源依赖较大；此外，公司频繁的并购活动产生了较大规模的商誉，部分被并购子公司经营业绩未达预期，存在一定的商誉减值风险。

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

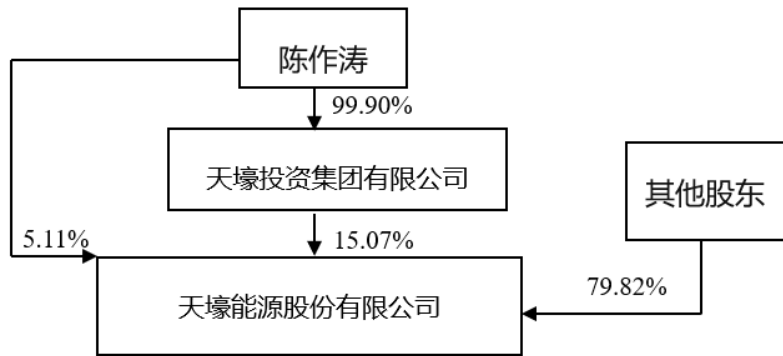
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	13.18	14.48	17.42	9.24
应收账款	4.63	4.43	5.19	6.72
存货	1.99	1.54	1.15	1.14
合同资产	2.98	3.01	3.05	3.80
其他流动资产	1.48	1.28	1.08	0.59
流动资产合计	28.24	29.14	30.95	24.95
长期股权投资	7.43	7.49	7.81	6.42
固定资产	21.48	21.72	19.21	17.57
在建工程	2.91	4.82	5.28	4.18
无形资产	13.45	13.50	14.21	14.63
商誉	10.24	10.24	11.44	10.48
非流动资产合计	59.88	62.13	61.99	57.83
资产总计	88.13	91.27	92.94	82.77
短期借款	5.33	4.94	6.91	5.20
应付票据	13.47	12.89	13.07	5.40
应付账款	5.80	6.41	7.62	14.10
合同负债	1.81	2.72	1.83	1.21
其他应付款	2.47	4.52	4.58	3.36
一年内到期的非流动负债	2.07	2.40	2.29	1.90
流动负债合计	31.90	35.10	38.36	33.30
长期借款	2.00	2.02	0.93	0.30
应付债券	3.69	3.66	3.65	3.50
长期应付款	1.55	1.69	3.44	3.04
预计负债	1.50	1.50	1.51	1.53
递延所得税负债	2.80	2.84	2.99	3.09
非流动负债合计	11.78	11.96	12.85	11.79
负债合计	43.69	47.07	51.21	45.09
总债务合计	27.87	27.68	30.43	19.45
其中：短期债务	20.87	20.23	22.27	12.50
所有者权益	44.44	44.20	41.73	37.68
营业收入	11.55	45.22	38.42	20.52
营业利润	1.07	4.24	5.43	2.13
净利润	0.70	2.88	3.62	1.93
经营活动产生的现金流量净额	-0.12	5.40	4.69	2.19
投资活动产生的现金流量净额	-1.00	-3.53	-4.63	-1.35
筹资活动产生的现金流量净额	-0.77	-3.55	1.41	-5.46

财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA (亿元)	--	8.14	8.95	5.26
FFO (亿元)	--	3.77	4.93	3.14
净债务 (亿元)	13.86	13.04	13.63	10.67
销售毛利率	16.25%	17.95%	24.35%	28.06%
EBITDA 利润率	--	18.00%	23.29%	25.64%
总资产回报率	--	5.64%	7.27%	3.85%
资产负债率	49.57%	51.57%	55.10%	54.48%
净债务/EBITDA	--	1.60	1.52	2.03
EBITDA 利息保障倍数	--	9.43	9.59	6.66
总债务/总资本	39.32%	39.11%	43.47%	35.41%
FFO/净债务	--	28.92%	36.15%	29.40%
经营活动净现金流/净债务	-0.84%	41.45%	34.42%	20.56%
自由活动现金流/净债务	-8.11%	10.49%	11.43%	-11.50%
速动比率	0.82	0.79	0.78	0.71
现金短期债务比	0.69	0.78	0.80	0.74

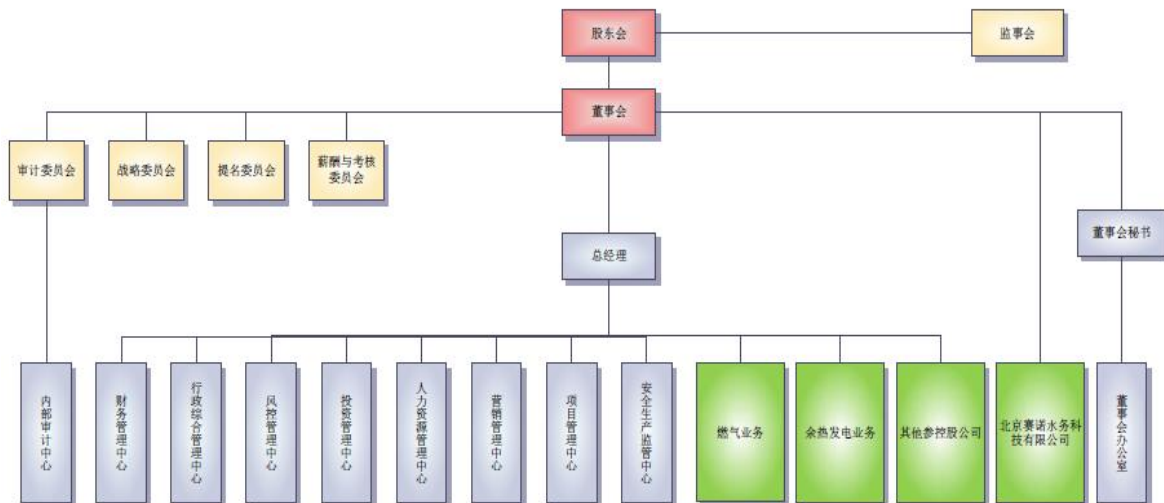
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供



## 附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
天壕投资（香港）有限公司	香港	项目管理	100.00	-	新设
贵州天壕新能源有限公司	贵州贵阳	能源生产	100.00	-	新设
北京市天壕智慧余热发电有限公司	北京市	能源生产	100.00	-	新设
鄂尔多斯市天壕新能源有限公司	内蒙古鄂尔多斯	能源生产	100.00	-	新设
北京天壕环保科技有限公司	北京市	工程服务	80.65	-	新设
北京力拓节能工程技术有限公司	北京市	工程服务	100.00	-	非同一控制下企业合并
北京华盛新能投资有限公司	山西太原	项目管理	100.00	-	非同一控制下企业合并
原平市天然气有限责任公司	山西原平	天然气供应	-	86.11	非同一控制下企业合并
忻州市华盛能源有限公司	山西忻州	天然气供应	-	100.00	非同一控制下企业合并
兴县华盛燃气有限责任公司	山西兴县	天然气供应	-	100.00	非同一控制下企业合并
保德县海通燃气供应有限责任公司	山西保德	天然气供应	-	72.00	非同一控制下企业合并
山西华盛新能贸易有限责任公司	山西太原	天然气供应	-	100.00	新设
华盛新能燃气集团有限公司	山西太原	项目管理	100.00	-	非同一控制下企业合并
霸州市华盛燃气有限公司	河北霸州	天然气供应	-	100.00	非同一控制下企业合并
北京赛诺水务科技有限公司	北京市	工程服务	100.00	-	非同一控制下企业合并
北京赛诺膜技术有限公司	北京市	产品生产	-	100.00	非同一控制下企业合并
国能（东山）新能源有限公司	福建东山	项目管理	94.07	-	新设
高平市华盛天然气有限公司	山西高平	天然气供应	-	100.00	新设
清远正茂燃气有限公司	广东清远	燃气生产和供应	-	76.00	非同一控制下企业合并
安平县华盛建投燃气销售有限公司	河北衡水	燃气生产和供应	-	51.00	新设
威信昆威燃气有限责任公司	云南威信	燃气生产和供应	-	51.00	收购
天壕环境（厦门）清洁能源有限公司	福建厦门	批发	100.00	-	新设
忻州市原平经济技术开发区华源燃气有限公司	山西忻州	燃气生产和供应	-	60.00	新设
兴县华盛新能燃气有限责任公司	山西吕梁	燃气生产和供应	-	100.00	新设
北京天瑞能源有限公司 <sup>10</sup>	北京市	燃气生产和供应	51.00	-	新设
赤峰通瑞能源有限公司 <sup>11</sup>	内蒙古赤峰	燃气生产和供应	5.00	70.00	新设

资料来源：公司 2023 年年报，中证鹏元整理

<sup>10</sup> 截至 2023 年末，公司对北京天瑞能源有限公司直接持股比例为 51%；2024 年 4 月，公司对其直接持股比例变更为 100%。

<sup>11</sup> 截至 2023 年末，公司对赤峰通瑞能源有限公司直接持股比例为 5%，间接持股比例为 70%；2024 年 4 月 19 日，公司对其直接持股比例变更为 51%。

## 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。