

江苏京源环保股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【800】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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

江苏京源环保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	A
评级展望	稳定	稳定
京源转债	A	A

评级观点

本次等级的评定是考虑到江苏京源环保股份有限公司（以下简称“京源环保”或“公司”，股票代码：688096.SH）具备一定核心技术优势，2024 年市场开拓取得较好成效，业绩有所提振，经营回款能力有所改善，当期公司新签订单规模较大，未来业务收入具有一定保障；项目运维、云计算等新业务有效丰富公司收入结构，贡献新的营收和利润增长点；同时中证鹏元也关注到，2024 年公司销售毛利率继续下滑，期间费用进一步增长，净利润持续亏损，客户集中于电力行业，客户集中度仍较高，应收账款对营运资金仍形成较大占用，短期债务偿付压力加大。

评级日期

2025 年 6 月 27 日

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	19.30	18.42	18.97	17.15
归母所有者权益	8.99	7.81	8.11	8.60
总债务	6.69	7.95	8.29	6.51
营业收入	0.76	4.76	3.96	5.14
净利润	0.02	-0.25	-0.29	0.53
经营活动现金流净额	1.09	0.04	-0.89	-0.73
净债务/EBITDA	--	13.02	13.03	2.61
EBITDA 利息保障倍数	--	1.62	1.43	6.36
总债务/总资本	42.64%	50.43%	50.54%	43.06%
FFO/净债务	--	1.78%	-0.65%	22.18%
EBITDA 利润率	--	11.65%	11.69%	21.17%
总资产回报率	--	0.33%	-0.34%	5.11%
速动比率	1.38	1.48	1.80	2.40
现金短期债务比	0.40	0.24	0.64	1.19
销售毛利率	27.41%	27.58%	34.11%	37.67%
资产负债率	53.36%	57.55%	57.22%	49.84%

注：2023 年公司 FFO/净债务为负系 FFO 为负所致。

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

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：高榕
gaor@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司具备一定核心技术优势，2024 年营收规模有所增长。**公司专注于工业水处理领域，重视关键核心技术的研发和积累，依托多项自研核心技术生产定制化产品，核心技术产品在细分领域具备一定竞争力。2024 年公司推进市场开拓，加大应收账款催收力度，全年营业收入同比增长 20.18%
- **2024 年公司核心客户质量仍较好，电力行业市场开拓与维护获得较好成效。**公司长期深耕电力行业，核心客户为华能集团、华电集团、国家能源集团等大型发电企业集团和地方能源集团，客户资源较优质，且与其保持长期合作关系，2024 年电力行业业务收入显著增长，新开拓客户亦主要集中在电力行业，全年新签电力行业订单 4.12 亿元，同比增长 14.12%。
- **公司积极布局人工智能、云计算业务，贡献新的营收和利润增长点。**2024 年，随着河钢邯钢老区退城整合项目浓盐水零排放项目完工，公司新增工业水处理运营收入。此外，人工智能及云计算领域战略布局取得一定成效，公司自主完成两款 AI 一体机研发，全年新签互联网行业订单 0.59 亿元，2025 年 5 月斩获一笔 3.65 亿元算力集群建设项目合同，为未来营收和利润增长提供支撑。

关注

- **2024 年公司经营亏损有所收窄，客户集中度仍较高，需关注非电行业业务拓展情况。**2024 年公司钢铁行业收入占比显著下降，客户转而向电力行业集中，当期电力行业收入占比高达 79.36%，客户集中度进一步提升。为应对持续加剧的市场竞争，维持业务规模，公司项目投标价格有所下降，智能系统集成中心产能利用率仍较低，毛利率进一步下滑，叠加持续增长的期间费用，公司利润受到侵蚀，2024 年净利润继续亏损 0.25 亿元。后续需关注电力行业需求变化对公司持续盈利能力的影响，同时需关注非电行业业务拓展情况。
- **业务回款周期仍较长，应收账款规模对营运资金形成较大占用。**公司与下游客户采取按进度分段收款的方式，项目收款结算周期一般为 1-3 年，同时，公司客户多为大中型国企，该类客户于结算后履行内部审批程序以及落实资金时间较长，回款存在滞后，随着催收力度加大，2024 年公司回款能力有所改善，FFO 和经营活动净现金流呈小幅净流入状态，但 2024 年末公司应收账款账面价值仍高达 6.44 亿元，应收账款周转天数达 481.09 天。
- **短期偿债压力有所加大。**随着部分债务到期偿付及项目建设推进，2024 年末公司账面现金类资产规模大幅下降，现金短期债务比下滑至 0.24，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为工业水处理设备提供商，长期深耕电力行业的同时持续向非电领域拓展，具备一定核心技术优势，定制化产品具有一定竞争力，新签订单规模较大，未来收入具有一定保障，且积极布局人工智能、云计算业务，经营风险和财务风险相对可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	久吾高科	中电环保	中建环能	公司
总资产	19.29	27.16	46.98	18.42
营业收入	5.33	8.37	15.37	4.76
净利润	0.53	0.76	0.94	-0.25
销售毛利率	40.96%	26.95%	30.48%	27.58%
资产负债率	35.42%	28.86%	45.70%	57.55%

注：以上各指标均为 2024 年数据。
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_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分等级	评分要素	评分等级
业务状况	宏观环境	初步财务状况	3/9
	行业&经营风险状况	杠杆状况	3/9
	行业风险状况	盈利状况	弱
	经营状况	流动性状况	5/7
业务状况评估结果	3/7	财务状况评估结果	7/9
调整因素	ESG 因素		0
	重大特殊事项		0
	补充调整		2
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
京源转债	3.325	2.00	2025-2-19	2028-8-5

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于智能超导磁混凝成套装备项目、补充流动资金及偿还银行借款。截至2024年末，京源转债募集资金专项账户余额为3,450.82万元。

二、 发行主体概况

2024年以来，公司名称、控股股东及实际控制人均无变化。由于本期债券部分转股，2025年3月31日，公司总股本增加至16,417.68万股，控股股东和实际控制人仍为李武林与和丽（系夫妻关系），合计持有公司18.69%股份，无股权质押情况，公司股权结构及实际控制关系见附录二。2024年8月，覃志刚接任曾小青独立董事职务，2024年10月，张津生接任季勐非独立董事兼副总经理职务，何成达接任余刚独立董事职务，其余董事、高管未发生变化。

跟踪期内，公司将人工智能和云计算业务作为战略转型方向之一，为此新设南通京源云计算科技有限公司（以下简称“京源云计算”）和京源云智能科技（上海）有限公司（以下简称“京源云智能”）。京源云计算为算力基础设施建设和AI模型开发提供底层技术支持，并承担系统集成、平台开发等技术服务；京源云智能着重于商业运营，专注于GPU大规模集成平台业务，负责市场拓展、运维订单获取及产业生态建设。

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

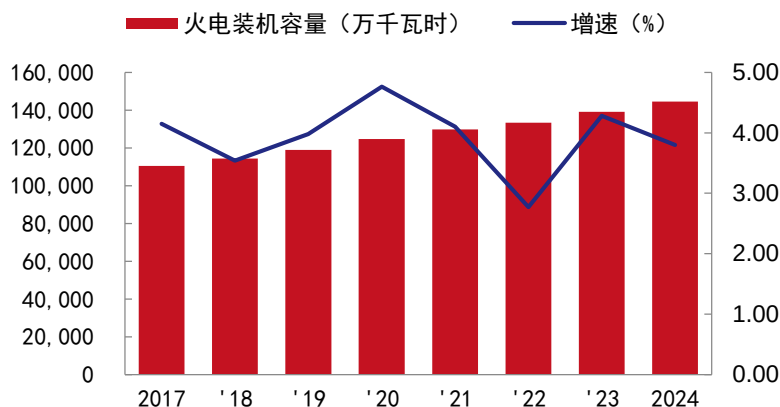
2024年，火电投资增加和煤炭价格下降为火电水处理市场需求提供有力支撑，钢铁、化工等非电行业投资规模较大且保持增长趋势，工业水处理行业发展前景向好

我国废水排放总量维持高位，水处理市场空间较大。由于我国经济规模持续增长，重工业快速发展，城市化建设持续推进，工业用水总量和工业废水排放总量仍维持较大规模，在环保力度不断趋严、污水排放标准日渐提高的背景下，工业污水处理行业市场空间仍较大。2024年我国工业用水总量为971.0亿立方米，基本与上年持平。2024年中国工业污水处理行业市场规模约为823.2亿元，根据中商产业研究院预测，2028年市场规模将增长至 1086.4 亿元。

相关政策的出台为工业水处理行业提供了良好的外部政策环境。2024年10月，财政部、国家税务总局、水利部印发《水资源税改革试点实施办法》，约定自 2024 年 12 月 1 日起全面实施。办法规定，工业用水前一年度用水效率达到国家用水定额先进值的纳税人，减征本年度 20% 水资源税，办法实施将激励企业提高用水效率，加大对工业水处理技术和设备的投入，以降低水资源消耗，从而推动工业水处理行业发展。

火电投资增加带动水处理增量市场，节水改造和零排放需求逐步显现，为火电水处理市场需求提供有力支撑。火电行业的水处理市场可以分为传统新增市场、改造市场及零排放市场三部分。在传统新增市场，根据国家能源局数据，2024年火电装机容量仍保持增长趋势，截至2024年末达14.44亿千瓦，增速为3.8%，占电力总装机容量的43.13%。在环保升级和改造市场，国家加强对煤炭污染的治理，且中央、地方加大优惠信贷金融的支持，老电厂水处理设备改造更新需求不容小视。在以“零排放”为核心的深度节水与废水综合治理市场，近年来国家出台了一系列针对火电行业深度节水和废水零排放的要求和指导，火力发电厂作为耗水大户在水资源约束与排放限制方面的压力陡然上升，加快落实深度节水和废水零排放已成为必然选择。此外，2024年以来煤炭价格显著下跌，一定程度上缓解了火电企业的成本压力，有望在 2025 年带动火电水处理市场需求的回升。

图1 2024 年我国火电装机容量仍保持增长趋势



资料来源：国家能源局数据，中证鹏元整理

随着环保要求不断提高，以及新增投资带动，钢铁、化工等非电行业水处理市场仍有增长空间。钢铁、化工、印染等重点行业水资源消耗和废水排放强度大是我国工业水处理领域面临的重要问题，近年钢铁企业不断加大环保投入，水的循环利用率得到提升，外排废水中的化学需氧量也不断下降，随着相关标准不断提高，节能环保设施有待进一步升级改造。随着环保排放标准不断提高，监管日益严格，化工行业面临的环保压力亦不断加大，行业水处理市场需求将持续释放。2024年，全国化学原料和化学制品制造业投资同比增长8.6%，黑色金属矿采选业投资同比增长6.9%，黑色金属冶炼及压延加工业投资同比增长1.8%，整体投资规模较大且保持增长趋势，有望带动工业水处理市场需求不断增长。

我国工业水处理行业参与主体众多，随着大量国资、央企通过组建环保公司或参与民营环保企业混改等方式布局环保领域，行业竞争进一步加剧，目前各细分领域存在明显的技术壁垒，行业集中度不高

我国工业水处理行业的企业数量较多，竞争较为激烈。工业水处理的应用领域宽泛，涉及产品种类众多，包含给水处理、废污水处理及零排放等众多水处理系统设备，大部分行业内企业由于技术储备或者自身专业定位的限制，均专注于其中某一项或者某几项系统设备，导致水处理市场参与主体较多，竞争较为激烈。目前大量国资、央企通过组建环保公司或参与民营环保企业混改等方式进军生态环境领域，环保行业已经进入产业集团化形态，向全国化、全产业链化的综合服务集团发展，工业水处理行业市场竞争进一步加剧。

我国工业水处理行业各细分领域存在明显的技术壁垒，同时，受环境保护公益性特征等因素影响，工业废水处理行业存在较强的地域性，因此市场集中度不高。水处理系统对企业生产经营影响重大，水处理系统出现质量问题或运行不稳定将给企业造成巨额损失，因此，客户对水处理系统的可靠性和稳定性要求较高，水处理企业竞争的关键因素体现为技术水平、工程质量和水平。部分企业逐渐在技术水平、工程质量和水平方面积累了一定优势，在若干细分市场上处于领先地位。随着国家环保执法力度的加强，在技术、质量和水平方面具有核心竞争力的企业未来有望进一步扩大市场份额，并成为市场的主导力量，行业集中度或有所提高。

四、 经营与竞争

公司仍专注于工业水处理领域，依托自身核心技术，从事环保水处理专用设备的设计、咨询、系统集成、销售以及工程承包等业务，2024年公司在巩固既有业务的基础上，进一步向智慧运维、人工智能和云计算等业务发展。随着业务结构的丰富以及市场拓展的持续推进，2024年公司实现营业收入4.76亿元，同比增长20.18%，其中工业废污水处理设备及系统、给水处理设备及系统合计收入规模同比有所增长，但占比有所下降，得益于算力租赁收入及运维收入的实现，公司其他收入规模大幅增长。毛利率方面，2024年为应对持续加剧的市场竞争，维持订单规模，公司投标价格有所下降，销售毛利率进一步下滑。

2025年一季度，公司实现营业收入0.76亿元，同比大幅增长50.85%，主要得益于运维服务收入和算力租赁收入的实现，同期，公司销售毛利率为27.41%，较2024年保持稳定。

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
工业废污水处理	28,496.54	59.86%	26.09%	30,998.87	78.25%	33.30%
给水处理	14,060.46	29.53%	27.55%	7,813.97	19.72%	37.64%
其他	5,052.12	10.61%	36.07%	802.91	2.03%	31.15%
合计	47,609.12	100.00%	27.58%	39,615.75	100.00%	34.11%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中正鹏元整理

公司具备一定核心技术优势，产品在细分领域仍具有一定竞争力。跟踪期内，京源转债募投项目建设进度不达预期，且公司智能系统集成中心效益不达预期，产能利用率较低，仍需关注后续产能利用情况；同时需关注公司自主研发的AI一体机实际业务运用和市场拓展情况

公司具备工业水处理领域一体化综合服务优势。公司专注于工业水处理领域，构建了完整的系统集成和技术服务综合能力，产品覆盖水处理过程的给水处理、废污水处理和零排放处理全部三个阶段，主要包括工业废污水处理设备及系统（用于废污水处理和零排放处理阶段）和给水处理设备及系统（用于给水处理阶段）。

公司具备一定核心技术优势，产品在细分领域具有一定竞争力。公司重视关键核心技术的研发和积累，已研发出工业废水电子絮凝处理技术、智能超导磁介质混凝沉淀技术、高难废水零排放技术和高难废水电催化氧化技术等四大主要核心技术。

2024年，公司持续推进研发投入以提升核心竞争力，全年研发投入金额合计0.28亿元，同比下降8.77%，占当期营业收入的5.92%。2024年，公司新增“模块化装备”、“水中新兴污染物（氟化物及其盐类）的去除技术及装置”两项核心技术，自主研发的磁混凝沉淀成套处理装备荣获中国环保机械行业协会“2024年度环保装备技术创新奖二等奖”。截至2024年末，公司共拥有核心技术24项，当年实现核心技术产品收入3.85亿元，占营业收入的比重高达82.07%。

此外，公司持续加大对智慧运维的投入与研发，把握AI算力需求爆发的市场机遇，提高公司水处理和后期运维的智能化水平。公司自主研发了两款AI一体机，其中“京源·太乙1号DPU存算一体机”通过集成存储与计算模块，能够为客户提供低成本的私有化智能数据中心解决方案，直接降低客户运营成本；“京源·慈航AI加药一体机”依托深度学习算法实现药剂精准投加与数据智能管理，为提升客户运维效率提供有力支持。两款AI一体机已开展试点，未来有望通过现有客户网络加速市场渗透，提升整体业务竞争力，但需关注后续技术应用和业务拓展情况。

自公司智能系统集成中心于2022年末正式启用后，公司生产模式逐渐由“非标设备定制采购、协作集成”方式逐渐向“核心部件自主生产及自主组装集成”方式转变，目前核心部件和组装集成均由公司自主进行，部分非核心设备仍通过协作集成方式生产，合作的协作集成供应商较多。产品供应能力得到提升，同时保障产品质量稳定性有所保障，但受行业景气周期、市场需求变化、竞争加剧等因素影响，公司订单量不及预期，2024年产能利用率仍较低，需关注后续产能利用情况。

公司业务模式仍以设备及系统集成业务（EP）、工程承包业务（EPC）为主。

我国工业水处理市场参与主体较多，竞争较为激烈，公司产品市场占有率仍较低。2024年公司持续加大市场开拓力度，投标价格有所下降，公司当期业务规模有效提振，但销售毛利率有所下滑，全年公司新签订单金额5.66亿元，实现水处理设备及系统销售收入4.26亿元，同比增长9.65%，产销率仍维持100%。由于公司产品均为根据客户实际需求设计生产的定制化产品，没有固化产品价格，且零星工程单价较低对整体均价影响较大，因此产品均价存在波动性，2024年公司工业废污水处理设备及系统和给水处理设备及系统均价皆有所提升。

表2 公司主要产品销售情况（单位：万元）

年份	产品	产量（套）	销量（套）	产销率	销售收入	平均单价
2024 年	工业废污水处理设备及系统	45	45	100.00%	28,496.54	633.26
	给水处理设备及系统	13	13	100.00%	14,060.46	1,081.57
	合计	58	58	100.00%	42,557.00	733.74
2023 年	工业废污水处理设备及系统	50	50	100.00%	30,998.87	619.98
	给水处理设备及系统	10	10	100.00%	7,813.97	781.40
	合计	60	60	100.00%	38,812.84	646.88

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司在建项目为本期债券募投项目智能超导磁混凝成套装备项目，2024年建设持续推进，考虑到行业环境、市场需求等不确定因素，公司拟将项目完工时间延期至2025年12月，需关注项目建设进度及完工后实际收益实现情况。

公司与核心客户建立长期合作关系，2024年电力行业收入及占比显著增长，钢铁行业收入有所收缩，需关注电力行业需求变化对公司业绩的影响，以及非电业务的拓展情况，公司仍存在一定垫资压力

公司客户集中在电力和钢铁行业，与核心客户保持长期合作关系，客户集中度仍较高。公司仍主要采取直销策略，通过招投标方式获取订单。近年公司持续深耕电力行业工业废水处理领域，同时向钢铁、化工等非电领域拓展，已拥有一定的品牌知名度，与华能集团、华电集团、国家能源集团、国家电投集团等大型发电企业集团和地方能源集团保持长期合作关系。2024年公司新签订单规模同比小幅下降，新开拓客户主要集中在电力行业，全年电力行业收入规模实现显著增长，营收占比提升至79.36%，但近年公司电力行业收入波动较大，仍需关注其需求变化对公司业绩的影响。受下游需求偏弱等因素影响，钢铁行业企业经营效益持续承压，导致客户回款周期延长，公司自2023年后主动收缩钢铁行业订单获取规模，直接致使2024年该板块收入大幅下滑。2024年公司前五大客户收入占比为57.86%，同比有所增长，客户集中度仍较高。同时，2024年公司在市政等其他行业新签订单规模同比大幅下降，需持续关注非电业务拓展情况。

表3 公司各行业营业收入占比情况（单位：亿元）

行业	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
电力	3.78	79.36%	1.65	41.56%
钢铁	0.26	5.51%	1.50	37.93%
煤矿、化工	0.13	2.76%	0.29	7.27%
互联网	0.13	2.74%	0.00	0.00%
其他	0.46	9.63%	0.52	13.24%
合计	4.76	100.00%	3.96	100.00%

注：2024 年互联网行业收入为算力服务器租赁收入

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 公司各行业新签订单情况（单位：亿元）

行业	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
电力	4.12	72.82%	3.61	59.54%
互联网	0.59	10.45%	0.00	0.00%
钢铁	0.14	2.50%	0.13	2.11%
煤矿、化工	0.16	2.84%	0.06	1.01%
其他	0.65	11.40%	2.27	37.34%
合计	5.66	100.00%	6.07	100.00%

注：2024 年互联网行业新签订单为算力服务器租赁订单。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售结算方面，公司对下游客户仍采取按进度分段收款的方式，签订合同时收取部分定金，设备或工程交付客户验收和调试或工程决算验收后分别收取一部分合同款，剩下的5%-10%余款作为质保金，质保期一般1-2年，项目执行中公司仍需支付履约保证金，叠加采购货款，公司仍存在一定的垫资压力。

公司营业成本主要由直接材料成本、安装施工费用及其他费用组成，2024年营业成本结构较为稳定，

直接材料成本占比较高。从采购对象看，公司供应商集中度不高，2024年前五大供应商采购占比14.39%，同比有所下降。2024年公司优化供应商支付条件，给予供应商的账期稍有延长。考虑到公司原材料的构成主要为钢材，原材料价格易受钢材价格波动的影响，存在一定的原材料价格波动风险。

公司新增运维收入，同时加大对人工智能、云计算等新兴业务的战略布局和投入，有效丰富了公司业务结构，为公司营业收入和利润带来新的增长点

公司自营项目河钢邯钢老区退城整合项目浓盐水零排放项目于2024年10月完工转入运营阶段，2024年实现运维收入1,658.36万元，根据协议中项目回报机制规定，保底水量测算合同金额为4.4亿元左右，运营期为6年，预计公司未来几年可稳定获得较大规模的运维收入。

2024年5月，公司投资成立京源云计算，将人工智能、云计算业务方向作为战略转型方向，推动环保技术与AI技术融合，提升公司业务竞争力。截至2024年末，公司互联网行业新签算力服务器租赁订单0.59亿元，2024年实现租赁收入1,303.20万元。此外，根据公司发布的《关于全资子公司签订日常经营重大合同的公告》：2025年5月，京源云计算签署了一份合同金额3.65亿元的算力集群建设项目承包合同，负责项目涉及的软硬件供货、安装、制作开发以及培训、运行维护等，预计2025年项目交付验收完成后可一次性确认收入约3.20亿元，后续服务期内，公司每年可确认一定规模的运维收入，该项目毛利率约9%~10%，为公司2025年收入提供支撑。目前该业务对单一客户依赖度较高，需关注后续业务拓展情况和实际收益实现情况。

五、 财务分析

财务分析基础说明

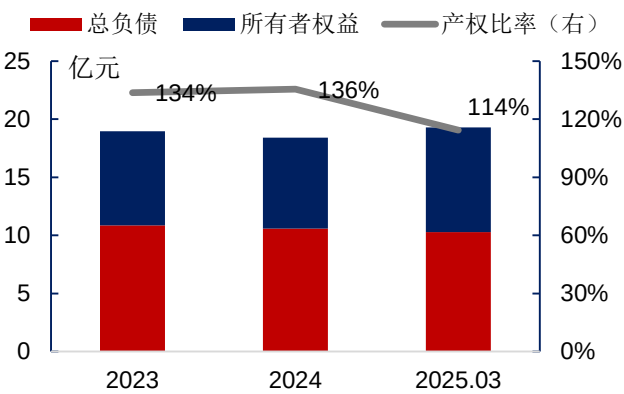
以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023审计报告和北京德皓国际会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

得益于主营业务市场拓展及业务结构丰富，2024 年公司营收规模有所增长，叠加应收账款催收力度加大，公司业务回款表现大幅改善，信用减值损失下降，公司净利润亏损有所收窄；随着京源转债转股，跟踪期内公司债务规模持续下降，但短期偿债指标进一步弱化

资本实力与资产质量

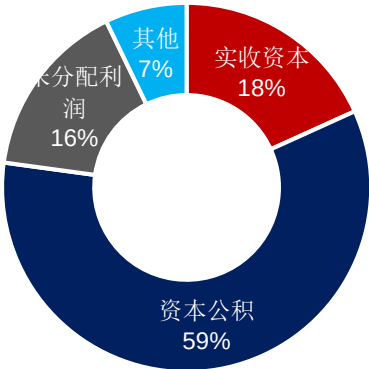
受经营亏损和股利派发影响，2024年公司所有者权益规模小幅下降，随着京源转债持续转股，2025年3月末公司所有者权益规模有所回升，总负债规模持续下降，综合影响下，公司产权比率波动下降，所有者权益对负债的保障程度有所提高。

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



注：上图资本公积已减去库存股
 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

跟踪期内，公司资产规模小幅波动。公司客户多为国有大中型企业，该类客户于结算后履行内部审批程序及落实资金时间较长，进而导致应收账款实际结算周期长于合同约定，应收账款规模较大，对公司营运资金形成较大占用。2024年，随着业绩改善，营收规模扩大，公司应收账款规模小幅增长。得益于公司加大催款力度，业务回款能力得到提升，应收账款账龄结构有所优化，当期应收账款坏账损失较上年大幅下降，后续仍需关注相关款项回收风险。

随着在建工程中京源转债募投项目部分厂区完工转固、河钢邯钢老区退城整合项目浓盐水零排放项目完工转固以及京源云计算购置GPU算力服务器，2024年公司固定资产规模大幅增长，在建工程规模随之下降。公司根据合同约定交付时间安排原材料采购、设备及系统集成、工程施工等环节，随着工程建设进度有序推进及产品交付节奏加快，公司基于生产计划统筹安排原材料提货及投入生产，2024年末公司预付款项和存货规模均有所下降。此外，随着部分债务到期偿付及项目建设推进，2024年末公司账面货币资金规模同比显著下降。

截至2024年末，公司因借款抵押等因素使用受限的资产账面价值合计2.20亿元，其中货币资金0.44亿元，投资性房地产0.03亿元，固定资产1.63亿元、无形资产0.10亿元，合计占总资产的11.94%。

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	1.52	7.88%	0.95	5.18%	1.80	9.47%
应收账款	6.58	34.10%	6.44	34.95%	6.29	33.14%
预付款项	0.57	2.97%	0.63	3.41%	1.25	6.59%
存货	1.74	9.04%	1.53	8.32%	1.83	9.67%
流动资产合计	11.48	59.45%	10.59	57.49%	12.68	66.85%
固定资产	6.45	33.43%	6.81	36.98%	3.06	16.15%
在建工程	0.26	1.33%	0.02	0.09%	2.10	11.08%

非流动资产合计	7.83	40.55%	7.83	42.51%	6.29	33.15%
资产总计	19.30	100.00%	18.42	100.00%	18.97	100.00%

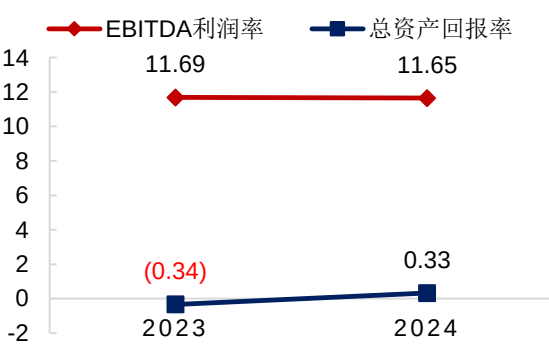
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年，因京源转债募投项目部分厂区、河钢邯钢老区退城整合项目浓盐水零排放项目完工转固，利息不再资本化且新增折旧费用导致公司财务费用和管理费用增加，公司期间费用规模进一步增长，对利润造成较大侵蚀。但得益于业务结构丰富及主营业务市场拓展，2024年公司营业收入显著增长，期间费用率下降5.72个百分点至32.57%，仍处于较高水平。同时，随着应收账款催收力度的加大，业务回款能力提升，公司信用减值损失同比大幅减少，2024年EBITDA同比小幅提升，净利润亏损0.25亿元，较上年亏损规模有所收窄，总资产回报率有所提升，EBITDA利润率基本与上年持平。

2025年一季度，公司实现营业收入0.76亿元，同比大幅增长50.85%，扭亏为盈，实现净利润0.02亿元，主要得益于运维服务收入和算力租赁收入的实现，以及公司继续加大催款力度，冲减信用减值准备。2024年，公司新增项目运营和云计算业务，为公司营业收入和利润带来新的增长点，根据相关合同约定，公司未来几年可稳定获得一定规模的运维收入和算力租赁收入，此外，如大额算力集群建设项目承包项目执行顺利，可为公司2025年收入提供支撑。

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

跟踪期内，随着部分债务到期偿还及京源转债转股，公司债务规模持续下降，截至2025年3月末，总债务中京源转债和银行借款占比较高，仍需关注京源转债后续转股情况。从债务期限结构来看，2025年3月末，公司短期债务规模较2023年末有所下降，但占总债务的比重有所提升，结合现金类资产的减少，公司仍面临一定短期债务偿付压力。

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	2.41	23.38%	2.82	26.60%	2.42	22.33%
应付票据	0.55	5.38%	0.28	2.61%	1.15	10.59%
应付账款	2.02	19.61%	2.05	19.31%	1.89	17.37%
合同负债	0.73	7.13%	0.00	0.03%	0.00	0.00%
一年内到期的非流动负债	0.63	6.12%	0.55	5.21%	0.13	1.24%
其他流动负债	0.39	3.77%	0.20	1.86%	0.19	1.77%
流动负债合计	7.04	68.37%	6.10	57.59%	6.04	55.63%
长期借款	1.03	10.04%	1.14	10.72%	1.59	14.65%
应付债券	2.07	20.07%	3.17	29.89%	2.99	27.56%
非流动负债合计	3.26	31.63%	4.50	42.41%	4.82	44.37%
负债合计	10.30	100.00%	10.60	100.00%	10.86	100.00%
总债务	6.69	64.98%	7.95	75.04%	8.29	76.39%
其中：短期债务	3.59	53.67%	3.65	45.88%	3.71	44.72%
长期债务	3.10	46.33%	4.31	54.12%	4.58	55.28%

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

2024年，得益于公司加大催款力度，优化供应商支付条件，公司业务回款表现大幅改善，经营活动现金流和FFO均由负转正。受项目建设投入、新业务固定资产（GPU算力服务器）购置等因素影响，公司投资活动现金流净流出规模显著增长。公司后续资本性支出需求较小，对外部融资依赖度不大。

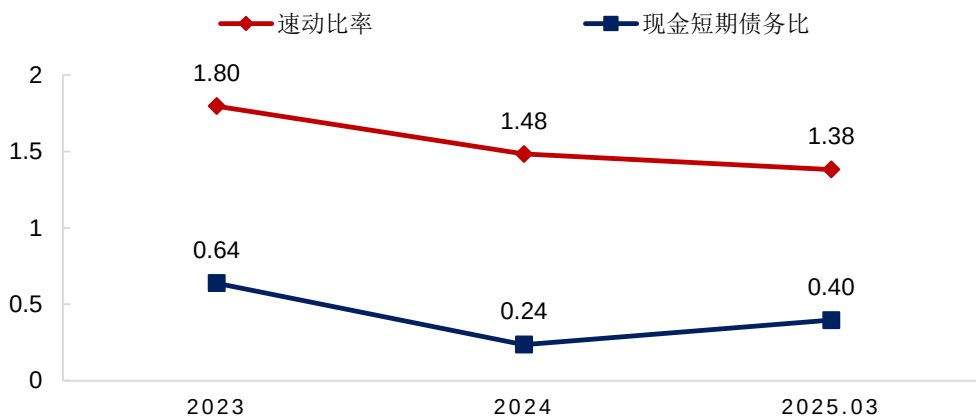
跟踪期，随着债务规模下降，公司整体杠杆水平有所下降。但账面现金类资产减少，速动比率和现金短期债务比均有下降，公司流动性状况有所弱化，面临的短期债务偿付压力有所加大。截至2024年末，公司未使用的银行授信额度为2.31亿元，可为公司提供一定流动性支持。

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）	1.09	0.04	-0.89
FFO（亿元）	--	0.13	-0.04
资产负债率	53.36%	57.55%	57.22%
净债务/EBITDA	--	13.02	13.03
EBITDA 利息保障倍数	--	1.62	1.43
总债务/总资本	42.64%	50.43%	50.54%
FFO/净债务	--	1.78%	-0.65%
经营活动现金流净额/净债务	20.61%	0.53%	-14.67%

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5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，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23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26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

跟踪期内，公司存在多起未决诉讼。根据2024年9月发布的《关于公司提起诉讼的公告》和《关于公司涉及诉讼的公告》，公司与陕西鼓风机（集团）有限公司（以下简称“陕鼓集团”）及其子公司天津陕鼓新能源开发有限公司（以下简称“陕鼓新能源”）就天津荣程联合钢铁集团有限公司工业废水处理回用零排放项目存在合同纠纷，公司主张项目已竣工验收并投入运营，陕鼓集团和陕鼓新能源需支付剩余确定范围项0.23亿元、预备费0.10亿元、增项工程款0.13亿元及利息费，合计金额0.47亿元；陕鼓集团主张该项目存在质量问题、不符合原设计要求等情况，公司需赔偿维修整改款、工期考核款和预期可得利益损失，合计金额0.56亿元。目前上述案件尚在一审中，公司已对陕鼓新能源的应收账款采用账龄组合计提坏账准备548.18万元，0.13亿元的增项工程款因尚未签订相关协议而未实现营收。

2024年11月，公司就与赛鼎工程有限公司（以下简称“赛鼎工程”）的建设工程合同纠纷提起诉讼，主张公司分包的榆神工业区分水工业园污水预处理厂项目工程已竣工验收，赛鼎工程需支付剩余工程款及利息0.19亿元，目前一审驳回公司诉讼请求，公司已向法院提起上诉。公司已对赛鼎工程的应收账款采用账龄组合计提坏账准备526.04万元。

公司未决诉讼涉及金额整体规模较大，如败诉，将对公司利润造成一定侵蚀，需持续关注后续进展及诉讼结果。

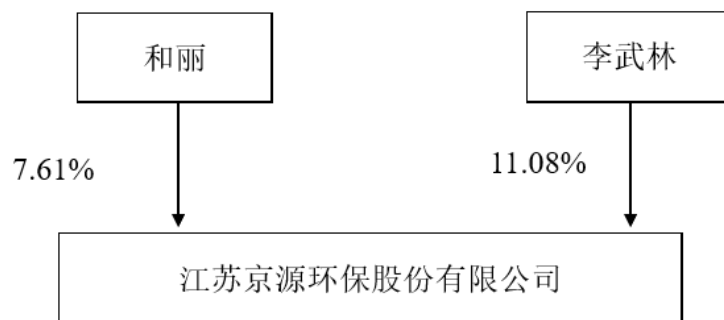
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	1.52	0.95	1.80	2.03
应收账款	6.58	6.44	6.29	6.01
存货	1.74	1.53	1.83	1.13
流动资产合计	11.48	10.59	12.68	12.91
固定资产	6.45	6.81	3.06	2.67
非流动资产合计	7.83	7.83	6.29	4.24
资产总计	19.30	18.42	18.97	17.15
短期借款	2.41	2.82	2.42	1.95
应付票据	0.55	0.28	1.15	1.16
应付账款	2.02	2.05	1.89	1.26
合同负债	0.73	0.00	0.00	0.01
一年内到期的非流动负债	0.63	0.55	0.13	0.07
其他流动负债	0.39	0.20	0.19	0.14
流动负债合计	7.04	6.10	6.04	4.91
长期借款	1.03	1.14	1.59	0.50
应付债券	2.07	3.17	2.99	2.82
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.26	4.50	4.82	3.64
负债合计	10.30	10.60	10.86	8.55
其中：短期债务	3.59	3.65	3.71	3.17
长期债务	3.10	4.31	4.58	3.34
所有者权益	9.00	7.82	8.12	8.60
营业收入	0.76	4.76	3.96	5.14
营业利润	0.04	-0.28	-0.38	0.58
净利润	0.02	-0.25	-0.29	0.53
经营活动产生的现金流量净额	1.09	0.04	-0.89	-0.73
投资活动产生的现金流量净额	-0.20	-1.48	-0.65	-2.36
筹资活动产生的现金流量净额	-0.38	0.57	1.33	3.45
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	0.55	0.46	1.09
FFO（亿元）	--	0.13	-0.04	0.63
净债务（亿元）	5.29	7.22	6.03	2.84
销售毛利率	27.41%	27.58%	34.11%	37.67%
EBITDA 利润率	--	11.65%	11.69%	21.17%
总资产回报率	--	0.33%	-0.34%	5.11%
资产负债率	53.36%	57.55%	57.22%	49.84%

净债务/EBITDA	--	13.02	13.03	2.61
EBITDA 利息保障倍数	--	1.62	1.43	6.36
总债务/总资本	42.64%	50.43%	50.54%	43.06%
FFO/净债务	--	1.78%	-0.65%	22.18%
经营活动现金流净额/净债务	20.61%	0.53%	-14.67%	-25.57%
速动比率	1.38	1.48	1.80	2.40
现金短期债务比	0.40	0.24	0.64	1.19

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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
江苏京源投资有限公司	10,000.0	100%	投资
南通京源节能科技有限公司	500.0	100%	供电
广东京源环保科技有限公司	5,000.0	100%	环境治理
邯郸京源环保智慧水务有限公司	6,000.0	100%	污水处理
南通京源新能源产业发展有限公司	2,000.0	100%	投资
南通锦润新能源有限公司	370.0	85%	光伏发电
海安汇仁新能源有限公司	250.8	85%	光伏发电
南通京源云计算科技有限公司	2,000.0	100%	互联网和相关服务
南通锦业新能源有限公司	100.0	100.0%	电力、热力生产和供应业
江苏京源智能装备有限公司	2,000.0	100.00%	仪器仪表制造
PT.IndonesiaJingyuanEnvironmentalTechnology	500.0	95%	工业机械和设备销售安装服务

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

附录四 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

附录五 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