

侨银城市管理股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【739】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

侨银城市管理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	A+	AA-
评级展望	稳定	稳定
侨银转债	A+	AA-

评级日期

2025 年 06 月 27 日

联系方式

项目负责人：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：任思博
rensb@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级下调主要是基于侨银城市管理股份有限公司¹（以下简称“侨银股份”或“公司”，股票代码：002973.SZ）业务回款减缓，应收账款及合同资产规模持续高企，且周转天数进一步延长，占用大量营运资金，加剧公司资金压力，同时总债务规模继续攀升，财务杠杆持续高位运行，且短期偿债压力较大。同时，中证鹏元也考虑到公司作为全国性环卫服务企业，在手订单仍能为后续业务发展提供一定支撑。

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	82.91	82.60	75.21	68.81
归母所有者权益	25.03	24.35	21.90	19.14
总债务	40.09	40.04	37.39	33.92
营业收入	9.36	39.14	39.43	39.55
净利润	0.75	3.07	3.29	3.05
经营活动现金流净额	1.98	1.58	0.79	1.82
净债务/EBITDA	--	3.96	3.79	3.44
EBITDA 利息保障倍数	--	5.00	6.28	6.43
总债务/总资本	59.35%	59.92%	60.51%	61.28%
FFO/净债务	--	14.48%	15.23%	19.26%
EBITDA 利润率	--	25.21%	22.62%	21.19%
总资产回报率	--	6.86%	6.86%	7.38%
速动比率	1.29	1.26	1.15	1.14
现金短期债务比	0.08	0.09	0.20	0.33
销售毛利率	27.74%	26.86%	26.04%	25.40%
资产负债率	66.88%	67.57%	67.56%	68.85%

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

¹ 2020 年 12 月，公司名称由“侨银环保科技股份有限公司”变更为“侨银城市管理股份有限公司”。

正面

- **公司为全国性环卫服务企业，在手订单保持充足，仍能对业务收入形成支撑。**截至 2024 年末，公司环卫业务服务范围覆盖全国 26 个省 100 多个城市，具备一定的规模优势，同期末在手待执行订单规模较大，作业面积、作业项目数量居于行业前列。

关注

- **公司业务回款减缓，持续积累占用大量营运资金，加剧公司资金压力。**因下游客户高度集中于地方政府，回款情况受地方财政资金安排影响较大，公司期末应收账款及合同资产规模较大且持续增长，此外，公司 2024 年应收账款周转天数由 2023 年 164.94 天增长至 221.33 天，并存在坏账和减值风险。同时关注到，应付账款及应付职工薪酬增长较快，公司营运现金流压力凸显。
- **公司资产负债率仍较高，总债务规模有所增长，存在一定的短期偿债压力。**2024 年末公司总债务持续增长，资产负债率为 67.57%，仍在较高水平，现金短期债务比进一步降至较低水平。
- **公司涉及诉讼较多。**截至 2024 年末，公司涉及的未决诉讼共计 125 起，作为被告的涉诉金额合计 17,404.82 万元，公司根据案件诉讼进度、保险购买情况、败诉可能性，并结合公司法务部对可能的赔偿金额进行的专业判断，计提未决诉讼相关的预计负债合计 948.53 万元。公司子公司昆明侨飞环保科技有限公司（以下简称“昆明侨飞”）于 2025 年 6 月 12 日被列入失信被执行人，截至评级报告出具日，昆明侨飞暂未支付有关款项。中证鹏元将持续关注上述事项进展。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为未来一段时间内公司在环卫领域仍为重要的参与者，在手订单能够为业务持续发展提供一定支撑。

同业比较（单位：亿元）

指标	侨银股份 (002973.SZ)	玉禾田 (300815.SZ)	福龙马 (603686.SH)	盈峰环境 (000967.SZ)
总资产	82.60	91.08	67.41	296.36
营业收入	39.14	72.03	50.40	131.18
净利润	3.07	6.71	1.98	5.43
销售毛利率（%）	26.86	23.82	21.57	21.77
资产负债率（%）	67.57	48.87	44.69	39.36
总资产周转率（次）	0.50	0.88	0.78	0.45
应收账款周转率（次）	1.63	1.92	2.48	2.17

注：以上各指标均为 2024 年度/末数据。
 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
环境服务企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_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	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	6/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	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					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
侨银转债	4.20	4.1986	2024-11-13	2026-11-17

注：表中债券余额为 2025 年 6 月 17 日数据。

一、 债券募集资金使用情况

“侨银转债”（本文又称“本期债券”）募集资金扣除发行费用后，计划用于环卫设备资源中心项目、偿还银行贷款项目。本期债券募集资金已在2024年度使用完毕，截至2024年12月31日，相关银行募集资金专户均已注销。截至2025年6月17日，本期债券转股价格为18元/股。公司2025年5月5日—6月13日的股票成交均价为13.52元/股。

二、 发行主体概况

2024年及2025年一季度，公司名称、控股股东、实际控制人、注册资本均未发生变更。截至2025年3月末，公司股本为40,866.56万元，实际控制人仍为郭倍华、刘少云、韩丹（一致行动人，其中刘少云与韩丹为夫妻关系，郭倍华与韩丹为母女关系），持股比例分别为30.22%、28.91%及0.74%。此外，刘少云及韩丹分别持有盐城珑欣企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“盐城珑欣”，刘少云为其执行事务合伙人）6.42%及21.85%的份额，盐城珑欣持有公司4.45%的股份，公司实际控制人以直接及间接方式合计控制公司股份64.32%。截至2025年3月末，公司控股股东及实际控制人中郭倍华已质押6,915.00万股股权（占其持有股份数的55.99%），刘少云已质押4,778.00万股股权（占其持有股份数的40.44%），合计占总股本的28.61%。

根据公司2024年8月公告的《侨银城市管理股份有限公司2024年度向特定对象发行A股股票预案》，公司拟定增募资不超过9亿元（含），募集资金扣除发行费用后，拟用于“城市大管家”装备集中配置中心项目、智慧城市管理数字化项目以及补充流动资金或偿还贷款，本次向特定对象发行股票后将有利于公司城市智慧化、数智化治理水平的提升，强化核心竞争力。上述定增事项已于2025年6月3日经公司第三届董事会第三十二次会议审议通过，后续还需要经过深圳证券交易所审核通过并经中国证券监督管理委员会同意注册后方可实施。

2024年11月，郭倍华女士辞去公司总经理职务，辞职后继续担任公司董事、董事长和法定代表人职务；公司董事会同意夏冠明先生担任公司总经理。

公司仍主要从事城乡环境卫生一体化管理服务，现已形成了一套综合性的城乡公共环境管理服务体系，业务涵盖城乡环卫保洁、生活垃圾处置、市政环卫工程和其他环卫服务等领域。

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

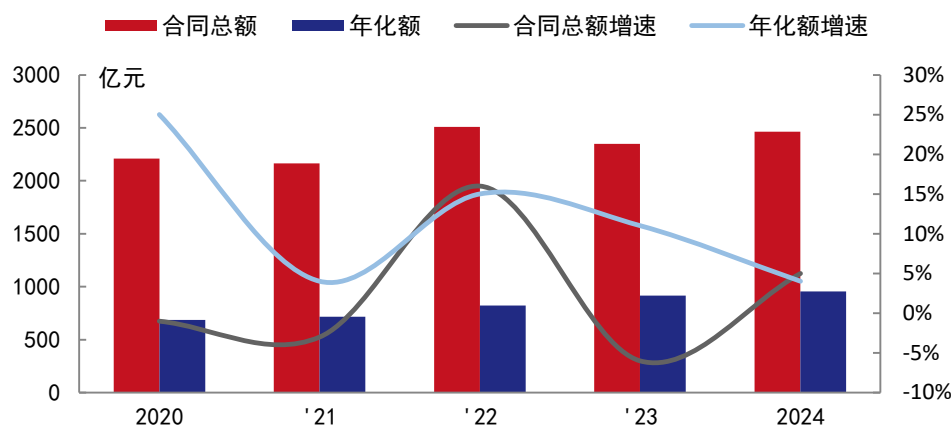
2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，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年我国城市环卫市场需求持续释放，行业国企化趋势不断凸显，在“双碳”目标下，垃圾分类与资源化利用加速推进，叠加城乡一体化，环卫市场空间广阔，但需关注价格竞争与回款压力等风险

2024年我国环卫市场规模保持增长，国企市占率不断提升，未来行业发展空间广阔。截至2024年末，我国城区环卫服务市场化率增至87.9%，叠加城镇化率的提升及“城市大管家模式”的推进，环卫产业实现稳定增长。根据环境司南统计，2024年我国环卫服务成交合同总额及年化额分别为2,465亿元和955亿元，同比均小幅提升；2024年我国环卫市场规模为3,251亿元，同比增长9.4%。伴随城市运营服务市场化持续深化，行业竞争加剧，行业内国有企业市占率有所攀升，2024年末占比增至36%，与民营企业份额走向“四六开”（2020年为“二八开”）。根据《2030年前碳达峰行动方案》，到2025年，我国城市生活垃圾分类体系基本健全，生活垃圾资源化利用比例提升至60%左右；到2030年，城市生活垃圾分类实现全覆盖，生活垃圾资源化利用比例提升至65%。此外，我国还出台多项政策，如《美丽城市建设实施方案》、2025年中央一号文件等，助力加快农村人居环境整治提升，推进城乡环境一体化发展，环卫市场面临广阔的发展空间；据环境司南预测，2025年至2029年中国环卫运营市场规模复合增长率为15.56%，2029年环卫市场规模预计达6,442亿元。

图1 2024年环卫服务合同总额小幅增长



资料来源：环境司南，中证鹏元整理

2024年环卫行业价格竞争加剧，同时行业企业回款压力凸显，行业企业盈利进一步承压。一方面，地方采购预算降低，另一方面，行业企业试图通过低价竞标的方式挤占市场份额。环境司南监测数据显示，2024年全国多个省份的环卫竞标项目均存在打折成交情形。此外，2024年环卫行业企业仍面临“增收不增现”挑战，据环境司南统计，2024年末行业企业应收账款继续增长，远超同期营业收入增速。

解决拖欠企业账款相关支持政策持续出台有望加速环卫企业回款，但仍需关注政策执行效果与地方财政资金到位情况的影响。2023年7月中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”后，一系列政策陆续落地，2024年10月国务院办公厅印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》，明确指出要解决企业账款问题，强调健全拖欠企业账款清偿的法律法规体系和司法机制。2025年3月28日国务院常务会议审议通过《加快加力清理拖欠企业账款行动方案》，强调要在前期工作基础上进一步加大力度，压实责任，健全机制，完善相关法律法规，强化源头治理和失信惩戒，确保清欠工作取得实实在在成效，坚决遏制新增拖欠。上述政策出台或有望缓解当下环卫企业回款压力，但政策的实际效果仍受地方财政支付能力及执行落地的制约。

四、经营与竞争

公司主要从事城乡环境卫生一体化管理服务，业务仍专注于城乡环卫保洁、生活垃圾处置等，2024年营业收入小幅下降，销售毛利率略有提升。受公司调整投标策略等影响，2024年公司及2025年一季度营业收入同比均有所下降；同时，公司推进项目精细化、数智化管理，对经营产生一定正面作用，当年销售毛利率同比略有提升。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率

环境卫生管理	385,791.37	98.56%	26.78%	392,764.45	99.60%	25.92%
其他业务	5,650.59	1.44%	32.09%	1,582.02	0.40%	54.76%
合计	391,441.96	100%	26.86%	394,346.47	100%	26.04%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，公司提供，中证鹏元整理

2024年公司在手订单储备充裕，仍可支撑业务发展；因下游客户高度集中于地方政府，回款能力受地方财政资金安排影响较大，期末应收账款及合同资产规模持续高企，且周转天数进一步延长

2024年末公司在手订单仍充足，为后续发展提供支撑。2024年公司放弃参与投标部分支付能力不强的项目，并放弃部分现金投入较大、收益周期较长的项目建设。2024年公司中标总金额为52.22亿元，主要包含18.93亿元的山东省临沂市兰陵县城乡环卫一体化项目、8亿元的贵州省遵义市务川自治县环卫一体化市场化特许经营项目、1.63亿元的河北省保定市涞水县城环卫一体化项目等。截至2024年末，公司在手待执行订单总额420亿元，和上年基本持平。

表2 近年公司新增合同情况

项目	2024 年	2023 年
当期新中标合同金额（亿元）	52.22	60.34
当期新签合同数量（个）	35	37
当期新签合同超亿元数量（个）	8	7
期末在手合同金额（亿元）	420.05	427.01
期末在手合同数量（个）	158	178

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要业务收入主要来自于华南、华东和西南地区，客户集中度低且以政府客户为主。2024年，公司百城版图持续扩张，新进入临沂、重庆、鄂尔多斯、无锡、开封、忻州 6 个重点城市，服务范围覆盖全国26个省100多个城市，形成了全国性的业务布局。从客户构成来看，公司客户仍以政府客户为主，2024年前五大客户集中度18.12%，均为城乡环卫保洁项目。

表3 2024 年公司前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	销售额	占年度销售总额比例
昆明市官渡区城市管理局	24,633.56	6.29%
茂名市茂南区城市管理和综合执法局	16,013.49	4.09%
保山城投建设发展（集团）有限公司	11,070.35	2.83%
高州市环境卫生管理处	10,209.92	2.61%
广州市生活废弃物管理中心	9,003.97	2.30%
合计	70,931.27	18.12%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 2024 年公司营业收入地区构成（单位：万元）

地区	销售额	占年度销售总额比例
华南地区	152,260.02	38.90%
华东地区	89,581.92	22.89%

西南地区	80,884.13	20.66%
其他	68,715.89	17.55%
合计	391,441.96	100.00%

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司客户主要为政府部门及单位，信用政策及结算周期在服务合同虽有明确约定，但受制于财政资金支付审批流程较长，存在部分客户服务费支付周期大于合同约定的情形。截至 2024 年末，公司应收账款和合同资产账面价值合计 36.03 亿元，同比增长 23.96%，公司应收账款周转天数由 2023 年的 164.94 天延长至 2024 年的 221.33 天。公司最大在手订单为昆明市官渡区环卫一体化管理服务项目，合同金额 66.88 亿元，执行期限为 2017-2037 年，截至 2025 年 3 月末，昆明市官渡区环卫一体化管理服务项目尚未履行金额 38.72 亿元，公司应收昆明市官渡区城市管理局 6.85 亿元，占同期末应收账款的比重为 26.65%。政府大力推进清欠行动，公司内部也成立应收账款管理小组，2025 年 1-5 月公司业务回款同比实现较大增长，需持续观察政策变化及资金下达对地方财政及公司的影响。

截至 2024 年末，公司主要在建项目为山西运城再生资源项目厂房建设，总投资额 2.03 亿元，已完成投资 0.15 亿元。此外，根据公司 2024 年 8 月公告的定增预案，拟募集资金不超过 9 亿元（含），募投项目为“城市大管家”装备集中配置中心项目、智慧城市管理数字化项目，总投资额为 8.54 亿元，募集资金拟投入金额 6.30 亿元，募集资金不足部分仍需公司自筹，可能存在一定的资金压力。

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广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表。

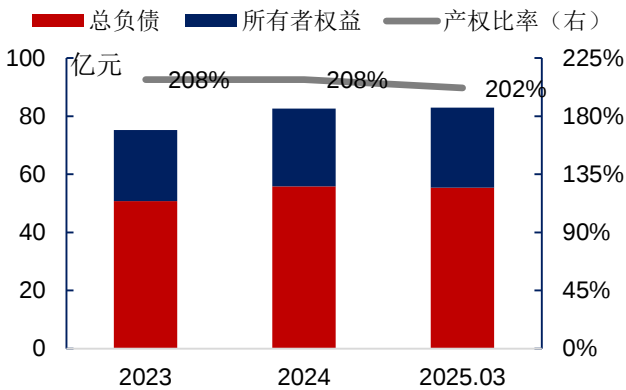
公司在手订单虽然能为公司业绩提供支撑，但应收账款和合同资产增长仍然高于收入增长幅度，对资金形成较大占用；应付账款及应付职工薪酬不断增长，显示公司仍然面临一定的营运现金流压力；公司总债务规模持续增长，现金短期债务比处于较低水平

资本实力与资产质量

公司总资产保持增长，但应收账款和合同资产仍占用营运资金较多。受益于经营积累等，公司资本实力继续增强，2025年3月末所有者权益增至27.46亿元，其中未分配利润占比较高；2025年3月末公司总负债增长至55.45亿元。综合影响下，2025年3月末公司产权比率为202%，净资产对总负债的保障程度仍较弱。随着应收账款和合同资产的增加，公司2024年末资产规模保持增长，仍以应收款项、特许经营权为主，应收款项对营运资金占用较高，且存在减值损失风险。2024年末公司应收账款账面价值同比增长 23.08%，主要为应收城乡环卫保洁项目款，坏账准备余额3.31亿元；按账龄划分一年以上账款占比

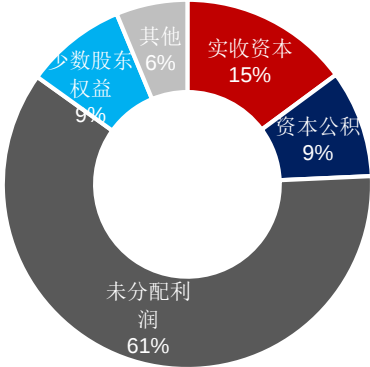
44.92%；公司合同资产主要为尚未取得业主结算单但已按合同预估并确认收入的城乡环卫保洁项目款，2024年末合同资产同比增长26.49%，2024年末前五大应收账款和合同资产期末余额占上述两科目期末合计余额的比重为31.76%，集中度较高。2024年末公司应收账款、合同资产和其他应收款账面价值占同期末总资产的比重为48.94%，对公司营运资金形成较大占用。无形资产主要为PPP项目特许经营权，2024年末特许经营权账面价值为15.38亿元；其他非流动资产主要为PPP项目和BOT项目的建设投入成本，变动不大。

图2 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

图3 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.95	3.55%	3.18	3.86%	5.08	6.76%
应收账款	25.70	30.99%	26.56	32.15%	21.58	28.69%
其他应收款	4.58	5.53%	4.39	5.32%	3.71	4.93%
合同资产	10.33	12.46%	9.48	11.47%	7.49	9.96%
流动资产合计	45.12	54.42%	45.37	54.92%	39.49	52.50%
固定资产	7.21	8.69%	7.40	8.96%	7.73	10.28%
无形资产	16.40	19.78%	16.27	19.70%	15.35	20.40%
其他非流动资产	3.01	3.62%	2.75	3.33%	3.00	3.99%
非流动资产合计	37.79	45.58%	37.23	45.08%	35.72	47.50%
资产总计	82.91	100.00%	82.60	100.00%	75.21	100.00%

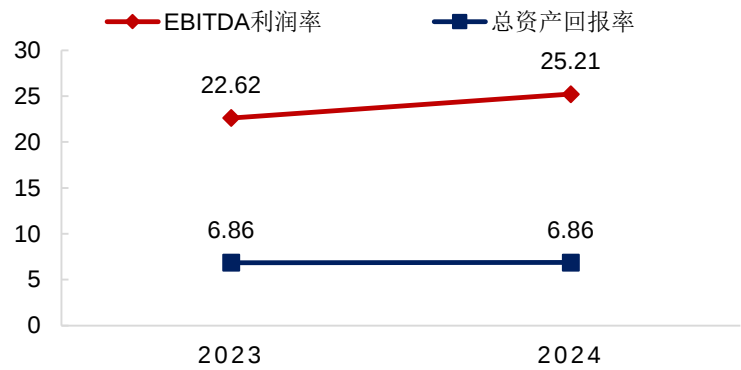
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司主营业务盈利能力较稳定，且在手订单充足，可为后续业绩提供支撑。2024年末由于当期公司职能部门人员减少导致管理费用大幅下降，公司盈利水平略有提升，2024年期间费用率同比下降至14.38%，其中管理费用同比下降20.20%。2024年公司其他收益下降，由于当期应收账款坏账损失进一

步增加导致计提的信用减值损失同比增加至1.19亿元。综合影响下，公司2024年营业利润有所上升，EBITDA利润率有所提升，总资产回报率较为稳定。

图4 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

2024年末公司总债务有所增长，其中短期银行借款规模下降，同时新增较多融资租赁借款。公司银行借款包括保证借款、质押借款及抵押借款，短期银行借款规模下降；应付债券系本期债券。其他流动负债大幅增长主要系公司新增短期融资租赁借款。从债务结构来看，公司短期债务规模仍较大且占比较高。

应付账款及应付职工薪酬增长较快，公司营运现金流压力凸显。公司应付账款仍由应付设备款、应付工程款、应付材料款等构成，2024年末应付账款同比增长15.79%。2024年末公司应付职工薪酬同比增长4.95%。

表6 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	16.94	30.55%	17.58	31.49%	20.46	40.27%
应付账款	8.39	15.14%	8.44	15.11%	7.29	14.34%
应付职工薪酬	3.22	5.80%	3.80	6.80%	3.62	7.12%
一年内到期的非流动负债	3.09	5.57%	2.99	5.36%	1.48	2.91%
其他流动负债	0.92	1.66%	1.04	1.86%	0.02	0.05%
流动负债合计	34.75	62.68%	35.79	64.12%	34.20	67.31%
长期借款	9.59	17.29%	9.23	16.54%	9.55	18.79%
应付债券	4.95	8.92%	4.89	8.76%	4.65	9.14%
租赁负债	0.64	1.15%	0.40	0.72%	0.30	0.60%
长期应付款	3.29	5.93%	3.45	6.17%	0.55	1.08%

非流动负债合计	20.70	37.32%	20.03	35.88%	16.61	32.69%
负债合计	55.45	100.00%	55.81	100.00%	50.81	100.00%
总债务	40.09	72.31%	40.04	71.73%	37.39	73.57%
其中：短期债务	21.36	53.27%	21.80	54.44%	22.06	59.02%
长期债务	18.74	46.73%	18.24	45.56%	15.32	40.98%

注：公司总债务包含其他权益工具。

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

2025年3月末公司资产负债率下降至66.88%，EBITDA和经营活动现金流净额对净债务的保障水平仍偏低。

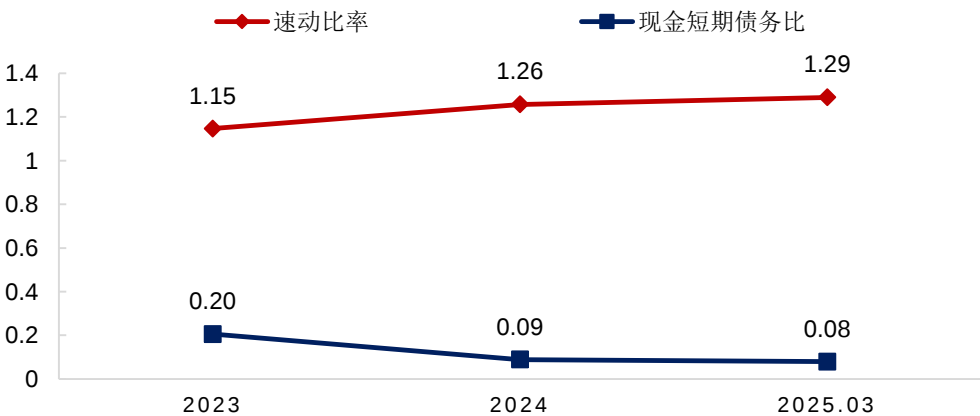
表7 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	1.98	1.58	0.79
FFO（亿元）	--	5.66	5.16
资产负债率	66.88%	67.57%	67.56%
净债务/EBITDA	--	3.96	3.79
EBITDA 利息保障倍数	--	5.00	6.28
总债务/总资本	59.35%	59.92%	60.51%
FFO/净债务	--	14.48%	15.23%
经营活动现金流净额/净债务	--	4.04%	2.35%
自由现金流/净债务	--	-6.10%	-13.00%

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

公司存在较大的短期偿债压力。2024年末公司速动比率小幅提升，现金短期债务比下降至较低水平。虽然2023年末至2025年5月期间公司获取了部分银行新增授信，且2025年5月末未使用授信额度增至16.18亿元（较2023年末增加7.26亿元），但也存在部分银行授信退出的情况，加之部分资产受限，公司融资弹性一般。

图5 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5月26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2024年末，公司对外担保实际金额10,057.97万元，均系对合营企业的担保，存在一定或有负债风险。

根据公司2024年审计报告，截至2024年12月31日，公司涉及的未决诉讼共计125起，作为被告的涉诉金额17,404.82万元，公司根据案件诉讼进度、保险购买情况、败诉可能性，并结合公司法务部对可能的赔偿金额进行的专业判断，计提未决诉讼相关的预计负债合计948.53万元。截至2024年财务报告批准报出日，上述未决诉讼已结案4起。

昆明侨飞于2025年6月12日被列入失信被执行人。该案件主要为昆明金鑫环卫服务有限公司（以下简称“金鑫环卫”）因昆明侨飞拖欠其垃圾运输服务费而起诉昆明侨飞。2024年8月8日昆明市官渡区人民法院二审生效判决昆明侨飞支付金鑫环卫运输服务费3,264,063.12元及利息，后因昆明侨飞未履行被金鑫公司申请强制执行。截至评级报告出具日，昆明侨飞暂未支付有关款项。中证鹏元将持续关注上述事项进展。

七、债券偿还保障分析

公司实际控制人为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能为本期债券提供一定保障

“侨银转债”由公司实际控制人刘少云、郭倍华、韩丹提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保的范围包括“侨银转债”本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依据法律、法规和相关规章应由担保人支付的合理费用，担保的受益人为“侨银转债”持有人。

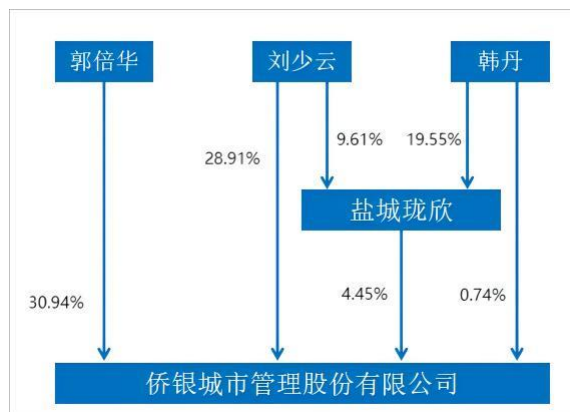
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	2.95	3.18	5.08	6.43
应收账款	25.70	26.56	21.58	14.56
合同资产	10.33	9.48	7.49	7.09
流动资产合计	45.12	45.37	39.49	35.35
无形资产	16.40	16.27	15.35	14.87
非流动资产合计	37.79	37.23	35.72	33.46
资产总计	82.91	82.60	75.21	68.81
短期借款	16.94	17.58	20.46	17.02
应付账款	8.39	8.44	7.29	7.65
一年内到期的非流动负债	3.09	2.99	1.48	1.03
流动负债合计	34.75	35.79	34.20	30.72
长期借款	9.59	9.23	9.55	9.93
应付债券	4.95	4.89	4.65	4.38
长期应付款	3.29	3.45	0.55	0.69
非流动负债合计	20.70	20.03	16.61	16.66
负债合计	55.45	55.81	50.81	47.38
总债务	40.09	40.04	37.39	33.92
其中：短期债务	21.36	21.80	22.06	18.23
长期债务	18.74	18.24	15.32	15.69
所有者权益	27.46	26.78	24.40	21.43
营业收入	9.36	39.14	39.43	39.55
营业利润	1.05	3.79	3.73	3.66
净利润	0.75	3.07	3.29	3.05
经营活动产生的现金流量净额	1.98	1.58	0.79	1.82
投资活动产生的现金流量净额	-1.07	-3.77	-3.24	-4.71
筹资活动产生的现金流量净额	-1.16	-0.81	1.15	4.17
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	9.87	8.92	8.38
FFO（亿元）	--	5.66	5.16	5.56
净债务（亿元）	--	39.06	33.85	28.85
销售毛利率	27.74%	26.86%	26.04%	25.40%
EBITDA 利润率	--	25.21%	22.62%	21.19%
总资产回报率	--	6.86%	6.86%	7.38%
资产负债率	66.88%	67.57%	67.56%	68.85%
净债务/EBITDA	--	3.96	3.79	3.44
EBITDA 利息保障倍数	--	5.00	6.28	6.43

总债务/总资本	59.35%	59.92%	60.51%	61.28%
FFO/净债务	--	14.48%	15.23%	19.26%
经营活动现金流净额/净债务	--	4.04%	2.35%	6.32%
速动比率	1.29	1.26	1.15	1.14
现金短期债务比	0.08	0.09	0.20	0.33

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 2024 年末）



资料来源：公司 2024 年年度报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号