

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2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【166】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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
天壕转债	A+	A+

评级日期

2026年6月17日

联系方式

项目负责人：王硕
wangsh@cspengyuan.com

项目组成员：罗力
luol@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

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）构建了煤层气连接线及管网布局，并获得多区域燃气特许经营权，形成了从源头到终端用户的完整输送链，保障了公司经营稳定性。但公司减少价差较小的燃气购销业务导致收入下降，叠加投资损失及资产减值损失，导致利润亏损，且相关负面影响仍需关注；公司业务集中在华北区域，客户集中度高且为企业客户，业务量易受下游客户经营影响；公司短期债务占比高，而偿债能力指标表现不佳，短期偿债压力较大；同时需关注对外担保和诉讼造成的或有负债风险。

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	78.88	80.18	82.66	91.27
归母所有者权益	39.35	39.35	42.16	42.06
总债务	25.38	26.62	25.00	27.68
营业收入	7.50	25.70	38.44	45.22
净利润	0.32	-2.77	1.24	2.88
经营活动现金流净额	2.42	0.25	4.55	5.40
净债务/EBITDA	--	2.78	3.19	1.60
EBITDA 利息保障倍数	--	8.03	6.68	9.43
总债务/总资本	38.28%	39.47%	36.81%	39.11%
FFO/净债务	--	21.43%	15.55%	28.92%
EBITDA 利润率	--	19.87%	12.14%	18.00%
总资产回报率	--	-2.18%	2.20%	5.64%
速动比率	0.57	0.57	0.66	0.79
现金短期债务比	0.50	0.52	0.57	0.78
销售毛利率	17.55%	18.93%	12.29%	17.95%
资产负债率	46.82%	47.98%	46.30%	51.57%

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

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

- **公司拥有煤层气连接线及管网布局叠加特许经营权优势。**公司已构建了煤层气连接线及管网布局，覆盖山西省保德区块、临兴区块等多个重点煤层气田，形成了从源头到终端用户的完整输送链；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，依托公司的布局及技术优势，形成了“资源组织—干线输送—区域接驳—终端开发—工程服务”相互支撑的业务格局。

关注

- **2025 年公司收入下降、利润亏损，未来仍需关注投资损失及资产减值损失对利润的冲击。**2025 年公司减少价差较小的燃气购销业务以及剥离水处理工程业务，营业收入同比下降 33.14%；计提商誉、无形资产、合同资产等减值合计 2.92 亿元，投资损失 1.24 亿元，从而导致净利润亏损 2.77 亿元，考虑到相关资产账面价值仍较高，且部分相关企业经营仍存风险，未来仍可能对公司经营业绩产生负面影响。
- **公司业务集中度高，且单一气源依赖度高。**公司业务集中于华北市场，2025 年前五大客户销售收入占营业收入比重逾 50%，且主要系企业客户，收入易受下游客户经营情况影响；公司最大燃气供应商为中海石油气电集团有限责任公司（以下简称“中海油气电集团”），2025 年对其采购金额占比达 76.78%。
- **公司短期债务压力较大。**随着本期债券转入一年内到期的非流动负债以及加大流动贷款融资，公司短期债务规模及占比较 2024 年末均提升，2026 年 3 月末公司短期债务 23.24 亿元，占总债务比重 91.56%，而现金短期债务比降至 0.50，短期债务压力较大。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2026 年 3 月末对外担保金额合计 1.14 亿元，其中对北京赛诺水务科技有限公司（以下“赛诺水务”）担保 0.43 亿元，公开资料显示赛诺水务被列入被执行人；公司下属子公司因合同买卖及股权转让纠纷作为被告涉诉金额（1,000 万元以上）合计 0.99 亿元，已判决 0.14 亿元。

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，公司构建了煤层气连接线 and 管网布局，并获得多区域燃气特许经营权，形成了从源头到终端用户的完整输送链，未来主业持续性较好。

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	80.18	72.55	110.32	217.48
营业收入	25.70	24.62	103.05	39.24
净利润	-2.77	0.001	2.40	5.75
销售毛利率（%）	18.93	16.24	7.55	41.95
资产负债率（%）	47.98	72.83	41.36	48.37

注：以上指标均为 2025 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_2026V1.0
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	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	3/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
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					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	3.42	2026-5-7	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2026年5月31日，本期债券募集资金已使用完毕，募集资金专项账户已销户。

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。受可转债转股影响，公司总股本增加7,926股至865,122,806股。截至2026年3月末，天壕投资集团有限公司²（以下简称“天壕投资集团”）持有公司15.13%股权，仍为公司控股股东。陈作涛直接以及通过天壕投资集团间接持有公司合计20.26%股份，仍为公司实际控制人。截至2026年5月7日，天壕投资集团累计质押股份6,360万股，占其持有公司股份的48.57%；实际控制人陈作涛持有股份未质押，其限售股份3,327.22万股为高管锁定股。

公司于2025年2月聘任赵进锡为公司副总经理，2025年7月李玉龙因退休辞去公司副总经理职务。2026年4月公司董事会完成换届并聘任高级管理人员：李盈鹏不再担任公司副总经理，仍留公司任职，聘任汪芳敏、葛成吉、李焜和高宙为公司副总经理；因任期届满，潘红波先生、郭敏女士不再担任公司独立董事，离任后不在公司担任任何职务，新增林雯及苟琴为公司独立董事；聘任边娜为公司董事会秘书。新聘任副总经理及董事会秘书均系内部员工提升。

控股股东天壕投资集团代公司的子/分公司向上游供应商支付燃气采购款，公司短期内向天壕投资集团归还前述代垫款的关联交易金额达到了公司股东会审议的标准，但公司未按规定及时履行审议程序和披露义务，违反了《上市公司信息披露管理办法》和《创业板股票上市规则（2025年修订）》相关规定。因此2026年4月24日公司分别收到中国证券监督管理委员会北京监管局（以下简称“北京证监局”）出具的《关于对天壕能源股份有限公司、陈作涛、刘彦山、汪芳敏采取出具警示函行政监管措施的决定》（【2026】54号）（以下简称“《警示函》”）和深圳证券交易所（以下简称“深交所”）出具的《关于对天壕能源股份有限公司及相关当事人给予通报批评处分决定》（深证上【2026】545号）（以下简称“《通报批评决定》”）。《警示函》对公司、陈作涛、刘彦山、汪芳敏采取出具警示函的行政监管措施，《通报批评决定》给予公司、陈作涛、刘彦山、汪芳敏通报批评的处分。

2025年公司新设8家子公司，转让1家子公司，另注销5家子公司，详见表1。截至2025年末公司纳入

² 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。

合并范围的一级子公司详见附录三。

表1 2025 年公司合并范围子公司变动情况

子公司名称	变动方向	取得方式/处置方式
陕西天壕锦泰燃气有限公司	增加	新设
潼关县壕泰燃气有限责任公司	增加	新设
南平华盛新能天然气有限公司	增加	新设
四川天壕鼎盛能源有限公司	增加	新设
河南省豫灵天壕能源有限责任公司	增加	新设
漳州天壕能源贸易有限公司	增加	新设
广元市天壕能源有限公司	增加	新设
四川天壕洪厚天然气有限公司	增加	新设
北京天瑞能源有限公司	转让	减少
天壕注礼投资有限公司	注销	减少
忻州市原平经济技术开发区华盛新能燃气有限责任公司	注销	减少
忻州市原平经济技术开发区华源燃气有限公司	注销	减少
陕西华盛新能燃气有限公司	注销	减少
河南赛分环境科技有限公司	注销	减少

资料来源：公司2025年审计报告

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

天然气作为我国保障能源安全、实现“双碳”战略目标的关键支撑，近年市场供需环境相对宽松，在复杂多变的国际环境与能源转型深化进程中，天然气价格有所波动；随着我国燃气企业向存量整合、市场化定价、智慧化运行、低碳化价值、全链条减排的方向发展，燃气企业盈利有望趋于稳定

天然气作为我国保障能源安全、实现“双碳”战略目标的关键支撑，在复杂多变的国际环境与能源转型深化进程中，展现出较强的发展韧性。2025年全国天然气实现表观消费量4,265.5亿立方米，同比增长0.1%，其中城市燃气受年初供暖季偏暖影响消费增速不及预期，工业用气在制造业景气度波动中表现承压，发电用气得益于多个燃气发电项目并网投产有所增长，但新能源发电的迅猛发展以及电力市场化改革的推进一定程度上抑制燃气发电产能释放。2025年全国天然气供应相对充足，其中国内天然气产量达到2,618.89亿立方米，同比增长6.26%，已连续9年实现增产超百亿立方米目标，天然气进口量12,792.36万吨，同比下降2.86%，天然气对外依存度降至41.32%，进口来源与渠道进一步向多元化发展。整体来看，2025年国内天然气市场供需较为宽松，天然气价格整体保持平稳下行，2026年以来受中东地缘冲突影响，国际油气价格呈现明显上升趋势，带动国内LNG出厂价格同步增长，需关注未来国际油气市场变动对国内天然气价格的影响。预计未来国家政策将继续推动消费扩大和内需增长，工业燃料替代、城镇燃气普及、先进制造业用气及发电调峰仍将成为天然气需求增长的核心引擎，同时，天然气作为我国保障能源安全、实现“双碳”战略目标的关键支撑，国家仍将在勘探开发领域持续统筹谋划，推进国内油气增储上产，维护国内天然气宽松的供需环境。

图1 2026年以来国内LNG出厂价格明显上升



资料来源：Wind，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。2023年国家发改委发布《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，要求各地建立顺价机制并于2025年底实现全覆盖，按照“管住中间、放开两头”的改革方向，推动天然气销售价格从政府管控向市场化定价过渡，兼顾市场效率与民生保障。当前国内大部分区域已建立相应调整机制，有力保障城燃企业的稳定经营，但仍有部分地区销售价格受到当地政府的严格管控，价格调整机制的实施尚在推动当中。未来，天然气作为清洁低碳的优质能源，功能将从补充能源向新型电力系统稳定器、低碳转型主力升级，城燃企业的定位将从单一燃气销售向绿色综合能源服务商转变，由规模扩张转向存量整合、市场化定价、智慧化运行、低碳化价值、全链条减排的方向发展，盈利有望趋于稳定。

四、经营与竞争

2025年公司营业收入仍主要来自燃气业务板块，受公司减少部分价差较小的燃气购销业务影响，燃气板块收入同比下降31.56%；随着原子公司赛诺水务2024年12月股权处置，公司不再从事水处理工程服务，上述因素综合导致公司营业收入同比下降33.14%。公司减少部分价差较小的燃气购销业务推动燃气板块业务毛利率提升。综合来看，2025年公司销售毛利率提高6.64个百分点。受市场供需及气候等因素影响，2026年1季度公司营业收入同比下降19.80%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
燃气供应及安装	24.17	94.05%	18.03%	35.32	91.88%	12.63%
水处理工程服务及膜产品销售	1.03	4.02%	35.38%	2.65	6.90%	4.73%
其他	0.50	1.93%	28.49%	0.47	1.22%	29.47%
合计	25.70	100.00%	18.93%	38.44	100.00%	12.29%

注：其他主要为余热发电收入，2025年水处理工程服务及膜产品销售仅有膜销售收入，无水处理工程服务收入。

资料来源：公司2024-2025年年报，中证鹏元整理

公司拥有煤层气连接线及管网布局叠加特许经营权优势，业务持续性较好，但公司减少价差较小燃气购销业务导致公司2025燃气板块收入下滑明显，区域与客户集中度仍较高，对单一气源依赖度高

公司已构建了煤层气连接线及管网布局，覆盖山西省保德区块、临兴区块等多个重点煤层气田，形成了从源头到终端用户的完整输送链。终端燃气市场已覆盖山西、河北、内蒙古、广东、福建、云南、山东等地。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³。依托公司的布局及技术优势，形成了“资源组织—干线输送—区域接驳—终端开发—工程服务”相互支撑的业务格局，构建了涵盖天然气贸易及销售、长输管道输送、城市燃气输配以及燃气工程设计与技术服务在内的综合业务体系。

2025年公司继续推进天然气基础设施建设，在下游区域加强干支管网协同布局、互联互通，管道（网）长度有所增加。由于公司减少了部分价差较小燃气购销业务，当年燃气销售量同比减少34.21%，而燃气购销业务毛利仅减少2.28%；管输业务收入同比增长8.55%。从销售区域来看，华北区域仍贡献公司燃气销售主要份额。从销售渠道来看，公司下游客户以企业为主，2025年公司前五大客户合计销售收入13.50亿元，占当年营业收入比重逾50%，客户集中度仍较高，收入易受下游客户经营情况影响。

表3 公司燃气业务主要经营指标

项目	2025年	2024年
设计供气能力（万立方米/日）	1,369.86	1,369.86
长输管道（公里）	887.64	882.25
城镇燃气管网（公里）	1,433.17	1,262.86
燃气销售量（亿立方米）	8.70	13.23
其中：居民	0.26	0.35
企业	8.44	12.88

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在上游气源方面，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、延长气田等也可为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，有望提升气源供应的稳定性。目前公司最大的燃气供应商变更为中国海洋石油集团有限公司（以下简称“中海油”）子公司中海油气电集团，2025年公司对其采购金额占比达76.78%，集中度较高。

表4 公司燃气采购情况（单位：亿立方米）

项目	2025年	2024年
燃气采购量	8.70	13.23
其中：煤层气采购量	8.22	12.10
煤层气采购量占比	94.48%	91.46%

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

公司并购形成较大规模商誉，2025年计提较大规模减值，未来仍需关注商誉减值风险

³ 参股子公司漳州中联华瑞天然气有限公司所有，子公司华盛新能源燃气集团有限公司持有其45%股权。

公司并购形成较大规模商誉，2025年计提商誉减值0.84亿元，主要因：（1）公司收购赛诺水务形成的商誉6.11亿元，随着2024年赛诺水务100%股权作价出资组建联营公司，子公司北京赛诺膜技术有限公司（以下简称“赛诺膜”）拆得商誉5.87亿元，2025年计提商誉减值0.35亿元；（2）公司收购威信昆威燃气有限责任公司（以下简称“昆威燃气”）51%股权形成商誉1.23亿元，2025年计提商誉减值140.18万元；（3）公司收购北京力拓节能工程技术有限公司（以下简称“北京力拓”）100%股权形成商誉0.53亿元，2025年计提商誉减值0.48亿元。截至2025年末公司商誉净值8.90亿元，占净资产比重仍较高，未来仍需关注相关并购资产业绩不达标引致的商誉减值风险。

表5 截至2025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	2025年计提减值	商誉净值
赛诺膜	5.87	2.41	0.35	3.46
北京华盛新能投资有限公司	4.86	0.00	0.00	4.86
昆威燃气	1.23	0.66	0.01	0.57
霸州市华盛燃气有限公司	0.90	0.90	0.00	0.00
北京力拓	0.53	0.53	0.48	0.00
合计	13.39	4.50	0.84	8.89

资料来源：公司2025年年报，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

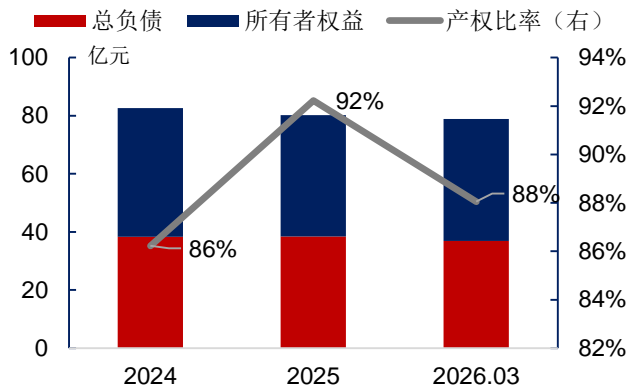
以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

公司资产以主业管网和经营权资产以及投资形成的长投和商誉为主，部分资产已抵质押，资产质量和流动性欠佳，主业收缩虽对业绩影响较小，但投资损失及资产计提减值导致2025年业绩亏损，较大规模的短期债务导致短期偿债压力较大，债务结构有待优化

资本实力与资产质量

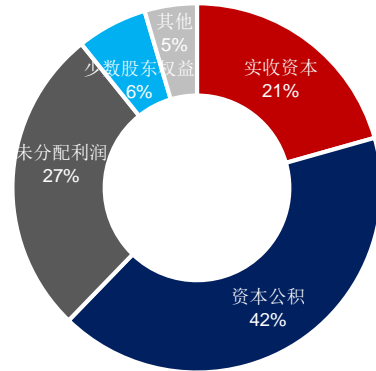
2025年公司投资损失及计提信用和资产减值损失导致权益资本下降，产权比率有所提高，2026年1季度偿还部分债务，公司产权比率随之下降。公司所有者权益主要由资本公积、实收资本和未分配利润构成。

图2 公司资本结构



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

图3 2026年3月末公司所有者权益构成



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

公司业务具有“重资产”属性，因此资产以非流动资产为主，主要包括管网及场站设备、房屋建筑和机械设备等形成的固定资产，特许经营权、合同权利和土地使用权等构成的无形资产，以及公司股权并购形成的长期股权投资和商誉。2025年公司收购清远正茂燃气有限公司（以下简称“清远正茂”）获得的特许经营权计提减值准备0.74亿元和收购北京力拓形成的合同权利计提减值0.45亿元，叠加摊销影响，年末公司无形资产规模减少。2025年公司分别对联华瑞天然气有限公司和河南铭耀水务有限公司注资0.71亿元和0.02亿元，而上述两家被投企业当年分别按权益法确认投资损失0.90亿元和0.31亿元。2025年公司计提商誉减值0.84亿元，当年末商誉规模减少。公司流动资产主要由货币资金构成，其中受限金额9.87亿元，主要系作为银行承兑汇票、履约及信用证等保证金使用受限。截至2025年末公司因保证金、抵质押、冻结和查封扣押而受限资产账面价值合计17.85亿元，占年末总资产比重为22.26%。

表6 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	11.38	14.43%	12.96	16.16%	11.08	13.40%
流动资产合计	18.45	23.39%	19.81	24.71%	19.77	23.92%
长期股权投资	10.20	12.93%	10.11	12.61%	10.42	12.61%
固定资产	21.86	27.71%	21.91	27.32%	21.49	26.00%
无形资产	11.19	14.19%	11.35	14.15%	12.84	15.54%
商誉	8.91	11.29%	8.90	11.10%	9.75	11.79%
非流动资产合计	60.42	76.61%	60.37	75.29%	62.89	76.08%
资产总计	78.88	100.00%	80.18	100.00%	82.66	100.00%

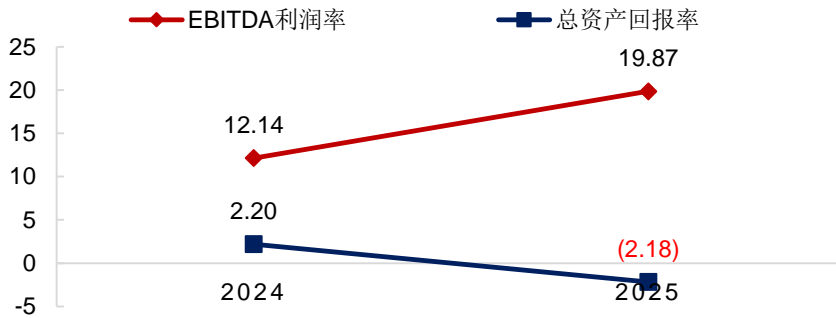
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2025年公司减少部分差价较小的燃气购销业务导致营业收入下滑明显，但受益于销售毛利率提升，公司毛利减少幅度较小，业务收缩推动期间费用减少，叠加折旧摊销等刚性支出影响，2025年公司

EBITDA同比增长9.42%，因此2025年公司EBITDA利润率同比有所提升。2025年公司对联营企业投资损失1.24亿元，计提信用减值0.55亿元，以及商誉、无形资产及合同资产等资产减值损失2.92亿元，导致公司利润亏损，总资产回报率下降。考虑到公司股权并购形成的长期股权投资、商誉等规模较大，未来仍需关注相应股权的投资损失及资产减值风险。

图4 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

近年公司总负债规模波动下降，仍主要由总债务构成。公司总债务主要来自银行借款、票据融资、应付本期债券以及计入长期应付款的售后回租款，2025年以来新增短期借款及本期债券于2026年12月到期转入一年内到期的非流动负债，公司短期债务规模大幅提升。公司其余债务主要系应付工程材料款和设备及燃气采购款形成的应付账款和以往来款为主的其他应付款，2025年应付账款随业务规模下降有所减少。

表7 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	7.82	21.17%	10.70	27.82%	6.27	16.39%
应付票据	10.94	29.63%	10.54	27.41%	11.54	30.16%
应付账款	3.56	9.64%	4.11	10.68%	4.74	12.38%
其他应付款	2.49	6.75%	2.49	6.47%	2.33	6.08%
一年内到期的非流动负债	4.48	12.13%	4.06	10.55%	1.77	4.63%
流动负债合计	31.25	84.62%	33.59	87.31%	28.79	75.22%
长期借款	1.94	5.26%	1.02	2.66%	1.30	3.39%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3.25	8.48%
长期应付款	0.14	0.38%	0.22	0.56%	0.82	2.14%
非流动负债合计	5.68	15.38%	4.88	12.69%	9.49	24.78%
负债合计	36.93	100.00%	38.47	100.00%	38.27	100.00%
总债务	25.38	68.72%	26.62	69.20%	25.00	65.31%

其中：短期债务	23.24	91.56%	25.31	95.06%	19.59	78.36%
长期债务	2.14	8.44%	1.31	4.94%	5.41	21.64%

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

2025 年受业务收缩及支付结算方式影响，经营性净现金流大幅减少，叠加管道工程建设支出及股权投资，公司自由现金流为负。而随着 EBITDA 的提升，FFO 亦随之增加，EBITDA 及 FFO 对债务偿还的保障能力有所提升，EBITDA 和 FFO 对净债务的覆盖程度仍较好。2026 年 1 季度，公司经营活动现金流改善并偿还部分债务，公司资产负债率较年初有所下降。

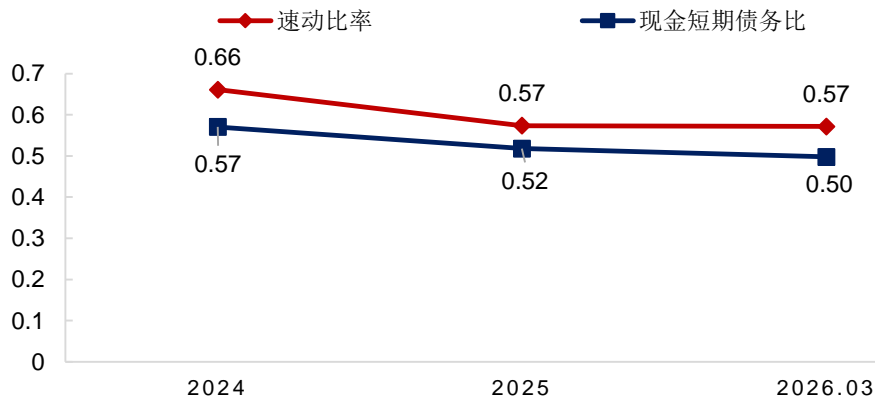
表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026 年 3 月	2025 年	2024 年
经营活动现金流净额（亿元）	2.42	0.25	4.55
FFO（亿元）	--	3.04	2.32
资产负债率	46.82%	47.98%	46.30%
净债务/EBITDA	--	2.78	3.19
EBITDA 利息保障倍数	--	8.03	6.68
总债务/总资本	38.28%	39.47%	36.81%
FFO/净债务	--	21.43%	15.55%
经营活动现金流净额/净债务	17.30%	1.79%	30.55%
自由现金流/净债务	11.05%	-12.64%	13.16%

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

2025 年随着新增短期借款及应付本期债券转入一年内到期的非流动负债，年末公司流动负债及短期债务增加，进而导致公司速动比率与现金短期债务比均下降，现金类资产对短期债务的覆盖能力不足。截至 2026 年 3 月末，公司未使用银行授信 4.42 亿元，备用流动性一般。考虑到公司作为 A 股上市公司，融资渠道相对丰富，但公司部分资产已抵质押，整体获取流动性资源的能力一般。

图5 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5月15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，截至报告查询日（2026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。

或有事项分析

截至2026年3月末对外担保金额合计1.14亿元，其中对赛诺水务担保0.43亿元，公开资料显示赛诺水务被列入被执行人，未来需关注公司担保代偿风险。此外，截至2026年3月末，公司下属子公司因合同买卖及股权转让纠纷作为被告涉诉金额（1,000万元以上）合计0.99亿元⁴，已判决0.14亿元。

⁴ 不包含子公司清远正茂涉诉事项。

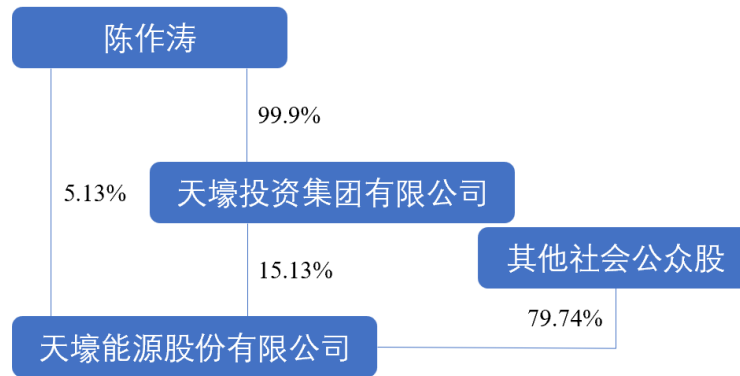
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	11.38	12.96	11.08	14.48
流动资产合计	18.45	19.81	19.77	29.14
长期股权投资	10.20	10.11	10.42	7.49
固定资产	21.86	21.91	21.49	21.72
无形资产	11.19	11.35	12.84	13.50
商誉	8.91	8.90	9.75	10.24
非流动资产合计	60.42	60.37	62.89	62.13
资产总计	78.88	80.18	82.66	91.27
短期借款	7.82	10.70	6.27	4.94
应付票据	10.94	10.54	11.54	12.89
一年内到期的非流动负债	4.48	4.06	1.77	2.40
流动负债合计	31.25	33.59	28.79	35.10
长期借款	1.94	1.02	1.30	2.02
应付债券	0.00	0.00	3.25	3.66
长期应付款	0.14	0.22	0.82	1.69
非流动负债合计	5.68	4.88	9.49	11.96
负债合计	36.93	38.47	38.27	47.07
总债务	25.38	26.62	25.00	27.68
其中：短期债务	23.24	25.31	19.59	20.23
长期债务	2.14	1.31	5.41	7.45
所有者权益	41.94	41.71	44.39	44.20
营业收入	7.50	25.70	38.44	45.22
营业利润	0.60	-2.17	1.21	4.24
净利润	0.32	-2.77	1.24	2.88
经营活动产生的现金流量净额	2.42	0.25	4.55	5.40
投资活动产生的现金流量净额	-1.09	-2.86	-2.66	-3.53
筹资活动产生的现金流量净额	-0.56	2.06	-2.82	-3.55
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	5.11	4.67	8.14
FFO（亿元）	--	3.04	2.32	3.77
净债务（亿元）	14.01	14.18	14.89	13.04
销售毛利率	17.55%	18.93%	12.29%	17.95%
EBITDA 利润率	--	19.87%	12.14%	18.00%
总资产回报率	--	-2.18%	2.20%	5.64%
资产负债率	46.82%	47.98%	46.30%	51.57%
净债务/EBITDA	--	2.78	3.19	1.60
EBITDA 利息保障倍数	--	8.03	6.68	9.43

总债务/总资本	38.28%	39.47%	36.81%	39.11%
FFO/净债务	--	21.43%	15.55%	28.92%
经营活动现金流净额/净债务	17.30%	1.79%	30.55%	41.45%
速动比率	0.57	0.57	0.66	0.79
现金短期债务比	0.50	0.52	0.57	0.78

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 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司 2026 年一季报、公开资料，中证鹏元整理

附录三 2025 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质
天壕投资（香港）有限公司	100.00%	项目管理
北京市天壕智慧余热发电有限公司	100.00%	能源生产
北京力拓节能工程技术有限公司	100.00%	工程服务
北京华盛新能投资有限公司	100.00%	项目管理
华盛新能燃气集团有限公司	100.00%	项目管理
宁夏节能投资有限公司	95.83%	项目管理
北京赛诺膜技术有限公司	100.00%	产品生产
国能（东山）新能源有限公司	94.07%	项目管理
天壕环境（厦门）清洁能源有限公司	100.00%	燃气生产和供应
威信昆威燃气有限责任公司	51.00%	燃气生产和供应
赤峰通瑞能源有限公司	51.00%	燃气生产和供应
珠海天壕金石能源科技有限公司	51.00%	天然气供应
漳州古雷港经济开发区中联华瑞天然气有限公司	97.00%	燃气生产和供应
南平华盛新能天然气有限公司	100.00%	燃气生产和供应
漳州天壕能源贸易有限公司	100.00%	批发
河南省豫灵天壕能源有限责任公司	51.00%	燃气生产和供应
四川天壕鼎盛能源有限公司	80.00%	燃气生产和供应
陕西天壕锦泰燃气有限公司	51.00%	燃气生产和供应

资料来源：公司 2025 年审计报告，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+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