

首华燃气科技(上海)股份有限公司

**2021 年向不特定对象发行  
可转换公司债券信用评级报告**



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

## 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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 谭赞

报告编号：  
中鹏信评【2021】第 Z  
【325】号 01

分析师

姓名：  
宋晨阳 胡长森

宋晨阳 胡长森

电话：  
010-66216006

邮箱：  
songchy@cspengyuan.com

评级日期：  
2021年4月8日

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于公司官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008号阳光高尔夫大厦  
3楼

电话：0755-82872897

网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 首华燃气科技（上海）股份有限公司 2021年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：20亿元

评级展望：稳定

债券期限：6年

债券偿还方式：对未转股的债券每年付息一次，到期归还本金和支付最后一年利息，附  
债券赎回及回售条款

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对首华燃气科技（上海）股份有限公司（以下简称“首华燃气”或“公司”，证券代码“300483”）本次拟向不特定对象发行总额20亿元可转换公司债券（以下简称“本次债券”）的评级结果为AA，该级别反映了本次债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司天然气业务持续性较好，大幅提高了公司的营业收入和利润水平，公司资本实力大幅增强，经营活动现金流表现较好；同时中证鹏元注意到天然气业务勘探开发风险很大，且对单一客户存在依赖，实控人股份质押比例高，公司资产流动性很弱，面临较大的投资支出压力和一定的短期债务压力等风险因素。

正面：

- 公司天然气业务持续性较好，大幅提高了公司的营业收入和利润水平。北京中海沃邦能源投资有限公司（以下简称“中海沃邦”）与中石油煤层气有限责任公司（以下简称“中油煤”）签订了《合作合同》，合作期限较长，合作区块已经备案经济可采储量443亿立方米，业务可持续性较好。2019-2020年，公司天然气业务分别实现收入12.25亿元和12.62亿元，毛利率分别为55.34%和39.15%，大幅提高了公司的营业收入和利润水平。
- 公司资本实力大幅增强。近年公司通过非公开发行股份使得2020年末公司所有者权益增长至43.05亿元，较2018年末增长27.23%，资本实力大幅增强。
- 公司经营活动现金流表现较好。中海沃邦纳入合并范围后，公司经营活动现金流

量净额大幅增长，2019-2020 年分别为 67,777.20 万元和 62,805.40 万元，表现较好。

### 关注：

- **天然气业务勘探开发风险很大。**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，对区块的地质认识仍需加强完善，由于储气层横向变化较大且不连贯，砂体非均质性极强，导致水平井砂体钻遇率难以保证；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不成比例，面临很大的勘探开发风险。
- **天然气业务单一合作方依赖的风险。**中海沃邦天然气业务基于与中油煤签订的《合作合同》，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，而中海沃邦在短期内又无法拓展新的合作方，导致中海沃邦面临业绩大幅波动的风险。
- **公司实控人股权质押比例高。**2020 年末，赣州海德投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“海德投资”）及其一致行动人质押股份数量合计 24,120,200 股，占持有股份数量的 86.84%，质押比例高。
- **公司资产流动性很弱。**公司非流动资产占比很高，2020 年末为 90.35%，主要为气井、油气集输设备及合同权益，资产流动性很弱。
- **公司面临较大的资金压力。**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，2021-2037 年合计达 92.34 亿元，且投资风险很高，面临较大的投资支出压力。
- **公司面临一定的短期债务偿还压力。**近年公司刚性债务规模增幅较大，2020 年末为 169,853.79 万元，其中短期刚性债务 79,853.79 万元，经营性净现金流/流动负债为 0.41，面临一定短期债务压力。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	712,984.59	710,345.13	645,540.38
归属于母公司所有者权益	274,446.26	207,463.14	143,749.53
刚性债务	169,853.79	176,857.20	101,579.25
资产负债率	39.62%	40.94%	47.58%
流动比率	0.45	0.58	0.37
速动比率	0.42	0.55	0.35

营业收入	152,553.53	153,064.69	33,862.28
营业利润	36,524.81	42,415.92	3,994.82
净利润	28,811.51	31,285.62	3,954.66
综合毛利率	36.27%	48.55%	20.78%
总资产回报率	5.76%	6.39%	1.55%
EBITDA	86,112.85	92,733.37	6,333.50
EBITDA 利息保障倍数	9.47	14.28	3.10
经营活动现金流净额	62,805.40	67,777.20	644.88

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司前身上海沃施园艺用品制造有限公司（以下简称“沃施园艺”）成立于2003年1月8日，2008年12月20日，沃施园艺通过股东会决议，以截至2008年11月30日经立信会计师事务所审计的净资产4,617.98万元为基数，折合股本3,800.00万股，整体变更设立上海沃施园艺股份有限公司<sup>1</sup>（以下简称“沃施股份”），变更完成后，公司注册资本和实收资本均为3,800.00万元，吴君亮、吴海林、吴君美、吴海江和吴汝德合计持有59.85%的股权。2015年6月，公司公开发行新股1,550.00万股，发行完成后增至6,150.00万股，吴君亮、吴海林、吴君美、吴海江和吴汝德持股比例合计为44.77%。

2017-2020年，公司通过六次交易直接及间接控制了中海沃邦67.50%的股权，享有中海沃邦的权益比例为65.32%。具体过程见表1。经多次股份变动后，截至2020年末，公司注册资本和实收资本为14,918.43万元，主要股东包括海德投资、西藏科坚企业管理有限公司（以下简称“西藏科坚”）、刘晋礼和西藏嘉泽创业投资有限公司（以下简称“嘉泽创投”）等，其中西藏科坚、嘉泽创投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。2008年1月，吴海林、吴海江、吴君亮、吴汝德、吴君美五人签订了《一致行动人协议》，2018年9月，吴海林、吴海江、吴君亮、吴汝德、吴君美将合计持有的上市公司15,120,000股股份转让给海德投资，海德投资自动作为一方加入2008年签署的《一致行动人协议》，2020年末，吴海林、吴海江、吴君亮、吴汝德、吴君美及海德投资合计持有公司27,776,035股，占具有表决权股份的比例为18.62%，为公司实际控制人。股票质押方面，2020年末，海德投资及其一致行动人质押数量合计24,120,200股，占持有股份数量的86.84%，质押比例高。

**表 1 公司收购中海沃邦时间进度表**

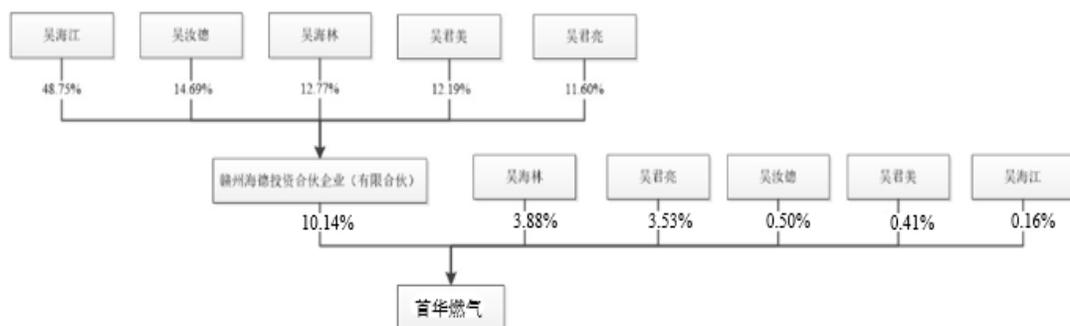
时间	交易内容
2017年11月	公司全资子公司沃施生态作为普通合伙人与有限合伙人於彩君、桑康乔、许吉亭共同出资4.5亿元设立了宁波耐曲尔股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“耐曲尔”），耐曲尔以4.5亿元对中海沃邦进行增资，增资完成后持有中海沃邦10%的股权。
2018年2月	公司控股子公司西藏沃晋能源发展有限公司（以下简称“沃晋能源”）以现金购买形式受让山西汇景企业管理咨询有限公司（以下简称“山西汇景”）、山西瑞隆天成商贸有限公司（以下简称“山西瑞隆”）、博睿天晟（北京）投资有限公司（以下简称“博睿天晟”）合计持有的中海沃邦27.20%的股权。
2018年12月	公司与山西汇景、山西瑞隆、博睿天晟、於彩君、桑康乔、许吉亭签署协议，通过发行股份的方式购买中海沃邦13.30%股权，以及耐曲尔99%合伙企业份额，进而

<sup>1</sup> 2021年1月6日变更为首华燃气科技（上海）股份有限公司。

	直接及间接购买中海沃邦 23.20% 的股权。
2019 年 12 月	公司与西藏科坚、嘉泽创投签署协议，通过发行股份的方式购买沃晋能源 41% 股权，进而购买沃晋能源间接持有的中海沃邦 11.15% 股权。
2020 年 9 月	公司发行股份，使用部分募集资金购买山西汇景持有中海沃邦 10% 的股权，同时以自筹资金购买中海沃邦 7% 股权。

资料来源：公司提供

图 1 截至 2020 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司在巩固发展现有园艺用品、园艺工具、园艺机械的生产与零售业务的同时，已逐步整合中海沃邦的陆上天然气开采业务与相关技术，未来将进一步完善和巩固双主营业务布局。截至2020年末，纳入公司合并范围的子公司共12家。

表 2 截至 2020 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
上海益森园艺用品有限公司	1,000.00	100.00%	贸易
上海沃施园艺艺术发展有限公司	400.00	100.00%	零售
海南沃施园艺艺术发展有限公司	500.00	70.00%	零售
上海沃施实业有限公司	1,000.00	100.00%	制造
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 <sup>2</sup>	5,000.00	92.00%	投资
上海沃施生物科技有限公司	1,000.00	100.00%	服务
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 (以下简称“沃晋燃气”)	1,000.00	54.00%	燃气销售
浙江沃憬能源有限公司	5,000.00	100.00%	燃气销售

<sup>2</sup> 2021 年 1 月，公司董事会审议通过，拟以现金支付方式购买西藏科坚持有沃晋能源剩余 8% 的股权，上述交易目前尚未完成。

上海沃施国际贸易有限公司

1,000.00

100.00%

贸易

资料来源：公司提供

## 二、本次债券概况

**债券名称：**首华燃气科技（上海）股份有限公司2021年向不特定对象发行可转换公司债券；

**发行总额：**20.00亿元；

**债券期限和利率：**期限为自发行之日起6年；票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平由公司股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（联席主承销商）协商确定；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还本金和支付最后一年利息；

**转股期限：**自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

**初始转股价格：**本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）在发行前根据市场状况与保荐机构（联席主承销商）协商确定。在本次发行之后，若公司发生配股、增发、送股、派息、分立及其他原因引起公司股份变动的情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本），则转股价格相应调整；

**转股价格向下修正条款：**在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者；

**赎回条款：**在本次债券期满5个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据届时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。在本次债券债券转股期内，如果公司A股股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或当本次债券未转股余额不足3,000万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次债券；

**回售条款：**本次债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，本次债券持有人有权将其持有的本次债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生配股、增发、送股、派息、分立及其他原因引起公司股份变动的情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。最后两个计息年度，本次债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本次债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本次债券持有人不能多次行使部分回售权。

若公司本次债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次债券的权利。本次债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，在该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

**向原股东配售安排：**本次债券向公司现有股东实行优先配售，现有股东有权放弃配售权。具体优先配售比例由股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在发行前根据市场情况与保荐机构（联系主承销商）协商确定，并在本次债券的发行公告中予以披露。现有股东优先配售之外的余额和现有股东放弃优先配售后部分通过深圳证券交易所交易系统向社会公众投资者发行，余额由主承销商包销。

### 三、本次债券募集资金用途

本次债券拟募集资金总额为20亿元，资金投向明细如下：

**表 3 本次债券募集资金投向明细（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
石楼西区块天然气阶段性开发项目	142,743.07	140,000.00	98.08%
补充流动资金	-	60,000.00	-
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>200,000.00</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

本次债券募投项目为石楼西区块天然气阶段性开发项目，建设内容为天然气井及相关配套设施建设。该募投项目已完成《鄂东气田石楼西区块永和45-永和18井区天然气 $12\times 10^8\text{m}^3$ /年开发方案》和《鄂尔多斯盆地石楼西区块永和30井区致密气 $8\times 10^8\text{m}^3/\text{a}$ 开发项目》登记备案，《环境影响评价报告书》正在积极办理中。本次募投项目计划实施周期为2年，2021年、2022年计划分别钻完井30口水平井，本项目不能够单独产生效益，需要依赖于公司完整的生产、管理、销售体系，因此无法独立核算经济效益。需要注意的是，该募投项目开发难度大，建设周期长，投资规模大，面临很大的投资风险。

#### 四、运营环境

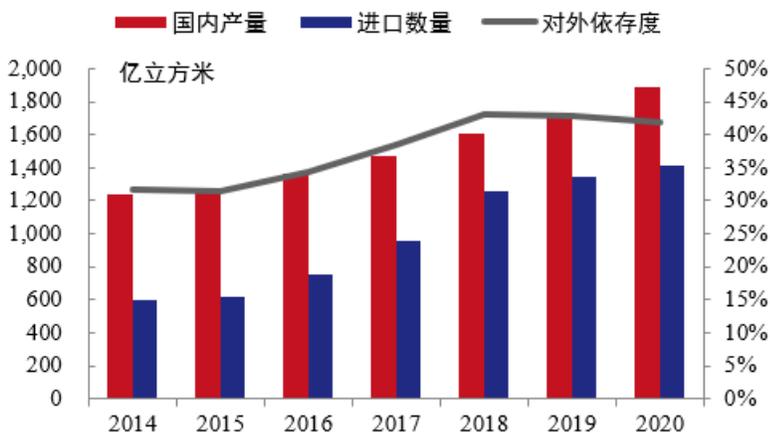
**我国天然气对外依存度较高，国产天然气勘探开发集中度高，近年来国产天然气数量和进口天然气数量均快速增长**

我国天然气供给来源包括国产天然气、进口管道气和进口LNG三部分，其中国产天然气为主要供给来源。2014-2020年，国产天然气和进口天然气数量分别由1,234.10亿立方米和596.55亿立方米增长至1,888.50亿立方米和1,413.52亿立方米，增长幅度分别为53.03%和136.95%，增长幅度均较大。同时随着进口天然气数量大幅增长，我国天然气对外依存度不断提高，其中2016-2018年增幅较大，2019年来略有下降，2020年为41.90%。

国内天然气勘探开发生产商需通过政府注册和审批，同时天然气勘探开发对公司技术和资金实力要求较高，国内天然气勘探开发主要被中国中石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工股份有限公司（以下简称“中石化”）和中国海洋石油集团有限公司（以下简称“中海油”）掌握，议价能力较高。近年国内天然气已探明储量持续增长，2019年为8.40万亿立方米，较2013年增长了5.03万亿立方米，但仍相对较低。新增产能方面近年存在一定波动，2018年新增产能下降幅度较大，为46.00亿立方米，对国内天然气需求的保障程度较弱。近年来我国非常规天然气开发有所增长，主要包括致密气、页岩气和煤层气，为国内天然气的供给提供了一定补充。

目前我国进口天然气主要来源于俄罗斯、澳大利亚和卡塔尔等。其中，中俄东线计划输气量为380亿方，是近年来最大的增量气源，现有北段已经通气，主要覆盖东三省地区，中段和南段正在建设之中。同时国内未来仍将建设LNG接收站，原有接收站也将扩容，其中，2020年6月广汇启东LNG接收站项目三期工程进入试运行，储罐也得到扩容；上海LNG接收站储罐扩容；中石油唐山LNG接收站三期有望年内投运，我国进口天然气接收能力将继续提升，但需注意国际关系对天然气进口的影响。

图 2 我国天然气供给结构



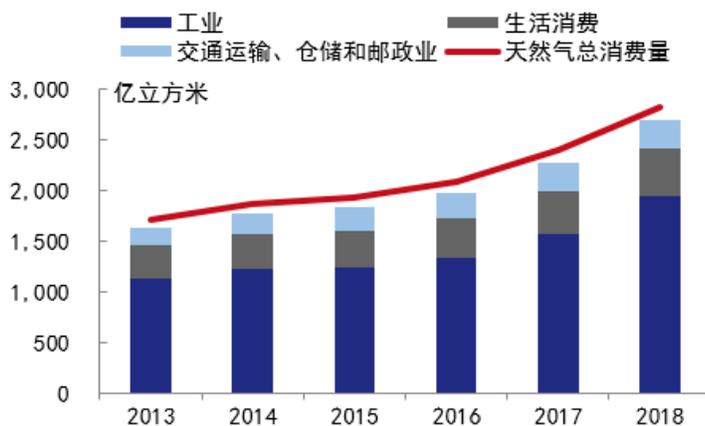
资料来源：Wind，中证鹏元整理

在主干管网的建设、运营和服务方面，原仍由中石油、中石化及中海油占据主导地位，但三家公司管道网络之间互联程度较低。2019年3月，中央全面深化改革委员会第七次会议审议通过《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，提出组建国家石油天然气管网集团有限公司（以下简称“管网公司”），并于2019年12月正式成立。中石油、中石化和中海油将其所属管道资产和员工剥离并转移至管网公司，由其全面接管，进行并网运营，有利于加快管道基础设施建设，提高运行效率，保障天然气稳定供应。

**近年来国内天然气需求持续增长，在工业经济发展及“煤改气”的带动下，国内天然气需求具有较大支撑**

近年来，国内天然气消费量持续增长，其中工业用气占比较高。国内天然气需求主要为工业用气和生活消费用气，2013-2018年国内天然气消费量由1,705.37亿立方米增长至2,817.00亿立方米，增长幅度为65.18%，复合增长率为10.56%，需求增速较快。工业为国内天然气主要的消费部门，近年占国内天然气消费的比重均在60.00%以上，2018年为68.87%，工业消费中又以制造业为主，2018年制造业天然气消费量占总消费量的比重为44.63%。此外，生活消费及交通运输、仓储和邮政业为国内天然气消费的其他主要部门，2018年合计占比为26.77%。

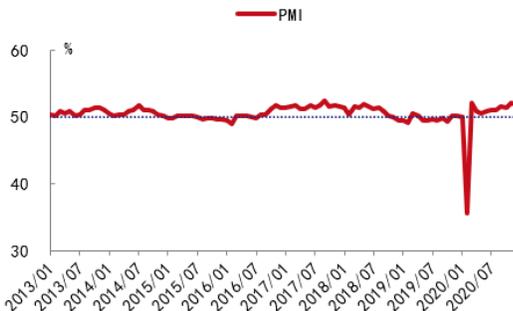
图3 我国天然气消费结构



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

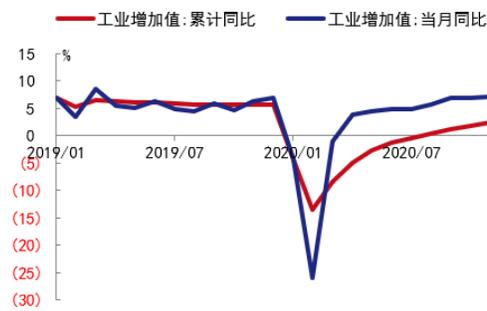
国内工业经济在疫情影响中恢复较快，对天然气的消费需求仍有支撑。从PMI（中国制造业采购经理指数）来看，2019年我国PMI指数整体在枯荣线上下徘徊，其中8个月份在枯荣线下方。2020年2月，受疫情影响，PMI指数大幅下降至35.70，但在3月份便已恢复至50以上，且整体处于波动上行，2020年12月份为51.90，国内制造业经济表现活跃。从工业增加值来看，疫情对国内工业经济的影响主要体现在2020年1季度，2020年4月份开始国内工业增加值的当月同比增速已恢复正增长，2020年下半年已恢复至上年同期水平，2020年全年工业增加值累计同比增长2.8%。总体看来，国内工业经济在疫情影响中恢复较快，对天然气的消费需求仍有支撑。

图4 PMI指数于2020年3月恢复至枯荣线上方



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图5 工业增加值当月同比增速于2020年4月转正



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

受“煤改气”影响，国内天然气消费量有望继续增长。2017年政府工作报告中提出解决燃煤污染是治理雾霾的首要措施，要求全面实施散煤综合治理，推进北方地区冬季清洁取暖。在此指导下，京津冀地区天然气替代散烧煤、城区燃煤小锅炉加速推进，京津冀地

区天然气需求将大幅提升。2020年9月，生态环境部印发的《京津冀及周边地区、汾渭平原2020-2021年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》与上年的要求发生了一定变化，治理范围新增了汾渭平原，散煤替代户数由去年的524万户增长至709万户，主要为河北、山西和山东替代户数大幅增长，随着“煤改气”的持续进行，国内天然消费量将继续提升。

### 近年天然气价格改革持续推进，国内LNG出厂价格全国指数存在一定波动

我国天然气定价体系长期存在两种“双轨制”，一是市场化定价与政府定价并存，即非常规天然气气源和LNG价格市场化，而常规天然气气源价格由政府定价；二是管道气的定价在居民用气和非居民用气中实行“双轨制”，非居民用气定价较为灵活，居民用气价格由政府主导，实行最高上限价格管理。2015年，我国发布了《关于推进价格机制改革的若干意见》，要求加快天然气体制改革试点。2017年发布了《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》，要求中石油、中石化下属13家跨省管道运输企业执行管道运输核定价格。2018年发布了《关于理顺居民用气门站价格的通知》，将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理。2020年3月16日，国家发改委发布《中央定价目录》，取消了天然气门站政府定价，天然气价格市场化改革持续推进。

从国内LNG出厂价格全国指数来看，近年国内LNG出厂价格存在一定波动。2018年国内LNG出厂价格整体处于较高水平，2019年以来，LNG价格整体处于下降趋势，叠加疫情影响，2020年6月，LNG出厂价格跌至近年最低值，2020年10月后，随之采暖季到来，LNG价格大幅增长，2021年1月后逐渐回落，截至2021年3月23日，中国LNG出厂价格全国指数为3,638.00元/吨。

**图 6 LNG 出厂价格全国指数存在一定波动**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

为推进天然气行业健康有序发展，近年国内出台了多项相关政策，详细如下表所示：

**表 4 近年天然气重要政策文件**

时间	政策	相关内容
2015 年	《关于推进价格机制改革的若干意见》	尽快全面理顺天然气价格，加快天然气体制改革试点，健全天然气管道第三方公平准入实施细则和操作方法。
	《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》	非居民门站价格下调 0.7 元/方，并由最高门站价管理改为基准门站价管理。同时进一步推进市场化改革
2016 年	《天然气发展十三五规划》	提升天然气在一次能源消费比例，增强供应能力，大力开发非常规气，引导中游基础设施建设和下游市场开发
	《国土资源部关于委托山西省国土资源厅在山西省行政区域内实施部分煤层气勘查开采审批登记的决定》	山西省行政区域内部分煤层气勘查开采审批事项，由过去的国土资源部直接受理与审批，调整为由山西省国土资源厅按照国土资源部委托权限实施受理与审批。
2017 年	《2017 能源工作指导意见》	2017 年天然气消费比重提升至 6.8% 左右。加强油气管网设施公平开放监管，推动油气管网和液化天然气设施向第三方公平开发
	《加快推进天然气利用的意见》	将北方地区冬季清洁取暖、工业和民用“煤改气”、天然气调峰发电、天然气分布式、天然气车船作为重点
	《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》	经发改委成本监审，中石油、中石化下属 13 家跨省管道运输企业执行管道运输核定价格
2018 年	《关于加快储气设施建设和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见》	2020 年之前储气能力目标：供气企业具备不低于其年合同销售量 10%，城市燃气公司 5%，地方政府日均 3 天。同时强调构建规范的市场化调峰机制。
	《关于理顺居民用气门站价格的通知》	将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平按非居民用气基准门站价格水平安排，一年后可上浮 20%。
	《国务院关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》（国发[2018]31 号）	中央财政对非常规天然气补贴政策延续到“十四五”时期。
2019 年	《油气管网设施公平开发监管办法》	鼓励和支持各类资本参与投资建设纳入统一规划的油气管网设施，提升油气供应保障能力；鼓励和支持油气管网设施互联互通和公平接入，逐步实现油气资源在不同管网设施间的灵活调配。24 个月内建立天然气能量计量计价体系。
2019 年	《国务院关于取消和下放一批行政许可事项的决定》（国发[2019]6 号）	取消对外合作油气项目审批制度，改为备案制。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关规定，制定了《首华燃气科技（上海）股份有限公司章程》（以下简称“公司章程”），建立了股东大会、董事会、监事会及经理层分权制衡的现代企业组织制度和运行机制。股东大会是公司的权力机构，分为年度股东大会和临时股东大会。年度股东大会每年召开一次，应

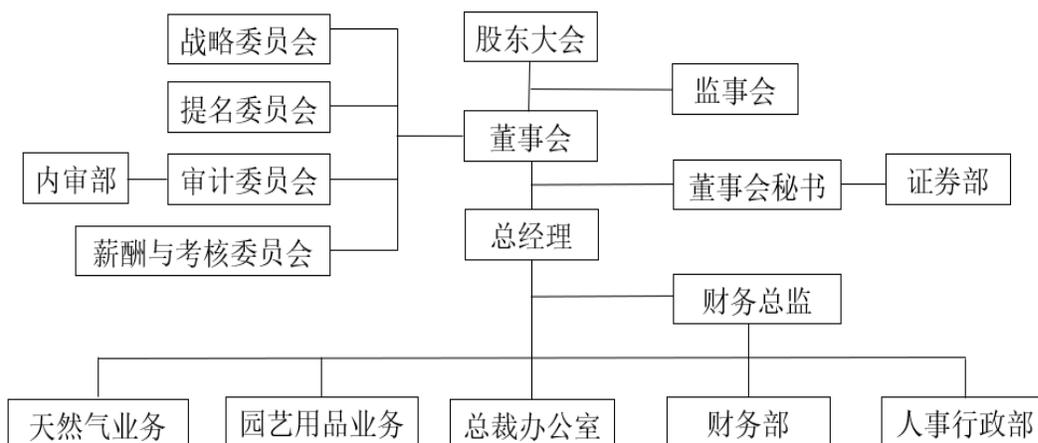
当于上一会计年度结束后的六个月内举行，临时股东大会应在法律、行政法规、部门规章或《公司章程》规定的相关情形发生之日起二个月内召开，董事会、监事会以及单独或者合并持有公司百分之三以上股份的股东，有权向公司提出提案。股东大会决议分为普通决议和特别决议，股东大会作出普通决议，应当由出席股东大会的股东（包括股东代理人）所持表决权的二分之一以上通过。股东大会作出特别决议，应当由出席股东大会的股东（包括股东代理人）所持表决权的三分之二以上通过。近三年公司分别召开年度股东大会1次，临时股东大会4次、4次和5次。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由七名董事组成，设董事长一人。公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，可连选连任。公司设独立董事，董事会、监事会、单独或者合并持有公司已发行股份百分之一以上的股东可以提出独立董事候选人，并经股东大会选举决定，独立董事人数不得少于董事会成员三分之一，连选可以连任，但是连任时间不得超过六年。董事会每年至少召开两次会议，代表十分之一以上表决权的股东、三分之一以上董事或者监事会，可以提议召开董事会临时会议。董事会会议应有过半数的董事出席方可举行。董事会作出决议，必须经全体董事的过半数通过。董事会设战略发展委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会等专门委员会和董事会认为需要设立的其他专门委员会。董事会各专门委员会对董事会负责，在董事会的统一领导下，为董事会决策提供建议、咨询意见。公司董事会按照《公司法》、《证券法》等国家法律、法规和《公司章程》等相关规定履行股东大会赋予的董事会职责，2018-2020年分别召开董事会会议11次、7次和13次。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期三年，可以连聘连任。总经理对董事会负责，根据章程行使职权。公司设监事会，监事会由三名监事组成，监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于三分之一。监事会每六月至少召开一次会议，监事可以提议召开临时监事会会议，监事会会议应当有过半数的监事出席方可举行，监事会决议应当经半数以上监事通过。2018-2020年，公司监事会分别召开监事会会议6次、5次和9次，对公司财务以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督，促进了公司规范运作。

组织架构方面，公司部门设置较为完善，分工明确，符合业务发展需要。同时，公司根据行业特点和经营管理需要，建立了一套较为完整的内部控制制度，主要涉及财务会计制度、授权管理制度、信息披露管理制度等多个方面。

图 7 公司组织架构图



资料来源：公司提供

人力资源方面，公司管理人员行业经验丰富，部分管理人员在公司已任职时间较长，公司管理层较为稳定。公司现董事长及总经理为钱翔先生，曾历任原贝克休斯公司全球修井和打捞业务副总裁及全球客服副总裁，原贝克休斯公司副总裁兼北亚区总经理，通用电气油气中国区总裁，通用电气贝克休斯副总裁兼中国区总裁，中海沃邦董事，沃施股份董事和中海沃邦董事长，具有丰富的行业经验及管理经验。2020年末，公司员工合计433人，其中生产及技术人员239人，占比55.20%，大专及以上学历人员280人，占比64.67%。

表 5 截至2020年末公司人员构成情况（单位：人）

类别	人数	占比
生产人员	167	38.57%
销售人员	61	14.09%
技术人员	72	16.63%
财务人员	22	5.08%
行政人员	111	25.64%
<b>合计</b>	<b>433</b>	<b>100.00%</b>
硕士及以上	28	6.47%
大学本科	110	25.40%
大专	142	32.79%
中专/中技	34	7.85%
高中及以下	119	27.48%
<b>合计</b>	<b>433</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

发展战略方面，公司未来将着眼于加快石楼西区块勘探开发及天然气销售渠道的拓宽两个方面，考虑到中海沃邦已从事石楼西区块勘探开发多年，行业经验较为丰富，对该区块了解程度较深，公司战略可行性较好。

## 六、经营与竞争

公司逐步整合了中海沃邦的陆上天然气开采业务，同时巩固发展现有园艺用品、园艺工具、园艺机械的生产与零售业务。2019年公司营业收入大幅增长至153,064.69万元，2020年公司营业收入基本保持稳定，为152,553.53万元。综合毛利率方面，因公司天然气开采与销售业务毛利率较高，2019年公司综合毛利率提高至48.55%，2020年天然气开采与销售业务毛利率有所下滑，受此影响，公司综合毛利率下降至36.27%。2020年4月，公司董事会审议通过了《关于出售子公司及参股公司股权暨关联交易的议案》，同意转让公司持有的上海沃施生物科技有限公司和上海沃施绿化工程有限公司全部股权，对相关业务进行剥离，2019年末，上述两家公司总资产分别为39.02万元和3,839.17万元，2019年度营业收入分别为44.89万元和1,306.17万元，剥离后对公司无重大影响。

**表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
天然气开采与销售	126,225.68	39.15%	122,458.73	55.34%	0.00	-
园艺用品	25,598.73	21.74%	28,728.52	21.26%	33,241.40	21.51%
其他	729.13	47.58%	1,877.43	23.69%	620.88	-18.41%
<b>合计</b>	<b>152,553.53</b>	<b>36.27%</b>	<b>153,064.69</b>	<b>48.55%</b>	<b>33,862.28</b>	<b>20.78%</b>

资料来源：公司提供

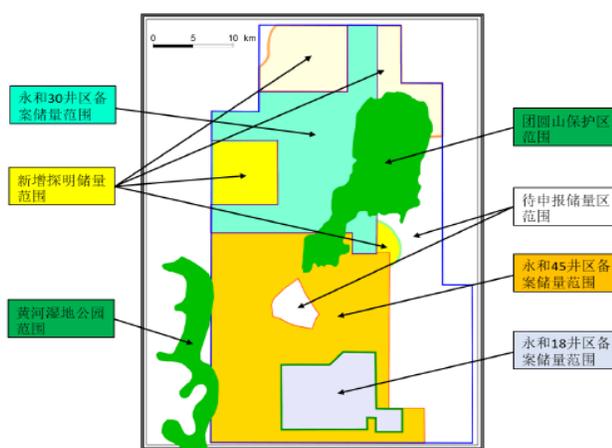
**随着石楼西区块勘探开发的推进，预计未来公司天然气业务收入将有所增长，但同时仍面临很大的勘探开发风险和较大的资金压力**

公司天然气业务由控股子公司中海沃邦负责运营。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。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。中油煤与中海沃邦之间的合作模式成熟，发生《合作合同》中提前终止情形的可能性较低，公司天然气业务具有持续性。

石楼西区块位于黄河以东，吕梁山西麓，主要位于山西省永和县、石楼县，区块勘探面积1,524.34平方公里，探矿权证持有人为中石油。西气东输、临临等输气管线穿过本区块，集输条件便利。根据中华人民共和国国家标准GB17820-2012《天然气》和山西燃气

用具检测有限公司出具的《检验报告》，中海沃邦送检的天然气样品能够达到一类气的要求。中海沃邦在石楼西区开采的天然气，经脱水后即可作为直接交付的商品气。

图 8 石楼西区块储气分布图



资料来源：公司提供

储量方面，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）已经自然资源部备案的地质储量合计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。中海沃邦未来将继续对开发区以外的区域进行勘探，如获得新增探明地质储量，将按照相关要求向国家能源局备案。

表 7 中海沃邦天然气储量情况（单位：平方公里，亿立方米）

项目名称	备案批复时间	叠合含气面积	地质储量	技术可采储量	经济可采储量
永和 18 井区	2014 年 6 月	114	157	77	46
永和 30 井区	2016 年 3 月	346	484	231	186
永和 45 井区	2017 年 6 月	468	635	302	211
<b>合计</b>	-	<b>928</b>	<b>1,276</b>	<b>610</b>	<b>443</b>

资料来源：公司提供

生产方面，中海沃邦《鄂东气田石楼西区块永和45-永和18井区天然气 $12 \times 10^8 \text{m}^3/\text{年}$ 开发方案》和《鄂尔多斯盆地石楼西区块永和30井区致密气 $8.0 \times 10^8 \text{m}^3/\text{a}$ 开发项目》已在国家能源局完成备案。同时鉴于在永和30井区勘探开发过程中呈现出的良好开发前景，经过与中油煤协商，拟向国家能源局备案10亿立方米/年的开发方案。中海沃邦已将10亿立方米/年开发方案交至中石油审批，并获得同意。中石油将根据工作计划对包括石楼西区块在内的众多区块向国家能源局进行集中申报备案。日常生产过程中，中海沃邦采用以销定产的生产模式，销售部门根据销售合同中的输气量制定生产任务，再将生产任务通知到生

产运行部，生产运行部根据销售部门提供的生产任务安排具体生产工作与计量工作，生产流程包括采气、集气、除砂、脱水等工艺。近年来，随着中海沃邦天然气开发工作的持续推进，生产井数量持续增长，2020年末合计128口，较2018年末增加77口。抽采量方面，2018-2020年分别为6.95亿立方米、9.43亿立方米和8.22亿立方米，其中2020年有所下滑，主要系受疫情管控及石楼西区块沿黄公路建设施工影响，中海沃邦生产开发计划受到一定影响，部分新钻井投产进度有所延后，以及部分生产井生产效率有所下降。2020年10月，中海沃邦天然气生产作业已恢复正常，预计2021年抽采量将有所增长。

**表 8 公司天然气生产情况（单位：亿立方米）**

时间	生产井数量	抽采量
2020 年	45-18 井区：101 口	8.22
	30 井区：17 口	
2019 年	45-18 井区：75 口	9.43
	30 井区：5 口	
2018 年	45-18 井区：51 口	6.95

资料来源：公司提供

销售方面，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。共同销售模式下，一般由中海沃邦、中油煤、购买方、管输方共同签订销售合同，各方约定定期对天然气供需信息进行交流，对年度销售、季度、月度销售计划进行回顾和必要的修正。2019年5月，中海沃邦子公司沃晋燃气（作为买方）与中油煤（作为卖方）、中海沃邦（作为作业者）签订购销合同，向沃晋燃气销售天然气，由其独立开拓下游市场销售渠道，拓展了自主销售的销售模式。

近年来，中海沃邦天然气销售量持续增长，其中共同销售的分成销量受抽采量影响而有所波动。销售价格方面，近年存在一定波动，2020年销售均价有所下降，主要系政策指导及疫情影响所致。2018-2020年，中海沃邦分别实现天然气销售收入85,068.06万元、122,458.73万元和126,225.67万元，持续增长。2019-2020年，天然气业务毛利率分别为55.34%和39.15%，其中2020年有所下降，主要系沃晋燃气2020年自主销售天然气主要采购自中油煤，毛利率相对较低所致。

**表 9 中海沃邦天然气销售情况（单位：亿立方米、元/立方米、万元）**

时间	项目	销量	销售均价	销售收入
2020 年	共同销售	6.99	1.38	96,399.60
	自主销售	1.91	1.56	29,826.08

	<b>合计</b>	<b>8.90</b>	<b>-</b>	<b>126,225.67</b>
2019年	共同销售	7.69	1.48	113,965.79
	自主销售	0.46	1.85	8,492.94
	<b>合计</b>	<b>8.15</b>	<b>-</b>	<b>122,458.73</b>
2018年	共同销售	6.05	1.41	85,068.06
	自主销售	-	-	-
	<b>合计</b>	<b>6.05</b>	<b>-</b>	<b>85,068.06</b>

资料来源：公司提供

根据公司的开发计划，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，2021-2037年合计达92.34亿元。需要注意的是，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，由于储气层横向变化较大且不连贯，砂体非均质性极强，导致水平井砂体钻遇率难以保证；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不成比例，面临很大的勘探开发风险。

同时，中证鹏元关注到公司天然气业务基于与中油煤签订的《合作合同》。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。

**近年公司园艺用品业务收入持续下滑，经营压力加大，境外客户占比很高，面临较高的贸易保护风险和汇率风险，且客户集中度较高**

公司及下属子公司的园艺用品业务主要从事手工具类、装饰类、灌溉类和机械类园艺用品的研发、生产和销售。

**表 10 公司园艺用品代表性产品**

<b>系列</b>	<b>主要种类</b>
手工具类	剪刀、铲子、耙子、手锯、堆肥器
装饰类	墙饰花架、花园装饰品、风向标、花盆和吊篮、花盆移动架、拱门花架
灌溉类	水管、水管接头、水管架、喷枪、喷水器、喷雾器、洒水壶
机械类	剪草机

资料来源：公司提供

采购方面，公司园艺业务采购主要采用订单模式。园艺用品主要原料包括钢材、铝合金、塑料等，对于主要原料，公司根据供应商评定管理办法确定合格供应商，每年评审一次，其他原料的供应商采取多家比价、择优选用的方式确定。公司采购部门将结合生产计划与实际需要，通过采购系统向供应商名录中的合格供应商发送订单进行采购。

生产方面，对于国外市场，公司根据获取的订单组织生产；对于国内市场，由市场部门根据市场部门对市场的判断及预期下订单，由生产部门进行生产。公司园艺用品产品种类及规格众多，对于技术含量和毛利率较高的中高端产品自行进行研发、设计、生产和包装，对于部分成熟产品及生产工艺较简单的产品采取外协的生产方式，公司向外协生产商提供样图或样品、设计理念及工艺要求，并对其生产流程予以技术支持，对产品质量进行实时监督和控制。近年公司自主生产量整体较为稳定，2018-2020年分别为7,889,809件、7,121,664件和7,488,595件。

**表 11 公司园艺用品生产销售情况（件、万元）**

时间	自主生产量	销售量	销售收入
2020年	7,488,595	20,740,736	25,598.73
2019年	7,121,664	27,662,797	28,728.52
2018年	7,889,809	32,259,193	33,241.40

资料来源：公司提供

销售方面，公司产品以内外销相结合的方式进行销售。国外市场销售主要包括ODM业务模式和OBM业务模式，ODM模式下，公司将已经研发较为成熟的产品样品推销给客户供其选择，客户下单后，销售部将订单上的采购信息传送到生产部门，由其组织生产；OBM模式下，主要由公司高管会同研发设计中心、市场部门，根据收集的相关市场信息对自有品牌产品进行市场定位，再由研发设计中心根据各方面的意见和建议进行研发设计，接着在小规模生产销售后，根据市场需求进行改进并扩大生产规模。国内市场方面，公司全部采用自主品牌销售，主要的销售渠道包括大型连锁终端尚、经销商、店中店、加盟店、园艺中心和网络营销等。近年，受中美贸易关系恶化及市场环境变化等因素影响，公司园艺用品销售量持续下滑，销售收入不断下降，2020年公司园艺用品销售量合计20,740,736件，较2018年下降35.71%，销售收入为25,598.73万元，毛利率为21.74%。

需要注意的是，园艺用品业务下游客户主要为境外企业，近三年出口美国占比均超过50.00%，随着国际局势日趋复杂，该业务面临较高的贸易保护风险和汇率风险，且前五大客户销售占比较高，2018-2020年分别为51.76%，44.19%和48.03%，面临一定的客户集中风险。

**表 12 公司园艺用品业务前五大客户情况（单位：万元）**

时间	客户	确认收入	占园艺用品收入比例
2020年	"Harbor Freight Tools"	4,344.69	16.95%
	MOGI BRANDING LLC	3,366.89	13.13%
	Dollar General Global Sourcing Limited	2,877.65	11.22%

	EDCO INTERNATIONAL (HONG KONG) CORP.	905.82	3.53%
	CONSOLIDATED FOAM, INC	802.34	3.13%
	<b>合计</b>	<b>12,297.39</b>	<b>48.03%</b>
2019 年	"Harbor Freight Tools"	4,003.37	13.94%
	Dollar General Global Sourcing Limited	3,771.66	13.13%
	Family Dollar	2,105.23	7.33%
	Kaufland Dienstleistung GmbH & Co. KG	1,691.70	5.89%
	EDCO INTERNATIONAL (HONG KONG) CORP.	1,123.06	3.91%
	<b>合计</b>	<b>12,695.02</b>	<b>44.19%</b>
	2018 年	Dollar General Global Sourcing Limited	7,467.99
HARBORFREIGHTTOOLS		3,434.72	10.14%
Shenzhen TarHeel Information Consultancy Co.,Ltd		3,216.97	9.50%
AUCHANSASO.I.A		1,767.13	5.22%
Kaufland Dienstleistung GmbH&Co.KG		1,640.50	4.84%
<b>合计</b>		<b>17,527.31</b>	<b>51.76%</b>

资料来源：公司提供

## 七、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2018-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018-2020年，公司合并范围变化情况如下表所示：

**表 13 2018-2020 年公司合并范围变化情况**

报告期	子公司名称	取得/处置方式
2020年	上海沃施国际贸易有限公司	设立
	浙江沃憬能源有限公司	设立
	新疆中海沃邦科技发展有限公司	注销
	上海沃施绿化工程有限公司	转让
	山西中海沃邦燃气有限公司	注销
2019年	山西中海沃邦能源有限公司	注销
	山西沃晋燃气销售有限公司	设立
	宁国沃施园艺有限公司	注销
	上海沃施园艺科技有限公司	注销
2018年	北京中海沃邦能源投资有限公司	购买
	宁波耐曲尔股权投资合伙企业	购买

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资产结构与质量

### 公司资产主要为气井、油气集输设备及合同权益，流动性很弱

近年公司资产规模保持增长，非流动资产占比很高，2020年末为90.35%。流动资产方面，2020年末公司货币资金为29,074.20万元，其中3,567.95万元使用受限。近年公司应收账款规模有所下降，2020年末为11,763.90万元，账龄主要在1年以内，主要欠款方为DG、中油煤和MOGI等，坏账风险整体可控。公司应收款项融资为应收票据，2020年末为14,990.00万元，其中500万元已质押。公司存货规模相对较小，主要为园艺用品业务相关的库存商品。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	29,074.20	4.08%	61,277.58	8.63%	27,147.37	4.21%
应收账款	11,763.90	1.65%	23,040.14	3.24%	30,957.35	4.80%
应收款项融资	14,990.00	2.10%	12,415.00	1.75%	0.00	0.00%
存货	5,015.06	0.70%	5,407.82	0.76%	4,519.85	0.70%
<b>流动资产合计</b>	<b>68,836.08</b>	<b>9.65%</b>	<b>109,322.74</b>	<b>15.39%</b>	<b>75,845.05</b>	<b>11.75%</b>
固定资产	80,086.93	11.23%	74,313.74	10.46%	41,902.19	6.49%
在建工程	89,770.81	12.59%	96,566.62	13.59%	114,442.42	17.73%
油气资产	176,429.79	24.75%	122,597.33	17.26%	91,294.48	14.14%
无形资产	252,842.58	35.46%	261,580.34	36.82%	274,585.09	42.54%
商誉	39,617.83	5.56%	39,617.83	5.58%	39,617.83	6.14%
<b>非流动资产合计</b>	<b>644,148.52</b>	<b>90.35%</b>	<b>601,022.39</b>	<b>84.61%</b>	<b>569,695.33</b>	<b>88.25%</b>
<b>资产总计</b>	<b>712,984.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>710,345.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>645,540.38</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，近年公司固定资产持续增长，主要系在建工程中油气集输设备转入固定资产所致，2020年末为80,086.93万元，其中油气集输设备58,816.35万元，房屋及建筑物13,035.01万元。近年公司在建工程规模有所下降，2020年末为89,770.81万元，主要为气井建设项目，2019年末余额为9.07亿元，2020年新增7.30亿元，转入油气资产8.25亿元，期末余额为8.12亿元。公司油气资产主要为气井，近年持续大幅增长，2020年末为176,429.79万元，较2018年末增长93.25%。2020年末，公司无形资产账面价值252,842.58万元，主要为合同权益，2020年末账面价值为24.97亿元，占总资产的比重较高，需关注公司经营变化可能对合同权益价值产生的影响。公司商誉由收购中海沃邦产生，近年无变

化，2020年末为39,617.83万元。

截至2020年末，公司受限资产账面价值合计17,950.94万元，主要包括货币资金、固定资产及应收账款等，占当期末总资产的比重为2.51%。

## 资产运营效率

### 公司应收账款及存货的营运效率不断提高，资金营运能力较强

近年公司应收账款周转天数和存货周转天数均有所减少，2020年分别为72.88天和19.30天，较上年分别下降11.62天和3.39天。公司应付账款及应付票据主要为天然气勘探开发产生的款项，近年公司应付账款周转天数有所下降，但仍相对较高。在此影响下，2018-2020年公司净营业周期分别为-51.09天、-142.93天和-85.44天，资金营运能力较强。2020年公司流动资产周转天数为210.21天，较上年略有下降；固定资产周转天数为182.18天，较上年增加45.51天，主要系固定资产规模有所增长所致。

**表 15 公司主要运营效率指标（单位：天）**

项目	2020年	2019年	2018年
应收账款周转天数	72.88	84.50	268.36
存货周转天数	19.30	22.69	69.97
应付账款周转天数	177.62	250.12	389.41
净营业周期	-85.44	-142.93	-51.09
流动资产周转天数	210.21	217.75	646.55
固定资产周转天数	182.18	136.67	258.82
总资产周转天数	1,679.41	1,594.49	3,742.61

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司营业收入有望稳步提升，但仍面临很大的勘探开发风险，需持续关注

中海沃邦纳入公司合并报表后，公司各项盈利指标均发生较大变动。营业收入方面，2019年大幅增长至153,064.69万元，2020年为152,553.53万元，略有下滑，主要系在疫情影响下，公司天然气平均销售价格有所下滑所致。随着疫情影响的消退以及勘探开发的推进，公司天然气开采业务收入有望稳步提升，但考虑到公司天然气业务面临的勘探开发风险仍很大，需持续关注。综合毛利率方面，受公司收入构成变动影响，近年存在较大波动，2020年公司综合毛利率为36.27%，较上年下降12.28个百分点，主要系天然气开采与销售业务毛利率下降所致。期间费用率方面，2018-2020年分别为30.10%、16.00%和13.72%，持续

下降。综合作用下，公司营业利润率近年呈现一定波动，2020年为23.94%。净资产收益率方面，随着中海沃邦纳入合并报表，2019年公司净资产收益率提高至8.26%，2020年受利润率下滑影响，公司净资产收益率有所下降至6.78%。

**表 16 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020年	2019年	2018年
营业收入	152,553.53	153,064.69	33,862.28
营业利润	36,524.81	42,415.92	3,994.82
利润总额	35,306.90	38,889.76	4,143.58
净利润	28,811.51	31,285.62	3,954.66
综合毛利率	36.27%	48.55%	20.78%
期间费用率	13.72%	16.00%	30.10%
营业利润率	23.94%	27.71%	11.80%
总资产回报率	5.76%	6.39%	1.55%
净资产收益率	6.78%	8.26%	2.09%
营业收入增长率	-0.33%	352.02%	-12.03%
净利润增长率	-7.91%	691.11%	504.38%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流表现较好，融资途径较为多样，但未来投资需求仍较大，且具有很大的投资风险**

中海沃邦纳入公司合并范围后，2019年公司净利润大幅增长，2020年受疫情等多方面因素影响，净利润有所下降。营运资本方面，公司存货变动规模相对较小，近年经营性应收项目增加较多，经营性应付项目也有所增长，综合作用下，2019-2020年公司可自由支配现金分别减少18,442.15万元和17,940.69万元，营运资本增加。公司经营活动收现情况表现较好，且营业成本主要为固定资产和油气资产摊销，近年公司经营活动现金流表现较好，2019-2020年分别净流入67,777.20万元和62,805.40万元。投资活动方面，根据公司的开发方案，公司天然气勘探开发投入的资金规模较大；此外，2018年和2020年，公司以现金购买中海沃邦其他股东部分股份，近年公司投资活动现金持续净流出，三年合计为25.40亿元。筹资活动方面，近年公司筹资活动现金流入持续增加，主要为借款取得的现金，其中2020年向特定对象发行股票筹集资金8.18亿元。筹资活动现金流出主要为还本付息支出，近三年公司筹资活动现金合计净流入12.75亿元。

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，2021-2037年合

计达92.34亿元，且投资风险很高，面临较大的投资支出压力。

**表 17 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2020年	2019年	2018年
净利润	28,811.51	31,285.62	3,954.66
营运资本变化	-17,940.69	-18,442.15	1,505.48
其中：存货减少（减：增加）	-125.69	-814.99	1,553.06
经营性应收项目的减少（减：增加）	-25,389.44	-31,688.73	-3,618.35
经营性应付项目的增加（减：减少）	7,574.44	14,061.58	3,570.78
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>62,805.40</b>	<b>67,777.20</b>	<b>644.88</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-137,542.20</b>	<b>-66,067.91</b>	<b>-50,425.95</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>56,402.08</b>	<b>37,154.90</b>	<b>33,917.35</b>
现金及现金等价物净增加额	-18,995.49	38,335.16	-16,482.61

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司权益规模持续增长，刚性债务占比有所提高，面临一定短期债务偿还压力

近年公司负债总额连续下降，但下降幅度较小，2020年末为282,470.69万元，较2018年末下降8.04%。近年来公司多次发行股份，所有者权益持续增长，2020年末为430,513.90万元，较2018年末增长27.23%。综合影响下，公司产权比率持续下降，2020年末为65.61%，公司权益对负债的保障程度较好。

**表 18 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2020年	2019年	2018年
负债总额	282,470.69	290,841.29	307,159.67
所有者权益	430,513.90	419,503.84	338,380.70
产权比率	65.61%	69.33%	90.77%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债中流动负债占比较高，但近年有所下降，2020年末为54.24%，较上年下降10.95个百分点。近年公司短期借款变动不大，2020年末为15,217.43万元，主要为保证和抵押借款。公司应付票据存在较大波动，2020年末为26,707.00万元，主要为商业承兑汇票。近年公司其他应付款有所减少，2020年末为59,642.11万元，主要为应付工程款。2020年末，公司一年内到期的非流动负债328.77万元，为长期借款应付利息。近年公司其他流动负债持续增长，2020年末为37,634.53万元，其中对外借款37,600.00万元，期限为1年。近年公司长期借款增幅较大，2020年末为90,000.00万元，为质押及保证借款。

**表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15,217.43	5.39%	19,324.50	6.64%	15,984.31	5.20%
应付票据	26,707.00	9.45%	51,984.00	17.87%	35,194.94	11.46%
其他应付款	59,642.11	21.11%	58,230.82	20.02%	100,591.05	32.75%
一年内到期的非流动负债	328.77	0.12%	12,602.78	4.33%	11,000.00	3.58%
其他流动负债	37,634.53	13.32%	32,945.93	11.33%	26,500.00	8.63%
<b>流动负债合计</b>	<b>153,217.86</b>	<b>54.24%</b>	<b>189,611.05</b>	<b>65.19%</b>	<b>204,755.52</b>	<b>66.66%</b>
长期借款	90,000.00	31.86%	60,000.00	20.63%	12,900.00	4.20%
递延所得税负债	37,853.51	13.40%	39,083.35	13.44%	42,101.61	13.71%
<b>非流动负债合计</b>	<b>129,252.83</b>	<b>45.76%</b>	<b>101,230.24</b>	<b>34.81%</b>	<b>102,404.16</b>	<b>33.34%</b>
<b>负债合计</b>	<b>282,470.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>290,841.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>307,159.67</b>	<b>100.00%</b>
其中：刚性债务	169,853.79	60.13%	176,857.20	60.81%	101,579.25	33.07%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

刚性债务方面，近年公司刚性债务规模增幅较大，占公司总负债的比重大幅提高，2020 年末公司刚性债务合计 169,853.79 万元，占公司总负债的比重为 60.13%，其中短期刚性债务 79,853.79 万元（含其他流动负债中对外借款及利息），面临一定债务偿还压力。

偿债能力指标方面，近年公司资产负债率持续下降，2020 年末为 39.62%，较 2018 年末下降 7.96 个百分点。但公司流动比率和速动比率一直表现较弱，2020 年末分别为 0.45 和 0.42，公司流动资产对流动负债的覆盖程度较弱。随着中海沃邦纳入公司合并报表，近年公司 EBITDA 大幅增长，EBITDA 利息保障倍数较 2018 年大幅提高。2020 年受疫情影响，公司 EBITDA 有所下滑，EBITDA 利息保障倍数较 2019 年有所下降，但仍表现较好。近年公司刚性债务与 EBITDA 的比值变动较大，主要系合并范围变化所致，2020 年末公司刚性债务/EBITDA、债务总额/EBITDA 分别为 1.97 和 3.28，公司整体债务压力一般，但公司流动负债占比较高，经营性净现金流对流动负债覆盖程度较低，2020 年公司经营性净现金流/流动负债为 0.41，面临一定的短期债务压力。

**表 20 公司偿债能力指标**

指标名称	2020 年	2019 年	2018 年
资产负债率	39.62%	40.94%	47.58%
流动比率	0.45	0.58	0.37
速动比率	0.42	0.55	0.35
EBITDA（万元）	86,112.85	92,733.37	6,333.50
EBITDA 利息保障倍数	9.47	14.28	3.10
刚性债务/EBITDA	1.97	1.91	16.04

债务总额/EBITDA	3.28	3.14	48.50
经营性净现金流/流动负债	0.41	0.36	0.00
经营性净现金流/负债总额	0.22	0.23	0.00

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、本次债券偿还保障分析

### 本次债券偿债资金来源及其风险分析

公司经营活动产生的现金流入是本次债券按时还本付息资金的主要来源。公司整合中海沃邦的陆上天然气开采业务后，营业收入大幅增长，2018-2020年公司分别实现营业收入3.39亿元、15.31亿元和15.26亿元，经营活动现金流大幅改善，2018-2020年分别净流入0.06亿元、6.78亿元和6.28亿元。未来随着石楼西区块（包括募投项目在内）的持续开发，公司营业收入有望继续增长。但公司天然气业务面临的勘探开发风险仍很大，需对开发进展情况保持持续关注。

此外，本次债券为可转换公司债券，在转股期转股后无需还本付息，可视为偿债保障方式之一，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

## 九、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2018年1月1日至报告查询日（2021年1月11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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据公司提供的中海沃邦的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年1月14日），中海沃邦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；中海沃邦各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 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：万元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	29,074.20	61,277.58	27,147.37
应收账款	11,763.90	23,040.14	30,957.35
应收款项融资	14,990.00	12,415.00	0.00
存货	5,015.06	5,407.82	4,519.85
固定资产	80,086.93	74,313.74	41,902.19
在建工程	89,770.81	96,566.62	114,442.42
油气资产	176,429.79	122,597.33	91,294.48
无形资产	252,842.58	261,580.34	274,585.09
商誉	39,617.83	39,617.83	39,617.83
总资产	712,984.59	710,345.13	645,540.38
短期借款	15,217.43	19,324.50	15,984.31
应付票据	26,707.00	51,984.00	35,194.94
其他应付款	59,642.11	58,230.82	100,591.05
一年内到期的非流动负债	328.77	12,602.78	11,000.00
其他流动负债	37,634.53	32,945.93	26,500.00
长期借款	90,000.00	60,000.00	12,900.00
递延所得税负债	37,853.51	39,083.35	42,101.61
总负债	282,470.69	290,841.29	307,159.67
刚性债务	169,853.79	176,857.20	101,579.25
所有者权益合计	430,513.90	419,503.84	338,380.70
营业收入	152,553.53	153,064.69	33,862.28
营业利润	36,524.81	42,415.92	3,994.82
净利润	28,811.51	31,285.62	3,954.66
经营活动产生的现金流量净额	62,805.40	67,777.20	644.88
投资活动产生的现金流量净额	-137,542.20	-66,067.91	-50,425.95
筹资活动产生的现金流量净额	56,402.08	37,154.90	33,917.35
财务指标	2020年	2019年	2018年
应收账款周转天数（天）	72.88	84.50	268.36
存货周转天数（天）	19.30	22.69	69.97
应付账款周转天数（天）	177.62	250.12	389.41
净营业周期（天）	-85.44	-142.93	-51.09
流动资产周转天数（天）	210.21	217.75	646.55
固定资产周转天数（天）	182.18	136.67	258.82
总资产周转天数（天）	1,679.41	1,594.49	3,742.61
综合毛利率	36.27%	48.55%	20.78%
期间费用率	13.72%	16.00%	30.10%

营业利润率	23.94%	27.71%	11.80%
总资产回报率	5.76%	6.39%	1.55%
净资产收益率	6.78%	8.26%	2.09%
营业收入增长率	-0.33%	352.02%	-12.03%
净利润增长率	-7.91%	691.11%	504.38%
资产负债率	39.62%	40.94%	47.58%
流动比率	0.45	0.58	0.37
速动比率	0.42	0.55	0.35
EBITDA（万元）	86,112.85	92,733.37	6,333.50
EBITDA 利息保障倍数	9.47	14.28	3.10
刚性债务/EBITDA	1.97	1.91	16.04
债务总额/EBITDA	3.28	3.14	48.50
经营性净现金流/流动负债	0.41	0.36	0.00
经营性净现金流/负债总额	0.22	0.23	0.00

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} - \text{期初预收款项余额} - \text{期末预收款项余额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} - \text{期初预付款项余额} - \text{期末预付款项余额}) / 2] / \text{营业成本} * 360$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} * 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} * 100\%$
营业利润率	营业利润/营业收入*100%
净资产收益率	净利润/((本年所有者权益+上年所有者权益)/2) ×100%
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) * 100\%$
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
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)
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
刚性债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他流动负债(有息部分)+长期借款

## 附录三 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、债务人主体长期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、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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



# 营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司(非上市)
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



### 重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址：<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

**此复印件仅供  
首华燃气使用  
再复印无效**



登记机关

2018年11月08日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司  
业务许可种类：证券市场资信评级  
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼  
编号：ZPJ 002



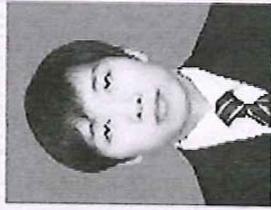
中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

此复印件仅供  
使用  
首华燃气  
再复印无效

# 中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 胡长森

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030214030004

证书取得日期 2014-03-23



2019年01月16日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



宋晨阳, 证件号码:342522199208024252, 于2015年03月28日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201504361457874036



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



宋晨阳, 证件号码:342522199208024252, 于2015年03月28日参加证券交易考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201504361501026036



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



宋晨阳, 证件号码:342522199208024252, 于2015年06月28日参加证券发行与承销考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201507362629074036



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



宋晨阳, 证件号码:342522199208024252, 于2015年06月07日参加证券投资分析考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201506362275555036



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



宋晨阳, 证件号码:342522199208024252, 于2015年06月07日参加证券投资基金考  
试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201506362236687036

