

首华燃气科技(上海)股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【593】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

首华燃气科技(上海)股份有限公司相关债券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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
首华转债	AA-	AA-

评级日期

2025 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：崔彬杨
cuiby@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：首华燃气科技（上海）股份有限公司（以下简称“首华燃气”或“公司”，股票代码“300483.SZ”）2024 年新增探明煤层气储量，天然气开发空间大，2024 年及 2025 年一季度天然气抽采量同比增长较快，带动公司营业收入规模增长，新增的天然气代输增压业务贡献较多利润的同时扩大了公司销售业务版图，公司主营业务现金生成能力仍较好。但中证鹏元也关注到天然气售价下降，叠加折旧摊销增加及计提资产减值影响，公司 2024 年亏损规模扩大；公司对单一合作方仍存较大依赖，且天然气业务勘探开发风险依然存在，需对公司后续开发进展保持关注；公司资产流动性仍较弱，且合同权益、商誉存在一定减值风险；公司新气井建设仍在进行，仍面临较大资本支出压力，杠杆水平将继续上升；此外，公司实际控制人拟变更，当前实际控制人股权质押比例高，需关注其股权质押而面临的平仓风险等风险因素。

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	85.82	83.65	79.01	76.86
归母所有者权益	20.10	19.88	26.85	29.49
总债务	32.78	30.77	25.96	22.24
营业收入	6.88	15.46	13.54	20.45
净利润	0.41	-9.33	-2.53	0.78
经营活动现金流净额	4.13	5.00	3.97	6.54
净债务/EBITDA	--	2.90	2.30	1.52
EBITDA 利息保障倍数	--	3.15	4.17	4.77
总债务/总资本	48.71%	47.26%	38.00%	33.04%
FFO/净债务	--	21.14%	24.98%	42.13%
EBITDA 利润率	--	33.26%	33.21%	34.00%
总资产回报率	--	-11.33%	-2.16%	3.00%
速动比率	0.92	0.95	1.69	1.23
现金短期债务比	2.25	3.08	3.79	2.16
销售毛利率	16.25%	4.59%	12.57%	20.05%
资产负债率	59.79%	58.96%	46.38%	41.35%

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

正面

- **公司 2024 年新增探明煤层气储量，天然气储量充足，开发空间大。**2024 年公司致密气储量无变化，新增探明煤层气地质储量 887.41 亿立方米，并基于新增煤层气探明地质储量编制开发方案，总体设计规模 13 亿立方米/年，截至 2024 年末公司在国家能源局备案的年开发量共 22 亿立方米/年，2024 年公司抽采量仅 4.69 立方米，开发空间大。
- **公司 2024 年及 2025 年一季度天然气抽采量同比增长较快，带动公司营业收入规模增长。**公司 2023-2024 年持续进行较大规模气井建设，由于气井从开发到产气需要一定周期，2023 年公司投资开发的气井开始在 2024 年产气，因此 2024 年以来抽采量上升，2024 年及 2025 年一季度公司抽采量同比分别增长 35.31%和 129.40%。同时受益于自主销售业务对上游气源和下游客户的开拓，公司 2024 年及 2025 年一季度天然气销售量分别同比增长 32.03%和 143.15%。
- **公司新增天然气代输增压业务，贡献较多利润同时扩大了公司销售业务版图。**2024 年 1 月公司收购永和县伟润燃气有限公司（以下简称“永和伟润”）51.00%股权，永和伟润主营天然气管输、增压及销售，永和伟润一方面可通过其桑壁站连接西气东输一线 88#阀室，为上游气源方提供代输、增压服务，另一方面依托临近大宁吉县区块的气源优势，有助于公司开展天然气销售业务。2024 年公司完成了输气扩建工程，永和伟润年输气能力达 10 亿立方米。天然气代输增压业务 2024 年及 2025 年第一季度收入分别为 0.95 亿元和 0.27 亿元，毛利率分别为 51.06%和 46.23%，收入规模不大但毛利率水平高，为公司贡献了较多利润。
- **公司经营活动现金流保持净流入，主营业务现金生成能力仍较好。**2023-2024 年及 2025 年一季度公司经营活动现金流净额分别为 3.97 亿元、5.00 亿元和 4.13 亿元，经营活动现金流持续净流入，2023-2024 年 FFO 分别为 2.58 亿元和 3.15 亿元，公司主营业务现金生成能力较好。

关注

- **天然气售价下降带动毛利润下降，叠加折旧摊销增加及计提资产减值影响，公司 2024 年亏损规模扩大。**公司 2024 年天然气销售价格同比下降 6.34%，整体销售毛利率大幅下降，出现亏损。2024 年公司包括油气资产、固定资产、在建工程等气井相关资产折旧摊销同比增加 41.33%至 5.72 亿元，而北京中海沃邦能源投资有限公司（以下简称“中海沃邦”）的资产组价值对天然气售价因素较为敏感，天然气售价下降使公司商誉、合同权益减值合计 8.22 亿元，进一步影响公司经营成果。随天然气抽采量上升，天然气销售价格逐步成为影响公司利润水平的重要因素之一，2024 年随国内天然气供需紧张形势缓解，以 LNG 出厂价格指数为代表的天然气市场价格中枢下行，未来沿海 LNG 接收站的陆续投运及中俄东线天然气管道的完工通气将进一步提升我国天然气供应能力，天然气价格中枢仍存下行可能，需关注天然气价格的后续走势情况。
- **天然气业务勘探开发风险依然存在，需对公司后续开发进展保持关注。**基于行业的特殊属性，未来石楼西区块的进一步开发仍存在不确定因素，针对致密气而言，由于储气层横向变化较大且不连贯，砂体非均质性强，提高了水平井砂体钻遇难度，可能导致部分井不能达到工业气流或投入产出不成比例。针对煤层气而言，深层煤层气开采成本相对较高。综上，天然气业务勘探开发风险依然存在，需对公司后续开发进展保持关注。本期债券募投项目“石楼西区块天然气阶段性开发项目”能否实现预期收益存在不确定性。
- **公司天然气业务对单一合作方存在较大依赖。**公司天然气业务主要基于与中石油煤层气有限责任公司（以下简称“中油煤”）签订的《合作合同》，同时中油煤为当前公司天然气共同销售业务的唯一供应商。尽管公司与中油煤建立了长期稳定的合作关系，但由于合作方单一，不排除中油煤因产业政策、自身经营业务变化或与公司合作关系发生重大不利变化，使得合作双方需对《合作合同》作出重大调整，而公司在短期内又无法拓展新的合作方，导致公司面临业绩大幅波动的风险。
- **公司资产流动性较弱，合同权益、商誉仍存在一定减值风险。**公司资产仍以气井及相关设施、合同权益为主，即时变现能力较差，资产流动性较弱。与此同时，气井及相关设施作为抵押及质押物在银行等金融机构获取借款的难度较大。2024 年公司合同权益及商誉减值后账面价值分别为 16.21 亿元和 2.36 亿元，公司合同权益及商誉的评估价值对于天然气价格较为敏感，如果后续中海沃邦气井开发进展不及预期或天然气售价继续下降，或永和伟润经营业绩未达到预期，可能导致合同权益、商誉继续减值。

- **公司新气井建设仍面临较大资本支出压力，杠杆水平将继续上升。**公司资本支出资金主要来源于自有资金、经营活动产生的现金和对外债权融资，截至 2025 年 3 月末公司现金类资产规模 19.25 亿元，截至 2025 年 3 月末公司包括应付票据、应付账款和其他应付款在内的经营性负债规模较大，主要系应付的材料采购款、工程材料及工程款，而公司新气井建设仍在进行，考虑到公司将继续维持较大规模资本支出规模，杠杆水平将继续上升。
- **公司实际控制人拟变更，当前实际控制人股权质押比例高，需关注其股权质押而面临的平仓风险。**2024 年 11 月 26 日，赣州海德投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“海德投资”）与刘庆礼签署了股权转让协议，本次交易完成后公司实际控制人将变更为刘庆礼、刘晋礼。本次股权转让需在深圳证券交易所进行合规性确认后，方能完成股份协议转让过户，本次股份转让事宜仍在进行中。截至 2025 年 3 月末，吴氏家族合计持有公司 17.61% 的股份，仍为公司实际控制人，但待股份转让完成后，公司控股股东及实际控制人将变更。截至 2025 年 3 月末，吴氏家族累计质押 37,728,950.00 股，占公司总股本的 14.05%，占其所持股份的 79.78%，质押比例高，需关注其股权质押而面临的平仓风险。

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储量充足，开发空间大，公司与中油煤合作期仍较长，预计公司业务持续性较好，且经营获现能力较强。

同业比较（单位：亿元，%）

指标	2025 年 3 月末/2025 年 1-3 月			2024 年		
	新天然气	蓝焰控股	公司	新天然气	蓝焰控股	公司
总资产	216.81	123.32	85.82	182.68	113.97	83.65
营业总收入	10.64	5.65	6.88	37.77	22.66	15.46
净利润	3.90	1.81	0.41	12.05	4.34	-9.33
销售毛利率	42.15	33.13	16.25	48.75	35.28	4.59
资产负债率	49.82	50.25	59.79	42.83	47.77	58.96
经营活动现金流量净额	4.13	2.77	4.13	20.71	11.00	5.00
投资活动现金流量净额	-32.09	-1.85	-3.44	-29.37	-6.57	-9.37
筹资活动现金流量净额	31.06	8.00	0.47	5.57	-7.24	1.68

资料来源：Choice，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
工商企业通用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	评分等级	评分要素	评分等级
业务状况	宏观环境	初步财务状况	5/9
	行业&经营风险状况	杠杆状况	5/9
	行业风险状况	盈利状况	中
	经营状况	流动性状况	6/7
		财务状况	

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			1
个体信用状况				aa-
外部特殊支持				0
主体信用等级				AA-

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
首华转债	13.7950	13.4051	2025-02-10	2027-11-01

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划9.66亿元用于“石楼西区块天然气阶段性开发项目”，4.14亿元用于补充流动资金。2023年9月募投项目“石楼西区块天然气阶段性开发项目”下的开发井区范围从“石楼西区块永和18井区”扩展到“石楼西区块永和45-永和18井区”。

2024年10月公司公告，公司及控股子公司中海沃邦使用额度不超84,000.00万元的暂时闲置募集资金进行现金管理。截至2024年12月31日，公司尚未使用的募集资金77,298.06万元，其中进行现金管理支出71,500.00万元，剩余（含利息收入）存放于公司募集资金专户及现金管理专用结算账户中。根据立信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《首华燃气科技（上海）股份有限公司2024年度募集资金存放与使用情况专项报告》，截至2024年12月31日，“首华转债”3个募集资金专项账户和4个现金管理专用结算账户余额合计为0.58亿元。

二、 发行主体概况

（一）股东、股本及股权激励

2024年及2025年一季度公司因可转换公司债券转股增加少量股本，截至2025年3月末，公司股本增加至26,855.54万元。截至2025年3月末，公司前十大股东如表1所示，海德投资、吴海林、吴海江、吴君亮、吴汝德及吴君美（以上合称“吴氏家族”）为一致行动人；刘晋礼、山西汇景企业管理咨询有限公司（以下简称“山西汇景”）为一致行动人；嘉泽创业投资有限公司（以下简称“嘉泽创投”）、西藏科坚企业管理有限公司（以下简称“西藏科坚”）为同一控制的企业¹。

2024年11月26日，海德投资与刘庆礼签署了股权转让协议，约定海德投资将其所持上市公司股份27,216,000股转让给受让方刘庆礼。同日，山西汇景、刘庆礼与刘晋礼签署《一致行动协议书》。本次交易完成后公司控股股东将变更为刘庆礼、山西汇景与其一致行动人刘晋礼，实际控制人将变更为刘庆礼、刘晋礼。本次股权转让需在深圳证券交易所进行合规性确认后，方能在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理股份协议转让过户手续。截至2025年5月末，本次股份转让事宜仍在进行中。

截至2025年3月末，吴氏家族合计持有公司17.61%的股份，仍为公司实际控制人。截至2025年3月末，吴氏家族累计质押37,728,950.00股，占公司总股本的14.05%，占其所持股份的79.78%，质押比例高，需关注其股权质押而面临的平仓风险。

除上述股东持股外，公司前十大股东中，西藏科坚持续减持公司股份。2024年及2025年一季度西藏

¹ 两家公司均出具了不可撤销的承诺，在其持有公司股份期间放弃其认购的公司股份（包括因上市公司送红股、转增股本等原因增加的股份）的表决权。

科坚共减持公司股份8,629,034股。嘉泽创投和西藏科坚是公司的财务投资人，其持有的股份自2023年1月解除限售，目前其持有的全部股份均无限售条件，需关注西藏科坚后续减持计划对公司治理结构的影响。

表1 2025年3月末公司前十大股东情况（单位：股）

股东名称	持股数量	持股比例	质押数量
赣州海德投资合伙企业(有限合伙)	27,216,000	10.13%	23,000,000
刘晋礼	17,183,968	6.40%	17,183,968
西藏嘉泽创业投资有限公司	13,997,101	5.21%	0
史秀梅	10,040,049	3.74%	0
吴海林	9,384,700	3.49%	9,384,700
吴君亮	9,377,000	3.49%	5,344,250
博睿天晟(北京)投资有限公司	8,510,738	3.17%	0
山西汇景企业管理咨询有限公司	7,949,308	2.96%	0
西藏科坚企业管理有限公司	7,503,406	2.79%	0
郭海莲	6,440,833	2.40%	0

资料来源：公司 2025 年第一季度报告

股权激励方面，公司于2024年4月26日首次授予80名激励对象共1,124.80万股，后于2024年9月27日向符合资格的8名激励对象共计授予61.00万股限制性股票。公司2024年股权激励计划授予的限制性股票对应的考核年度为2024-2026年三个会计年度，考核体系包括公司层面业绩和个人层面业绩考核。2025年公司继续股权激励计划，计划授予限制性股票合计178.25万股，对应的考核年度为2025-2026年两个会计年度。公司2024-2025年激励计划授予价格均为4.69元/股，激励计划的限制性股票来源均为公司自二级市场回购和/或定向增发A股普通股。

整体而言，公司实际控制人拟变动且目前实际控制人质押比例高；公司财务投资人西藏科坚自2023年解除限售以来持续减持，公司于2024年起开始实施股权激励。公司及股东2023年以来在股权方面实施了一定资本市场操作，需关注相关操作对公司股东结构及治理结构稳定性的影响。

2025年5月公司下修本期债券转股价格，由19.61元下修至12.15元，2025年6月26日首华燃气收盘价11.9元/股。

（二）合并范围变化

2024年公司合并范围内增加子公司6家，2025年一季度公司合并范围无变化。具体而言，公司收购永和伟润51.00%股权，转让价格为 34,879.00 万元。永和伟润主营天然气管输、增压及销售，其管输资源有助于公司拓展天然气销售业务。山西首华绿动环保科技有限公司及子公司永和绿动环保科技有限公司主要定位石楼西区块内水管网的建设，用于保障新气井压裂用水的供应。山西首华绿动碳能源有限公司主要定位开展煤层气开发过程中的脱碳及相关产业链延伸业务。截至2025年3月末，公司合并范围内子公司共15家，详见附录三。

表2 2024年公司合并报表范围内增加的子公司情况（单位：万元）

时间	子公司名称	持股比例	主营业务	增加原因
2024年2月	永和县伟润燃气有限公司	51.00%	燃气输气、销售	购买股权
2024年2月	浙江首华睿晟能源有限公司	51.00%	燃气销售	合资设立
2024年4月	大宁县华晋燃气有限公司	51.00%	燃气生产与供应	合资设立
2024年11月	山西首华绿动环保科技有限公司	100.00%	碳减排等技术服务	设立
2024年11月	永和绿动环保科技有限公司	51.00%	天然水收集与分配	合资设立
2024年11月	山西首华绿动碳能源有限公司	100.00%	碳减排等技术服务	设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年6月，公司召开2025年第二次临时股东大会，审议通过了《关于授权通过市场化方式购买铝土矿资源的议案》和《关于为通过市场化方式购买铝土矿资源向金融机构申请融资的议案》，公司拟通过市场化方式购买铝土矿资源，购买金额连续12个月内不超过公司最近一期经审计总资产30%或净资产100%；为筹集出让金，公司拟向金融机构申请总额不超过20亿元融资，具体融资额度、期限、利率、贷款条件、担保等由银企双方依法协商确定。

（三）组织架构及董监高变动

2024年8月公司组织结构调整，新增经营计划部，同时将公司业务板块分为天然气销售板块、天然气开发板块和天然气管输板块。公司园艺业务剥离后，新的组织架构有助于公司更好管理天然气相关业务。

董监高方面，2024年8月26日公司董事会换届选举，公司非独立董事中原董事薛云先生、吴君亮先生任期届满离任，新增高尚芳先生、吴海江先生，独立董事无变化。公司董事长、总理由薛云先生变更为王志红先生，公司副总经理由吴君亮先生变更为高尚芳先生，财务总监由王志红先生变更为李春南女士。新任董事长兼总经理王志红先生、董事兼副总经理高尚芳先生均在公司任职多年，拥有相关专业知识和经验。

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

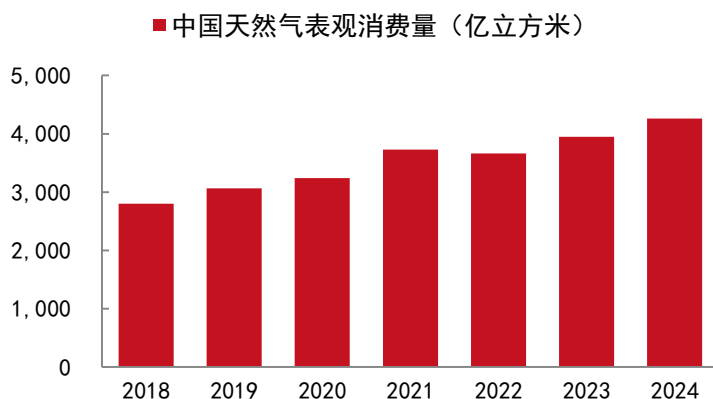
度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩大内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，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。

行业环境

2024年以来国内天然气供需相对宽松，虽受到国际市场和季节因素的扰动，天然气市场价格中枢下行，但总体波动收窄；为保障能源安全，国内加速非常规气开发，政策支持叠加技术发展，煤层气产量实现较快增长

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，工业和发电用气亦实现较快增长。从长期来看，在工业化和城市化进程持续推进，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。

图1 中国天然气表观消费量连续两年增长

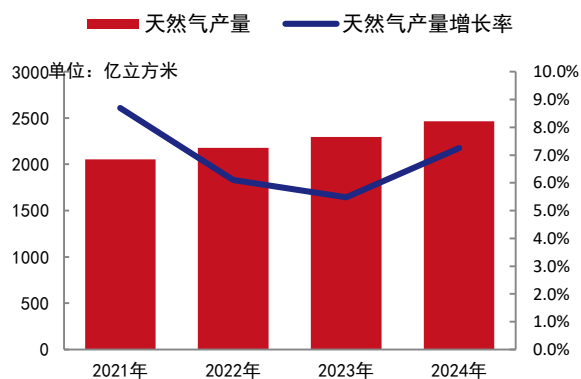


资料来源：国家发改委网站，中证鹏元整理

天然气供给方面，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%。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，以

LNG出厂价格指数为代表的天然气市场价格中枢下行，总体波动收窄。未来沿海LNG接收站的陆续投运及中俄东线天然气管道的完工通气将进一步提升我国天然气供应能力，天然气市场价格波动性或继续收窄。

图2 天然气产量近年持续增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 天然气市场价格中枢下行，波动收窄



资料来源：Wind，中证鹏元整理

除常规天然气外，致密气、页岩气及煤层气作为国内天然气供应的重要补充，近年受政策拉动结合技术推动，非常规天然气实现飞跃式发展，在保障国家能源安全方面发挥着越来越重要的作用。

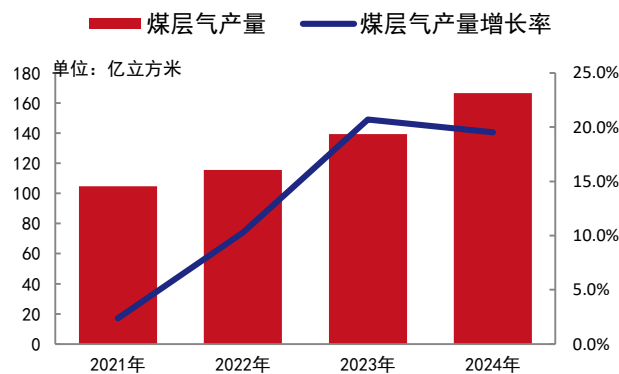
政策方面，2025年3月财政部制定《清洁能源发展专项资金管理办法》，在原有制度基础上，明确2025-2029年对煤层气等非常规气开采实施“多增多补”、“冬增多补”奖补政策。

我国致密气、煤层气探明资源在山西的区域分布占比高。根据中国石油第四次油气资源评价结果，鄂尔多斯盆地上古生界占我国致密气总资源量的60%以上；山西省拥有沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘两大煤层气产业化基地，2024年山西省煤层气产量占全国的80.6%。

产业扶持方面，中央确定山西省为能源革命综合改革试点，授权山西制定煤层气勘查开采管理办法、在全国率先试点将“三气”矿业权赋予同一主体、煤层气开发项目备案权下放山西管理，深入推进煤层气探采一体化变革。山西省将“打造非常规天然气基地，推动非常规天然气行业高质量发展”作为重要任务，实施两大非常规天然气产业化基地建设、全省煤矿瓦斯抽采全覆盖、“煤层气、天然气（致密气）、页岩气”三气综合开发试点等重大工程，从产业规划、科技创新、财政补贴、金融贷款、行政审批、碳排放控制等多方面继续扶持煤层气产业的发展，为非常规气行业提速发展提供了良好的空间和机遇。

技术方面，2021年鄂尔多斯盆地东缘大宁—吉县区块吉深6-7平01井在2,000m以深的深层煤储集层获日产10.1万立方米高产工业气流，标志着深层煤层气勘探开发的重大突破，为煤层气产业规模快速发展提供了新动能。政策支持下我国非常规天然气产量持续较快增长，其中煤层气产量增长率连续三年超10%。

图4 煤层气产量 2024 年维持较高增速



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

2024年公司剥离园艺业务，新增天然气代输增压业务。公司2023年以来建设的气井在2024年开始投产，天然气产量上升叠加自主销售气量增加，2024年公司营业收入规模同比较快增长。毛利率方面，2024年公司天然气销售均价受市场行情影响同比下降6.34%，天然气开采与销售业务毛利率下降，其中公司自行开采合作销售的天然气毛利率下降为负，整体销售毛利率大幅下滑。2025年一季度，公司天然气业务量价齐升，带动公司营业收入及毛利率水平平均同比上升。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
天然气业务	6.88	100.00%	15.02%	15.45	99.91%	4.58%	11.40	84.22%	9.41%
园艺用品	0.00	0.00%	-	0.00	0.00%	-	2.04	15.04%	26.55%
其他服务	0.00	0.00%	-	0.01	0.09%	13.13%	0.10	0.73%	88.77%
合计	6.88	100.00%	16.25%	15.46	100.00%	4.59%	13.54	100.00%	12.57%

注：公司截至 2023 年末已彻底剥离园艺业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司天然气抽采量增长较快且2025年一季度继续增长，但销售均价下降使2024年天然气业务亏损，2025年天然气价格中枢仍存下行可能，需关注后续走势情况；公司继续强化深层煤层气兼顾致密气开发思路，新增较多煤层气井的同时提升了致密气井的开发效率，但天然气业务勘探开发风险依然存在，需对后续开发进展保持关注；公司未来气井及地面工程仍需投入大量资金，资本支出压力较大；新收购的永和伟润为公司新增天然气代输增压业务，贡献了较多利润的同时扩大了公司销售业务版图，但公司对中油煤仍存较大依赖

1.天然气开采与销售业务

跟踪期内，公司天然气勘探、开发和生产仍由子公司中海沃邦负责运营。

➤ 储量情况

2024年公司继续推进并配合矿权人进行石楼西区块相关证照办理，跟踪期内公司致密气储量无变化，2024年及2025年一季度公司新增探明煤层气地质储量887.41亿立方米，并基于新增煤层气探明地质储量编制了开发方案，总体设计规模13亿立方米/年。2025年1月，中国石油天然气股份有限公司油气与新能源分公司组织专家对开发方案进行了评审，下一步公司将推进开发方案的评审备案工作。

表4 截至 2025 年 3 月末石楼西区块天然气（致密气）储量情况（单位：平方公里、亿立方米）

类型	项目名称	叠合含气面积	地质储量	技术可采量	经济可采储量
致密气	永和 18 井区	114	157	77	46
	永和 30 井区	346	484	231	186
	永和 45 井区	468	635	302	211
	合计	928	1,276	610	443
煤层气	永和 45-34 井区	230.50	681.90	340.95	264.96
	永和 45-34 井区西区	69.60	205.51	102.75	77.46
	合计	300.10	887.41	443.70	342.42

资料来源：公司提供

➤ 开发、生产与投入

2024年公司继续强化深层煤层气兼顾致密气开发思路，坚持多层系立体开发。

煤层气方面，2024年石楼西区块完钻35口深层煤层气水平井，新投产22口深层煤层气水平井，优化采取“聚能体积压裂”改造工艺，产能有所提升。2024年新投产22口深层煤层气水平井经地质-工程一体化精细优化，控产条件下每口井平均初期产量达6.5万立方米/天。致密气方面，一方面通过深层煤层气兼探致密气策略提高致密气井开发效率，在山西组、本溪组地层取得3口高产井，初产达17-14万立方米/天；同时公司采取立体开发策略，2024年选择2口已投产定向井在盒7-盒1段与石千峰组进行立体开发，初产分别达0.9-1.3万立方米/天。

整体而言，公司2023-2024年持续进行较大规模气井建设，由于气井从开发到产气需要一定周期，2023年公司投资开发的气井开始在2024年产气，因此2024年以来抽采量呈现同比上升，2024年及2025年一季度公司抽采量同比分别增长35.31%和129.40%。同时受益于自主销售业务对上游气源和下游客户的开拓，公司2024年及2025年一季度外购气量同比增长26.26%和179.48%。

表5 中海沃邦天然气生产及外购情况（单位：口、万立方米）

时间	生产井数量	抽采量	外购量
2025 年 1-3 月	210	21,575	9,737
2024 年	206	46,854	27,077
2023 年	174	34,627	21,445

资料来源：公司提供

公司未来油气资产类开发建设及地面井开发建设仍需投入大量资金，其中本期债券募集资金计划9.66

亿元用于石楼西区阶段性开发项目（截至2024年末募集资金已投入2.26亿元）。

尽管当前石楼西区的开发取得了一定的成果，但基于行业的特殊属性，未来区块的进一步开发仍存在不确定因素，对区块的地质认识仍需加强完善。针对致密气而言，由于储气层横向变化较大且不连贯，砂体非均质性强，提高了水平井开发难度，可能导致部分井不能达到工业气流或投入产出不成比例。针对煤层气而言，深层煤层气开采成本相对较高。综上，天然气业务勘探开发风险依然存在，需对公司后续开发进展保持关注。同时，中证鹏元关注到公司天然气共同销售业务主要基于与中油煤签订的《合作合同》，而自主销售模式下公司上游气源仍全部来源于中油煤，因此中油煤为公司天然气自主销售业务的唯一供应商。尽管公司与中油煤建立了长期稳定的合作关系，但由于合作方单一，不排除中油煤因产业政策、自身经营业务变化或与中海沃邦合作关系发生重大不利变化，使得合作双方需对《合作合同》作出重大调整，而公司在短期内又无法拓展新的合作方，导致公司面临业绩大幅波动的风险。

➤ 销售与客户

中海沃邦在合同区块范围内所开采的天然气，通过管网系统输送到山西省内沿线各城市或大型直供用户处，或上载“西气东输”国家级干线，进而输送到其他地区终端用户。下游终端客户天然气的用途主要包括城市生活用气、工业生产与化工用气、交通运输用气以及天然气发电用气等多方面。

跟踪期内，公司销售仍分为共同销售和自主销售两种模式。共同销售模式为：根据中海沃邦与中油煤签订的《合作合同》，在石楼西区块内所获得的天然气，由双方共同销售并各自取得分成收入。一般由中海沃邦、中油煤、购买方、管输方共同签订销售合同，同时分成比例会根据中海沃邦回收与投入的比值（R值）进行调整。跟踪期内公司两个井区的致密气分成比例无变化，永和45-永和18井区按照中油煤24%、中海沃邦76%的比例进行产品分配²；永和30井区按照中油煤13%、中海沃邦87%的比例进行产品分配；煤层气的分成比例按照中油煤12%，中海沃邦88%的比例进行产品分配。

共同销售模式下公司下游客户一部分系上载“西气东输”一线的天然气，分采暖期和非采暖期价格分别为2.15元/方和2.55元/方。

公司天然气的自主销售由子公司山西沃晋燃气销售有限公司、浙江沃憬能源有限公司（以下简称“浙江沃憬”）及永和伟润销售板块负责开展，主要通过向上游天然气开采企业购买天然气后自行对外销售，2024年公司上游气源仍全部来源于中油煤，供应商集中度很高。公司自主销售的下游客户有贸易公司等，整体售价相对较高。

2024年受益于天然气抽采量上升及公司加强自主销售业务的开展，公司天然气销售量同比增长32.03%，但销售均价则受市场行情影响同比下降6.34%，由2023年的2.53元/立方米下降至2.37元/立方米，销售均价下跌是公司2024年利润下降的最主要原因。2025年第一季度在自产气和外购气均同比增长的情

² $R < 1$ 时，中海沃邦分配比例为 87%， $1 < R < 1.5$ 时，中海沃邦分配比例为 76%， $R > 1.5$ 时，中海沃邦分配比例为 74.9%。

况下，公司天然气销售量同比增长143.15%，推动公司营业收入及净利润较快增长。

中证鹏元关注到，随着公司产量提升，天然气销售价格逐步成为影响公司利润水平的重要因素之一，2024年随着国内天然气供需紧张形势缓解，以LNG出厂价格指数为代表的天然气市场价格中枢下行，总体波动收窄，未来沿海LNG接收站的陆续投运及中俄东线天然气管道的完工通气将进一步提升我国天然气供应能力，天然气市场价格波动或继续收窄，价格中枢仍存下行可能，需关注天然气价格的后续走势情况。

表6 公司天然气销售情况（单位：万立方米、元/立方米）

时间	销量	销售均价
2025年1-3月	31,293	2.47
2024年	73,832	2.37
2023年	55,922	2.53

注：表格中价格均为含税口径

资料来源：公司提供

客户方面，在共同销售模式下，中油煤是中海沃邦唯一的客户，随自主销售的开展，公司前五大客户集中度呈现下降趋势，2023-2024年分别为90.34%和80.37%，但仍处于较高水平。

2. 天然气代输增压业务

2024年1月公司收购永和伟润51%的股权，收购时北京伟润兴奥国际能源有限公司（以下简称“北京伟润”）承诺永和伟润2024-2026年净利润分别达到0.68亿元、0.69亿元和0.70亿元，若完成业绩承诺，公司应分别向北京伟润支付0.10亿元、0.15亿元和0.15亿元，2024年永和伟润扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润0.62亿元，业绩完成率为91.18%，公司因此确认0.10亿元公允价值变动损益。

永和伟润主营天然气的增压、管输及销售，由其建设及运营的永西连接线管道工程长度约35公里，从中石油煤层气有限责任公司永宁2#集气站、永大线接入，输至交口站及桑壁站进行处理两级增压，最后进入西气东输一线88#阀室联通省外市场。永和伟润一方面可为上游气源方提供代输、增压服务，另一方面依托临近大宁吉县区块的气源优势，有助于公司开展天然气销售业务。2024年公司完成了输气扩建工程，日输气能力由150万立方米提升到300万立方米，年输气能力达10亿立方米。

业务模式方面，永和伟润作为承运方，与托运方商定煤层气（致密气）交付点后，负责将交付的气体增压、输送至西气东输一线88#阀室，收费标准根据与托运方商定的交付点，定价在0.14元/立方米至0.305元/立方米之间。2024年永和伟润输气量42,310.93万立方米。

公司天然气代输增压业务2024年及2025年第一季度收入分别为0.95亿元和0.27亿元，毛利率分别为51.06%和46.23%，收入规模相较于天然气开采业务较小，但毛利率水平高，是公司营业利润的重要来源。

五、 财务分析

财务分析基础说明

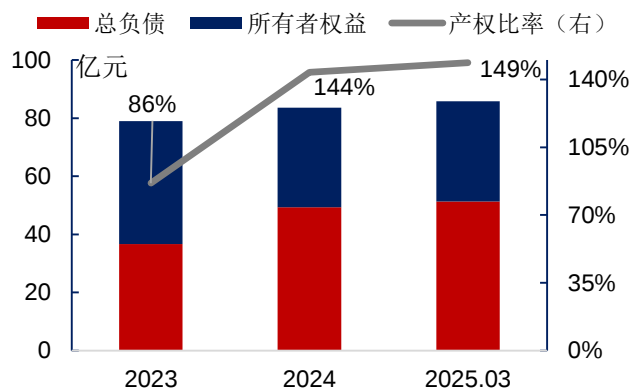
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。

受天然气价格下降影响，公司2024年销售毛利率大幅下降，叠加资产减值，公司亏损规模同比扩大，所有者权益规模大幅下降；公司融资及应付款规模扩张以用于气井投资，资产流动性进一步下降；公司合同权益及商誉规模大，其评估价值对于天然气价格较为敏感，仍有一定减值风险；公司主营业务现金生成能力仍较好，但债务规模持续较快增长，杠杆状况指标弱化，考虑公司仍将维持较大规模资本支出规模，杠杆水平或将持续上升

资本实力与资产质量

受主营业务亏损及减值影响，公司所有者权益规模2024年同比下降18.97%至34.33亿元。2024年公司负债规模随融资扩大和应付工程款增长而同比增长34.60%至49.32亿元，2025年3月进一步增长至51.31亿元。综合影响下，公司产权比率持续上升，所有者权益对负债的保障程度弱化。截至2024年末公司未分配利润为负。

图5 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

公司加强了开发新井投入，由于公司对上游材料供应商和工程方有一定账期，且公司经营收现情况较好，因此流动性资产规模2024年小幅增长；公司开发新井形成的固定资产、在建工程和油气资产规模增长较快，但由于合同权益和商誉减值影响，公司非流动资产规模增速一般。截至2025年3月末，公司总资产中包括固定资产、在建工程、油气资产、无形资产和商誉在内的油气井及相关设施资产占比仍较高。

2024年公司继续进行现金管理，利用闲置资金购买存款类产品，在交易性金融资产核算。非流动资产方面，公司固定资产仍主要为油气集输设备和房屋建筑物等，2024年固定资产增加一方面由于在建工程转入，另一方面系因购买的永和伟润企业合并增加2.36亿元。公司在建工程仍主要是气井建设项目、输气管线建设项目和配套设施等，2024年新增投资13.29亿元，转入固定资产0.92亿元，转入油气资产10.24

亿元，期末余额呈现增长。需要关注的是，公司2024年对于0.43亿元的气井建设项目计提减值，原因系环保要求对三口井进行封井处理。公司油气资产2024年由在建工程转入10.24亿元，计提摊销3.97亿元，期末余额增长较快。

公司无形资产2024年账面价值下降较快，主要系合同权益减值导致。2024年商誉账面价值有所增长，其中因收购永和伟润增加商誉2.36亿元，后因中海沃邦计提减值1.80亿元。公司收购中海沃邦共确认合同权益金额27.10亿元、商誉金额3.96亿元。根据上海东洲资产评估有限公司出具的评估报告，截至2024年末，中海沃邦包括合同权益的资产组账面价值为64.67亿元、包含商誉的资产组账面价值61.80亿元，资产组可回收金额为58.24亿元，公司计提合同权益减值准备6.43亿元，根据上市公司持股比例计提商誉减值准备1.80亿元。截至2024年末公司无形资产中由中海沃邦与中油煤签署的《合作合同》等形成的合同权益账面价值16.21亿元。

公司2024年的合同权益及商誉减值主要系因天然气销售价格下降的影响，2024年公司天然气平均含税销售单价2.37元/立方米，同比下降6.34%。中证鹏元注意到，公司合同权益及商誉的评估价值对于天然气价格较为敏感，如果后续中海沃邦气井开发进展不及预期或天然气售价继续下降，或永和伟润经营业绩未达到预期，可能导致合同权益、商誉进一步减值，从而影响公司合并报表的经营成果。

表7 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	9.04	10.53%	6.94	8.30%	8.86	11.21%
交易性金融资产	10.21	11.89%	9.38	11.21%	3.15	3.99%
流动资产合计	22.11	25.76%	19.57	23.39%	18.95	23.99%
固定资产	8.78	10.23%	8.94	10.69%	6.97	8.83%
在建工程	9.91	11.55%	9.48	11.34%	8.19	10.37%
油气资产	24.65	28.72%	25.15	30.07%	18.88	23.90%
无形资产	16.15	18.82%	16.32	19.51%	23.22	29.39%
商誉	2.36	2.75%	2.36	2.82%	1.80	2.27%
非流动资产合计	63.71	74.24%	64.08	76.61%	60.05	76.01%
资产总计	85.82	100.00%	83.65	100.00%	79.01	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

受限资产方面，截至2024年末，公司受限资产合计3.28亿元，主要系受限的货币资金和应收账款。除上述受限资产外，2022年10月中海沃邦与昆仑信托有限责任公司（以下简称“昆仑信托”）签订《特定资产收益权转让及回购合同》及《应收账款质押合同》，中海沃邦将其与中油煤签订的《山西省石楼西区煤层气资源开采合作合同》及相关补充协议项下对中油煤合法享有的要求中油煤向其支付2022年至2026年的来源于山西省内买方的销售收入所对应的销售收入分成款的权利所对应的资产收益权转让予昆仑信托并委托其融资不超过人民币6亿元，中海沃邦有义务按照合同约定回购特定资产收益权。

2023年8月中海沃邦与昆仑信托签订《特定资产收益权转让及回购合同》及《应收账款质押合同》，中海沃邦将其与中油煤签订的《山西省石楼西区煤层气资源开采合作合同》及相关补充协议（以下简称“合作协议”）项下对中油煤合法享有的要求中油煤向其支付2023年至2027年的来源于山西省外买方的销售收入所对应的销售收入分成款的权利所对应的资产收益权转让予昆仑信托并委托其融资不超过人民币6亿元，中海沃邦有义务按照主合同的约定回购特定资产收益权。截至2024年末公司在昆仑信托融资余额为12.00亿元。

整体而言，公司总资产规模随气井投资而增长，但资产中主要以油气相关资产为主，难以即时变现且受限资产规模增长较快，资产整体流动性较弱。

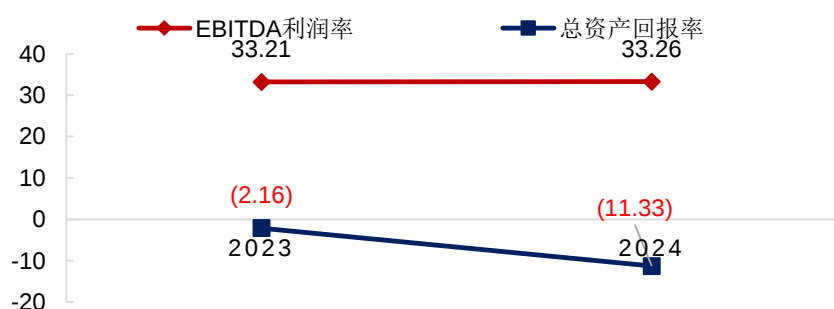
盈利能力

2024年公司亏损规模扩大，由2023年的亏损2.53亿元增加至亏损9.33亿元，一方面系受因公司加强产能建设产量提升，油气资产折旧摊销增加，2024年公司包括油气资产、固定资产等气井相关资产折旧摊销同比增加41.33%至5.72亿元；另一方面系因天然气价格下降，公司天然气业务出现亏损。除上述因素外，公司收购中海沃邦的资产组价值对天然气售价因素较为敏感，公司对商誉、合同权益计提减值合计8.22亿元，进一步影响公司经营成果。

整体而言，公司总资产规模大，资产主要由油气资产构成，投资回收期长，且2023-2024年受商誉和合同权益减值等因素影响，该指标始终负值，总资产回报率表现不佳。公司成本中折旧、摊销成本占比高，剔除非付现成本的EBITDA利润率表现始终较好，2024年公司EBITDA同比增长14.22%至5.14亿元。

2025年一季度，公司天然气含税销售均价较2024年水平有所提升，同时受益于新投产气井产量增长，公司天然气开采量同比增长129%，单季度净利润由亏转盈，是2023年第三季度以来首次实现单季度盈利。整体而言，公司天然气业务勘探开发风险依然存在，同时随着未来沿海LNG接收站的陆续投运及中俄东线天然气管道的完工通气，我国天然气供应能力将进一步提升，天然气市场价格中枢仍存下行可能，仍需关注公司后续开发进展和天然气售价走向。

图6 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

气井投资带来的融资需求使公司2023年以来总债务规模持续增长。债务期限结构方面，公司债务以长期债务为主。公司2024年短期借款规模增长较快，截至2024年末主要系保证借款2.20亿元和信用借款0.05亿元；公司应付票据包括应付的商业承兑汇票0.49亿元和银行承兑汇票1.68亿元，一年内到期的非流动负债仍为一年内到期的长期借款、应付债券利息和租赁负债，公司长期借款主要系在昆仑信托的信托借款。公司应付债券仍为应付的本期债券。

除上述债务外，应付账款仍主要是应付材料采购款，其他应付款仍主要为应付工程材料及工程款，因工程加快气井建设，公司包括应付账款和其他应付款在内的经营性负债2024年同比增长较快。递延所得税负债主要系固定资产折旧差异和油气资产折耗差异形成，规模呈现下降。

表8 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	2.88	5.62%	2.25	4.57%	1.29	3.51%
应付票据	3.15	6.15%	2.17	4.41%	1.16	3.16%
应付账款	1.02	1.99%	0.90	1.82%	0.34	0.92%
其他应付款	13.85	27.00%	14.02	28.43%	6.35	17.34%
一年内到期的非流动负债	2.53	4.93%	0.87	1.77%	1.78	4.86%
流动负债合计	23.94	46.65%	20.51	41.58%	11.15	30.43%
长期借款	10.50	20.45%	11.64	23.60%	8.39	22.89%
应付债券	13.57	26.45%	13.47	27.32%	13.05	35.63%
递延所得税负债	2.64	5.14%	2.83	5.73%	3.58	9.76%
非流动负债合计	27.37	53.35%	28.81	58.42%	25.49	69.57%
负债合计	51.31	100.00%	49.32	100.00%	36.64	100.00%
总债务	32.78	63.88%	30.77	62.38%	25.96	70.86%
其中：短期债务	8.57	26.13%	5.30	17.22%	4.22	16.26%
长期债务	24.21	73.87%	25.47	82.78%	21.74	83.74%

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年公司业务亏损，且大规模产能建设带来的经营性负债和债务规模增长较快，整体杠杆水平提升，偿债能力指标均有不同程度弱化。具体而言，2024年公司营业收入规模增长，而公司成本中付现成本占比较低，因此经营活动现金流入规模增长。但产能建设的资本支出带动投资活动现金净流出规模增长，2024年投资活动净流出9.37亿元，处于较高水平，综合影响下公司2024年现金类资产规模变动不大。

天然气抽采量增长带动公司2024年EBITDA和FFO同比分别增长14.22%和22.08%，但净债务规模同比增长45.32%，增速更快，综合影响下公司主要偿债能力指标均有所弱化，其中EBITDA利息保障倍数下降至3.15，净债务/EBITDA则上升至2.90，EBITDA对利息的保障程度较好，但对净债务保障程度一般。自

由现金流方面，由于公司资本性支出规模2024年同比增长136.16%，因此自由现金流规模2024年下降至负值。

2025年一季度公司经营活动现金流继续维持较大规模净流入，自由现金流指标也有所改善，但债务规模继续上升使偿债能力指标进一步弱化，考虑到未来一段时间内公司将维持较大规模资本支出规模，杠杆水平将持续上升。

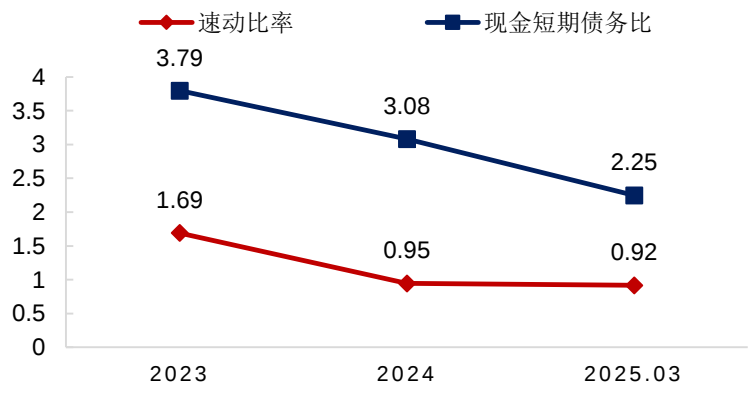
表9 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	4.13	5.00	3.97
FFO（亿元）	--	3.15	2.58
资产负债率	59.79%	58.96%	46.38%
净债务/EBITDA	--	2.90	2.30
EBITDA 利息保障倍数	--	3.15	4.17
总债务/总资本	48.71%	47.26%	38.00%
FFO/净债务	--	21.14%	24.98%
经营活动现金流净额/净债务	30.10%	33.50%	38.45%
自由现金流/净债务	10.97%	-10.50%	11.56%

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

流动性指标方面，公司现金类资产规模变动不大，短期债务规模增长使得公司现金短期债务比持续下降，但截至2025年3月末仍大于1，现金对短期债务的覆盖程度较好。速动比率方面，2024年由于气井大规模投资带来应付工程材料及工程款同比大幅增长，其他应付款带动流动负债规模增长较快，而相关投资形成的资产主要系非流动资产，因此2024年公司速动比率大幅下降至0.95。整体而言，公司2024年以来流动性比率指标均有所弱化，截至2025年3月末，公司取得的银行借款授信额度为16.60亿元，尚未使用额度为1.72亿元，规模较小。

图7 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6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，截至报告查询日（2025年6月20日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

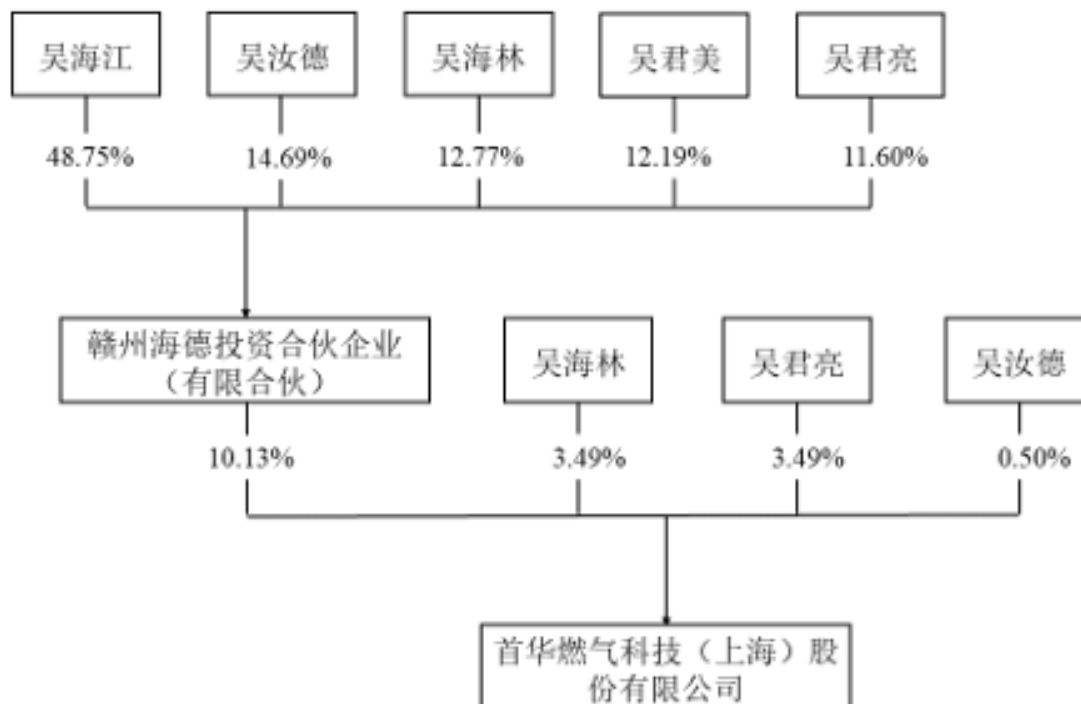
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	9.04	6.94	8.86	6.11
交易性金融资产	10.21	9.38	3.15	4.30
流动资产合计	22.11	19.57	18.95	14.31
固定资产	8.78	8.94	6.97	8.07
在建工程	9.91	9.48	8.19	8.32
油气资产	24.65	25.15	18.88	17.24
无形资产	16.15	16.32	23.22	23.74
非流动资产合计	63.71	64.08	60.05	62.54
资产总计	85.82	83.65	79.01	76.86
短期借款	2.88	2.25	1.29	0.00
其他应付款	13.85	14.02	6.35	4.25
一年内到期的非流动负债	2.53	0.87	1.78	4.33
流动负债合计	23.94	20.51	11.15	11.31
长期借款	10.50	11.64	8.39	3.63
应付债券	13.57	13.47	13.05	12.61
非流动负债合计	27.37	28.81	25.49	20.47
负债合计	51.31	49.32	36.64	31.78
总债务	32.78	30.77	25.96	22.24
其中：短期债务	8.57	5.30	4.22	5.66
长期债务	24.21	25.47	21.74	16.58
所有者权益	34.51	34.33	42.36	45.07
营业收入	6.88	15.46	13.54	20.45
营业利润	0.52	-10.37	-2.57	1.31
净利润	0.41	-9.33	-2.53	0.78
经营活动产生的现金流量净额	4.13	5.00	3.97	6.54
投资活动产生的现金流量净额	-3.44	-9.37	-5.01	-10.09
筹资活动产生的现金流量净额	0.47	1.68	3.29	-4.50
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	5.14	4.50	6.95
FFO（亿元）	--	3.15	2.58	4.45
净债务（亿元）	13.71	14.92	10.34	10.55
销售毛利率	16.25%	4.59%	12.57%	20.05%
EBITDA 利润率	--	33.26%	33.21%	34.00%
总资产回报率	--	-11.33%	-2.16%	3.00%
资产负债率	59.79%	58.96%	46.38%	41.35%
净债务/EBITDA	--	2.90	2.30	1.52

EBITDA 利息保障倍数	--	3.15	4.17	4.77
总债务/总资本	48.71%	47.26%	38.00%	33.04%
FFO/净债务	--	21.14%	24.98%	42.13%
经营活动现金流净额/净债务	30.10%	33.50%	38.45%	61.98%
速动比率	0.92	0.95	1.69	1.23
现金短期债务比	2.25	3.08	3.79	2.16

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 2025 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2025 年 3 月末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资	持股	主营业务
西藏沃施生态产业发展有限公司	10,000.00	100.00%	服务
宁波耐曲尔股权投资合伙企业（有限合伙）	45,000.00	100.00%	投资
西藏沃晋能源发展有限公司	5,000.00	100.00%	投资
浙江沃憬能源有限公司	5,000.00	100.00%	天然气销售
北京中海沃邦能源投资有限公司	55,555.56	67.50%	石油天然气技术开发、技术转
山西沃晋燃气销售有限公司	1,000.00	54.00%	天然气销售
上海首华绿动环保科技有限公司	1,000.00	100.00%	投资
海南华憬能源有限公司	5,000.00	100.00%	燃气销售
山西中海沃邦能源有限公司	10,000.00	67.50%	开采专业及辅助性活动
永和县伟润燃气有限公司	18,000.00	51.00%	管输及天然气销售
浙江首华睿晟能源有限公司	5,000.00	51.00%	天然气销售
山西首华绿动碳能源有限公司	1,000.00	100.00%	碳减排等技术服务
山西首华绿动环保科技有限公司	1,000.00	100.00%	碳减排等技术服务
永和绿动环保科技有限公司	2,000.00	51.00%	天然水收集与分配
大宁县华晋燃气有限公司	1,000.00	51.00%	燃气生产与供应

资料来源：公司提供，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