



2021年首华燃气科技(上海)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

2021年首华燃气科技(上海)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

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

评级观点

- 本次评级下调主要是基于：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”）2023年净利润大幅下降至负值，经营亏损；尽管公司天然气储量充足，但天然气业务勘探开发风险较大，2023年天然气抽采量继续下滑；2023年深层煤水平井开发试验获得突破，需关注后续开发进展；虽然公司主营业务现金生成能力较好，经营活动现金流保持净流入，但净流入规模下降，且未来集中建设新气井，面临较大的资本支出压力，杠杆水平将继续提高；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；业务对单一合作方存在较大依赖；此外，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。

评级日期

2024年6月26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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	85.17	79.01	76.86	82.21
归母所有者权益	26.74	26.85	29.49	29.46
总债务	30.74	25.96	22.24	26.26
营业收入	2.69	13.54	20.45	18.24
净利润	-0.16	-2.53	0.78	1.39
经营活动现金流净额	1.04	3.97	6.54	8.38
净债务/EBITDA	--	2.30	1.52	1.50
EBITDA利息保障倍数	--	4.17	4.77	6.18
总债务/总资本	41.48%	38.00%	33.04%	37.02%
FFO/净债务	--	24.98%	42.13%	46.30%
EBITDA利润率	--	33.21%	34.00%	44.47%
总资产回报率	--	-2.16%	3.00%	4.03%
速动比率	1.63	1.69	1.23	1.10
现金短期债务比	3.67	3.79	2.16	1.87
销售毛利率	16.05%	12.57%	20.05%	25.63%
资产负债率	49.09%	46.38%	41.35%	45.65%

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

优势

- **公司天然气储量充足，开发空间大。**截至 2023 年末，公司已取得经自然资源部备案的经济可采储量为 443 亿立方米。2023 年，《大吉煤层气田石楼西区块永 45-34 井区二叠系下统太原组 8 号煤层煤层气探明储量新增报告》已提交至山西省自然资源厅，目前待取得山西省自然资源厅的正式批复。根据前述储量报告，大吉煤层气田石楼西区块永 45-34 井区二叠系下统太原组 8 号煤层煤层气新增探明面积 230.5 平方千米，新增探明储量 681.9 亿立方米。生产方面，公司在国家能源局备案的年开发量共 22 亿立方米，2023 年抽采量仅 3.5 亿立方米，开发空间大。
- **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。**2022-2023 年及 2024 年一季度公司经营活动现金流净额分别为 6.54 亿元、3.97 亿元和 1.04 亿元，经营活动现金流持续净流入，2022-2023 年 FFO 分别为 4.45 亿元和 2.58 亿元，主营业务现金生成能力较好。

关注

- **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；同时由于井下工艺复杂，存在施工风险，由此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，煤层具有分布范围广、厚度较大、煤岩煤质条件较好的特点，是该区域主要的烃源岩之一，公司 2023 年开始试验深层煤层气水平井且已投产，但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 2023 年天然气抽采量继续下滑，叠加天然气价格下降及公司计提资产减值影响，2023 年净利润出现亏损。**根据致密气、煤层气的开采特点，气井的生产遵循一定的衰减规律，2023 年公司生产井数量增长较快，但新增气井主要于下半年投产，新增的新井贡献的产量未能弥补老井产量的递减，因此合计抽采量同比下降 21.41% 至 3.46 亿立方米。在新投产气井的贡献下，2024 年第一季度公司天然气抽采产量同比增长 26%。公司 2023 年计提了减值损失 2.17 亿元，公司营业利润大幅下滑至-2.57 亿元，净利润亏损，带动总资产收益率由正转负，2023 年总资产收益率为-2.16%。剔除资产减值及折旧等非付现因素的影响后，公司 EBITDA 利润率同比小幅下滑至 33.21%。
- **公司未来集中建设新气井，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 2024 年 3 月末公司现金类资产规模 19.19 亿元；受开采量下降影响，公司经营活动产生的净现金流规模逐年下降；考虑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，不利于公司获取流动性。公司 2018 年末收购北京中海沃邦能源投资有限公司（以下简称“中海沃邦”）控制权，确认合同权益金额 27.10 亿元、商誉金额 3.96 亿元，2023 年公司对商誉计提 2.17 亿元减值。如果中海沃邦未来由于业务进展不顺利或市场环境发生重大不利变化等原因导致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。**截至 2024 年 3 月末，吴氏家族及其一致行动人作为实际控制人合计持有公司 17.62% 的股份，累计质押 35,208,950 股，占公司总股本的 13.11%，占其所持股份的 74.42%，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	蓝焰控股	新天然气	公司
总资产	118.29	145.63	79.01
营业总收入	23.81	35.17	13.54
净利润	5.32	14.21	-2.53
销售毛利率	35.89%	47.46%	12.57%
资产负债率	51.95%	45.76%	46.38%
经营活动现金流量净额	11.27	19.74	3.97

注：以上各指标均为 2023 年数据。

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	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
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。

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 aa-，反映了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。

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	13.79	13.79	2023-06-05	2027-10-31

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2021年11月1日发行6年期13.79亿元可转换公司债券，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，公司召开的2023年第三次临时股东大会决议审议通过了《关于扩展募投项目井区范围暨变更募集资金用途的议案》，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”。2023年11月公司发布《关于公司使用部分暂时闲置募集资金进行现金管理的公告》，在确保不影响募投项目建设和募集资金使用的情况下，公司及控股子公司北京中海沃邦能源投资有限公司使用额度不超80,000.00万元的暂时闲置募集资金进行现金管理。

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2023年度募集资金存放与使用情况专项报告》，截至2023年12月31日，“首华转债”3个募集资金专项账户和5个现金管理专用结算账户余额合计为1.48亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司因可转换公司债券转股增加少量股本，截至2024年3月末，公司股本增加至26,855.27万元。前十大股东中，2023年3月公司股东西藏科坚企业管理有限公司（以下简称“西藏科坚”）通过集中竞价和大宗交易方式减持公司股份8,129,200股。2024年3月，公司披露了《关于持股5%以上股东减持计划的预披露公告》，公司股东西藏科坚计划减持公司股份。2023年及2024年一季度西藏科坚共减持公司股份9,129,200股，占公司2024年3月末股本的3.40%。嘉泽创业投资有限公司（以下简称“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。

截至2024年3月末，公司前十大股东如表1所示，其中赣州海德投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“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为一致行动人；嘉泽创投、西藏科坚为同一控制的企业¹。截至2024年3月末，吴氏家族合计持有公司17.62%的股份，仍为公司实际控制人，累计质押35,208,950股，

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。

占公司总股本的13.11%，占其所持股份的74.42%。公司实际控制人吴氏家族质押比例高，需关注其股权质押而面临的平仓风险。

2022年11月公司召开董事会审议通过《关于回购公司股份方案的议案》，并于2022年11月开始实施股权回购，至2023年11月股份回购期限届满，公司共回购股份397.75万股，支付总金额5,514.03万元。

2024年5月，公司2023年度股东大会决议审议通过《关于提请股东大会授权董事会办理以简易程序向特定对象发行股票的议案》，拟以简易程序向特定对象发行融资总额不超过人民币三亿元且不超过最近一年末净资产20%的股票。

整体而言，公司实际控制人持股数量较为稳定，但持股比例较低，且质押比例高；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年实施股权激励，股票来源为公司二级市场回购和/或定向增发A股普通股。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。

表1 2024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%	23,480,000
刘晋礼	17,183,968	6.40%	17,183,968
西藏科坚企业管理有限公司	15,132,440	5.63%	0
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%	2,344,250
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
郭海莲	6,440,833	2.40%	0

资料来源：公司 2024 年第一季度报告

2023年及2024年一季度，公司合并范围因出售园艺业务减少子公司4家，新设及购买股权增加子公司2家，详见表2。

2023年1月，公司披露《关于出售资产暨关联交易的公告》等公告，拟将所持上海沃施实业有限公司（以下简称“沃施实业”）100%股权、上海益森园艺用品有限公司（以下简称“益森园艺”）100%股权、上海沃施园艺艺术发展有限公司（以下简称“艺术发展”）100%股权，以及园艺用品相关业务涉及的资产负债转让给关联方上海瑞驰曼投资有限公司，转让价格为10,085.86万元，转让价格较账面价值合计增值2,546.63万元，增值率33.78%。资产转让于2023年12月完成，自2023年12月后，公司将不再持有园艺用品相关业务及相关资产负债。

2024年1月，公司召开董事会议审议通过了《关于签署〈关于永和县伟润燃气有限公司之股权转让

协议》的议案》，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，转让价格为34,879.00万元。永和伟润主营管输及天然气销售，收购永和伟润有益于公司进一步拓展天然气下游销售业务领域。

表2 2023年及2024年一季度公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

时间	方向	子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式/减少原因
2023年	减少	上海益森园艺用品有限公司	100.00%	贸易	出售
	减少	上海沃施园艺艺术发展有限公司	100.00%	零售	出售
	减少	上海沃施实业有限公司	100.00%	制造	出售
	减少	上海沃施国际贸易有限公司	100.00%	贸易	出售
2024年一季度	增加	永和县伟润燃气有限公司	51.00%	管输及天然气销售	购买股权
	增加	浙江首华睿晟能源有限公司	51.00%	天然气销售	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年3月末，公司合并范围内子公司共11家，详见附录四。

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

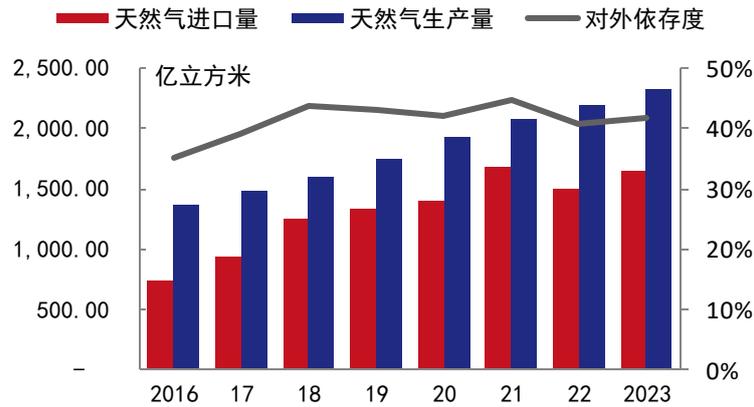
2023年国内天然气探明储量及产量持续提升，国际天然气市场供需紧张形势亦有所缓解，国内天然气价格呈波动下降趋势，天然气表观消费量恢复性增长；政府鼓励非常规天然气开采，2023年煤层气产业在储量、产能、技术创新及配套政策方面均取得进展

近年国产天然气探明储量及产量持续提升。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年保持百亿立方米的的增长，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²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%，但仍需注意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

² 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。

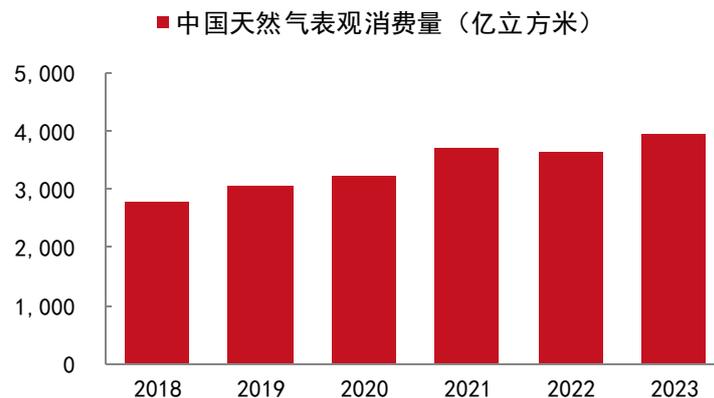


注：对外依存度=进口数量/（国内产量+进口数量）。

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气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。

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。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。

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

党的二十大报告明确提出要深入推进能源革命，加大油气资源勘探开发和增储上产力度，确保能源安全。山西省作为我国煤层气生产基地、全国能源革命综合改革试点省份，出台了《山西省煤层气资源勘查开发规划(2021—2025年)》，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，创新完善煤层气资源管理体制机制，深化煤层气行业开放合作，推动非常规天然气大幅增储上产，为煤层气行业提速发展提供了良好空间和机遇。

2023年，煤层气产业发展取得重要进展：一是资源探明快速增加，全国煤层气勘探投资超30亿元，新增探明地质储量约2900亿立方米。二是产能建设加快推进，全国煤层气开发投资超过100亿元，新建产能超过30亿立方米/年。三是技术创新成效明显，深部煤层气勘探开发理论认识和技术获得重大突破，创新形成了有利区精准评价、优快钻完井、极限体积压裂、全周期一体化采气等多项深部煤层气技术。四是配套政策不断完善，中央财政继续安排资金支持煤层气等非常规天然气开发利用，持续实施增值税

先征后返、所得税优惠税率等优惠政策，进一步完善矿权管理，简化油气资源综合勘查开采程序，支持煤层气与其它矿产资源兼探兼采。

五、经营与竞争

公司营业收入仍主要来源于天然气开采与销售业务，2023年12月公司完成园艺用品相关资产的转让，聚焦天然气主业，不再开展园艺用品相关业务；2023年公司天然气产销量及售价均下滑，导致营业收入及毛利率大幅下滑，2024年一季度随新增气井投产，公司开采量同比增长，但售价下滑使营业收入及毛利率均同比下降

2023年公司主营业务未发生变化，仍由天然气开采与销售及园艺用品业务两部分构成。受天然气价格及产销量下降影响，公司2023年天然气开采与销售业务收入规模及毛利率均下降。截至2023年末，公司完成园艺用品业务的剥离，因此2024年一季度，公司营业收入来源于天然气开采与销售。2024年一季度，在新投产气井的贡献下公司天然气产量同比增长，但受上游气源产量下降影响，天然气外购量有所下降。综合影响下，公司2024年第一季度天然气销售量同比略有增长，但受销售价格同比下降的影响，天然气开采与销售业务营业收入和毛利率均同比下降。综合影响下，公司2024年第一季度营业收入及毛利率均同比下降，但高于2023年的9.41%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
天然气开采与销售	2.45	90.96%	10.96%	11.40	84.22%	9.41%	17.95	87.79%	19.30%
园艺用品	0.00	0.00%	-	2.04	15.04%	26.55%	2.45	11.97%	24.19%
其他	0.24	9.04%	67.26%	0.10	0.73%	88.73%	0.05	0.24%	88.48%
合计	2.69	100.00%	16.05%	13.54	100.00%	12.57%	20.45	100.00%	20.05%

资料来源：公司提供

（一）天然气开采与销售业务

公司天然气储量充足，但受气井产量递减且新气井开发进度影响，2023年天然气抽采量大幅下滑；公司持续深化深层煤层气、纵向立体开发等方面的研究，深层煤层气水平井开发试验获得突破，新增气井使2024年一季度抽采量同比上涨，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；根据公司的开发计划，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；公司天然气销售业务销售量受制于上游气源产量，未来收入规模存在一定不确定性；收购的永和伟润有望扩大公司销售业务版图，但公司对中油煤仍存在较大依赖

跟踪期内，公司天然气勘探、开发和生产仍由子公司北京中海沃邦能源投资有限公司（以下简称“中海沃邦”）负责运营。2009年8月，中海沃邦与中油煤签订了《合作合同》，获得石楼西区块1,524平

方公里30年的天然气勘探、开发和生产经营权，并于2019年和2020年分别签署了《永和45-永和18井区开发补充协议》和《永和30井区开发补充协议》。中海沃邦作为合作区块的作业者开展天然气的勘探、开发、生产和销售业务。

➤ 储量情况

跟踪期内公司储量无变化，永和18井区、永和30井区、永和45井区（叠合含气面积共928平方公里）经自然资源部备案的地质储量2024年3月末合计仍为1,276亿立方米，技术可采储量610亿立方米，经济可采储量443亿立方米。

表4 截至2024年3月末石楼西区块天然气储量情况（单位：平方公里、亿立方米）

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
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

资料来源：公司提供

2023年10月18日，公司取得《山西鄂尔多斯盆地石楼西区块煤层气勘查》的探矿权证。跟踪期内公司借鉴邻近区块的开发成果加大了对煤层气资源的勘查和开发先导试验投入，进一步开展了8#煤层取芯、含气性测试及分析化验工作，综合研究证实石楼西区块煤层演化程度高、含气量大，资源潜力大。《大吉煤层气田石楼西区块永和45-34井区二叠系下统太原组8号煤层气探明储量新增报告》已提交至山西省自然资源厅，目前待取得山西省自然资源厅的正式批复。根据前述储量报告，大吉煤层气田石楼西区块永和45-34井区二叠系下统太原组8号煤层气新增探明面积230.5平方千米，新增探明储量681.9亿立方米。

➤ 开发、生产与投入

跟踪期内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。截至2023年末，鄂东气田石楼西区块永和45-永和18井区天然气12亿立方米/年开发项目及鄂东气田石楼西区块永和30井区致密气10亿立方米/年开发项目已在国家能源局备案；鄂东气田石楼西区块永和18井区天然气开采、鄂东气田石楼西区块永和30井区天然气开采已分别取得自然资源部颁发的《采矿许可证》。鄂东气田石楼西区块永和45-永和18井区作为18井区的外扩区域，将对永和18井区的采矿许可证范围进行变更扩大，申请材料已提交自然资源部，目前自然资源部正在审查中。

公司依据气井投产及运行情况确定总体生产规划，日常生产过程中，公司不断根据下游客户和市场情况变化，持续优化、调整生产安排，生产流程包括采气、集气、除砂、脱水等工艺。

2023年石楼西区块新钻2口深8煤开发试验水平井，采取“极限体积压裂”改造工艺，压裂返排后最高日产量达8.6~9.4万立方米/天，深层煤水平井开发试验获得突破。

2023年公司生产井数量增长较快，但新增气井主要于下半年投产，同时致密气老井产量递减较快，因此合计抽采量同比下降21.41%至3.46亿立方米。在新投产气井的贡献下，2024年第一季度公司天然气抽采产量同比增长26%。外购量方面，受上游气源产量下降影响，公司2023年以来天然气外购量持续下降。

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
2024年 1-3月	177	9,405	3,484
2023年	174	34,627	21,445
2022年	147	44,058	33,685

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2023年12月末募集资金已投入3,079.04万元）。

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，煤层具有分布范围广、厚度较大、煤岩煤质条件较好的特点，是该区域主要的烃源岩之一，公司2023年开始试验深层煤层气水平井且已投产，但开采成本相对较高。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。

销售方面，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³，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。公司天然气的自主销售由控股公司山西沃晋燃气销售有限公司和浙江沃憬能源有限公司（以下简称“浙江沃憬”）负责开展，向中油煤购买天然气后自行对外销售。

2023年，受天然气抽采量及上游气源产量减少影响，公司天然气销售量同比下降27.71%，销售均价则受市场行情影响同比下降11.23%，由2022年的2.85元/立方米降低至2.53元/立方米；此外，2023年公司外购气单位成本同比下降，但销售均价下降更快，自主销售业务价差空间减少，叠加上游气源产量减少导致外购气量减少，公司自主销售业务贡献利润减少。需要关注的是，公司自主销售业务销售量取决于上游气源产量，未来业务收入规模存在一定不确定性。

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	外购气单位成本
2024年 1-3月	12,870	2.64	2.30
2023年	55,922	2.53	2.39
2022年	77,363	2.85	2.55

注：表格中价格均为含税口径
 资料来源：公司提供

2024年1月，公司收购永和伟润51%的股权。永和伟润主营天然气的增压、管输及销售，交易完成后公司能够通过其位于山西省永和县县的桑壁站连接西气东输一线88#阀室，实现天然气上载西气东输一线，为上游气源方提供管输服务。同时，通过西气东输一线88#阀室，依托临近石楼西区块、大宁吉县区块的气源优势，开展天然气销售业务，扩大天然气销售业务版图。

客户方面，由于在共同销售模式下，中油煤是中海沃邦唯一的客户，公司自2023年逐步开展自主销售模式，但客户集中度仍很高。

跟踪期内，公司通过浙江沃憬与新奥能源（02688.HK）下属公司合资组建的天然气销售公司山西恒憬能源有限公司（以下简称“山西恒憬”）正式运营，2023年度公司按照49%的持股比例确认投资收益732.83万元。

（二）园艺用品业务

2023年12月公司完成园艺用品业务的剥离和相关公司的工商变更，公司之后将不再开展园艺用品相关业务；公司园艺用品相关业务剥离有益于公司聚焦天然气主业，提升公司资产质量和盈利能力

2023年1月公司发布公告，为聚焦天然气主业，公司将转让与园艺用品相关资产，资产转让后公司将不再开展园艺用品相关业务和持有相关资产负债。2023年12月，相关公司完成工商变更，不再纳入公司合并范围。公司截至2023年12月末已完成园艺用品业务的剥离，后续不再开展园艺用品相关业务。

³ $R < 1$ 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%。

表7 公司园艺用品生产销售情况（件、万元）

时间	自主生产量	外购量	销售量	销售收入
2023年	2,148,152	10,272,002	12,205,339	20,366.54
2022年	2,541,625	16,097,019	18,384,482	24,473.47

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告

六、财务分析

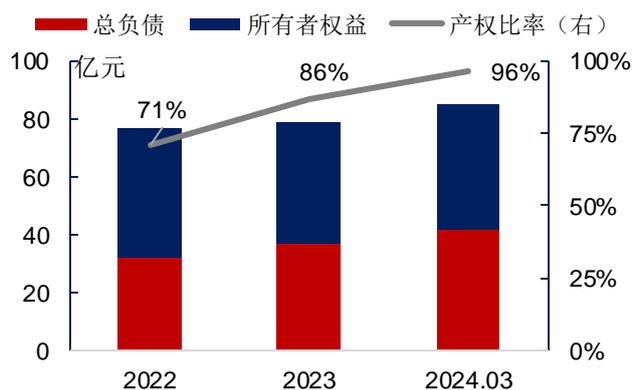
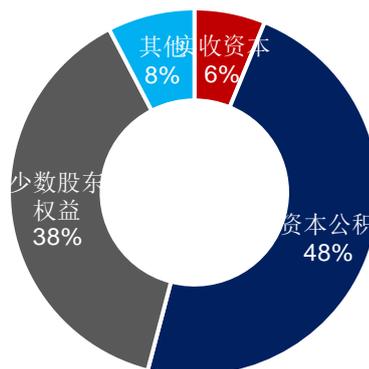
财务分析基础说明

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 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。2022 年及 2023 年一季度，公司合并范围子公司变化情况见表 2。

资本实力与资产质量

受债务扩张用于气井投资影响，公司资产规模增长，资产仍以气井及相关设施为主，流动性较弱；合同权益、商誉存在一定减值风险

受业务亏损影响，公司所有者权益规模 2023 年同比下降 6.01% 至 42.36 亿元。2023 年公司负债规模随融资规模扩大而同比增长 15.29% 至 36.64 亿元，2024 年 3 月进一步增长至 41.81 亿元。综合影响下，公司产权比率持续增长，所有者权益对负债的保障程度有所弱化。

图 4 公司资本结构

图 5 2024 年 3 月末公司所有者权益构成


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

资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受债务扩张用以开发新井影响，公司 2023 年资产规模呈现增长，2024 年一季度收购永和伟润 51% 股权并将其纳入合并范围，公司资产规模进一步扩大。截至 2024 年 3 月末，公司总资产规模 85.17 亿元，其中包括固定资产、在建工程、油气资产、无形资产和商誉在内的油气气井及相关设施资产规模合计 63.54 亿元，占总资产的比重高达 74.61%。

跟踪期内，公司继续进行现金管理，公司利用闲置资金购买银行理财产品及存款类产品，分别在交易性金融资产和其他流动资产核算，因此货币资金、交易性金融资产和其他流动资产规模有所波动，截至2023年末公司交易性金融资产中有结构性存款3.15亿元，其他流动资产中有本息保障性收益凭证4.01亿元。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，2023年固定资产减少主要系因出售园艺相关主体使其出表所致，2024年3月末随永和伟润纳入合并范围，公司固定资产增加较多油气集输设施。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，2023年新增投资4.64亿元，转入固定资产0.52亿元，转入油气资产4.32亿元，期末余额小幅下降。公司油气资产2023年由在建工程转入4.32亿元，计提摊销2.67亿元，期末余额有所增长。

公司商誉账面价值有所波动，其中2022年末商誉主要由2018年末收购中海沃邦控制权形成。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2023年末，中海沃邦相关资产组的账面价值（含商誉）为65.65亿元，资产组可回收金额为61.36亿元，公司根据上市公司持股比例计提商誉减值准备2.17亿元，计提商誉减值后商誉余额为1.80亿元。2024年2月，公司以现金3.49亿元收购永和伟润51%股权的交易完成并已办妥工商变更手续，确认商誉2.35亿元，公司商誉因此有所增长。公司无形资产仍主要为中海沃邦与中油煤签署的《合作合同》等形成的合同权益，跟踪期内变化不大。中证鹏元注意到，如果后续中海沃邦气井开发进展不及预期，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8 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	6.58	7.72%	8.86	11.21%	6.11	7.95%
交易性金融资产	7.27	8.54%	3.15	3.99%	4.30	5.60%
其他流动资产	5.67	6.66%	4.29	5.42%	2.08	2.71%
流动资产合计	20.60	24.19%	18.95	23.99%	14.31	18.62%
固定资产	8.48	9.96%	6.97	8.83%	8.07	10.50%
在建工程	9.19	10.79%	8.19	10.37%	8.32	10.82%
油气资产	18.54	21.77%	18.88	23.90%	17.24	22.43%
无形资产	23.18	27.22%	23.22	29.39%	23.74	30.89%
商誉	4.15	4.87%	1.80	2.27%	3.96	5.15%
非流动资产合计	64.57	75.81%	60.05	76.01%	62.54	81.38%
资产总计	85.17	100.00%	79.01	100.00%	76.86	100.00%

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

受限资产方面，截至2023年末，公司受限资产合计1.20亿元，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3月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、对外资产收购而增长，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。

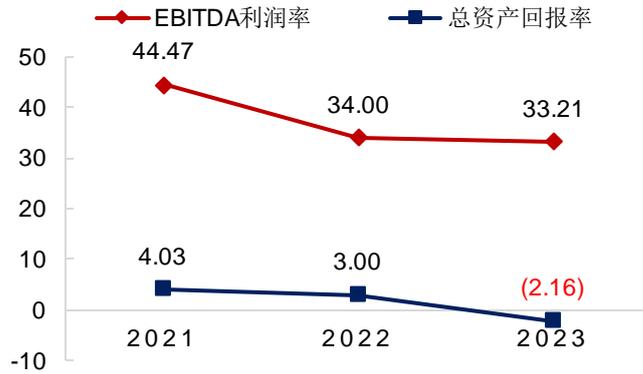
盈利能力

受抽采量下滑及天然气价格下降影响，公司2023年营业收入及销售毛利率下降，同时叠加资产减值因素，公司2023年净利润出现亏损，总资产回报率表现大幅下滑；公司营业成本中折旧和摊销占比高，剔除非付现成本后的EBITDA利润率小幅下降

公司2023年天然气抽采量下滑，叠加天然气价格下降，营业收入及毛利率均同比大幅下滑。2021-2023年公司总资产回报率逐年下降，其中2023年由于计提了减值损失2.17亿元，公司营业利润大幅下滑至-2.57亿元，带动总资产收益率大幅下滑，由正转负。由于EBITDA利润率指标剔除了资产减值及折旧等非付现因素的影响，公司EBITDA利润率指标同比下滑幅度较小，2023年下降至33.21%。

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，因此总资产回报率处于较低水平，且2023年受商誉减值等因素影响，该指标降为负值。在新投产气井的贡献下，2024年第一季度公司天然气抽采产量同比增长26%，若深层煤层气、纵向立体开发等方面的工作成功实施，公司盈利能力或将改善，但天然气业务勘探开发风险依然存在，仍需对公司后续开发进展保持关注。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营活动现金保持净流入，主营业务现金生成能力仍较好，但经营活动净现金流规模大幅下降；公司债务规模持续较快增长，杠杆状况指标有所弱化；资本支出快速增长使2024年一季度自由现金流由正转负，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

公司2023年以来新增较多长期借款，带动公司总债务规模快速增长。债务期限结构方面，主要以长期债务为主。公司2023年以来新增短期借款，截至2024年3月末主要系保证借款2.05亿元和信用借款0.15亿元，借款利率在4.00%-4.95%之间。公司2023年应付票据包括应付的商业承兑汇票0.17亿元和银行承兑汇票0.99亿元，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采购款，其他应付款仍主要为应付工程材料及工程款，其中其他应付款规模2023年增长较快，主要系因工程加快气井建设。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，规模有所波动。

表9 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	2.21	5.27%	1.29	3.51%	0.00	0.00%
应付票据	1.02	2.44%	1.16	3.16%	1.33	4.18%
应付账款	0.54	1.28%	0.34	0.92%	0.78	2.47%
其他应付款	6.55	15.67%	6.35	17.34%	4.25	13.38%
一年内到期的非流动负债	1.99	4.77%	1.78	4.86%	4.33	13.62%
流动负债合计	12.51	29.92%	11.15	30.43%	11.31	35.58%
长期借款	12.00	28.70%	8.39	22.89%	3.63	11.42%
应付债券	13.21	31.60%	13.05	35.63%	12.61	39.67%
递延所得税负债	3.60	8.60%	3.58	9.76%	3.74	11.75%

非流动负债合计	29.30	70.08%	25.49	69.57%	20.47	64.42%
负债合计	41.81	100.00%	36.64	100.00%	31.78	100.00%
总债务合计	30.74	73.54%	25.96	70.86%	22.24	69.96%
其中：短期债务	5.22	12.49%	4.22	11.52%	5.66	17.81%
长期债务	25.52	61.05%	21.74	59.33%	16.58	52.15%

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2023年经营活动现金仍保持净流入，但受利润水平下降影响，经营活动净现金流、EBITDA和FFO均有所下降，同比分别下降39.24%、35.33%和41.92%。净债务方面，2023年以来公司债务规模与现金类资产规模均上涨，净债务规模呈现波动。受上述因素影响，公司2023年各项偿债能力指标不同程度减弱，其中EBITDA利息保障倍数下降至4.17，净债务/EBITDA则上升至2.30，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，由于公司维持一定规模的资本性支出，同时经营活动净现金流规模下降，因此自由现金流规模逐年下降，2024年一季度下降至负值。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10 公司现金流及杠杆状况指标

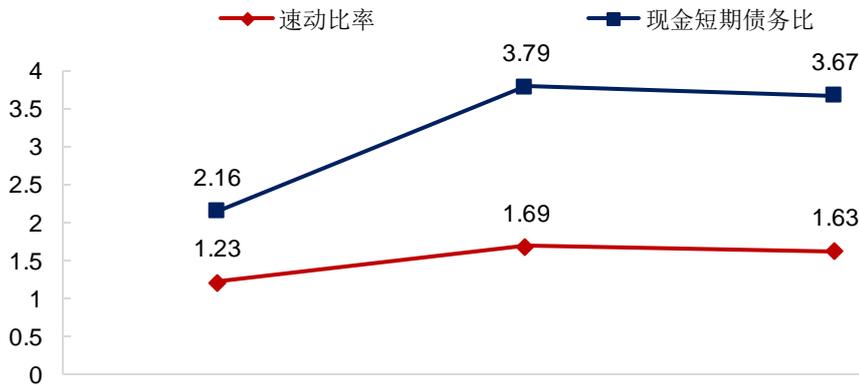
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	1.04	3.97	6.54
FFO（亿元）	--	2.58	4.45
资产负债率	49.09%	46.38%	41.35%
净债务/EBITDA	--	2.30	1.52
EBITDA 利息保障倍数	--	4.17	4.77
总债务/总资本	41.48%	38.00%	33.04%
FFO/净债务	--	24.98%	42.13%
经营活动现金流/净债务	8.97%	38.45%	61.98%
自由现金流/净债务	-4.03%	11.56%	21.17%

注：公司 2024 年 1-3 月自由现金流为负。

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

流动性指标方面，2023年受益于短期债务的减少和现金类资产的增长，公司现金短期债务比快速上升，2024年3月公司现金短期债务比随短期债务规模上升而下降，但仍大于1，现金对短期债务的覆盖程度较好。速动比率方面，流动资产规模的增加带动速动比率波动上升。截至2023年末，公司取得的银行借款授信额度为16.45亿元，尚未使用额度为5.25亿元，规模不大。

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

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公开查询信息及公司出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近一年公司未有因空气污染和温室气体排放、废水和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

治理方面，近年公司亦不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，公司及高级管理人员最近 36 个月内不存在违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

跟踪期内公司经营战略、管理模式及组织架构无重大调整。公司董事、监事及高管有一定变动。董事方面，2023 年 5 月，贾岱女士辞去公司董事职务，补选罗传容先生为公司董事；2023 年 12 月，于婷女士辞去公司独立董事职务，补选葛艾继女士为公司独立董事。监事方面，2023 年 3 月 16 日，郭桂飞先生因个人原因辞去公司监事一职。同日，经职工代表大会审议，选举李晓琴女士为公司监事。

股权激励方面，2024 年 4 月，公司召开董事会会议，审议通过《关于向激励对象首次授予限制性股票的议案》，并于 2024 年 4 月 26 日实施首次授予，即以 4.69 元/股的价格授予 80 名激励对象共 1,124.80 万股。首次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。除首次授予外，公司激励计划预留授予 286.20 万股。公司激励计划授予限制性股票合计 1,432.00 万股，占公司 2024 年 3 月末股本的 5.33%。本次激励计划的限制性股票来源为公司自二级市场回购和/或定向增发 A 股普通股。

（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20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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月12日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

从行业环境来看，2023年国产天然气探明储量及产量提升叠加国际天然气市场供需紧张形势缓解，国内天然气价格呈波动下降，天然气开采企业盈利空间有所压缩，但工业化和城市化的持续推进使下游天然气表观消费量恢复性增长。政府鼓励非常规天然气开采，2023年煤层气产业在储量、产能、技术创新及配套政策方面均取得进展。从经营竞争力来看，公司天然气储量充足，且开发空间大，但受新气井开发进展影响，近年天然气抽采量持续下降，公司2023年煤层气开采取得较大进展，但仍需持续关注后续开发进展。财务方面，公司经营获现能力仍较强，但资产流动性仍较弱，受业务亏损、资产减值和新增较多债务影响，公司偿债能力指标趋弱，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，公司杠杆水平或将继续提高。整体来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，下调“首华转债”的信用等级为AA-。

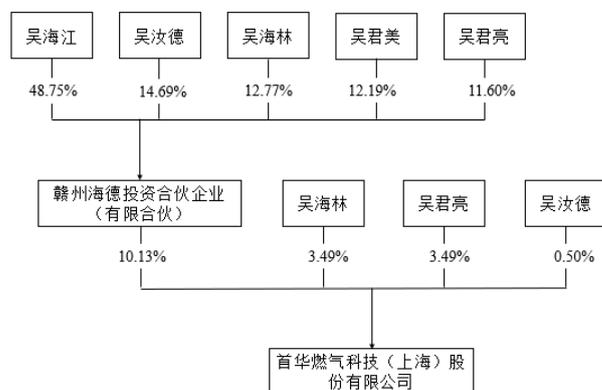
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	6.58	8.86	6.11	13.90
交易性金融资产	7.27	3.15	4.30	0.01
应收账款	0.29	0.13	0.84	1.08
存货	0.19	0.11	0.43	0.44
其他流动资产	5.67	4.29	2.08	0.51
流动资产合计	20.60	18.95	14.31	17.06
固定资产	8.48	6.97	8.07	8.03
在建工程	9.19	8.19	8.32	9.27
油气资产	18.54	18.88	17.24	18.40
无形资产	23.18	23.22	23.74	24.41
商誉	4.15	1.80	3.96	3.96
非流动资产合计	64.57	60.05	62.54	65.14
资产总计	85.17	79.01	76.86	82.21
短期借款	2.21	1.29	0.00	0.00
应付账款	0.54	0.34	0.78	1.19
其他应付款	6.55	6.35	4.25	5.75
一年内到期的非流动负债	1.99	1.78	4.33	5.14
流动负债合计	12.51	11.15	11.31	15.14
长期借款	12.00	8.39	3.63	6.00
应付债券	13.21	13.05	12.61	12.10
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	3.60	3.58	3.74	3.72
非流动负债合计	29.30	25.49	20.47	22.40
负债合计	41.81	36.64	31.78	37.53
总债务	30.74	25.96	22.24	26.26
其中：短期债务	5.22	4.22	5.66	7.77
所有者权益	43.36	42.36	45.07	44.68
营业收入	2.69	13.54	20.45	18.24
营业利润	-0.09	-2.57	1.31	1.92
净利润	-0.16	-2.53	0.78	1.39
经营活动产生的现金流量净额	1.04	3.97	6.54	8.38
投资活动产生的现金流量净额	-7.68	-5.01	-10.09	-10.38
筹资活动产生的现金流量净额	4.45	3.29	-4.50	12.95
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.21	4.50	6.95	8.11
FFO（亿元）	--	2.58	4.45	5.64

净债务（亿元）	11.62	10.34	10.55	12.18
销售毛利率	16.05%	12.57%	20.05%	25.63%
EBITDA 利润率	--	33.21%	34.00%	44.47%
总资产回报率	--	-2.16%	3.00%	4.03%
资产负债率	49.09%	46.38%	41.35%	45.65%
净债务/EBITDA	--	2.30	1.52	1.50
EBITDA 利息保障倍数	--	4.17	4.77	6.18
总债务/总资本	41.48%	38.00%	33.04%	37.02%
FFO/净债务	--	24.98%	42.13%	46.30%
经营活动现金流净额/净债务	8.97%	38.45%	61.98%	68.82%
自由现金流/净债务	-4.03%	11.56%	21.17%	25.27%
速动比率	1.63	1.69	1.23	1.10
现金短期债务比	3.67	3.79	2.16	1.87

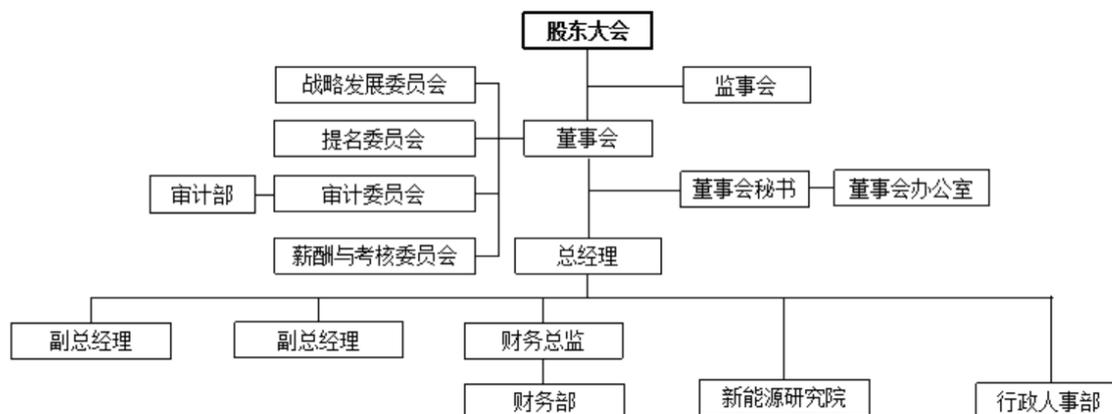
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	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、技术转让
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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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
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。

二、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。

三、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。

四、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。