



2020年侨银环保科技股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2022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員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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2020年侨银环保科技股份有限公司¹公开发行可转换公司债券 2022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
侨银转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持侨银城市管理股份有限公司（以下简称“侨银股份”或“公司”，股票代码：002973.SZ，）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“侨银转债”（以下称“本期债券”）的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司为全国性环卫服务企业，具备一定规模优势，2021 年公司新签环卫合同金额为环卫行业之首，在手订单充足，主营业务收入保持较快增长；同时中证鹏元也关注到，2021 年环卫行业发展趋缓，公司回款速度降低的同时垫资规模较大，整体运营效率下滑，盈利能力短期承压，当前公司在建项目较多尚需投入资金规模较大，其总债务规模持续增长，资产负债率较高，存在较大的短期偿债压力等风险因素。

未来展望

- 公司在手订单充足，预计公司业务持续性较好，未来随着订单的逐步推进，业务规模有望进一步扩大。公司经营风险和财务风险仍相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 20 日

联系方式

项目负责人：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：游云星
youyx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	57.68	57.25	44.72	32.77
归母所有者权益	17.44	16.67	14.47	10.56
总债务	27.55	27.99	20.58	12.25
营业收入	9.32	33.32	28.29	21.95
EBITDA 利息保障倍数	--	5.20	7.23	16.59
净利润	0.85	2.53	4.07	1.69
经营活动现金流净额	0.27	1.19	3.05	1.47
销售毛利率	26.24%	24.19%	23.93%	18.45%
EBITDA 利润率	--	18.82%	21.14%	17.95%
总资产回报率	--	7.79%	13.01%	7.55%
资产负债率	65.21%	66.28%	61.89%	61.41%
净债务/EBITDA	--	3.82	2.45	2.26
总债务/总资本	57.86%	59.19%	54.70%	49.21%
FFO/净债务	--	16.57%	33.70%	32.54%
速动比率	1.06	1.07	1.28	1.04
现金短期债务比	0.21	0.34	0.65	0.63

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，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”。

优势

- **公司为全国性环卫服务企业，具备一定规模优势。** 受益于城乡环卫服务市场化推进，公司服务辐射区域持续扩大，2021年末服务范围覆盖全国26个省80余个城市，具备一定的规模优势。
- **公司在手订单充足，2021年主营业务收入保持较快增长。** 2021年公司新签环卫合同金额为环卫行业之首，城乡环卫保洁收入的增长拉动公司2021年主营收入保持较快增长，当前公司在手订单充足，未来营业收入有望进一步扩大。

关注

- **2021年环卫行业发展趋缓，公司盈利能力短期承压。** 2021年，全国城乡社区支出同比出现下滑，且受《政府购买服务管理办法》（财政部令102号）影响以及地方政府换届等因素，环卫市场化增速趋缓，公司新签合同金额同比亦有所下滑。同时，受财政压力加大影响，公司回款速度放缓导致当期计提的应收账款和合同资产减值准备规模较大，期间费用对利润的侵蚀程度加大。
- **公司垫资规模较大，运营效率下滑，且受限资产占比较高。** 2021年公司应收账款及合同资产规模快速增长，对公司资金形成较大占用。随着运营项目数量较快上升及资本开支加大，2021年公司整体运营效率继续下滑。公司受限资产规模较大，占总资产的比重较大。
- **公司资产负债率较高，总债务规模持续增长，存在较大的短期偿债压力。** 2021年公司总债务持续快速增长，2021年末资产负债率达66.28%，净债务/EBITDA持续上升，现金短期债务比下滑至较低水平。
- **公司在建项目面临较大的资金支出压力。** 公司在建重大项目投资规模较大，未来尚需投入金额较大，随着项目推进公司将面临较大的资金支出压力。

同业比较（单位：亿元）

指标	侨银股份	玉禾田	福龙马	盈峰环境
总资产	57.25	52.22	55.88	283.32
营业收入	33.32	48.34	57.02	118.14
净利润	2.53	5.22	4.38	7.68
销售毛利率（%）	24.19	22.66	21.42	22.04
资产负债率（%）	66.28	40.78	40.78	39.10
资产周转率	0.65	0.99	1.03	0.40

注：以上各指标均为2021年度数据。

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
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	行业风险	5	财务状况	杠杆状况	较大
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	5
	公司规模	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	4
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	4
	经营效率	3		杠杆状况调整分	-3
	业务多样性	3		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		中等
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-5-28	汪永乐、李世伶	工商企业通用信用评级方法和模型 (py_ff 2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff 2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2020-6-2	汪永乐、何佳欢	公司债券评级方法 (py_ff 2017V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff 2019V1.0)	阅读全文

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	4.20	2021-5-28	2026-11-17

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2020年11月17日发行6年期4.2亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于环卫设备资源中心项目、偿还银行贷款。截至2021年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1,556.13万元。根据2021年8月25日公司公告的《侨银城市管理股份有限公司关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的公告》，公司将使用不超过20,000万元暂时闲置的本期债券募集资金暂时补充流动资金，使用期限自董事会审议通过之日（2021年8月23日）起不超过12个月，到期后将足额归还，中证鹏元将持续关注资金归还情况。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本均未发生变更。2021年度本期债券共计转股3,324股，期末公司股份增至40,866.33万股，实收资本增至40,866.33万元。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本分别为40,866.00万元、40,866.34万元，实际控制人为郭倍华、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），三名自然人分别直接持有公司股份37.71%、28.84%及0.74%。此外，刘少云及韩丹分别持有珠海横琴珑欣企业管理中心（有限合伙）（以下简称“横琴珑欣”，刘少云为其执行事务合伙人）6.42%及21.85%份额，横琴珑欣持有公司股权6.66%，公司实际控制人以直接及间接方式合计持有公司股份69.17%。截至2022年5月21日，公司控股股东及实际控制人中郭倍华女士已质押5,877万股股权（占其持有股份数的38.13%），刘少云先生已质押9,315万股股权（占其持有股份数的79.04%），合计占总股本37.17%。

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。公司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。2021年公司纳入合并范围子公司增加38家，减少7家，公司合并范围变化情况见附录五。截至2021年末公司合并报表范围子公司共117家，明细见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业经济环境

城乡人居环境改善写入“十四五规划”，“双碳”背景下，推动生活垃圾分类和处理设施发展，资源循环利用为新趋势，环卫环保市场空间广阔，但行业受财政政策影响较大，2021年行业发展趋缓

2021年是“十四五”规划的开局之年，环保行业相关政策规定密集出台。根据《中华人民共和国国

民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》（以下简称“《纲要》”），我国将加快发展方式绿色转型，全面推行循环经济理念，构建多层次资源高效循环利用体系，促进城乡人居环境明显改善。《纲要》中提到，支持600个县整县推进人居环境整治，建设农村生活垃圾和污水处理设施；建设分类投放、分类收集、分类运输、分类处理的生活垃圾处理系统，加快焚烧设施建设等。2021年发布的《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》、《农村人居环境整治提升五年行动方案（2021—2025年）》、《“十四五”推进农业农村现代化规划》等文件，从厕所革命、污水治理、垃圾管理等方面对农村人居环境建设提出行动方向。

在碳达峰、碳中和要求下，我国生活垃圾分类和处理设施发展持续推进，资源循环利用是大势所趋。作为碳减排的重要环节之一，生活垃圾减量化与资源化被写入《2030年前碳达峰行动方案》，主要包括生活垃圾收运处置体系建设，推进生活垃圾焚烧处理、降低填埋比例，推进污水资源化利用等，目标到2025年，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%。生活垃圾方面，2021年5月，《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》出台，提出要进一步提升46个重点城市生活垃圾分类和处理能力，使全国城市生活垃圾资源化利用率达到60%。污水处理方面，2021年6月，国家发展改革委、住房城乡建设部印发《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》，要求“十四五”全国城市生活污水集中收集率力争达到70%以上，县城污水处理率达到95%以上，城市污泥无害化处置率达到90%以上。全国多地加快垃圾收费相关制度立法，包括城镇生活垃圾处理收费、非居民餐厨垃圾计量收费、农户生活垃圾处理付费、危险废弃物处置收费机制等，垃圾处置体系逐渐完善。《“十四五”时期“无废城市”建设工作方案》提出推动100个左右地级及以上城市开展“无废城市”建设，促进生活源固体废物减量化、资源化综合利用水平显著提升，固体废物治理体系和治理能力得到明显提升。

随着相关政策落地，预计未来环卫保洁、垃圾分类、生活垃圾焚烧、固废处理等领域的市场容量将继续扩大，环卫环保市场空间广阔。但受疫情防控持续影响，环境服务事业受国家卫生领域财政支出减少的影响较大，财政支出放缓使得政府采购降速。根据财政部数据统计，2021年全国城乡社区支出为19,450亿元，同比下降2.5%。同时，受《政府购买服务管理办法》（财政部令102号）影响以及地方政府换届等因素，2021年环卫市场化增速趋缓。根据环境司南统计数据，2021年度全国共新增19,172个环卫服务项目，年化总额714亿元，合同总额2,148亿元，年度开标项目/标段总量和年化总额均创历史新高，但增速趋缓。由于环卫服务业务的主要客户为各地政府市政环卫主管部门，收入来源主要为政府支出，环卫行业受财政政策影响较大，近年来受疫情等多重因素扰动下，对环卫企业业务回款造成一定不利影响。

五、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。受益

于城乡环卫保洁业务持续增长，2021年公司营业收入保持较快增长，同比增速为17.77%，其中城乡环卫保洁业务收入占比达97.04%。随着生活垃圾处置项目运营数量增加，2021年公司生活垃圾处置收入同比增速达58.43%。2020年其他业务收入主要来自新增防疫物资的销售业务，该项业务已于2021年取消，公司2021年其他业务收入主要为厂房租赁收入。依托于城乡环卫保洁项目及生活垃圾处置项目运营数量增加，公司2021年一季度业务收入较上年同期增长22.06%。

毛利率方面，2021年公司销售毛利率较2020年变化不大。2022年1-3月，受益于公司推动重点项目精细化管理，当期城乡环卫保洁业务毛利率较2021年度上升2.31个百分点，进而拉动销售毛利率提升至26.24%。

表1 公司业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务：						
城乡环卫保洁	89,747.83	26.17%	323,310.43	23.86%	272,400.23	23.62%
生活垃圾处置	3,185.22	27.10%	8,371.04	38.51%	5,283.86	37.49%
市政环卫工程	-	-	18.85	-176.71%	185.09	10.08%
其他环卫服务	19.91	-842.77%	310.83	-178.39%	148.34	7.42%
小计	92,952.95	26.01%	332,011.15	24.03%	278,017.52	23.87%
其他业务	275.16	84.38%	1,162.16	71.36%	4,893.35	27.55%
合计	93,228.11	26.24%	333,173.30	24.19%	282,910.87	23.93%

注：受会计准则变更影响，2022年1-3月公司将试运营期的广州市李坑综合处理厂BOT项目运营收入计入生活垃圾处置收入，因该项目尚处于调试阶段，毛利率相对较低，导致当期生活垃圾处置业务毛利率较2021年下滑11.41个百分点。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年以来公司新签合同金额同比有所下滑，但在手订单仍充足，为未来收入提供了保障

公司是国内起步较早的专注环卫管理服务型企业，经过多年专业化积累，取得了全国领先的市场地位。公司业务立足广东，服务范围覆盖全国26个省80余个城市。随着公司积极开拓省外市场，广东省外收入占比由2020年的50.36%上升至2021年的56.26%，收入结构持续优化。公司响应国家“乡村振兴”战略，2021年成立侨银乡村环境投资有限公司，进入县域市场推进“城乡环卫一体化”，并开展“无废低碳”业务。2021年，公司服务农村环卫的项目近60个。目前公司成立了六大市场运营中心，指挥协调各大区工作开展；全国配置近60名城市经理，助力业务拓展与资源开发。公司二十多年来积累了丰富的环卫实操经验，精细化管理能力强，为后续获取优质订单及运营管理新增订单提供了保障。

根据E20水网固废网统计数据，2021年公司新中标环卫合同总额190.38亿元和年服务新增金额14.18亿元，合同总额和年化总额均排名行业第一。截至2022年3月末，公司在手订单合同金额为2021年营业收入的15.63倍，业务持续性较好。中证鹏元注意到，公司业务收入主要来自财政支出，新增项目规模及项目回款情况受各地财政情况影响较大。

表2 2020年至2022年一季度公司新增合同情况

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
当期新签合同金额（万元）	101,346.00	1,903,800.00	2,071,488.54
当期新签合同数量（个）	20	59	34
当期新签合同超亿元数量（个）	2	16	6
期末在手合同金额（万元）	5,206,137.76	5,150,407.75	4,377,666.65
期末在手合同数量（个）	190	178	149

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司城乡环卫保洁业务收入保持较快增长，客户构成较稳定，但受财政压力加大影响，公司回款速度下滑，期后回款比例逐年下降；人工成本仍为最大成本支出

近年来公司城乡环卫保洁业务收入保持较快增长，2021年该业务收入同比增速为18.69%，由于近年环卫一体化业务新签合同规模较大，环卫服务收入保持较快增长。

从公司客户构成来看，公司客户以政府客户为主，主要原因是随着我国环卫市场化改革的推进，更多地方的政府将环卫服务外包，从而成为公司的客户。随着公司运营项目增加、收入规模提升，前五大客户集中度由2020年的22.23%下滑至2021年的19.18%，均为城乡环卫保洁项目，集中度较低。

表3 2021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综合行政执法局	23,572.24	7.08%
淮安市城市管理局	11,473.48	3.44%
沧州市城市管理综合行政执法局	11,209.46	3.36%
茂名市茂南区城市管理和综合执法局	9,714.56	2.92%
保山城投建设发展（集团）有限公司	7,944.01	2.38%
合计	63,913.76	19.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司业务回款能力趋弱，期末公司应收账款及合同资产账面余额合计为15.47亿元，较2020年末增长54.03%，显著高于同期营业收入的增速17.77%。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。从地区构成来看，公司业务收入主要来自华南、华东和西南地区，2021年收入占比分别为44.16%、24.40%和16.51%，其中西南地区因财政实力较弱，项目回款速度相对较慢。

表4 2021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	147,134.47	44.16%
华东地区	81,287.40	24.40%
西南地区	55,010.03	16.51%
其他	49,741.40	14.93%

合计	333,173.30	100.00%
----	------------	---------

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

受各级政府财政压力加大影响，截至2022年3月末公司应收账款及合同资产期后回款比例较上年有所下降，应收账款及合同资产规模较大，对公司资金形成较大占用。

表5 截至 2022 年 3 月 31 日公司应收账款及合同资产各期期末余额的回款情况（单位：万元）

时间	应收账款及合同资产余额	期后回款金额	期后回款比例	截至 2021 年 3 月末期后回款比例
2021 年 12 月 31 日	154,718.13	78,710.10	50.87%	-
2020 年 12 月 31 日	100,448.69	88,049.16	87.66%	56.63%
2019 年 12 月 31 日	79,417.60	77,744.71	97.89%	97.89%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与招标方签订合同后，根据投标文件的承诺以及合同规定配置项目所需要的作业车辆、设备、工具和作业人员，按照合同约定的作业质量标准提供服务。具体采购模式来看，公司根据采购需求的不同分成大宗采购和常规采购。大宗采购主要是项目作业使用的环卫车辆设备采购、BOT项目设备采购和工程施工等。常规采购包括油料、保险、材料工具，公司一般会与合作供应商签署长期供货协议，由于采购量较大，公司具备一定的采购优势。

公司营业成本主要包括人工成本、车船使用费、材料工具、折旧及摊销等。由于用工数量较多，人工成本为影响公司营业成本的重要因素之一。2021年公司作业人员数量增速较高且平均薪酬有所提升，人工成本（主要是人员工资及五险一金）占营业成本的比重上升至64.30%。同时，公司与员工在劳务纠纷、经济赔偿、工资报酬、事故等方面的诉讼案件较多。

表6 2020-2021 年公司营业成本主要构成

项目	2021 年		2020 年	
	占比	金额同比增减	占比	金额同比增减
人工成本	64.30%	21.18%	62.27%	10.89%
车船使用费	17.31%	19.56%	16.99%	18.51%
材料工具	8.39%	19.72%	8.23%	40.55%
折旧及摊销	8.39%	6.90%	9.21%	79.66%
运营管理费	1.48%	4.93%	1.65%	9.59%

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

表7 人员变动及作业人员薪酬（单位：人、元/月）

项目	2021 年	2020 年
作业人员数量	55,500	41,830
同比增减	32.68%	11.30%
作业人员平均薪酬	2,795.42	2,669.92
同比增减	4.70%	11.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司第二大营业成本车船使用费主要包括油费、车船租赁费和其他车船使用费等；2021年主要设备平均采购价格整体有所下滑（见表9）；2021年，公司根据《企业会计准则第4号-固定资产》规定及固定资产的实际使用和损耗情况，调整了部分车辆的折旧年限，折旧及摊销费用占比同比有所下滑。

表8 公司主要运输设备的数量情况（单位：辆）

项目	2021年末	2022年3月末
垃圾压缩车	1,278	781
扫路车	691	545
洒水车	570	546
垃圾运输车	1,123	419
皮卡车	159	95
合计	3,821	2,386

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 2020-2021年主要运输设备的平均采购价格（单位：万元/辆）

项目	2021年	2020年
垃圾压缩车	30.48	31.28
扫路车	34.94	56.31
洒水车	25.28	35.77
垃圾运输车	13.85	23.36
巡查车	14.88	10.58

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司前五大供应商集中度由2020年的21.38%上升至36.69%，增幅较大，主要系总部大楼建设投入较大，且湘潭市城区公共停车场和停车位BOT项目（以下简称“湘潭停车场项目”）根据合同约定支付前期已完工部分的回购款所致。

公司继续拓展垃圾处理业务，在建项目规模较大，面临较大的资金支出压力

公司近年来延伸服务产业链，推进污水处理、生活垃圾处理、城市停车场运营等多个公共设施领域业务发展，拓宽了业务领域，提升公司的综合竞争力。2021年公司新增涟源市城乡生活垃圾收转运一体化建设PPP项目（合同总额约11.08亿元），2022年4月中标山西省晋城市阳城县城垃圾综合处理项目（合同总额约21.89亿元）。截至2021年末，“广州东部固体资源再生中心污水处理厂BOT项目”（以下简称“污水处理BOT项目”）、固始县城乡一体化生活垃圾综合治理PPP项目²已进入运营期，广州市李坑综合处理厂BOT项目（以下简称“李坑BOT项目”）仍处于试运营期。会计处理上，根据具体情况，上述项目投入成本计入“其他非流动资产”或“无形资产”核算。

² 固始县城乡一体化生活垃圾综合治理PPP项目分为农村部分和城镇部分。2020年度农村部分收入为4,200.35万元，业主为固始县住房和城乡建设局；城镇部分收入为4,117.63万元，业主为固始县城市管理局。

截至2021年末，公司在建项目规模较大。其中，（1）湘潭市城区公共停车场和停车位BOT项目（以下简称“湘潭停车场项目”）涉及合同金额较大，投资总额高。该项目由子公司湘潭市侨城慧通停车服务有限公司（以下简称“侨城慧通”）开展，建设并整合湘潭市内停车位50,474个，负责场地内停车场和停车位土地征拆，停车场工程建设、给排水、消防工程、电力及照明、交通安全设施、运营设施购置及安装等。项目建成后，侨城慧通的停车服务费标准需经价格主管部门审批同意后执行。截至2021年末，湘潭停车场项目已完成投资额21,874.38万元，计入“无形资产”核算。（2）利川市城乡生活垃圾收集与焚烧发电一体化PPP项目（以下简称“利川垃圾焚烧项目”）系公司首个涉及垃圾焚烧业务的项目，该项目建设主体为子公司恩施州侨恒环保能源有限公司（以下简称“侨恒环保”）。侨恒环保主要负责对利川市市区的清扫保洁、城乡垃圾收运以及生活垃圾焚烧发电厂的建设。项目建成后，日均处理生活垃圾能力达700吨。利川市城市管理执法局按照垃圾清扫保洁服务费2,464.92万元/年、垃圾收运服务费69.30元/吨、垃圾焚烧服务费79.00元/吨的价格向侨恒环保支付服务费用。截至2021年末，利川垃圾焚烧项目已投资2,851.64万元。公司其余重要在建工程项目主要为子公司以PPP方式参与环卫一体化项目，涉及配套新建和改造部分垃圾中转站和公厕、垃圾填埋场等。未来随着在建项目建设完成，转入运营期后对公司的盈利能力和业务结构将有所改善。截至2021年末，公司重要在建工程可计算部分尚需投资额32.98亿元，面临较大的资金支出压力。

表10 截至2021年末公司重要在建工程履行情况（单位：万元）

项目合同名称	涉及合同金额	投资总额	已完成投资额	预计完成时间	合同期限
湘潭城区公共停车位特许经营BOT项目	790,000.00	231,100.00	21,848.11	近期建设期为2021-2025年；远期建设为2026-2035年	30年
利川市城乡生活垃圾收集与焚烧发电一体化PPP项目	290,119.88	48,286.86	2,851.64	建设期2年，尚处于建设期	28年（含建设期）
利辛县城乡环卫一体化工程项目（特许经营）采购项目（第一包）	260,000.00	11,732.45	7,997.66	建设期1年，尚处于建设期	26年（含建设期）
固始县城乡一体化生活垃圾综合治理PPP项目	183,289.55	15,810.00	10,110.31	目前已进入运营期	16年（含建设期）
习水县城乡生活垃圾一体化PPP项目	85,380.97	17,953.43	13,558.12	子项五尚处于建设期，完工时间未定	21年（含建设期）
息烽县城乡环卫一体化PPP项目	58,000.00	9,180.30	6,557.53	目前已进入运营期	30年（含建设期）
廉江市农业资源循环利用处理中心项目	29,232.00	4,380.00	13.99	建设期1年，尚未开工	29年
都匀市城乡环境提升服务一体化项目	-	20,081.35	2,437.60	尚处于建设期，完工时间未定	25年（含建设期1年）
再生资源综合利用项目	-	19,934.51	949.32	尚处于建设期，完工时间未定	无
涟源市城乡生活垃圾收转运一体化建设PPP项目	-	14,777.14	350.00	尚处于建设期，完工时间未定	30年（含建设期和运营期）
安福禽畜无害化处理	-	3,500.00	263.23	尚处于建设期，完工时间未定	30年
旌德县城乡环卫一体化服务改革项目	-	-	2,914.77	尚处于建设期，完工时间未定	24年（含建设期2年）
合计	1,696,022.40	396,736.04	69,852.28	-	-

注：“-”表示未约定金额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司净营业周期拉长，整体运营效率明显下滑

2021年公司应收账款及合同资产增速较高，应收账款及合同资产周转效率仍持续下降，2021年公司净营业周期自2020年的27.26天继续增加至57.41天。随着运营项目快速增加，且公司保持较大力度的资本开支，2021年公司流动资产及总资产周转天数均出现不同程度增加，整体运营效率有所下降。经与业内上市公司对比，行业整体出现了应收账款回收难度加大的趋势，由于公司重资产项目增加，且在建工程投入力度较同行高，整体资产运营效率处于同业上市公司中下游水平。

表11 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2021年	2020年
应收账款（含合同资产）周转天数	131.01	109.44
存货周转天数	2.58	0.26
应付账款（含合同负债）周转天数	76.18	82.44
净营业周期	57.41	27.26
流动资产周转天数	257.83	230.78
固定资产周转天数	71.18	88.44
总资产周转天数	550.89	493.04

注：相关资产周转天数按账面价值计算。其中，应收账款（含合同资产）周转天数=360*（应收账款平均账面价值+合同资产平均账面价值）/营业收入。下同。

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

表12 近年公司与可比公司应收账款和流动资产周转天数比较（单位：天）

公司名称	2021年		2020年	
	应收账款及合同资产周转天数	流动资产周转天数	应收账款及合同资产周转天数	流动资产周转天数
玉禾田	101.13	224.77	78.47	184.62
福龙马	114.75	235.11	101.31	236.84
侨银股份	131.01	257.83	109.44	230.78

资料来源：各公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

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华兴会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“华兴所”）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告、经广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“司农

所）³审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告及未经审计的2022年一季报，报告均采用新会计准则编制。近两年及一期合并报表范围变化情况见下表，公司以新设立的项目公司参与运营，2021年公司项目继续增加。2021年公司合并范围子公司增加38家，减少7家，期末纳入公司合并范围的子公司合计117家。

2021年公司首次执行新租赁准则，公司将期初“固定资产”6,627.88万元调整至“使用权资产”、“预付款项”140.92万元调整至“使用权资产”、“长期待摊费用”502.63万元调整至“使用权资产”、“长期应付款”87.70万元调整至“租赁负债”；同时，“使用权资产”调增5,982.41万元导致“租赁负债”增加3,557.86万元、“一年内到期的非流动负债”增加2,424.54万元。因执行《企业会计准则解释第14号》（财会〔2021〕1号），公司将期初“固定资产”原值23,976.10万元调整至“无形资产”、“长期待摊费用”原值4,916.35万元调整至“无形资产”，同时冲回“长期待摊费用”摊销额739.79万元、“固定资产”折旧额9,288.92万元，并补计“无形资产”（累计摊销）3,964.21万元、“预计负债”4,283.18万元，上述事项导致“未分配利润”增加1,145.08万元、“少数股东权益”增加636.24万元。此外，自2021年5月1日起，公司将运输设备中洗扫类、清洁类、巡查类、高空作业类车辆的折旧年限由原来的6年变更为8年，增加了2021年度税前利润（减少折旧费）1,010.25万元。

表13 2020-2022年3月末公司合并范围子公司变化情况（单位：家）

项目	2022年3月	2021年	2020年
合并子公司家数	118	117	82
其中：当年增加家数	8	38	22
当年减少家数	2	7	2

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产持续增长，应收账款和合同资产快速增长，对资金形成较大占用，受限资产规模较大，整体流动性一般

2021年公司资产规模保持增长，期末达57.25亿元，同比增速为28.00%。从资产结构来看，公司非流动资产占比相对较高。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.12	5.42%	5.10	8.90%	6.73	15.05%
应收账款	8.86	15.36%	9.15	15.99%	4.99	11.15%

³ 由于原为公司提供审计服务的团队离开华兴所加入司农所，为保持2021年审计工作的一致性和连续性，公司聘请司农所为2021年度公司财务审计机构。

其他应收款	3.92	6.79%	3.91	6.84%	3.53	7.88%
合同资产	7.05	12.23%	5.47	9.56%	4.64	10.37%
流动资产合计	25.23	43.75%	25.72	44.93%	22.00	49.20%
固定资产	6.73	11.66%	6.22	10.86%	6.96	15.56%
无形资产	16.79	29.11%	16.83	29.40%	10.85	24.26%
其他非流动资产	2.94	5.09%	2.63	4.60%	2.58	5.76%
非流动资产合计	32.45	56.25%	31.52	55.07%	22.72	50.80%
资产总计	57.68	100.00%	57.25	100.00%	44.72	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

受回款周期、特许经营项目建设及税收优惠政策影响，截至2022年3月末公司货币资金余额为3.12亿元，较2021年同期减少1.73亿元，其中0.14亿元货币资金为保函保证金，使用受限。公司应收账款主要为应收城乡环卫保洁项目款，随着公司业务增长，同时受行业结算特点影响，2021年公司应收账款规模同比增幅达83.50%。公司客户及应收对象主要是政府单位，信用政策及结算周期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，应收账款已计提坏账准备0.55亿元。截至2022年3月末，2019-2021年末公司应收账款各期期末余额的回款比例分别为97.89%、87.66%及50.87%。其他应收款主要为履约保证金，2021年末账龄在1年以上的余额占比为72.54%。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，其规模随着公司业务扩张而持续增长，2021年末来自政府单位的项目款占比超98%。截至2021年末，公司应收账款及合同资产账面价值合计为14.62亿元，较2020年末增长51.92%，远高于同期收入增速17.77%。2021年末应收账款及合同资产账面价值占总资产的比重达25.54%，对公司资金形成较大占用。其他非流动资产主要为PPP项目和BOT项目的建设期投入，2021年末账面价值为2.63亿元，主要包括利辛县城乡环卫一体化工程项目（特许经营）采购项目（第一包）0.80亿元、习水县城乡生活垃圾一体化PPP项目0.77亿元、固始县城乡一体化生活垃圾综合治理PPP项目0.53亿元等。

公司固定资产主要由运输设备构成，受会计政策变更影响，2021年固定资产账面价值期初数调整至4.83亿元。随着公司运营项目数量增加，2021年固定资产采购额增长，截至2021年末，公司固定资产账面价值为6.22亿元，其中运输设备账面价值为5.77亿元。2021年无形资产依然为公司单一占比最大资产，期末账面价值为16.83亿元，较期初数增长26.14%。其中，特许权账面价值为15.41亿元，主要是李坑BOT项目（5.06亿元）、污水处理BOT项目（3.92亿元）、湘潭停车场项目（2.13亿元）和昆明官渡环卫一体化项目（1.08亿元）特许经营权，随着工程建设的开展，无形资产账面价值持续增长。

综合来看，随着公司业务规模的不断增长，2021年公司资产持续增长，应收账款及合同资产增速较快，期末占总资产的25.54%，对资金形成较大占用。2021年末公司受限资产规模达15.20亿元，占当期末总资产的26.55%，整体资产流动性一般。

表15 截至 2021 年末公司所有权或使用权受到限制的资产（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	0.15	为本公司履约保函提供质押保证
固定资产	0.07	为本公司借款提供抵押担保
无形资产	10.16	为本公司借款提供抵押担保
应收账款	3.87	为本公司借款提供质押担保
合同资产	0.75	为本公司借款提供质押担保
投资性房地产	0.20	为本公司借款提供抵押担保
合计	15.20	-

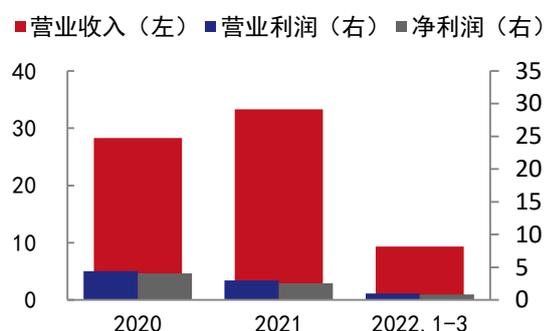
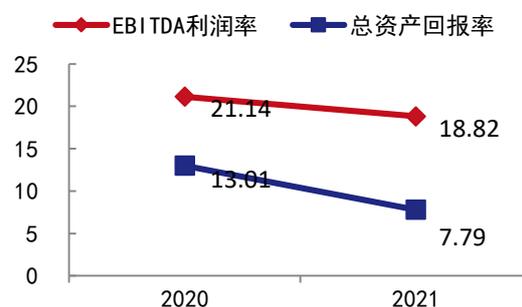
资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2021年公司收入保持较快增长，但公司费用管控水平仍需提高，减值损失对利润的侵蚀程度较大，削弱公司盈利水平

随着公司城乡环卫保洁项目运营数量增加，公司主营业务收入保持较快增长，2021年实现主营业务收入33.20元，同比增速为19.42%，其中城乡环卫保洁收入占营业收入的比重由2020年的96.28%上升至2021年的97.04%。2021年公司新签合同年化金额为14.18亿，较之2020年提升27.52%，在手订单充足且合同金额较大，为未来收入提供了保障。截至2022年3月末，公司在手订单合同金额520.61亿元，系2021年营业收入的15.63倍，在手合同数量190个。2021年公司毛利率较2020年变化不大；2022年1-3月，受益于公司推进重点项目精细化管理，销售毛利率较2021年提升2.05个百分点至26.24%。

费用方面，公司期间费用率由2020年的13.43%上升至2021年的15.44%，其中管理费用受公司运营项目增加，同时加强品牌建设、加快市场布局等而继续增长，财务费用随着可转债的发行而增加。随着未来公司继续拓宽产业链、深化环卫一体化产业链布局及全国项目的拓展，预计仍需扩充管理团队、拓展渠道等，且随着公司在建项目增加、融资规模增长，财务费用或继续增长，费用对利润仍可能产生一定影响。由于政府2020年出台的税收减免政策已于2021年3月31日结束，2021年公司其他收益同比大幅减少1.08亿元，加上当期计提的应收账款和合同资产减值准备规模较大，导致2021年公司营业利润下滑至3.01亿元，净利润下滑至2.53亿元。2021年公司EBITDA利润率和总资产回报率同比有所下滑，但与2019年EBITDA利润率17.95%、总资产回报率7.55%略有上升。

图 1 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 2 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

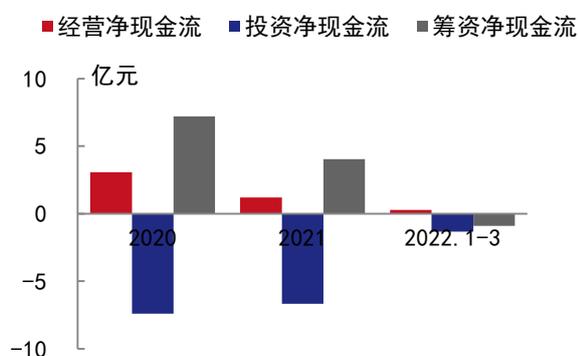
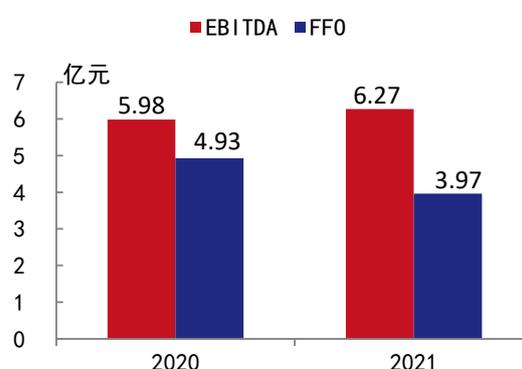
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金生成能力下滑，资本支出规模仍较大，面临较大的资金支出压力

2021 年公司业务回款水平下滑，销售商品、提供劳务收到的现金为 30.13 亿元，同比增长 7.94%，低于营业收入的同期增速 17.77%。同时因受人员薪酬提升及税收优惠政策取消等因素影响，经营活动现金净流入规模同比下滑 61.01% 至 1.19 亿元。投资活动方面，2021 年公司保持较大的投资力度，投资活动现金净流出 6.68 亿元，投资去向仍为项目建设、侨银大厦建设及设备采购等。筹资活动方面，2021 年公司偿还债务规模较大，支付的利息及现金股利增加，筹资活动净流入额同比下滑 44.08% 至 4.02 亿元，2022 年 1-3 月净流出 0.91 亿元。整体来看，2021 年公司经营活动现金生成能力下滑，随着特许经营项目建设周期的推进，资本支出规模仍较大，面临较大的资金支出压力。

2021 年公司毛利率同比表现较稳定，随着公司业务规模扩大，公司 EBITDA 规模同比增加 0.29 亿元；但受利息支出增加影响，同期 FFO 同比减少 0.96 亿元，现金生成规模下降。

图 3 公司现金流结构

图 4 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司资产负债率较高，总债务规模快速增长，存在较大的短期偿债压力

受益于经营积累，公司资本实力持续增强，2022年3月末公司所有者权益为20.07亿元，较2020年末增长17.71%，未分配利润是公司所有者权益的主要构成部分。2021年末公司负债总额同比增长37.08%至37.94亿元，2022年3月末小幅下滑至37.61亿元。受上述因素综合影响，公司产权比率有所波动，2022年3月末为187.45%，净资产对总负债的保障程度较弱。

图 5 公司资本结构

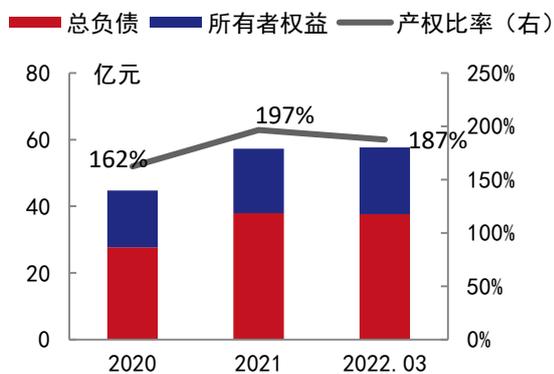
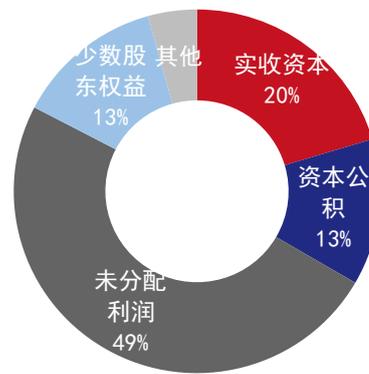


图 6 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主。随着业务规模增长，2022年3月末公司短期借款余额较2020年末增长44.71%。公司应付账款由应付设备款、应付工程款、应付材料款等构成，随着公司业务增长，2021年末应付账款规模增长。

2021年末公司长期借款余额同比增长27.41%，包括保证借款、质押借款及抵押借款，质押物主要为公司应收账款及合同资产（明细见表15），抵押物主要为项目投入成本。截至2021年末，长期借款年利率区间为4.98%-5.88%。应付债券为公司2020年发行的“侨银转债”，截至2022年3月末应付债券账面余额为4.18亿元。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.40	35.62%	13.97	36.81%	9.26	33.45%
应付账款	6.11	16.24%	6.14	16.18%	4.49	16.24%

一年内到期的非流动负债	0.43	1.15%	0.50	1.33%	0.54	1.94%
流动负债合计	23.36	62.10%	23.84	62.83%	17.16	61.99%
长期借款	8.27	21.99%	8.17	21.54%	6.41	23.18%
应付债券	4.18	11.13%	4.12	10.86%	3.86	13.96%
非流动负债合计	14.25	37.90%	14.10	37.17%	10.52	38.01%
负债合计	37.61	100.00%	37.94	100.00%	27.68	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

2021年末公司总债务同比增长36.01%至27.99亿元，但总债务占总负债的比重为74%。2022年3月末公司总债务较2021年末小幅下滑至27.55亿元，其中短期债务占比为51%。

图 7 公司债务占负债比重

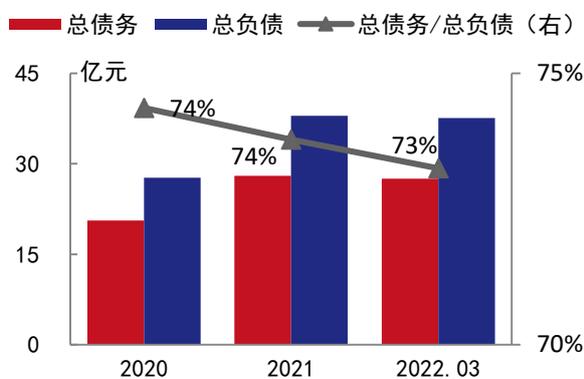
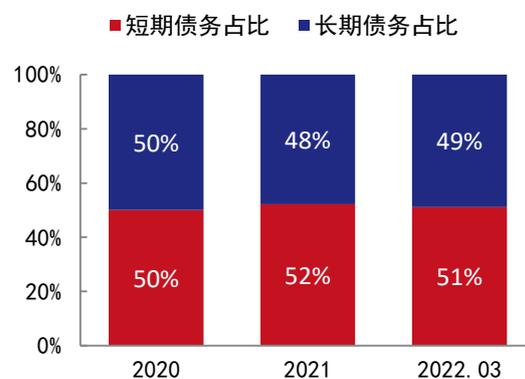


图 8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

随着公司负债规模增长，2021年末资产负债率同比上升4.39个百分点至66.28%。在公司利润规模和融资规模快速增长的综合影响下，2021年末净债务/EBITDA上升至3.82；公司利息支出随之攀升，EBITDA利息保障倍数下降至5.20，利息保障能力下降。2021年公司融资力度较大，且现金生成能力趋弱，经营性现金流对净债务的保障水平偏低，2021年FFO/净债务为16.57%，总债务/总资本上升至59.19%。目前公司在建的施工项目业务继续投入，预计还将大量利用外部融资渠道筹集资金，未来负债规模可能进一步增长，其财务安全性也将受到一定影响。

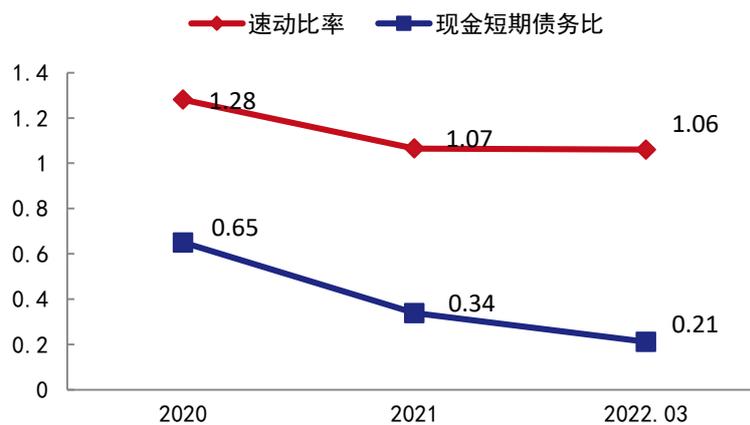
表17 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	65.21%	66.28%	61.89%
净债务/EBITDA	--	3.82	2.45
EBITDA 利息保障倍数	--	5.20	7.23
总债务/总资本	57.86%	59.19%	54.70%
FFO/净债务	--	16.57%	33.70%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

2021年公司中标合同总额为190.38亿，短期借款年末余额较2020年末增加4.24%，期末速动比率为1.07；受疫情影响，公司业务回款能力下滑、短期债务规模较2020年增加，2021年末现金短期债务比下滑至0.34。截至2021年末，公司获得的可用授信额度合计39.03亿元，剩余未使用授信额度为12.59亿元。截至2021年末，公司融资渠道包括银行借款、发行债券等，但公司资产中无形资产及受限资产占比较高，通过资产变现获取流动性资源的能力一般。

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

七、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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月7日），公司本部和子公司沧州侨银环保科技有限公司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，公司于2022年4月6日和2022年4月7日被纳入被执行人名单，执行标的分别为3.19万元和35.56万元。截至报告出具日，公司无被执行情况。

或有事项分析

公司存在一定的或有负债风险

截至2021年末，公司存在一笔对外担保，被担保方为广州侨环环保科技有限公司⁴（以下简称“广州侨环”）。广州侨环主要负责广州市市本级垃圾处理环卫一体化PPP项目，2021年该项目实现收入

⁴ 广州侨环为公司下属的合营企业，由公司和广州市环境卫生机械装备厂分别持有广州侨环 70%、30% 股权。

5,800万元。公司对广州侨环的担保金额为10,000万元，担保到期日为2025年12月29日。

八、抗风险能力分析

公司为全国性环卫服务企业，具备一定规模优势，并且在手订单充足，未来营业收入有望进一步扩大。随着未来公司继续拓宽产业链、深化环卫一体化产业链布局及全国项目的拓展，预计仍需扩充管理团队、拓展渠道等，且随着公司在建项目增加、融资规模增长，而环卫行业受财政政策影响较大，2021年公司回款速度有所放缓，整体运营效率下滑，公司将持续面临较大的债务压力，但基于公司在环卫服务行业的市场地位，环卫服务行业持续获得政策的大力支持，市场空间广阔，政府付费模式为公司业务回款提供一定保障且公司具备一定规模可用的授信额度，融资弹性强，抗风险能力仍较强。

九、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，能够为“侨银转债”偿付提供一定保障。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。

十、结论

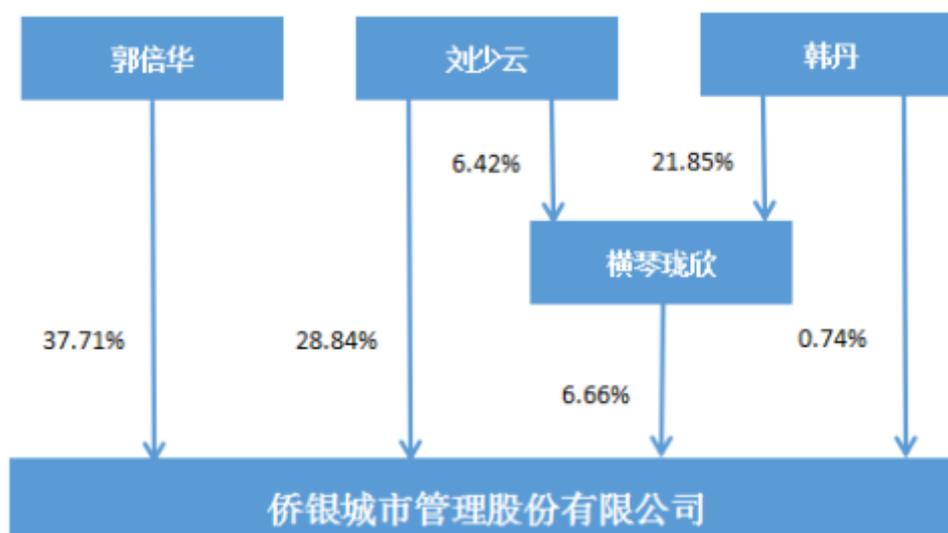
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AA-。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	3.12	5.10	6.73	3.94
应收票据及应收账款	8.86	9.15	4.99	7.58
应收账款	8.86	9.15	4.99	7.58
合同资产	7.05	5.47	4.64	0.00
流动资产合计	25.23	25.72	22.00	14.27
固定资产	6.73	6.22	6.96	6.94
无形资产	16.79	16.83	10.85	9.29
非流动资产合计	32.45	31.52	22.72	18.50
资产总计	57.68	57.25	44.72	32.77
短期借款	13.40	13.97	9.26	4.56
应付账款	6.11	6.14	4.49	5.35
应付票据	0.26	0.14	0.50	0.00
一年内到期的非流动负债	0.43	0.50	0.54	1.38
流动负债合计	23.36	23.84	17.16	13.76
长期借款	8.27	8.17	6.41	5.31
应付债券	4.18	4.12	3.86	0.00
长期应付款	0.68	0.68	0.01	0.66
非流动负债合计	14.25	14.10	10.52	6.37
负债合计	37.61	37.94	27.68	20.12
总债务	27.55	27.99	20.58	12.25
归属于母公司的所有者权益	17.44	16.67	14.47	10.56
营业收入	9.32	33.32	28.29	21.95
净利润	0.85	2.53	4.07	1.69
经营活动产生的现金流量净额	0.27	1.19	3.05	1.47
投资活动产生的现金流量净额	-1.33	-6.68	-7.41	-6.73
筹资活动产生的现金流量净额	-0.91	4.02	7.19	6.86
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	26.24%	24.19%	23.93%	18.45%
EBITDA 利润率	--	18.82%	21.14%	17.95%
总资产回报率	--	7.79%	13.01%	7.55%
产权比率	187.45%	196.54%	162.37%	159.13%
资产负债率	65.21%	66.28%	61.89%	61.41%
净债务/EBITDA	--	3.82	2.45	2.26
EBITDA 利息保障倍数	--	5.20	7.23	16.59
总债务/总资本	57.86%	59.19%	54.70%	49.21%
FFO/净债务	--	16.57%	33.70%	32.54%
速动比率	1.06	1.07	1.28	1.04
现金短期债务比	0.21	0.34	0.65	0.63

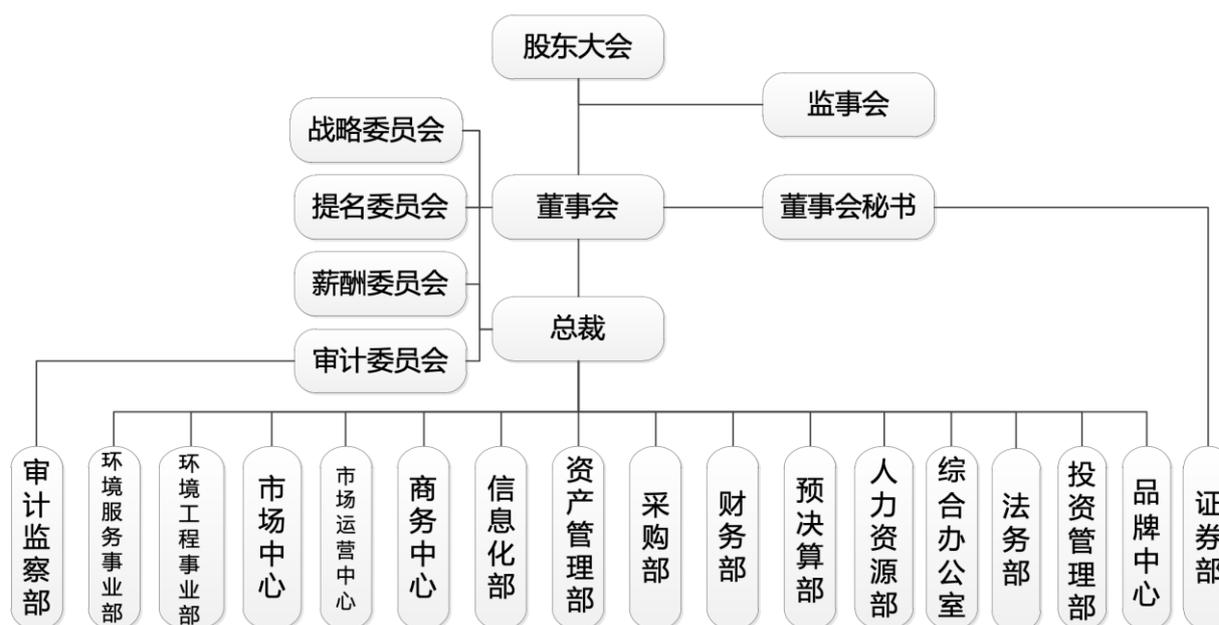
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
广州绿瀚环境治理有限公司	广州市	环保业	100.00%		非同一控制下企业合并
广州侨银环境投资有限公司	广州市	实业投资	100.00%		非同一控制下企业合并
广州银利环境服务有限公司	广州市	环保业		65.00%	非同一控制下企业合并
广州侨绿固废循环利用科技有限公司	广州市	环保业	64.00%		设立
淮北侨银环保技术有限公司	淮北市	环保业	100.00%		设立
德令哈侨银环保科技有限公司	德令哈市	环保业	100.00%		设立
青海侨银环保科技有限公司	西宁市	环保业	51.00%		设立
贵州侨银环保科技有限公司	贵阳市	环保业	100.00%		设立
大名县侨银环保科技有限公司	大名县	环保业	100.00%		设立
长沙侨兴环保科技有限公司	长沙市	环保业	51.00%		设立
霍邱侨银环保技术有限公司	霍邱县	环保业	100.00%		设立
肇庆侨银环保科技有限公司	肇庆市	环保业	100.00%		设立
云南侨银环保科技有限公司	昆明市	环保业	51.00%		设立
昆明侨腾环保科技有限公司	昆明市	环保业		80.00%	设立
昆明侨飞环保科技有限公司	昆明市	环保业		90.00%	设立
池州侨银环保科技有限公司	池州市	环保业	80.00%		设立
茂名市电白区侨银环保有限公司	茂名市	环保业	60.00%		设立
高州侨银环保科技有限公司	高州市	环保业	70.00%		设立
广州启明投资有限公司	广州市	实业投资	100.00%		设立
广州启明供应链有限公司	广州市	商业服务业		100.00%	设立
张家界侨盈环保科技有限公司	张家界市	环保业	100.00%		设立
韶关市侨盈环保科技有限公司	韶关市	环保业	51.00%		设立
习水侨盈环保科技有限公司	习水县	环保业	90.00%		设立
宜春侨银新富环保科技有限公司	宜春市	环保业	51.00%		设立
永丰侨银环保科技有限公司	永丰县	环保业	60.00%		设立
峡江侨银环保科技有限公司	峡江县	环保业	60.00%		设立
赣州侨银环保科技有限公司	赣州市	环保业	100.00%		设立
项城市侨银环保科技有限公司	项城市	环保业	100.00%		设立
固始县侨盈环保科技有限公司	固始县	环保业	80.00%		设立
安福侨银环保科技有限公司	安福县	环保业	90.00%		设立
衢州侨银环保科技有限公司	衢州市	环保业	100.00%		设立
兴安侨盈环保科技有限公司	兴安县	环保业	100.00%		设立
阜阳侨银环卫服务有限公司	阜阳市	环保业	100.00%		设立

靖安县侨兴环保科技有限公司	宜春市	环保业	100.00%	设立
玉山县侨银环保科技有限公司	上饶市	环保业	51.00%	设立
沧州侨银环保科技有限公司	沧州市	环保业	100.00%	设立
萍乡侨银环保科技有限公司	萍乡市	环保业	51.00%	设立
玉山县侨腾环保科技有限公司	上饶市	环保业	51.00%	设立
阜阳侨易环境管理有限公司	阜阳市	环保业	100.00%	设立
广州侨银正信环保科技有限公司	广州市	技术服务业	75.00%	设立
凭祥市琅科资源循环利用服务技术有限公司	凭祥市	技术服务业	100.00%	设立
姚安县侨投环保科技有限公司	姚安县	环保业	80.00%	设立
铅山县侨盈环保科技有限公司	上饶市	环保业	80.00%	设立
韶关市侨凯环保科技有限公司	韶关市	环保业	70.00%	设立
韶关市侨睿环保科技有限公司	韶关市	环保业	70.00%	设立
广州侨银绿保生态科技有限公司	广州市	环保业	56.00%	设立
禄丰侨信环保科技有限公司	禄丰县	环保业	100.00%	设立
上饶市广丰区侨阳环保科技有限公司	上饶市	环保业	51.00%	设立
定远侨银环保科技有限公司	定远县	环保业	100.00%	设立
淮安侨腾环保科技有限公司	淮安市	环保业	51.00%	设立
汕头市侨盈环保科技有限公司	汕头市	环保业	100.00%	设立
淮安侨凯环保科技有限公司	淮安市	环保业	100.00%	设立
广州腾达供应链有限公司	广州市	商业服务业	100.00%	设立
麻栗坡县侨飞环保科技有限公司	麻栗坡县	环保业	100.00%	设立
息烽侨银城乡市容管理有限公司	息烽县	环保业	95.00%	设立
旌德侨银环保科技有限责任公司	旌德县	环保业	65.00%	设立
新疆宝侨城市环境服务有限公司	乌鲁木齐	公共设施	65.00%	设立
嵩明侨银环保科技有限公司	嵩明县	环保业	51.00%	设立
廉江侨银环保科技有限公司	廉江市	环保业	72.00%	设立
江永县侨银环保科技有限公司	江永县	环保业	100.00%	设立
韶关市侨胜环保科技有限公司	韶关市	环保业	85.00%	设立
全州县侨盈环保科技有限公司	全州县	公共设施	100.00%	设立
安福侨睿生物科技有限公司	安福县	技术服务业	100.00%	设立
广州侨盈环保科技有限公司	广州市	技术服务业	100.00%	设立
广州侨飞环保科技有限公司	广州市	环保业	100.00%	设立
侨银再生资源（运城）有限公司	运城市	批发业	75.00%	设立
广州侨银生活服务有限公司	广州市	房地产业	100.00%	设立
大连侨银市容环境服务有限公司	大连市	环保业	100.00%	设立
广州增城侨鸿环保科技有限公司	广州市	公共设施	100.00%	设立
深圳侨银环保科技有限公司	深圳市	公共设施	100.00%	设立
韶关市侨飞环保科技有限公司	韶关市	环保业	60.00%	设立
太原侨银环保科技有限公司	太原市	环保业	100.00%	设立

沧州侨腾环保科技有限公司	沧州市	环保业	100.00%	设立
永丰侨凯环保科技有限公司	永丰县	环保业	100.00%	设立
保定侨盈环保科技有限公司	保定市	环保业	100.00%	设立
瑞安侨盈环保科技有限公司	瑞安市	环保业	100.00%	设立
蒙自侨银环保科技有限公司	蒙自市	公共设施	100.00%	设立
广州侨银停车场服务有限公司	广州市	公共设施	100.00%	设立
福州侨银环保科技有限公司	福州市	公共设施	100.00%	设立
新疆侨银三宝城市环境服务有限公司	乌鲁木齐	公共设施	100.00%	设立
河北侨银物业服务有限公司	石家庄市	房地产业	100.00%	设立
佛山市侨翔城乡市容管理有限公司	佛山市	公共设施	65.00%	设立
江门侨银城市环境管理有限公司	江门市	环保业	100.00%	设立
宿州侨盈环保科技有限公司	宿州市	环保业	51.00%	设立
湘潭市侨城慧通停车服务有限公司	湘潭市	其他服务业	70.00%	设立
都匀市侨晟城市管理有限公司	都匀市	公共设施	80.00%	设立
赣州市南康区侨睿城市管理有限责任公司	赣州市	公共设施	70.00%	设立
保山侨银环保科技有限公司	保山市	环保业	51.00%	设立
利辛侨盈城市管理有限公司	亳州市	公共设施	100.00%	设立
恩施州侨恒环保能源有限公司	利川市	环保业	85.00%	设立
苏州侨银环境管理有限公司	苏州市	环保业	100.00%	设立
大荔侨银城市管理有限公司	渭南市	其他服务业	100.00%	设立
福清侨腾环境卫生管理有限公司	福清市	环保业	100.00%	设立
西安侨飞环保科技有限公司	西安市	环保业	100.00%	设立
肇庆侨盈城市环境管理有限公司	肇庆市	公共设施	100.00%	设立
普洱侨银滇都市容服务有限公司	普洱市	公共设施	100.00%	设立
侨银建投城市服务（广东）有限责任公司	广州市	公共设施	51.00%	设立
呼和浩特侨银城市环境管理有限公司	呼和浩特市	环保业	100.00%	设立
济南侨银环保科技有限公司	济南市	环保业	100.00%	设立
广东侨银碳资源经营管理有限公司	佛山市	批发业	100.00%	设立
广东侨银乡村环境投资有限公司	佛山市	零售业	100.00%	设立
眉山侨银城市管理服务有限公司	眉山市	公共设施	60.00%	设立
济南侨银环境工程有限公司	济南市	环保业	95.00%	设立
北京侨银环保科技有限公司	北京市	环保业	100.00%	设立
雷州侨银环保科技有限公司	雷州市	环保业	75.00%	设立
烟台侨银环保科技有限公司	烟台市	环保业	100.00%	设立
弥勒侨银环保科技有限公司	弥勒市	环保业	51.00%	设立
海南侨银环保科技有限公司	陵水黎族自治县	环保业	51.00%	设立

庐江侨银环保科技有限责任公司	合肥市	环保业	100.00%	设立
南昌侨睿环保科技有限公司	南昌市	环保业	100.00%	设立
涟源侨银城市运营管理有限公司	娄底市	环保业	90.00%	设立
北京侨郡环境管理有限公司	北京市	环保业	51.00%	设立
昭通侨银环保科技有限公司	昭通市	环保业	51.00%	设立
重庆侨航城市管理服务有限公司	重庆市	公共设施	75.00%	设立
西安侨银环保工程有限公司	西安市	环保业	70.00%	设立
江门市侨盈城市环境管理有限公司	恩平市	环保业	100.00%	设立
海南侨银东方城市管理有限公司	海口市	公共设施	51.00%	设立

资料来源：公司 2021 年审计报告

附录五 2021 年公司合并报表范围变化情况

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
新疆侨银三宝城市环境服务有限公司	100.00%	公共设施	新设
佛山市侨翔城乡市容管理有限公司	65.00%	公共设施	新设
江门侨银城市环境管理有限公司	100.00%	环保业	新设
宿州侨盈环保科技有限公司	51.00%	环保业	新设
湘潭市侨城慧通停车服务有限公司	70.00%	其他服务业	新设
都匀市侨晟城市管理有限公司	80.00%	公共设施	新设
赣州市南康区侨睿城市管理有限责任公司	70.00%	公共设施	新设
保山侨银环保科技有限公司	51.00%	环保业	新设
利辛侨盈城市管理有限公司	100.00%	公共设施	新设
恩施州侨恒环保能源有限公司	85.00%	环保业	新设
苏州侨银环境管理有限公司	100.00%	环保业	新设
大荔侨银城市管理有限公司	100.00%	其他服务业	新设
福清侨腾环境卫生管理有限公司	100.00%	环保业	新设
西安侨飞环保科技有限公司	100.00%	环保业	新设
肇庆侨盈城市环境管理有限公司	100.00%	公共设施	新设
普洱侨银滇都市容服务有限公司	100.00%	公共设施	新设
侨银建投城市服务（广东）有限责任公司	51.00%	公共设施	新设
呼和浩特侨银城市环境管理有限公司	100.00%	环保业	新设
济南侨银环保科技有限公司	100.00%	环保业	新设
广东侨银碳资源经营管理有限公司	100.00%	批发业	新设
广东侨银乡村环境投资有限公司	100.00%	零售业	新设
眉山侨银城市管理服务有限公司	60.00%	公共设施	新设
济南侨银环境工程有限公司	95.00%	环保业	新设
北京侨银环保科技有限公司	100.00%	环保业	新设
雷州侨银环保科技有限公司	75.00%	环保业	新设
烟台侨银环保科技有限公司	100.00%	环保业	新设
弥勒侨银环保科技有限公司	51.00%	环保业	新设
海南侨银环保科技有限公司	51.00%	环保业	新设
庐江侨银环保科技有限公司	100.00%	环保业	新设
南昌侨睿环保科技有限公司	100.00%	环保业	新设
涟源侨银城市运营管理有限公司	90.00%	环保业	新设
北京侨郡环境管理有限公司	51.00%	环保业	新设
昭通侨银环保科技有限公司	51.00%	环保业	新设
重庆侨航城市管理服务有限公司	75.00%	公共设施	新设
西安侨银环保工程有限公司	70.00%	环保业	新设

江门市侨盈城市环境管理有限公司	100.00%	环保业	新设
海南侨银东方城市管理有限公司	51.00%	公共设施	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	不再纳入的原因
永丰侨凯环保科技有限公司	100.00%	环保业	注销
沧州侨腾环保科技有限公司	100.00%	环保业	注销
凭祥市琅科资源循环利用服务技术有限公司	100.00%	技术服务业	注销
瑞安侨盈环保科技有限公司	100.00%	环保业	注销
蒙自侨银环保科技有限公司	100.00%	公共设施	注销
广州侨银停车场服务有限公司	100.00%	公共设施	注销

资料来源：公司 2021 年审计报告

附录六 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
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债
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+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+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：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、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。