

# 河南百川畅银环保能源股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【160】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。

# 河南百川畅银环保能源股份有限公司相关债券2026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	BBB+	A
评级展望	稳定	稳定
百畅转债	BBB+	A

## 评级日期

2026年06月17日

## 联系方式

项目负责人：邹火雄  
 zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：朱小万  
 zhuxw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 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）核心的国内沼气发电业务持续受垃圾焚烧替代、填埋气不足等影响而延续收缩态势，加之其战略退出和暂缓异质结电池光伏项目，资产减值损失较大，2025年以来净亏损加大。尽管公司在填埋气处理细分领域仍保有一定的业务规模并能提供一定的现金流，且在海外布局与新业务转型上积极发力，并获得控股股东一定的财务性支持等。但考虑到公司国内沼气发电业务下滑趋势短期难逆，资产减值风险仍未出清，且战略转型业务尚未完全接续，应收款项仍占用较多营运资金，短期债务规模仍较大，流动性管理压力凸显，公司盈利与流动性面临双重挤压；同时需关注沼气发电上网电价补贴政策变动可能带来的款项回收风险，以及海外项目拓展衍生的跨区域经营管理挑战等风险因素。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	17.48	17.77	21.94	22.86
归母所有者权益	8.86	9.02	12.84	15.92
总债务	6.35	6.52	7.18	5.41
营业收入	0.81	3.94	4.52	4.03
净利润	-0.21	-4.07	-3.05	-0.96
经营活动现金流净额	-0.02	1.15	0.60	0.92
净债务/EBITDA	--	7.04	8.01	3.05
EBITDA 利息保障倍数	--	1.97	1.92	3.88
总债务/总资本	42.03%	42.20%	35.98%	25.23%
FFO/净债务	--	3.91%	1.79%	11.94%
EBITDA 利润率	--	22.60%	18.70%	30.78%
总资产回报率	--	-18.20%	-11.41%	-2.75%
速动比率	1.89	1.91	1.69	2.55
现金短期债务比	0.12	0.17	0.16	0.77
销售毛利率	19.97%	20.79%	17.36%	22.99%
资产负债率	49.89%	49.79%	41.76%	29.86%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 正面

- 公司加速推进战略转型，并积极布局海外市场，且获得控股股东一定的财务性支持。**公司作为国内第三方提供沼气资源化利用的主要服务商之一，在填埋气处理领域保持一定的规模优势，项目仍能贡献一定的现金流。在此基础上，公司战略布局海外市场，加大移动储能供热市场开拓力度，并拓展沼气提纯生物质天然气及碳减排交易等业务，着力构建“绿电+绿热+绿气”的三位一体的产业体系。2026年以来，公司控股股东向其提供合计不超过 8,000 万元的无息财务资助；同时，公司拟于 2026 年向金融机构申请不超过 10 亿元融资额度，由控股股东及实际控制人提供担保，为其提供一定的流动性支持。

## 关注

- 公司沼气发电业务持续收缩，异质结电池光伏业务拓展受阻，2025 年资产减值损失进一步扩大，净亏损加大。**受垃圾焚烧对卫生填埋持续替代等影响，公司国内部分电厂装机减容或关闭，垃圾填埋气发电延续收缩态势，加之其战略退出或暂缓异质结电池光伏项目，资产减值损失进一步扩大，对盈利形成较大侵蚀，2025 年及 2026 年一季度公司净利润亏损进一步加大。考虑到公司主业萎缩趋势短期难以逆转，资产减值风险仍未出清，且战略转型业务尚未完全接续，未来盈利或继续承压。
- 公司应收款项规模较大且应收账款账期有所延长，占用营运资金，需关注流动性管理压力以及电价补贴政策变动及回收风险。**公司目前核心业务仍为沼气发电，较依赖于国家政策支持，业务收入主要包括标杆电价收入和补贴电价收入，业务回款时间存在滞后性，2025 年应收账款周转天数延长至 528 天，对营运资金形成较大占用，叠加短期债务规模仍较大，现金类资产覆盖程度较低，仍存在流动性管理压力。此外，若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，或可再生发电项目补贴清单的审核条件发生不利变化，公司相关补贴款存在不能回收的风险。
- 需关注海外项目可能给公司带来的经营管理挑战。**公司积极布局海外市场，2025 年末已在马来西亚、哥伦比亚等国签约和投产多个填埋气发电项目和光伏发电项目，主要在建项目亦为海外项目，并加大了俄罗斯、中亚和中东市场的拓展力度。伴随海外项目陆续投入运营及海外市场的不断拓展，公司或面临一定的跨区域管理挑战。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**公司不断拓展移动储能供热业务，战略布局海外市场、沼气提纯生物质天然气及碳减排交易等业务，着力构建“绿电+绿热+绿气”的三位一体产业体系，上述业务的不断发展将逐步释放业绩，并能贡献一定的现金流。

## 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_2025V1.0

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	4/9
	行业&经营风险状况	3/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	3/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		4/9

	ESG 因素	0
调整因素	重大特殊事项	0
	补充调整	0
个体信用状况		<b>bbb+</b>
外部特殊支持		0
主体信用等级		<b>BBB+</b>

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	4.2000	4.1987	2026-2-6	2029-2-21

## 一、 债券募集资金使用情况

“百畅转债”募集资金原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。根据公司于2025年11月公告的《河南百川畅银环保能源股份有限公司关于终止募集资金投资项目并将剩余募集资金永久补充流动资金的公告》，“百畅转债”募投项目沼气综合利用项目共19个项目，其中仅大悟县城区垃圾填埋场沼气综合利用项目（以下简称“大悟县沼气项目”）因合作方磨合原因导致建设进度缓慢、尚未完成建设，其余18个项目均已基本建完并投入运营；公司经审慎考虑，决定终止对大悟县沼气项目的后续投资，并将截至2025年9月30日剩余未使用的募集资金10,866.95万元（含利息）及其之后产生的利息（具体金额以资金划转日实际金额为准）的用途变更为永久补充流动资金。

根据公司于2026年4月公告的《河南百川畅银环保能源股份有限公司董事会关于2025年年度募集资金存放、管理与使用情况的专项报告》，截至2025年末，“百畅转债”募集资金专户余额为236.42元。截至2026年1月16日，“百畅转债”募集资金专户均已被注销。

转股价格方面，“百畅转债”自2023年8月28日起进入转股期，当前转股价格为20.40元/股，截至2026年6月16日，公司股票收盘价11.67元/股。2026年4月，公司发布《河南百川畅银环保能源股份有限公司关于不向下修正“百畅转债”转股价格的公告》，在2026年4月15日至2026年7月14日期间，若公司股票收盘价再次触发“百畅转债”转股价格向下修正条款，公司不提出向下修正方案。

## 二、 发行主体概况

2025年以来公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。随着“百畅转债”部分转股，截至2025年末，公司股本为1.60亿元，控股股东仍为上海百川畅银实业有限公司（以下简称“上海百川”），持股比例为35.04%；公司实际控制人仍为陈功海和李娜夫妇，其合计持有上海百川100%股权，通过直接和间接方式控制公司42.87%股权。截至2026年4月14日，公司控股股东上海百川累计质押公司股份1,500.00万股，占其所持公司股份及公司总股本的比重分别为33.08%、9.35%。

2026年4月，公司股东上海百川、李娜及郑州知了创业企业管理咨询有限公司（2026年4月更名为林州知了企业管理咨询有限公司，以下简称“林州知了”）基于自身资金安排需要，通过协议转让方式以12.68元/股的价格将其合计持有的公司1,604.41万股无限售流通股<sup>1</sup>转让给江苏能源物资有限公司（以下简称“江苏能源”，民营企业），股权转让价款合计2.03亿元。本次转让完成后，江苏能源持有公司10%股份，成为公司第二大股东，并有权提名/推荐1名非独立董事、1名独立董事、1名副总经理及1名财务

<sup>1</sup>公司股东上海百川、林州知了和李娜分别转让公司股份 1,088.62 万股、401.47 万股、114.31 万股，占公司总股本的比例分别为 6.79%、2.50%和 0.71%。

人员。作为本次转让的条件，转让方承诺<sup>2</sup>公司2026年归属于母公司所有者的年度净利润（扣非后）为正，当年实际实现净利润（扣非后）不足上述承诺净利润的部分（如有）由转让方向受让方进行现金补偿。

### 三、运营环境

#### 宏观经济和政策环境

**2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局**

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

#### 行业环境

**我国城镇化进程的推进推动垃圾产量不断增加，生活垃圾无害化处理能力持续提升，但垃圾卫生填埋已基本被垃圾焚烧替代，导致垃圾填埋气发电市场持续萎缩，叠加补贴政策变化及款项回收滞后，行业企业盈利持续承压**

我国城市生活垃圾的产生和积累随经济快速发展、城市化进程推进等而不断增加，生活垃圾清运量及无害化处理能力亦不断提升。目前我国城镇化仍处于快速推进时期，2025年末全国常住人口城镇化率增至67.89%，预计2030年达71.5%，或进一步扩大城市生活垃圾处理行业的市场空间。我国生活垃圾无

---

<sup>2</sup>未免歧义，转让方仅对公司现有业务承担业绩承诺责任，本次交割后公司新增业务或根据公司董事会/股东会决议要求增加投入导致的利润差额部分不计入相关业绩考核。

害化处理率已提升至100%，其中垃圾焚烧基于土地资源节约和处理效率等方面的优势发展较快，近年我国城市生活垃圾焚烧处理能力持续增长，提前多年实现“十四五”目标，已基本取代填埋处理成为主流方式。

图1 我国垃圾清运量及无害化处理率持续提升

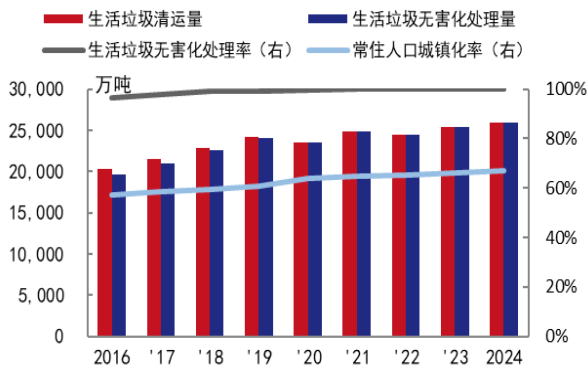
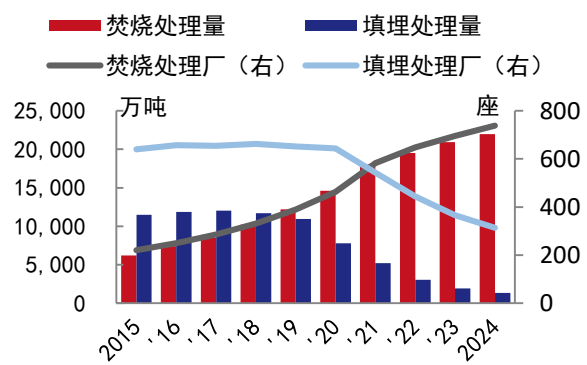


图2 垃圾焚烧替代填埋成为主流方式



资料来源：2024年城乡建设统计年鉴、2016-2024年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

资料来源：中国统计年鉴 2016-2025，中证鹏元整理

受环保政策趋严、土地资源日趋紧张以及焚烧替代持续加深等因素影响，国内生活垃圾填埋气发电市场持续萎缩，且未来发展空间有限，行业企业经营业绩承压。2025年12月，国务院印发《固体废物综合治理行动计划》，要求2024年底前停用的填埋场，除有后续使用计划的外，原则上到2027年全部完成封场治理；此外，各地亦陆续出台相关政策，加快推动生活垃圾零填埋进程。在政策导向与市场替代双重作用下，行业重心已从原生垃圾填埋转向封场生态修复，垃圾填埋气发电企业可开发的气体治理项目机会显著减少。与此同时，对于已投产运营的填埋气治理项目，受地方政府城市规划及新建垃圾焚烧处理设施等因素影响，填埋场垃圾进场量与产气量持续减少，导致项目无法达到设计产能，存量项目陆续减容甚至关停，行业企业面临资产减值压力，盈利持续承压。上网电价补贴方面，沼气发电业务正面临可再生能源电价补贴退坡、拖欠或申报流程变化等，进一步加剧了行业企业的流动性及盈利压力。为应对国内传统沼气发电市场萎缩的困境，行业企业加速从“填埋气发电”向“生物质能综合服务”转型，积极拓展养殖粪污沼气、餐厨垃圾沼气、垃圾焚烧厂渗滤液沼气、秸秆沼气等多气源发电业务。此外，鉴于南美洲、东南亚、中亚和中东等地仍以垃圾填埋为主要处理手段，国内相关企业加大海外市场布局以寻求增量空间，但需关注潜在的经营风险。

## 四、经营与竞争

公司立足垃圾填埋气（沼气）发电核心主业，着力构建“绿电+绿热+绿气”的三位一体的产业体系，向高附加值综合能源服务商转型。2025年以来，公司仍处于传统沼气发电业务收缩，新增长极移动储能供热业务尚未完全接续的转型期，整体营业收入继续承压。受行业政策等影响，垃圾焚烧逐步替代卫生填埋，以及补贴退坡等，导致填埋场垃圾进场量减少，2025年公司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，致使其全年沼气发电收入和毛利率继续下行。公司积极开拓移动储能供热业务，该业务成为公司2025年营业收入增量的基本来源；同时，公司主动关停部分盈利不佳的项目，推动该业务盈利能力提升，带动全年整体销售毛利率小幅改善。环卫及再生资源回收方面，公司主动退出回款慢、垫资压力大的项目，2025年该业务收入进一步下降，但业务盈利有所回升。此外，公司积极培育沼气提纯生物质天然气业务，该业务尚处于初期阶段，后续需关注其经营业绩的落地情况。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
沼气发电	0.32	40.02%	10.84%	1.79	45.43%	11.70%	2.51	55.54%	14.40%
移动储能供热	0.25	30.64%	15.17%	1.13	28.77%	19.33%	0.98	21.65%	10.03%
环卫及再生资源回收服务	0.15	18.93%	45.91%	0.64	16.33%	36.99%	0.71	15.72%	30.48%
其他	0.08	10.41%	22.01%	0.37	9.47%	40.88%	0.32	7.09%	33.90%
<b>合计</b>	<b>0.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.97%</b>	<b>3.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.79%</b>	<b>4.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.36%</b>

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

### （一）沼气发电业务

公司国内沼气发电业务继续萎缩，存量项目仍呈现小而分散的特点，且面临关闭或减容风险，同时，上网电价补贴退坡及回款滞后等加大公司运营压力；公司持续布局海外市场，但目前业绩贡献有限，需关注海外项目建设进度和预期收益实现情况以及可能带来的经营管理挑战

2025年公司国内沼气发电业务延续收缩态势，资产减值压力依然较大。受垃圾焚烧对卫生填埋的持续替代影响，公司面临垃圾填埋气治理项目机会减少及气源供应不足等挑战，2025年公司继续关停或减容了部分项目，导致当年沼气发电项目数量、装机容量及上网电量等进一步缩减，业务收入持续承压。公司持续作为国内第三方提供沼气资源化利用的主要服务商之一，保持一定的规模优势；但存量项目呈现典型的小而散特征，且持续面临填埋气不足及垃圾焚烧发电替代等压力，未来项目或继续面临关闭或减容的风险。受项目关停或减容等因素影响，2025年公司计提资产减值损失合计0.83亿元，仍需关注后续资产减值风险。

**表2 公司沼气发电收入构成及平均上网电价情况**

项目	2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比
售电收入（万元）	16,283.90	41.33%	23,267.92	51.47%
其中：标杆电价收入（万元）	12,942.99	32.85%	18,763.02	41.46%
补贴电价收入（万元）	3,340.91	8.48%	4,504.90	10.01%
总发电量（万千瓦时）		44,936.48		63,536.00
上网电量（万千瓦时）		42,082.39		59,743.33
平均上网电价（不含税）（元/千瓦时）		0.39		0.39
发电项目数量（座）		58		79

总装机容量 (MW)	136.80	162.35
上网率	93.65%	94.03%
设计年发电量 (万千瓦时)	119,836.80	142,216.85
机组发电效率	37.50%	44.68%

注：1) 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；  
 2) 上表中 2025 年相关指标数据含 2 个境外沼气发电项目数据，2024 年公司无投运的境外沼气发电项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司沼气发电项目面临上网电价补贴退坡及回款滞后等不利因素，运营压力进一步加大。公司下游客户主要为电网企业（包括国家电网和南方电网下属的供电公司等），在发电量上网供应至各地供电公司时确认相关收入（包括标杆电价收入和补贴电价收入）。截至2025年末，公司应收账款中可再生能源补贴电价款余额为4.27亿元，合同资产中尚未纳入补贴目录的应收补贴电价款账面余额为1.39亿元。受补贴电价款回款滞后等因素影响，公司应收账款周转天数处于较高水平，2025年公司应收账款和合同资产中电价补贴款合计计提坏账准备0.54亿元，对业务运营的资金周转及盈利水平构成压力。

面对国内市场的系统性收缩，公司持续布局海外市场，但目前业绩贡献有限，且需关注海外在建项目进度及预期收益实现情况以及可能带来的经营管理挑战。公司积极响应国家“一带一路”战略，将海外投资建设电站项目作为其重要战略，主动开拓国际市场。2025年上半年，公司在哥伦比亚巴兰基亚和马来西亚怡保市的沼气发电项目已成功并网发电。截至2025年末，公司已经有位于哥伦比亚的科尔多瓦光伏电站（10兆瓦）和巴兰基亚沼气电站（5兆瓦）以及马来西亚怡保市的沼气电站（2兆瓦）并网发电，另外有三个电站项目处于在建状态；此外，公司还加大了俄罗斯、中亚和中东市场的拓展。从收入贡献来看，2025年公司沼气发电业务的境外收入占比不足5%，随着项目逐步投运及释放产能，有望贡献一定收入，但仍需关注项目建设进度及可能带来的经营管理挑战等。此外，公司2025年开始横向拓展沼气提纯制生物天然气业务，该业务尚处于培育期，目前苏州沼气提纯项目正进入建设阶段，需关注项目建设进度及预期收益实现情况。

**表3 2025 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	主要建设内容
科尔多瓦光伏电站项目	16,100.00	2,044.14	14,055.86	光伏发电（19.8兆瓦）
哥伦比亚沼气发电项目	4,060.00	1,977.00	2,083.00	沼气发电（3兆瓦）
<b>合计</b>	<b>20,160.00</b>	<b>4,021.14</b>	<b>16,138.86</b>	--

注：科尔多瓦光伏电站项目相关投资数据包含了 2 个子项目，每个子项目装机规模均为 9.9 兆瓦。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）移动储能供热及其他业务

公司移动储能供热业务持续扩张，已发展成为其收入及毛利的核心增量来源，但业务扩张面临行业竞争加剧及资金压力；公司环卫及再生资源回收服务业务进一步收缩，碳减排交易虽稳步推进却尚未实现有效增益

2025年公司持续夯实移动储能供热业务的竞争力，加大市场开发力度。移动储能供热业务是公司主

营业务的有效延伸，通过为客户（主要是通过天然气锅炉供热的客户）提供低成本的热源等实现相关收入。为了加大市场开发的进度，公司继续推出移动供热自营模式、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。截至2025年末，公司已投入运营移动储能供热车增加51台至342台，已经逐步实现产业规模效应；2025年该业务收入及毛利率继续增长，为公司收入和毛利润提供一定支撑。公司将继续加快在全国范围内的市场拓展移动储能供热业务，深化与地方政府、园区及大型企业的合作，推动移动供热技术的规模化应用。但考虑到行业竞争加剧，且移动储能供热业务分布较为分散，导致开拓成本较高，业务扩张存在较大资金压力以及投资回报不达预期的风险。

碳减排交易方面，公司积极参与国际、国内市场的碳减排交易机制，截至2025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），可以向确定的国外合作方销售CERs；另有37个沼气发电注册成为VCS项目（2024年末为33个），5个沼气发电项目注册成为GS项目（2024年末为3个），获取的碳指标可以在相关碳排放权市场参与交易。2025年公司实现碳减排收入1,173.42万元，对收入贡献有限。

环卫业务方面，公司主动优化部分低效项目，业务收入进一步收缩，毛利率小幅提升。公司环卫业务涵盖环卫清扫、绿化管养、垃圾分类及分拣中心收运处置四大服务场景。2025年以来公司主动退出部分回款慢、垫资压力大的项目，截至2026年3月末，公司环卫在营项目有所缩减。考虑到环卫业务属于地方公共服务领域，客户系政府单位或地方国有企业，受其资金安排等影响，需关注业务回款及时性。

**表4 截至 2025 年末公司主要运营环卫项目情况**

项目名称	客户名称	服务内容	服务范围	运营期间
瀍河回族区环卫作业一体化服务项目第一标段合同		环卫一体化		2024.2-2026.12
洛阳市瀍河回族区 2023 年环卫一体化项目二标段合同	洛阳诚助商业综合体管理服务有限公司 (控股股东为洛阳诚助实业发展有限责任公司)	环卫一体化		2023.3-2026.2
瀍河回族区环境卫生服务中心关于绿地、行道树、小游园卫生保洁和养护服务项目		卫生保洁及养护等	洛阳市瀍河回族区	2024.5-2026.12
洛阳市瀍河回族区抑尘作业服务项目		抑尘作业服务		2023.3-2026.2
洛阳市瀍河回族区区管小游园和道路两侧绿化带的卫生保洁及养护服务项目	洛阳诚助实业发展有限责任公司	卫生保洁及养护		2024.1-2026.12
洛阳市瀍河回族区古树名木养护服务项目合同		古树名木养护		2025.5-2026.12
上蔡县城区环卫市场化项目	上蔡县城市管理局*	环卫一体化	上蔡县城区	2019.3-2027.3
管城回族区生活垃圾分拣中心项目	郑州市管城回族区城市管理局	分拣中心	郑州管城回族区	2021-2050 年

注：上蔡县城区环卫市场化项目的合同签订甲方为上蔡县城市管理综合执法局，现名为上蔡县城市管理局。  
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安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告、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2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表。

受垃圾焚烧对卫生填埋持续替代等影响，公司国内沼气发电业务延续收缩态势，叠加战略退出和暂缓异质结电池光伏项目，以及应收款项较大占用营运资金，资产减值损失进一步扩大，导致公司净资产规模大幅收缩、净利润亏损加大；鉴于公司主业萎缩趋势短期难以逆转，资产减值风险仍未出清，战略转型业务尚未完全接续，未来盈利或继续承压；此外，控股股东虽提供一定的财务资助，但公司短期债务规模仍较大，需关注其流动性管理压力

### 资本实力与资产质量

随着业务收缩，2025年末公司资产规模大幅下降，应收款项仍较大占用营运资金，整体资产质量有待提升。受垃圾焚烧替代填埋等因素影响，2025年公司继续关停或减容部分沼气发电厂，沼气发电业务持续收缩；同时，公司暂停了浙江德清异质结电池光伏项目的投资并退还相关地块，暂缓上海异质结电池光伏研发项目中试线的推进工作。公司2025年计提了较大规模的资产减值损失，致使固定资产、在建工程及无形资产规模同比均有所减少。公司应收款项（应收账款和合同资产）主要为应收电网企业标杆电价款及纳入补贴清单项目的可再生能源补贴电价款，2025年公司收到部分可再生能源补贴电价款，2025年末应收款项账面价值有所减少。2025年公司应收账款周转天数同比进一步延长至528天，截至2026年3月末，公司应收款项占期末总资产的比重增至近40%，占比有所提升，对营运资金形成较大占用。受限资产方面，截至2025年末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计1.79亿元，占年末总资产比重为10.09%，主要系融资受限的固定资产，进一步制约了公司资产的流动性。

图3 公司资本结构

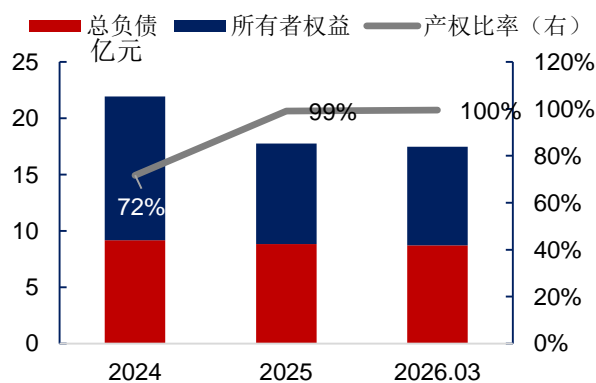
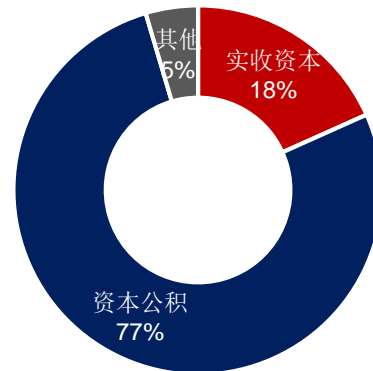


图4 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

注：2026年3月末公司未分配利润为-1.93亿元。  
资料来源：公司未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

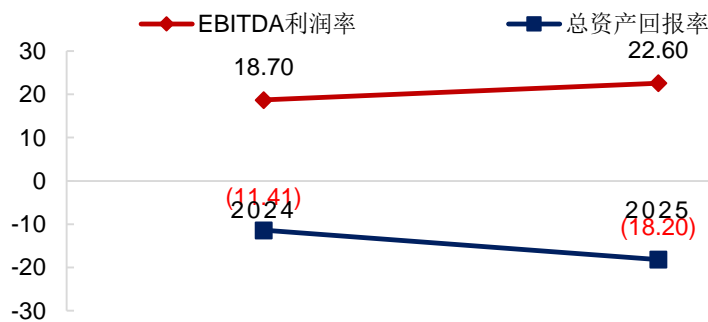
货币资金	0.35	2.01%	0.39	2.19%	0.63	2.89%
应收账款	5.58	31.91%	5.47	30.76%	6.10	27.79%
合同资产	1.26	7.18%	1.25	7.06%	1.37	6.24%
<b>流动资产合计</b>	<b>8.70</b>	<b>49.75%</b>	<b>8.75</b>	<b>49.27%</b>	<b>9.42</b>	<b>42.95%</b>
长期股权投资	0.44	2.50%	0.47	2.65%	0.56	2.54%
固定资产	5.91	33.82%	5.99	33.71%	7.09	32.30%
在建工程	0.55	3.13%	0.59	3.30%	1.16	5.30%
无形资产	0.60	3.44%	0.61	3.46%	1.23	5.61%
<b>非流动资产合计</b>	<b>8.79</b>	<b>50.25%</b>	<b>9.01</b>	<b>50.73%</b>	<b>12.52</b>	<b>57.05%</b>
<b>资产总计</b>	<b>17.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.94</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 盈利能力

2025年以来公司净亏损加大，考虑到公司主业萎缩趋势难以逆转，资产减值风险仍未出清，且战略转型业务尚未完全接续，未来盈利或继续承压。受垃圾焚烧替代填埋及公司会计收入确认政策等影响，2025年公司沼气发电业务收入持续下降，导致营业收入持续承压，毛利润随移动储能业务的拓展而小幅提升，EBITDA利润率略有上升。2025年公司部分电厂发生装机减容或关闭的情形，以及暂停或暂缓异质结电池光伏项目，基于谨慎性原则，公司对上述资产计提大额减值损失，整体资产盈利性进一步减弱；2026年一季度公司业绩继续下滑。面对国内传统填埋气发电市场的系统性收缩，公司虽持续拓展移动储能供热、海外市场、沼气提纯生物质天然气及碳减排交易等业务，着力构建“绿电+绿热+绿气”产业体系以推动转型，但传统主业萎缩难逆，资产减值风险仍未出清，转型业务尚未完全接续，公司未来盈利或继续承压。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司总债务规模随借款到期偿付而有所减少，但短期债务规模仍较大，需持续关注债务偿付情况。从债务类型来看，公司总债务以应付债券和银行借款为主，2025年末银行借款规模同比大幅下降；此外，

公司还有少部分融资租赁借款和租赁负债。从期限结构来看，公司债务期限中短期债务规模仍较大。其他经营性负债方面，公司应付账款略有上升，仍主要为应付设备款和垃圾使用费；2025年末应付职工薪酬略有上升。2026年3月末公司其他应付款大幅增加，主要系公司获得控股股东上海百川借款等所致。

**表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.60	18.34%	1.62	18.36%	2.91	31.76%
应付账款	1.19	13.66%	1.25	14.10%	1.03	11.21%
应付职工薪酬	0.23	2.67%	0.31	3.49%	0.22	2.36%
其他应付款	0.51	5.88%	0.27	3.08%	0.25	2.77%
一年内到期的非流动负债	0.57	6.52%	0.57	6.49%	0.68	7.41%
<b>流动负债合计</b>	<b>4.50</b>	<b>51.55%</b>	<b>4.50</b>	<b>50.85%</b>	<b>5.42</b>	<b>59.17%</b>
长期借款	0.35	4.03%	0.42	4.80%	0.23	2.48%
应付债券	3.34	38.24%	3.29	37.19%	2.98	32.57%
长期应付款	0.26	3.04%	0.31	3.53%	0.07	0.73%
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.23</b>	<b>48.45%</b>	<b>4.35</b>	<b>49.15%</b>	<b>3.74</b>	<b>40.83%</b>
<b>负债合计</b>	<b>8.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.16</b>	<b>100.00%</b>
总债务	6.35	72.85%	6.52	73.64%	7.18	78.36%
其中：短期债务	2.17	34.13%	2.21	33.91%	3.59	49.99%
长期债务	4.19	65.87%	4.31	66.09%	3.59	50.01%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受益于可再生能源补贴电价款陆续收回等，2025年公司经营活动现金净流入规模大幅增加，2026年一季度表现为小额净流出。随着公司暂停异质结电池光伏项目并退还相关地块，同时暂缓中试线推进工作，以及工程等资本支出减少，使得2025年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年大幅减少，投资活动现金流出规模明显收缩，自由现金流转为正数。因公司2025年计提大额资产减值损失等，归属于母公司所有者的净利润亏损进一步扩大，未分配利润由正转负，致使2025年末净资产有所下降，资产负债率有所上行。此外，公司存续的可转换公司债券余额规模较大，利息成本增加，叠加后续海外项目、沼气提纯及移动储能供热等业务扩张或面临资金需求，需关注公司整体杠杆水平波动情况。

**表7 公司现金流及杠杆状况指标**

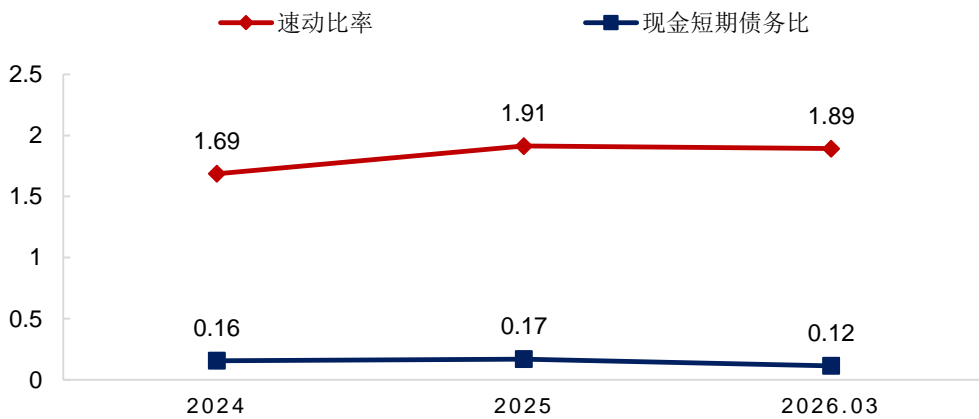
指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.02	1.15	0.60
FFO（亿元）	--	0.25	0.12
资产负债率	49.89%	49.79%	41.76%
净债务/EBITDA	--	7.04	8.01
EBITDA 利息保障倍数	--	1.97	1.92
总债务/总资本	42.03%	42.20%	35.98%
FFO/净债务	--	3.91%	1.79%

经营活动现金流净额/净债务	-0.40%	18.29%	8.79%
自由现金流/净债务	-1.31%	11.75%	-12.65%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2026年以来公司获得控股股东财务性支持，为其提供一定的流动性支持，但仍需关注短期债务偿付情况。公司现金短期债务比维持较低水平，短期债务偿付压力仍较大。银行授信方面，截至2026年3月末，公司银行授信额度有所减少，尚未使用银行授信金额合计1.06亿元，规模较小。控股股东上海百川分别于2026年1月和2026年4月向公司提供最高额度不超过4,800万元和3,200万元的财务资助，借款期限均为一年，免收利息且无需公司提供担保，额度在有效期内可循环使用，主要用于补充公司流动资金；同时，公司拟于2026年向金融机构申请不超过10亿元融资额度，由控股股东及实际控制人提供担保，为其提供一定的流动性支持。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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2023年1月1日至报告查询日（2026年6月1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（2026年6月4日），中证鹏元未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年6月16日），公司下属孙公司百川未来光伏技术（上海）有限公司（以下简称“百川未来”）存在多笔失信被执行人和被执行人记录，执行标的金额合计1,925.00万元，且其法定代表人张文强被限制高消费。

**表8 公司下属孙公司百川未来执行信息查询情况（单位：万元）**

公司名称	执行法院	案号	立案时间	执行标的
<b>1、失信被执行人</b>				
百川未来	上海市松江区人民法院	(2025)沪0117执3801号	2025年4月18日	75.00*
		(2025)沪0117执8489号	2025年8月29日	24.00
		(2025)沪0117执7933号	2025年8月18日	71.98
		(2025)沪0117执10156号	2025年10月13日	81.50*
		(2025)沪0117执11001号	2025年11月6日	345.97
<b>小计</b>	--	--	--	<b>598.45</b>
<b>2、被执行人</b>				
百川未来	上海市闵行区人民法院	(2026)沪0112执7061号	2026年5月14日	545.80
		(2026)沪0117执57号	2025年12月26日	65.00
	上海市松江区人民法院	(2026)沪0117执5420号	2026年05月21日	507.75
		(2026)沪0117执5428号	2026年05月21日	208.00
<b>小计</b>	--	--	--	<b>1,326.55</b>
<b>合计</b>	--	--	--	<b>1,925.00</b>

注：上表中\*数据系百川未来需支付上海威凯膜精密设备有限公司的服务费 75.00 万元及崧曜精密科技（常熟）有限公司 81.50 万元款项，不含违约金等。

资料来源：中国执行信息公开网，中证鹏元整理

### 或有事项分析

截至2026年4月29日，公司及其控股子公司连续十二个月内累计发生的诉讼、仲裁事项涉案金额合计约为9,200.97万元，占公司最近一期经审计净资产绝对值的10.20%。其中，公司及其控股子公司作为被告方或被申请人的诉讼、仲裁案件金额合计约为3,988.00万元，占涉诉案件总金额的43.34%，主要涉及买卖合同纠纷及建设工程施工合同纠纷等。

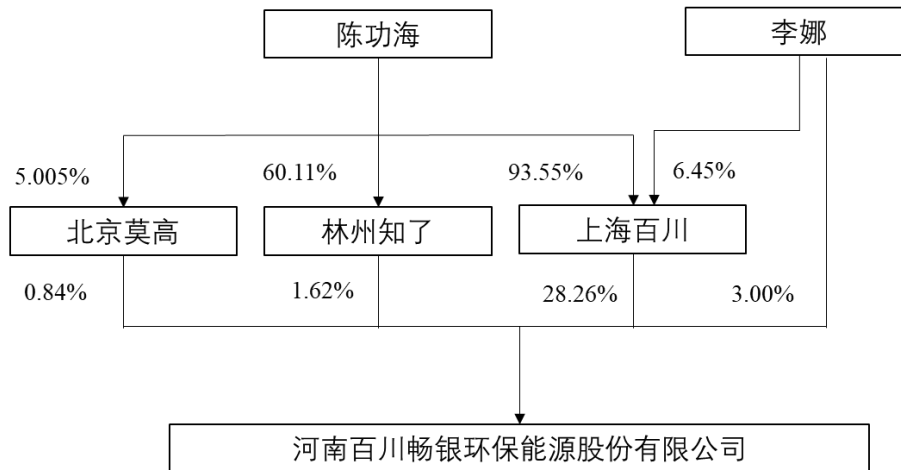
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	0.35	0.39	0.63	1.86
应收账款	5.58	5.47	6.10	4.74
流动资产合计	8.70	8.75	9.42	9.39
固定资产	5.91	5.99	7.09	7.49
非流动资产合计	8.79	9.01	12.52	13.47
资产总计	17.48	17.77	21.94	22.86
短期借款	1.60	1.62	2.91	2.01
应付账款	1.19	1.25	1.03	0.80
一年内到期的非流动负债	0.57	0.57	0.68	0.23
流动负债合计	4.50	4.50	5.42	3.55
长期借款	0.35	0.42	0.23	0.18
应付债券	3.34	3.29	2.98	2.70
长期应付款	0.26	0.31	0.07	0.00
非流动负债合计	4.23	4.35	3.74	3.27
负债合计	8.72	8.85	9.16	6.83
总债务	6.35	6.52	7.18	5.41
其中：短期债务	2.17	2.21	3.59	2.26
长期债务	4.19	4.31	3.59	3.15
所有者权益	8.76	8.92	12.78	16.04
营业收入	0.81	3.94	4.52	4.03
营业利润	-0.20	-3.91	-2.81	-0.85
净利润	-0.21	-4.07	-3.05	-0.96
经营活动产生的现金流量净额	-0.02	1.15	0.60	0.92
投资活动产生的现金流量净额	0.04	-0.20	-1.58	-4.43
筹资活动产生的现金流量净额	-0.06	-1.31	-0.39	4.09
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	0.89	0.85	1.24
FFO（亿元）	--	0.25	0.12	0.45
净债务（亿元）	6.13	6.27	6.77	3.79
销售毛利率	19.97%	20.79%	17.36%	22.99%
EBITDA 利润率	--	22.60%	18.70%	30.78%
总资产回报率	--	-18.20%	-11.41%	-2.75%
资产负债率	49.89%	49.79%	41.76%	29.86%
净债务/EBITDA	--	7.04	8.01	3.05
EBITDA 利息保障倍数	--	1.97	1.92	3.88
总债务/总资本	42.03%	42.20%	35.98%	25.23%
FFO/净债务	--	3.91%	1.79%	11.94%

经营活动现金流净额/净债务	-0.40%	18.29%	8.79%	24.28%
速动比率	1.89	1.91	1.69	2.55
现金短期债务比	0.12	0.17	0.16	0.77

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司与实际控制人产权及控制关系图（截至 2026 年 4 月末）



注：北京莫高的全称为北京莫高丝路文化发展有限公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 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+经调整所有者权益
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

## 附录四 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