

# 侨银城市管理股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【266】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。

# 侨银城市管理股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+ 列入观察名单	A+
评级展望	--	稳定
侨银转债	A+ 列入观察名单	A+

## 评级观点

中证鹏元评定侨银城市管理股份有限公司<sup>1</sup>（以下简称“侨银股份”或“公司”，股票代码：002973.SZ）主体信用等级和“侨银转债”的信用等级均为 A+，并均列入信用评级观察名单。本次等级的评定是考虑到：公司业务回款受地方化债资金落地情况及财政支付进度影响较大，2025 年公司收到部分化债资金，同时调整经营拓展策略以强化业务回款，当年经营活动现金流明显好转。同时，中证鹏元也关注到公司应收款项规模仍较大且周转天数有所延长，2026 年一季度经营活动现金流净额同比有所下降，资金周转效率欠佳；短期债务规模仍较大，且“侨银转债”将于 2026 年 11 月到期，账面现金类资产对短期债务覆盖不足，流动性管理压力凸显，需持续关注公司业务回款及流动性变动情况。

## 评级日期

2026 年 06 月 25 日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	83.68	83.24	82.60	75.21
归母所有者权益	26.15	25.80	24.35	21.90
总债务	41.07	40.61	39.76	37.11
营业收入	8.49	36.11	39.14	39.43
净利润	0.39	2.04	3.07	3.29
经营活动现金流净额	0.91	7.09	1.58	0.79
净债务/EBITDA	--	4.31	3.93	3.76
EBITDA 利息保障倍数	--	4.71	5.00	6.28
总债务/总资本	58.87%	59.02%	59.75%	60.33%
FFO/净债务	--	12.33%	14.58%	15.36%
EBITDA 利润率	--	25.05%	25.21%	22.62%
总资产回报率	--	5.35%	6.86%	6.86%
速动比率	1.20	1.19	1.26	1.15
现金短期债务比	0.11	0.10	0.09	0.21
销售毛利率	25.55%	27.22%	26.86%	26.04%
资产负债率	65.71%	66.12%	67.57%	67.56%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：邹火雄  
 zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：朱小万  
 zhuxw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

<sup>1</sup> 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 2025 年经营现金流有所好转。**受益于地方政府化债政策的推进，2025 年公司收回部分业务回款；同时公司调整市场经营拓展策略，审慎筛选回款质量较差、低价亏损项目，缩减高垫资、低效益业务承揽，并加大应收账款专项清收催收力度等。共同影响下，公司 2025 年经营活动现金流净额大幅提升。
- **公司在手合同金额较大，业务发展仍有空间。**公司依托全国性的业务布局，深耕存量项目并拓展智慧城市与海外市场，2026 年以来，公司加大市场拓展力度，2026 年一季度新中标合同金额同比有所提升，期末在手合同金额仍较大。

## 关注

- **需持续关注公司业务回款对流动性的改善情况。**公司核心业务下游客户仍主要为政府类客户，业务回款仍较大依赖于化债政策推进和地方政府财政支付进度安排，加之部分区域财政实力偏弱，导致 2025 年末应收款项规模仍较大，且周转天数进一步延长。同时，公司短期债务占比较大，现金类资产覆盖程度不足，“侨银转债”将于 2026 年 11 月到期，流动性安全边际承压，需持续关注业务回款及公司流动性管理情况。
- **公司作为被告的诉讼案件较多，个别子公司已被列为失信被执行人，需关注相关或有负债风险。**截至 2026 年 3 月末，公司作为被告的案件超过 140 起，涉及金额 1.74 亿元，较 2024 年末略有增加。此外，公司下属子公司昆明侨飞环保科技有限公司（以下简称“昆明侨飞”）存在多笔失信被执行人及被执行人记录，执行标的合计 0.28 亿元。
- **需关注海外项目可能给公司带来的经营管理挑战。**公司以“一带一路”沿线为核心积极布局海外市场，2025 年以来公司成功入选印尼国家级环保供应商白名单，并与多国机构达成合作，覆盖中东、东南亚等市场。海外市场政策、地区文化差异对公司业务发展和现金流影响还有待观察。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	玉禾田 (300815.SZ)	福龙马 (603686.SH)	盈峰环境 (000967.SZ)	侨银股份 (002973.SZ)
总资产	104.87	71.65	354.35	83.24
营业收入	77.22	49.26	138.44	36.11
净利润	6.19	2.06	5.45	2.04
销售毛利率 (%)	22.46	22.64	21.88	27.22
资产负债率 (%)	51.32	46.55	50.44	66.12
总资产周转率 (次)	0.79	0.71	0.43	0.44
应收账款周转率 (次)	1.71	2.00	2.26	1.38
净营业周期 (天)	155.43	190.14	73.08	275.47

注：以上各指标均为 2025 年/2025 年末数据。

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_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	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					<b>a+</b>
外部特殊支持					<b>0</b>
主体信用等级					<b>A+</b>

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	4.2000	4.1986	2025-10-10	2026-11-17

## 一、 债券募集资金使用情况

“侨银转债”募集资金扣除发行费用后原计划用于环卫设备资源中心项目、偿还银行贷款项目。“侨银转债”募集资金已于2024年使用完毕，募集资金专项账户已于2024年10月注销。

转股价格方面，“侨银转债”自2021年5月24日起进入转股期，当前转股价格14.64元/股（生效日为2026年3月20日），截至2026年6月23日，公司股票收盘价12.02元/股，后续需关注“侨银转债”转股情况。

## 二、 发行主体概况

2025年3月至2026年3月，公司控股股东、实际控制人之一郭倍华通过集中竞价及大宗交易的方式合计减持其所持公司股份1,196.14万股，占公司总股本的2.93%。随着大股东减持公司部分股份及“侨银转债”部分转股等，截至2026年3月末，公司股本为4.09亿元，控股股东及实际控制人仍为刘少云、郭倍华（董事长）和韩丹（董事）（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），通过直接及间接<sup>2</sup>方式合计控制公司61.39%的股份。股份质押方面，截至2026年4月25日，公司股东刘少云及郭倍华累计质押公司股份数量分别为0.57亿股、0.44亿股，分别占其所持公司股份的48.52%、39.13%，占公司总股本的比重分别为14.03%、10.68%。

2025年6月3日，公司拟将向特定对象发行A股股票股东大会决议有效期和授权有效期延长12个月至2026年9月13日。上述向特定对象发行A股股票拟募集资金不超过9亿元（含），专项用于“城市大管家”装备集中配置中心项目（5.80亿元）、智慧城市管理数字化项目（0.50亿元）及补充流动资金或偿还贷款（2.70亿元），定增后续还需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，需持续关注定增落地情况。

2025年6月，公司第四届董事会换届完成，黄金玲不再担任公司董事、副总经理，刘美辉不再担任公司财务总监、李睿希不再担任公司董事会秘书；公司董事会同意聘任代铁山为公司财务总监、聘任周越群为公司董事会秘书。2025年9月，周越群因个人原因辞去公司董事会秘书职务，辞职后将不再担任公司及子公司任何职务；2026年1月，公司董事会同意聘任杨燕芳为公司副总经理兼董事会秘书。需持续关注相关人员变动对公司经营管理等的影响。

公司作为人居环境综合提升服务商，仍主要从事城乡环境卫生一体化管理服务，业务涵盖城乡环卫保洁、生活垃圾处置、市政环卫工程等领域。

---

<sup>2</sup> 2026年3月末刘少云及韩丹分别持有安义珑欣企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“安义珑欣”，2025年12月其名称由盐城珑欣企业管理合伙企业（有限合伙）变更为现名，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。

### 三、运营环境

#### 宏观经济和政策环境

**2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局**

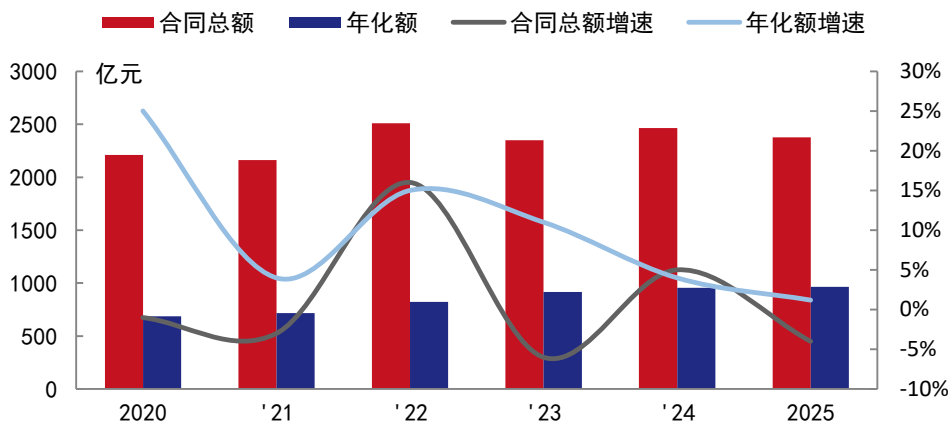
2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于民、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控努力实现“十五五”良好开局。

#### 行业环境

**2025年我国环卫市场进入平稳发展与存量博弈新阶段，技术变革与服务模式升级成为核心驱动力，但行业仍面临价格竞争与回款压力等严峻挑战；近年我国环卫市场格局深度重构，央国企与头部企业的主导地位有望进一步强化**

2025年是我国环卫市场化进程中的关键转折之年，行业从高速扩张转入存量深耕，技术与模式创新成为破局关键。据环境司南统计，2025年全国环卫市场规模达3,405亿元，同比增长率放缓至5%；市场化成交年化金额为966亿元，同比增长1.2%，增速大幅放缓，首次进入平台期。这预示着行业以填补空白为核心的“规模扩张时代”终结，行业重心正向“存量深耕”与“提质增效”转移。与此同时，2025年我国“环卫+无人驾驶”赛道实现爆发式增长，相关试点项目年化额增至74.71亿元，全年开标无人化环卫设备1,676台，业务覆盖19个省份、57座城市，技术应用已开始对项目定价与商业模式产生实质性影响，推动行业向“城市环境数据智能服务”方向演进。同时，2025年“城市大管家”等综合服务模式在管项目年化额达119亿元，服务边界不断拓宽，正向城市综合运营演进。

图1 2025年环卫服务合同总额有所下降



资料来源：环境司南，中证鹏元整理

我国环卫市场化格局深度重构，央国企与头部企业凭借综合优势持续强化主导地位。据环境司南统计，2025年我国环卫行业民营企业市场份额降至57%，国有企业凭借信用、资本与资源整合优势，承接大量高价值项目，其市场份额提升至41%。2026年我国环卫服务市场存在超2,500亿元合同总额（对应年化规模超1,000亿元）的项目集中到期，涉及全国31个省区市、近2万个项目（含标段），大型国资平台与头部上市企业凭借资金实力、场景资源及品牌公信力优势，有望借此窗口期进一步扩大业务版图，持续巩固其主导地位。

我国环卫行业价格竞争持续，应收账款“堰塞湖”持续扩大，行业企业盈利持续承压。据环境司南检测，我国环卫服务成交价格指数从2024年的96.4降至2025年的96.0，平均成交折扣率持续扩大，“以价换量”现象普遍存在，行业利润空间被进一步压缩。我国环卫行业企业持续面临“增收不增现”挑战，据环境司南统计，2025年末行业企业应收账款继续增长，高于同期营业收入增速，占营业收入的比重超过60%。2025年以来，国务院通过《加快加力清理拖欠企业账款行动方案》、修订版《保障中小企业款项支付条例》等举措加大清理欠款力度，明确要求通过“制度约束+资金保障”双管齐下破解拖欠难题，一定程度上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情况制约。

#### 四、经营与竞争

公司仍主要从事城乡环卫保洁、生活垃圾处置等环境卫生管理业务。2025年公司调整市场经营拓展策略，审慎筛选回款质量较差、低价亏损项目，缩减高垫资、低效益业务承揽。受此影响，2025年公司营业收入及毛利润同比均有所下降。2026年以来，公司持续深化回款与市场质量，2026年一季度经营业绩继续承压。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
环境卫生管理	83,178.95	98.01%	25.79%	353,099.03	97.78%	27.14%	385,791.37	98.56%	26.78%
其他业务	1,684.80	1.99%	13.97%	8,009.37	2.22%	30.85%	5,650.59	1.44%	32.09%
<b>合计</b>	<b>84,863.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>25.55%</b>	<b>361,108.40</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.22%</b>	<b>391,441.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.86%</b>

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

**2025年公司调整经营策略，强化业务回款，同时积极拓展智慧城市服务运营和海外市场，寻求新增长点；2026年一季度公司新中标合同金额有所提升，期末在手订单仍较为充足，但需关注业务回款情况及海外项目可能带来的经营管理挑战**

2025年公司调整市场经营策略，缩减高垫资、低效益的低质业务，当年公司新中标合同金额大幅减少，中标项目主要包括涿水县城区环卫一体化合作运营项目（二次）（5.12亿元/25年）、城厢区城乡环卫一体化购买服务项目（2.91亿元/3年）、2025-2027年银海区环卫一体化服务（1.95亿元/3年）等。

2026年是环卫服务市场的续约高峰年，国内环卫服务项目以3-5年期中短期合同为主流，根据全国19个省/市/自治区环卫服务到期项目清单统计分析，截至2026年底，全国纳入统计的19个核心省份即将到期的环卫服务项目超过2,200个，涉及合同总额预计突破1,500亿元。环卫企业普遍计划在该年巩固市场份额、扩大单体项目金额，也会面临着价格战风险和技术迭代压力。受此影响，2026年一季度公司加大市场拓展力度，新中标合同金额同比有所提升，且期末在手合同金额仍较大，能够为其后续业务发展提供支撑。

**表2 公司新增合同情况**

指标名称	2026年1-3月/2026年3月末	2025年	2024年
当期新中标合同金额（亿元）	10.67	15.66	52.22
当期新签合同数量（个）	18	26	35
当期新签合同超亿元数量（个）	1	4	8
期末在手合同金额（亿元）	371.60	371.56	420.05
期末在手合同数量（个）	136	133	158

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户仍主要为政府类客户，业务回款受地方化债政策及财政预算安排影响较大，需持续关注业务回款情况。从区域分布来看，2025年公司业务收入仍主要来自华南、华东和西南地区，上述地区收入占比维持在80%以上，其中华东地区收入占比同比有所提升。从客户构成来看，公司客户仍以政府类客户为主，2025年前五大客户销售额占年度销售总额的比重略有提升至19.28%，均为城乡环卫保洁项目，其中云贵地区销售额占比近半。2025年公司加大应收账款专项清收催收等，期末应收款项（应收账款和合同资产）同比小幅下降，当年经营活动现金流净额同比大幅提升，主要源自地方政府化债资金等。但

公司2025年末应收款项规模仍较大，应收款项周转天数<sup>3</sup>由上年的299天延长至352天。公司2025年年报显示，截至2025年末，公司已签约重大项目合同金额合计221.38亿元，其中排名前三标的均为云贵地区项目，合同金额占已签约重大项目合同金额的比重在70%以上，待履行金额合计114.00亿元；2025年末公司对上述云贵地区项目的应收账款合计占当年末应收账款余额的比重近30%，计提坏账比例约16%，需持续关注业务回款情况。

**表3 2025年公司前五大客户情况（单位：万元）**

客户名称	销售额	占营业收入比例
昆明市官渡区综合行政执法局	19,122.70	5.30%
茂名市茂南区城市管理和综合执法局	16,761.47	4.64%
保山城投建设发展（集团）有限公司	11,723.02	3.25%
广州市生活废弃物管理中心	11,499.54	3.18%
高州市环境卫生管理处	10,510.59	2.91%
<b>合计</b>	<b>69,617.33</b>	<b>19.28%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年以来，公司积极拓展智慧城市服务运营，但需关注业务实施进展情况。2025年5月，公司与国家地方共建人形机器人创新中心（以下简称“国地中心”）签署合作协议，双方在人形机器人、算法算力等领域进行深度协作，其中，国地中心提供技术成果使用权，公司则负责应用场景落地。根据合作协议，双方签约1,000台城服机器人意向订单，拟推出首批面向街道环卫场景的人形机器人，具备自主搬运、自主装载等功能。目前上述产品尚处于研发阶段，若产品顺利投入使用，将有助于提升公司作业质量与效率、降低人力成本。截至2025年末，公司“具身智能城市综合治理”模式已在呼和浩特市、莱州市等项目实现落地应用，但规模相对不大。此外，根据公司2025年6月公告，公司拟发行股票将募集资金5.80亿元用于“城市大管家”装备集中配置中心项目（计划总投资7.92亿元）、0.50亿元用于智慧城市管理数字化项目（计划总投资0.62亿元），需关注项目进展情况及项目推进可能存在的资金压力。

海外业务方面，公司以“一带一路”沿线为核心，已布局中东、东南亚等市场，需关注经营业绩实现情况，以及海外项目可能带来的经营管理挑战。2025年9月公司已与泰国正大集团正式签订战略合作协议，双方在湄公河生态治理、废物循环利用、智慧运营等领域展开深度合作。2025年11月公司成功入选印尼国家级环保供应商白名单，并与印尼工业部、印尼工业园区协会于2026年5月正式签署战略合作框架协议。2026年初公司在阿联酋正式签署总统事务部办公大楼综合物业管理项目协议，切入中东高端政务服务市场。目前，公司海外业务尚处于前期阶段，2025年尚未实现海外收入，需关注海外项目实施进展及跨境经营管理挑战。

## 五、 财务分析

<sup>3</sup>（平均应收账款+平均合同资产）×360÷营业收入。

## 财务分析基础说明

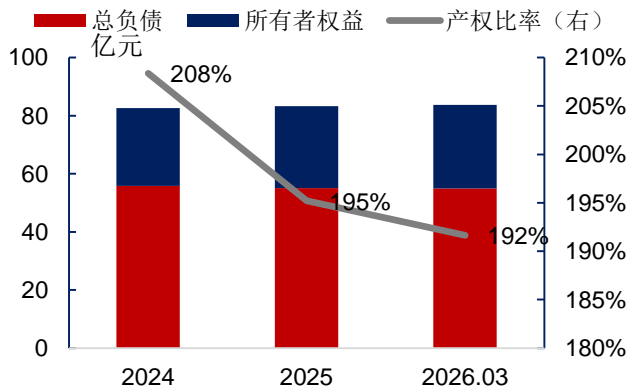
以下分析基于公司提供的经广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表。

2025 年公司经营活动现金流净额大幅提升，但不足以扭转公司回款周期长、资金紧平衡的现状；2026 年下半年公司到期债务规模较大，现金对短期债务覆盖程度欠佳，需持续关注公司经营业务回款情况，及金融机构可能提供的流动性增量

## 资本实力与资产质量

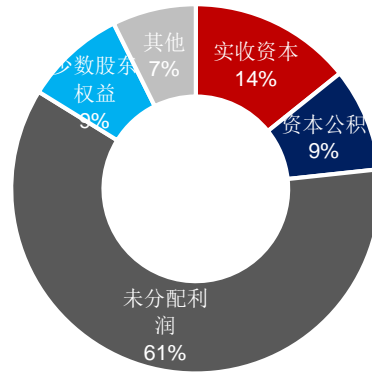
公司应收款项仍占用较多营运资金，回款压力仍然较大。截至2025年末，公司应收款项（包括应收账款和合同资产）占期末总资产的比重维持在40%以上，占同期营业收入的比重增至96.01%，基本为应收政府类客户的款项，2025年应收款项计提坏账准备4.88亿元；2025年末公司前五名应收款项余额合计14.84亿元，占比37.52%，主要为应收云贵地区政府类客户的款项。公司货币资金规模偏小，仍主要为银行存款，且部分货币资金被质押、冻结而使用受限。随着业务拓展，公司2026年3月末合同资产、无形资产较2024年末有所增长，需要业务拓展带来的营运资金占用及业务回款情况。截至2025年末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计30.34亿元，占期末总资产的比重为36.45%，主要系因融资而受限的无形资产、应收款项、固定资产及投资性房地产等。

图2 公司资本结构



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

图3 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表4 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.76	4.49%	3.48	4.18%	3.18	3.86%
应收账款	24.78	29.61%	25.60	30.75%	26.56	32.15%
其他应收款	4.07	4.86%	4.42	5.31%	4.39	5.32%
合同资产	10.88	13.00%	9.07	10.89%	9.48	11.47%
流动资产合计	45.01	53.79%	44.21	53.11%	45.37	54.92%

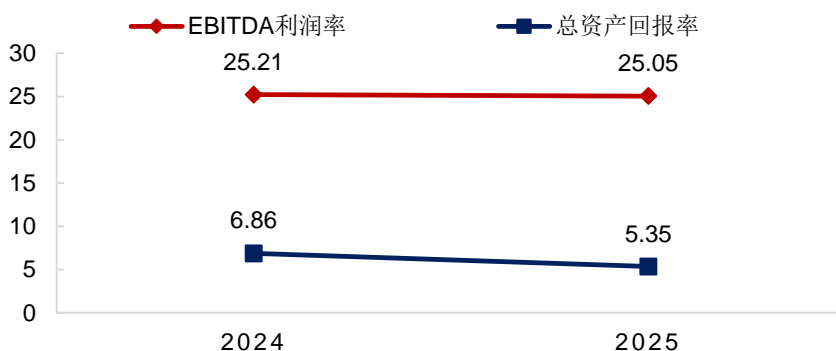
投资性房地产	4.22	5.05%	4.28	5.14%	4.34	5.25%
固定资产	6.06	7.24%	6.52	7.83%	7.40	8.96%
无形资产	18.27	21.83%	18.65	22.41%	16.27	19.70%
其他非流动资产	2.63	3.14%	2.29	2.75%	2.75	3.33%
<b>非流动资产合计</b>	<b>38.67</b>	<b>46.21%</b>	<b>39.03</b>	<b>46.89%</b>	<b>37.23</b>	<b>45.08%</b>
<b>资产总计</b>	<b>83.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>83.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>82.60</b>	<b>100.00%</b>

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

## 盈利能力

为缓解经营性回款压力，2025年以来公司缩减高垫资、低效益的低质业务，整体营业收入及毛利润均有所下降，叠加应收账款信用减值损失及期间费用对利润的侵蚀，公司2025年EBITDA利润率及总资产回报率均有所下行，盈利效率边际弱化。2026年一季度公司营业收入持续承压，业务回款滞后导致的信用减值损失以及利息费用仍将对盈利造成不利影响。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

预计2026年下半年公司待偿付债务本息逾20亿元，规模较大。因公司主营业务回款滞后，公司业务发展等所需资金主要依赖外部融资，总债务规模继续攀升。2025年公司增加了中长期银行借款及部分融资租赁，但期末短期债务规模仍较大且保持增长。此外，“侨银转债”将于2026年11月到期，根据“侨银转债”利率补偿条款，在债券期满后五个交易日内，公司将以票面面值的130%（含最后一期年度利息）的价格赎回全部未转股的债券，截至2026年6月21日，“侨银转债”转股价为14.64元，正股收盘价为12.11元，最近30个交易日（2026年5月7日至6月17日）平均收盘价格为13.04元，正股价长期略低于转股价，叠加利率补偿条款，转股难度较大。

环卫行业公司需要持有相对高额的账面货币资金，以应对环卫工人工资及社保、电费、车辆设备租赁维护费等运营开支，其中环卫工人工资及社保、电费均为按月支付，支出相对刚性。从同业对比来看，公司货币资金占总资产的比重、货币资金与月均营收的比例均为同业最低；从公司自身经营情况来看，

2020年以来仅2个季度末公司货币资金余额低于3亿元，因此公司存量货币资金主要用于覆盖正常营运支出，能用于偿还债务的比重预计有限。

**表5 同业账面货币资金水平对比情况**

公司简称	货币资金（亿元）	货币资金/月均收入（月）	货币资金/总资产	货币资金周转率（次）
盈峰环境	67.16	5.82	18.95%	2.34
玉禾田	10.73	1.67	10.23%	8.24
福龙马	8.64	2.11	12.07%	6.41
劲旅环境	3.93	2.82	11.64%	4.18
<b>侨银股份</b>	<b>3.48</b>	<b>1.16</b>	<b>4.18%</b>	<b>10.83</b>
新安洁	0.83	2.54	10.41%	3.94

注：1) 上表数据系 2025 年/2025 年末数据；2) 月均收入=全年营业收入/12；3) 货币资金周转率=本期营业收入/[（本期货币资金+上期货币资金）/2]。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

截至2026年3月末，公司银行授信金额小幅降至44.94亿元，尚未使用银行授信金额合计16.81亿元，能提供一定的流动性支持。从公司近年授信行及其授信额度变动情况来看，公司主要授信行授信额度互有增减，新增授信银行以中小城商行、农商行为主。近期公司长期借款呈增长趋势，未见银行集体抽贷行为，但公司受限资产规模较大，可用于再融资抵质押资产规模不大，整体融资弹性表现一般。

**表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.62	26.59%	13.25	24.06%	17.58	31.49%
应付账款	7.93	14.43%	8.53	15.50%	8.44	15.11%
应付职工薪酬	1.88	3.41%	1.93	3.51%	3.80	6.80%
一年内到期的非流动负债	9.26	16.83%	9.50	17.26%	2.99	5.36%
其他流动负债	1.55	2.81%	1.57	2.85%	1.04	1.86%
<b>流动负债合计</b>	<b>37.39</b>	<b>68.01%</b>	<b>36.89</b>	<b>67.02%</b>	<b>35.79</b>	<b>64.12%</b>
长期借款	11.41	20.76%	11.39	20.70%	9.23	16.54%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	4.89	8.76%
长期应付款	3.44	6.25%	4.05	7.36%	3.45	6.17%
<b>非流动负债合计</b>	<b>17.59</b>	<b>31.99%</b>	<b>18.16</b>	<b>32.98%</b>	<b>20.03</b>	<b>35.88%</b>
<b>负债合计</b>	<b>54.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>55.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>55.81</b>	<b>100.00%</b>
总债务	41.07	74.69%	40.61	73.79%	39.76	71.23%
其中：短期债务	25.47	62.02%	24.50	60.33%	21.72	54.64%
长期债务	15.60	37.98%	16.11	39.67%	18.04	45.36%

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

公司增量流动性主要来源于业务回款。2025年受益于地方政府化债政策、财政资金年度预算安排及公司加大催收力度等，经营活动现金净流入规模大幅增加；2026年一季度公司净流入有所放缓。在持续

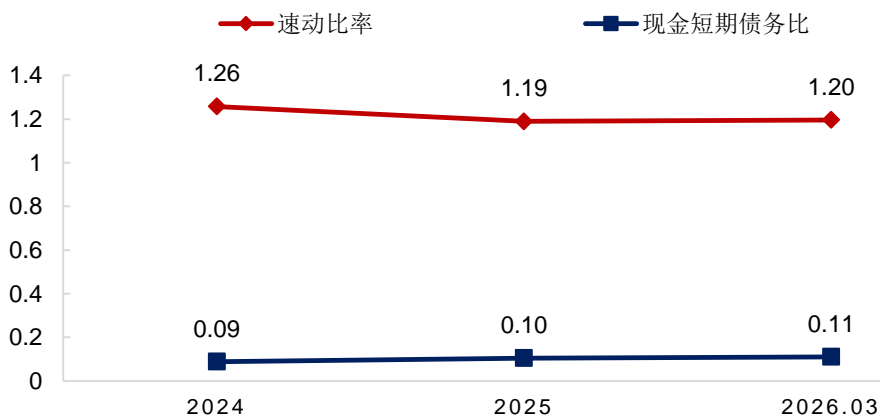
经营性现金流回笼的带动下，公司资产负债率有一定压降，但仍处于较高水平，总债务/总资本、FFO/净债务等偿债指标表现持续偏弱，现金对短期债务的覆盖程度较低，公司流动性管理压力显著，需持续关注公司2026年下半年经营现金流回笼情况。

表7 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	0.91	7.09	1.58
FFO（亿元）	--	4.80	5.66
资产负债率	65.71%	66.12%	67.57%
净债务/EBITDA	--	4.31	3.93
EBITDA 利息保障倍数	--	4.71	5.00
总债务/总资本	58.87%	59.02%	59.75%
FFO/净债务	--	12.33%	14.58%
经营活动现金流净额/净债务	2.37%	18.20%	4.06%
自由现金流/净债务	-0.14%	6.97%	-6.15%

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

图5 公司流动性比率情况



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

## 六、 其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年5月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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年6月15日），中证鹏元未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

根据中国执行信息公开网查询结果，截至2026年6月10日，公司下属子公司昆明侨飞存在多笔失信被执行人及被执行人记录，执行标的合计0.28亿元，且其法定代表人郭冬桂被限制高消费。昆明侨飞系公司承接昆明市官渡区环卫一体化管理服务政府和社会资本合作项目的业务经营主体，该项目合同金额66.88亿元，执行期限为2017-2037年，2025年末待履行金额合计39.29亿元，需关注上述事项对公司业务经营进展的影响情况。

**表8 公司下属子公司昆明侨飞被列为失信被执行人及被执行人情况（单位：万元）**

被执行人/失信被执行人	案号	执行法院	立案时间	执行标的	未履行金额
<b>（一）失信被执行记录</b>					
昆明侨飞	(2025)云0111执8086号	昆明市官渡区人民法院	2025-08-19	750.06	177.98
昆明侨飞	(2025)云0111执8071号	昆明市官渡区人民法院	2025-08-18	261.58	264.43
昆明侨飞	(2025)云0111执1877号	昆明市官渡区人民法院	2025-01-24	352.68	169.28
昆明侨飞	(2025)云0111执8089号	昆明市官渡区人民法院	2025-08-19	648.12	654.10
昆明侨飞	(2025)云0111执8072号	昆明市官渡区人民法院	2025-08-18	413.85	418.23
昆明侨飞	(2025)云0111执8073号	昆明市官渡区人民法院	2025-08-18	313.01	316.38
<b>小计</b>	--	--	--	<b>2,739.30</b>	<b>2,000.40</b>
<b>（二）被执行记录</b>					
昆明侨飞	(2026)云0111执258号	昆明市官渡区人民法院	2026-01-14	33.30	--
<b>合计</b>	--	--	--	<b>2,772.60</b>	--

注：以上数据查询日为2026年6月10日。

资料来源：中国执行信息公开网，中证鹏元整理

### 或有事项分析

截至2026年3月末，公司对外担保实际金额4,937.00万元，均系对合营企业广州侨环环保科技有限公司（以下简称“侨环环保”）<sup>4</sup>的担保，未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

此外，公司涉诉案件较多，涉及金额较大。截至2026年3月末，公司涉及的未决诉讼案件合计160余起，涉及金额合计4.31亿元，主要为建设工程施工、服务等合同纠纷，其中公司作为被告的案件合计140余起，涉及金额1.74亿元。截至2025年末，公司计提未决诉讼相关的预计负债合计87.02万元。

## 七、 本期债券偿还保障分析

“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，

<sup>4</sup>截至本报告披露日，公司持有侨环环保70%的股权，但根据侨环环保公司章程，重大事项需经该其两位股东广州环投环境集团有限公司及公司的一致同意方可通过、董事会大部分决议需经全体董事的一致同意方可通过，董事会部分重大事项另一投资方具有一票否决权，且财务总监由另一投资方委派。故公司与另一投资方共同控制侨环环保，侨环环保属于公司的合营公司，对其股权投资采用权益法核算。

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。但需关注公司实际控制人由于自身财务状况变动等对“侨银转债”提供担保保障的影响。

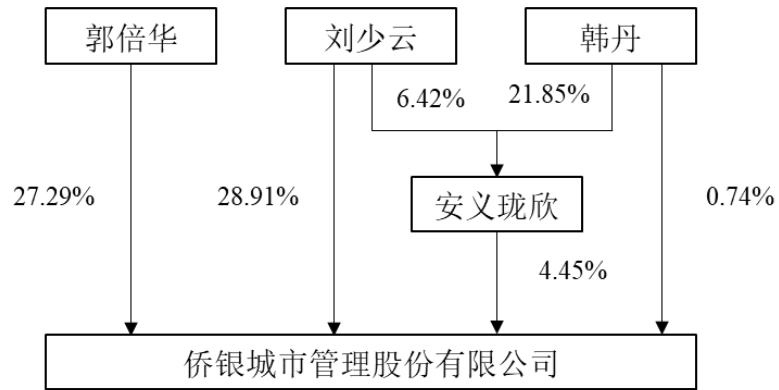
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	3.76	3.48	3.18	5.08
应收账款	24.78	25.60	26.56	21.58
合同资产	10.88	9.07	9.48	7.49
流动资产合计	45.01	44.21	45.37	39.49
无形资产	18.27	18.65	16.27	15.35
非流动资产合计	38.67	39.03	37.23	35.72
资产总计	83.68	83.24	82.60	75.21
短期借款	14.62	13.25	17.58	20.46
应付账款	7.93	8.53	8.44	7.29
一年内到期的非流动负债	9.26	9.50	2.99	1.48
流动负债合计	37.39	36.89	35.79	34.20
长期借款	11.41	11.39	9.23	9.55
应付债券	0.00	0.00	4.89	4.65
长期应付款	3.44	4.05	3.45	0.55
非流动负债合计	17.59	18.16	20.03	16.61
负债合计	54.98	55.04	55.81	50.81
总债务	41.07	40.61	39.76	37.11
其中：短期债务	25.47	24.50	21.72	21.99
长期债务	15.60	16.11	18.04	15.12
所有者权益	28.69	28.20	26.78	24.40
营业收入	8.49	36.11	39.14	39.43
营业利润	0.47	2.75	3.79	3.73
净利润	0.39	2.04	3.07	3.29
经营活动产生的现金流量净额	0.91	7.09	1.58	0.79
投资活动产生的现金流量净额	-0.84	-3.87	-3.77	-3.24
筹资活动产生的现金流量净额	0.16	-2.58	-0.81	1.15
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	9.05	9.87	8.92
FFO（亿元）	--	4.80	5.66	5.16
净债务（亿元）	38.48	38.94	38.78	33.57
销售毛利率	25.55%	27.22%	26.86%	26.04%
EBITDA 利润率	--	25.05%	25.21%	22.62%
总资产回报率	--	5.35%	6.86%	6.86%
资产负债率	65.71%	66.12%	67.57%	67.56%
净债务/EBITDA	--	4.31	3.93	3.76
EBITDA 利息保障倍数	--	4.71	5.00	6.28
总债务/总资本	58.87%	59.02%	59.75%	60.33%

FFO/净债务	--	12.33%	14.58%	15.36%
经营活动现金流净额/净债务	2.37%	18.20%	4.06%	2.37%
速动比率	1.20	1.19	1.26	1.15
现金短期债务比	0.11	0.10	0.09	0.21

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 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+经调整所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

## 附录四 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