

首创环境控股有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期） 跟踪评级报告（2021）

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：张雪飘 xpzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 25 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1269 号

首创环境控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“20 环境 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

评级观点：中诚信国际维持首创环境控股有限公司（以下简称“首创环境”或“公司”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持北京首都创业集团有限公司（以下简称“首创集团”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 环境 01”的债项信用等级为 **AAA**，上述债项级别考虑了首创集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了公司盈利水平持续增强、垃圾处理项目储备充足、海外业务市场地位较高和有利的偿债保障措施等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司面临较大的资金支出压力、债务规模增长较快和短期偿债压力较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

首创环境（合并口径）	2018	2019	2020
资产合计（亿元）	148.86	186.36	240.59
权益合计（亿元）	48.04	52.41	71.89
总负债（亿元）	100.82	133.95	168.70
总债务（亿元）	78.81	106.50	130.28
营业总收入（亿元）	46.48	59.38	76.47
年内溢利（亿元）	3.11	4.26	4.96
EBIT（亿元）	7.39	10.55	13.32
EBITDA（亿元）	10.21	14.30	17.86
经营活动所得现金净额（亿元）	-1.01	-7.07	1.25
营业毛利率（%）	25.86	26.40	25.30
总资产收益率（%）	5.57	6.29	6.24
资产负债率（%）	67.73	71.88	70.12
总资本化比率（%）	62.13	67.02	64.44
总债务/EBITDA（X）	7.72	7.45	7.29
EBITDA 利息倍数（X）	3.41	3.37	3.17

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告整理。

首创集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	3,273.41	3,584.83	4,091.28	4,169.54
所有者权益合计（亿元）	807.21	907.04	1,038.63	1,016.98
总债务（亿元）	1,567.26	1,705.03	1,844.30	--
营业总收入（亿元）	500.26	474.59	527.01	107.85
净利润（亿元）	45.00	51.47	39.29	1.18
EBITDA（亿元）	151.16	168.95	161.24	--
经营活动净现金流（亿元）	-23.74	61.10	146.77	49.29
资产负债率(%)	75.34	74.70	74.61	75.61

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理。

正面

■ **盈利水平持续增强。**2020 年，随着公司在建项目的投入及新开工项目的增加，公司特许经营权安排项下的施工服务收入实现快速增长；同时，随着垃圾焚烧发电项目投运增加，公司垃

同行业比较

2020 年部分环保企业主要指标对比表

公司名称	总资产（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
首创环境	240.59	70.12	76.47	4.96	1.25
瀚蓝环境	249.29	67.22	74.81	10.58	19.56
东江环保	104.24	48.45	33.15	3.33	9.74

注：“瀚蓝环境”为“瀚蓝环境股份有限公司”简称；“东江环保”为“东江环保股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

圾处理及售电收入亦实现持续增长，带动公司整体盈利水平持续提升。

■ **垃圾处理项目储备充足。**截至 2020 年末，公司在建垃圾处理项目处理能力共 7,317 吨/日，预计投产时间集中在 2021 年，公司垃圾处理储备项目较充足，未来垃圾处理规模有望持续提升。

■ **海外业务市场地位较高。**子公司新西兰公司占有新西兰全部废弃物处理领域近 42% 的市场份额，市场地位较高且业务规模稳定，是公司重要且稳定的盈利和现金流来源。

■ **有力的偿债保障措施。**首创集团为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，对本期债券还本付息起到了很强的保障作用。

关注

■ **面临较大的资金支出压力。**截至 2020 年末，公司在建垃圾处理项目未来尚需投资 22.64 亿元，拟建项目总投资 27.03 亿元，投资规模较大，公司未来面临较大的资金支出压力。

■ **债务规模增长较快，短期偿债压力加大。**2020 年以来公司债务规模增长较快，且债务集中在 2021 年到期，公司面临较大的短期偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为，首创环境控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司业务规模及区域竞争实力显著增强；业务盈利水平及获现情况显著提升；资本实力显著增强或得到重大外部支持等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司接受严厉环保行业监管处罚；展业区域市场竞争加剧，公司市场份额大幅降低；债务负担持续加重，难以平衡在建项目支出；经营性业务回款能力持续弱化，在建项目投产运营情况不佳，拖累业绩表现等。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额	债券余额	存续期	特殊条款
20 环境 01	AAA	AAA	2020/05/14	10 亿元	10 亿元	2020.05.29~2025.05.29 (3+2)	公司调整票面利率选择权、投资者回售选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

首创环境控股有限公司公开发行公司债券（债券简称：“20 环境 01”）募集资金规模为 10.00 亿元，扣除发行费用后，拟全部用于补充营运资金，偿还公司债务。截至 2020 年末，本期债券募集资金已按募集说明书中披露的用途提取完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现

上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或

将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

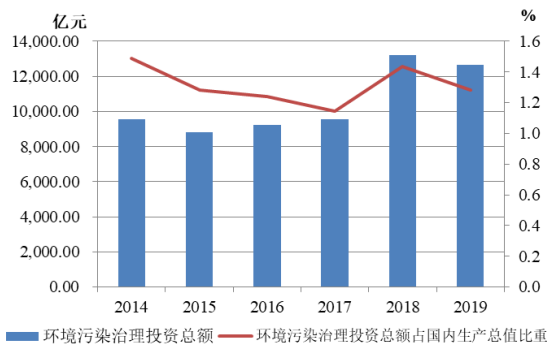
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

为遏制环境状况总体恶化的趋势，我国环保产业投资保持较大规模

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源环境约束的矛盾日益突出，环境保护面临越来越严峻的挑战。为了改善环境保护滞后于经济发展的局面，我国加大了环境保护工作力度，淘汰了一批高能耗、高污染的落后生产能力，加快了污染治理和城市环境基础设施建设。2019 年，我国环境污染治理投资为 12,651 亿元，占国内生产总值的比重为 1.28%。

图 1：2014 年~2019 年我国环境污染治理投资情况



资料来源：统计年鉴，中诚信国际整理

但当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题已经成为威胁人体健康、公共安

全和社会稳定的重要因素之一。2020 年 10 月 29 日，中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，将生态文明建设实现新进步列为“十四五”时期经济社会发展主要目标之一，要求加强推动绿色低碳发展，持续改善环境质量，提升生态系统质量和稳定性，全面提高资源利用效率。

根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，“十三五”期间全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资（包括无害化处理实施建设、收运转运体系建设、餐厨垃圾专项工程、存量整治工程、垃圾分类示范工程以及监管体系建设）约 2,518.4 亿元，其中无害化处理设施建设投资 1,699.3 亿元，收运转运体系建设投资 257.8 亿元。

围绕重点工程需求，我国将大力发展环保产业，推动以污水处理、垃圾处理、烟硫脱硝、土壤修复和环境监测为重点的装备制造业发展，推进烟气脱硫脱硝、城镇污水垃圾处理、危险废弃物处理处置等污染设施建设和运营的专业化、社会化、市场化进程。与此同时，我国将进一步完善环境经济政策，包括燃煤电厂烟气脱硫电价政策、排污收费制度等，以形成对环保产业的基础支撑。

总体来看，在经济增长的环境约束日趋强化的背景下，环境保护工作的重要性与日俱增。在环保产业投资高速成长的带动下，污水处理、固废处理等子行业将得到快速发展。

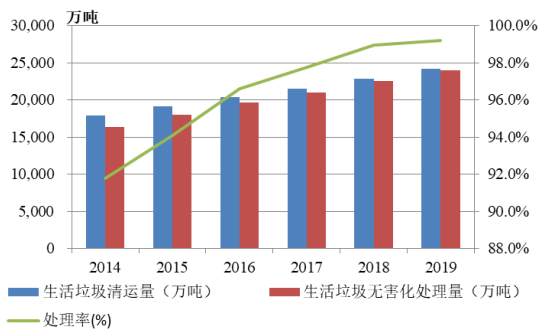
国家环保产业政策向好，推动固废处理行业快速发展；垃圾焚烧取代填埋成为主流趋势，工业固废综合利用有待提升

根据固体废物产生的源头和对环境的危害程度，通常可将固体废物分为生活垃圾、一般工业固体废物、危险废物等。根据《固体废物环境污染防治法》的规定，地方政府应当配套建设生活垃圾清扫、收集、储存、运输、处置设施，而产生工业固体废物的单位应当采取防治工业固体废物污染环

境的措施。

在垃圾处理量方面，“十三五”以来，在政府的大力推动下，各地加大对城镇生活垃圾无害化处理的资金投入，垃圾收运体系日趋完善，处理设施数量和能力快速增长，生活垃圾无害化处理率显著提高。2019年，我国生活垃圾无害化处理量为24,012.8万吨，无害化处理率为99.2%；与2014年相比，生活垃圾无害化处理量增长46.5%，年复合增长率为7.93%，无害化处理率上升7.41个百分点，无害化处理缺口由1,466.50万吨减少至193.40万吨，下降86.8%。

图2：2014年~2019年我国城市生活垃圾无害化处理情况



资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

从处理方式上看，常见的垃圾无害化处理方式有卫生填埋、焚烧和高温堆肥等，我国主要采取填埋和焚烧两大方式。2019年，焚烧取代填埋成为垃圾处置主流趋势。具体来看，填埋方式存在不利于垃圾的减量化、需要占用大量土地、渗滤液或造成污染扩大等各种弊端；与之相比，垃圾焚烧方式具有占地小、场地选择容易、处理时间短、减量化显著、无害化较彻底以及可回收垃圾焚烧余热等优点，长期来看拥有较大的成长空间。我国垃圾焚烧处理量从2014年的5,329.9万吨增长到2019年的12,174.2万吨，增幅为128.41%，年复合增长率达18.0%，增速远超同期垃圾处理总量的增速；同时焚烧垃圾处理占垃圾无害化处理总量的比重由2014年的32.5%快速增至2019年的50.7%，上升18.2个百分点。从增量方面来看，2019年，我国新增垃圾无害化处理厂92座，其中新增焚烧处理厂58座，占比为63.04%；生活垃圾无害化处理量较上年增长

1,447.4万吨，其中焚烧垃圾处理量增长1,989.3万吨，生活垃圾填埋量下降758.0万吨。近年来，垃圾焚烧处理方式凭借其环保优势，在固废处理市场中的占比不断增加。

除生活垃圾外，工业生产中还产生了大量的工业固体废物。2016~2019年，我国一般工业固体废物产生量逐年上升，由2016年的37.1亿吨上升为44.1亿吨，增长18.7%；综合利用量和处置量总体上升，2019年分别为23.2亿吨和11.0亿吨，综合利用率约为52.6%，整体看我国工业固体废物的综合利用率有待提升。

2018年3月，生态文明被历史性地写入宪法；当月国务院组建生态环境部，将原环境保护部的职责及其他六个部委的相关职责整合了起来，从国家顶层层面统筹推进绿色发展战略。2018年7月，国家发展改革委印发《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，针对污水处理收费政策、固体废物处理收费机制等做了具体阐述。2020年9月，新版《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》正式施行，明确了固体废物污染环境防治坚持减量化、资源化和无害化的原则，强化了政府及其有关部门监督管理责任；完善了工业固体废物、生活垃圾、建筑垃圾、农业固体废物、危险废物等污染防治制度，对固体废物产生、收集、贮存、运输、利用、处置全过程提出了更高的防治要求。

总体来看，我国政府对环境保护和垃圾处理领域的重视程度日益加深，近期出台了一系列政策措施以加强环卫监管并促进环保产业发展，这为提升行业需求和规范行业内企业运行提供了良好的政策环境，有益于环保产业的稳定和长足发展。

垃圾分类政策及危废监管政策密集出台创造新的市场机会，固废处理企业积极延伸产业链布局，主要进军方向包括前端环卫服务及细分危废处理领域，行业整合加剧

近年来，我国固废处理类企业在逐步推进横向整合的同时，亦在根据政策及市场需求变化，延伸

上下游产业链业务。2019年以来，国内垃圾分类政策密集实施，作为固废处理产业链前端的环卫服务成为固废处理类企业进军的主要方向之一，未来发展空间较大。危险废物处置是固废领域的一支重要细分，在固废监管政策压力增大，资本快速涌入的背景下，亦取得了较快发展，但仍有广阔的成长空间。

2018年12月，国务院印发实行《“无废城市”建设试点工作方案》，在全国范围内选择10个“无废城市”建设试点。2019年6月，住建部等9部门联合发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，要求自2019年起全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作，明确到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖；到2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。2019年10月，住建部发布了《关于建立健全农村生活垃圾收集、转运和处置体系的指导意见》，进一步建立健全了农村生活垃圾收运处置体系，推动农村环境卫生改善。2016年以来，我国环卫服务市场进入高速发展阶段，城镇市容环境卫生建设投资额由2015年的472.00亿元增至2019年的684.41亿元。

随着全国垃圾分类政策的不断加码，垃圾前端清扫分类服务环节快速发展，并带动了整个环卫服务产业链需求和服务质量的提升，环卫一体化进程加速。近年来，多家环保企业通过收并购等方式积极拓展产业链上下游布局，以期成为全产业链综合服务商。

危险废物处置是固废领域的一支重要细分，近期国家相继出台相关政策加强危险废物处置管理。2019年10月，生态环境部印发《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》，推动地方持续提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力建设。2020年11月，生态环境部公布《国家危险废物名录（2021年版）》，自2021年1月1日起施行。

次月，生态环境部发布《一般工业固体废物贮存和填埋污染控制标准》、《危险废物焚烧污染控制标准》和《医疗废物处理处置污染控制标准》，进一步规范固体废物处置标准。整体来看，我国危险废物管理体系日趋完善，危险废物处置能力明显提高；截至2019年末，全国危险废物集中利用处置能力超1.1亿吨/年。

以前由于监管的缺失、处理成本偏高，危废倾倒和漏报现象较普遍，行业需求得不到释放；且由于危废行业细分子行业较多，区域运输难度较大，因而市场参与者较多，行业高度分散，核心竞争企业较少，但随着强监管的实施，对高质量危废处置产能的需求将会提升，落后产能将加速淘汰，技术齐全、经营优异的龙头企业则会脱颖而出，行业整合加剧。

在金融去杠杆、流动性紧缩背景下，部分民营企业通过引入国企股东和项目合作方式走向国有化，国有资本通过资金和项目优势有望改善行业整体融资能力和经营状况，推动行业集中度进一步提高

在融资方面，我国垃圾处理行业具有典型的资本密集型特征，对资金依赖程度很高，存在前期投入较大、回报期较长等特点，对投资主体的资本实力、融资能力和资金平衡能力要求较高。前几年PPP模式的兴起带动订单规模迅速扩大，工程类业务量占比提高，需要企业大量垫资且现金回流缓慢，企业需通过不断再融资来实现规模持续扩张。对于民营企业而言，其本身面临信用资质和资金实力较弱问题，再叠加经济增速下行、金融去杠杆、PPP项目规范清理、大股东股权质押等基本面因素影响，项目实施进度普遍放缓，盈利能力减弱，融资和再融资难度均明显加大，部分公司资金链断裂。

在项目方面，我国垃圾处理项目主要由政府付费，对项目质量和稳定性要求较高，因而国有企业获取项目的能力相对较强。其中，部分地区成立当地的国有垃圾处理企业负责区域内项目的投资运营，并在此基础上进行外埠业务的经营扩张，如上

海环境、重庆三峰环境和瀚蓝环境等；长三角、珠三角等东部人口密集、财政实力较强地区的垃圾处理项目主要由国有大型企业竞得；民营企业持有的项目则多位于三、四线城市以及欠发达地区。

国有企业凭借其政府背景和经营稳定性，融资渠道较为畅通和多元，且政府能够给予一定支持，抗风险能力相对较强。在融资能力和项目获取能力均较弱的背景下，一些经营或资金平衡出现一定困难的民营企业选择引入国有股东或与国企进行合作，以渡过难关并实现可持续发展。同时，具有较高市场地位、较强资金实力或政府及国企背景的收购方，以项目为导向，以增加运营规模和市场占有率为主要目的，通过在全国范围大量收购同业企业扩大自身规模。2018年以来，国有企业加速对民营环保企业的接盘，目标主要为面临资金困境的上市公司，截至目前，已有多家涉及固废处理的上市民企引入国资或与国资方进行项目合作，国资背景有助于企业实现融资增信并在一定程度上改善债务结构、降低融资成本，缓解流动性紧张问题。

中诚信国际认为，我国固废处理行业处于快速增长阶段，经济的持续发展和相关政策的出台将进一步推动行业需求的增长。在金融去杠杆、流动性紧缩背景下，部分民营企业通过引入国企股东和项目合作方式走向国有化，国有资本通过资金和项目优势有望改善行业整体融资能力和经营状况。垃圾分类政策及危废监管政策密集出台创造新的市场机会，固废处理企业通过并购等方式积极延伸产业链布局，未来市场空间广阔。

随着在建项目投入及新开工项目增加，2020年公司施工服务收入实现大幅增长，充足的项目储备为未来带来一定资本支出压力；随着垃圾焚烧发电项目

投运增加，2020年公司垃圾焚烧发电量和售电收入均实现大幅增长

垃圾处理项目建设

公司国内垃圾处理业务主要包括垃圾前端的清扫、收运，后端垃圾填埋处理和焚烧处理等，此外还涉及餐厨垃圾厌氧处理等。

在垃圾处理工程建设方面，公司在建和拟建的垃圾处理项目模式主要以 BOT 和 PPP 模式为主。在 BOT 模式下，地方政府作为项目发起人向社会招标，公司中标后设立项目公司与地方政府签订特许经营协议，获得生活垃圾处置项目的投资、建设和运营权；在 PPP 模式下，地方政府作为项目发起人向社会招标，公司中标后与地方政府指定企业签署合资合作协议，共同投资、建设、经营生活垃圾处置项目。在特许经营期内，项目公司的收入包括建设期的建造收入、运营期的运营收入和特许经营权金融资产的利息收入。

公司垃圾处理 BOT 和 PPP 项目建设资本金比例一般为 30%，全部通过自有资金出资，其余融资部分匹配项目贷款。截至 2020 年末，公司在建垃圾处理项目共 11 个，总投资规模 41.51 亿元，未来尚需投资 22.64 亿元，投资压力较 2019 年末有所下降；在建垃圾处理能力共计 7,317 吨/日，以垃圾焚烧发电项目为主，预计投产时间集中在 2021 年，届时公司投入运营项目数量和处理能力将进一步增长。

公司采用完工百分比法确认 BOT 及 PPP 项目建设期收入，2020 年公司特许经营权安排项下的施工服务收入为 36.06 亿元，随着公司在建项目的投入及新开工项目的增加，2020 年公司施工服务收入水平较上年实现大幅增长。

表 1：截至 2020 年末公司在建垃圾处理项目情况

项目名称	项目模式	业务类型	处理能力 (吨/日)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	预计投产时间	特许经营权期限
杞县焚烧	PPP	焚烧发电	600	3.05	1.41	2021 年 9 月	30 年
杞县生物质	PPP	生物质发电	800	2.62	1.5	2021 年 9 月	30 年
鲁山焚烧	BOT	焚烧发电	600	6.00	2.42	2021 年 6 月	30 年

鲁山生物质	BOO	生物质发电	800	2.84	1.97	2021年6月	30年
遂川焚烧	BOT	焚烧发电	600	2.68	1.80	2021年6月	27年
玉田焚烧	BOT	焚烧发电	600	3.64	3.28	2021年6月	30年
深州焚烧	PPP	焚烧发电	800	3.93	1.99	2021年6月	30年
都昌焚烧	BOT	焚烧发电	800	4.42	0.8	2021年8月	26年
农安焚烧	BOT	焚烧发电	800	4.50	0.35	2022年7月	30年
永济焚烧	BOT	焚烧发电	600	3.60	3.15	2021年6月	30年
吴忠危废	--	危废处理	317	4.23	0.20	2021年9月	--
合计	--	--	7,317	41.51	18.87	--	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年末，公司拟建项目总投资合计 27.03 亿元，全部系垃圾焚烧发电项目，设计总处理能力 4,000 吨/日。上述在建及拟建项目一方面为公司日后固废处理运营业务规模和收入的提升奠定

了良好的基础，另一方面也加大了公司未来的投资支出压力，中诚信国际将持续关注公司在建及拟建项目的资金平衡情况。

表 2：截至 2020 年末公司拟建垃圾处理项目情况

项目名称	项目模式	业务类型	处理能力(吨/日)	合同签订时间	总投资(亿元)	建设期(月)	特许经营权期限
吉首焚烧	PPP	焚烧发电	1,000	2019年10月	5.87	14	30年
唐河焚烧	PPP	焚烧发电	800	2019年4月	4.15	12	30年
普洱焚烧	PPP	焚烧发电	400	2019年11月	4.41	12	30年
南乐焚烧	PPP	焚烧发电	600	2019年12月	3.53	15	30年
南昌焚烧(二期)	BOT	焚烧发电	1,200	2020年8月	9.07	15	30年
合计	--	--	4,000	--	27.03	--	--

资料来源：公司提供

垃圾处理项目运营

公司主要以 BOT 模式进行垃圾处理项目运营。公司进行特定区域的垃圾清扫，并对垃圾桶、垃圾池等处垃圾统一收集，运送至中转站集中压缩后，再运送至垃圾填埋场或垃圾焚烧发电厂进行处置。

在前端垃圾清扫和收运方面，公司清扫和收运项目大部分与项目所在区域政府主管部门签订特许经营协议。截至 2020 年末，公司已经在河南、江西、河北等省开展实施了 18 个清扫和收运项目，清扫面积近 715.10 万平方米，垃圾收运量 3,167.5 吨/

日。

在后端垃圾处理方面，公司目前运营的垃圾处理项目主要包括垃圾焚烧发电项目、生活垃圾填埋项目以及餐厨垃圾处理项目。公司与地方政府签署的特许经营协议中一般设定了垃圾保底供应量，在保证最低供应量的基础上，地方政府按照公司实际处理量支付垃圾处理服务费。截至 2020 年末，公司已投入运营的垃圾处理项目日均实际处理能力为 14,448 吨/日，较 2019 年末增加 3,404 吨/日。

表 3：截至 2020 年末公司部分已投入运营垃圾处理项目情况

项目名称	项目模式	项目类型	处理能力 (吨/日)	特许经营期限
江西省南昌泉岭生活垃圾焚烧发电项目	BOT	垃圾焚烧发电	1,200	2013.07~2040.07
广东省深圳市平湖垃圾发电厂一期项目	BOT	垃圾焚烧发电	900	2005.01~2030.12
贵州省都匀市生活垃圾焚烧发电项目	BOT	垃圾焚烧发电	600	2017.09~2047.09
江西省高安市垃圾焚烧发电项目	BOO	垃圾焚烧发电	600	2018.11~2048.11
惠州市区垃圾焚烧发电项目（迁建）	BOT	垃圾焚烧发电	1,600	2017.06~2047.06
睢县生活垃圾焚烧发电项目	BOT	垃圾焚烧发电	600	2020.07~2050.07
江西省瑞金市生活垃圾焚烧发电项目	BOT	垃圾焚烧发电	400	2017.11~2047.11
西华县秸秆和生活垃圾焚烧发电项目及西华县城乡生活垃圾一体化焚烧项目	BOT	垃圾焚烧发电	600	2020.06~2050.06
贵州省都匀市生活垃圾填埋场项目	TOT+BOT	生活垃圾填埋	300	2012.06~2041.06
贵州省瓮安县生活垃圾填埋场项目	BOT	生活垃圾填埋	150	2011.10~2041.10
广东省英德市老虎岩生活垃圾无害化填埋场	BOT	生活垃圾填埋	600	2015.01~2040.12
江西省上饶市生活垃圾卫生填埋项目	BOT	生活垃圾填埋	755	2006.09~2029.09
辽宁省葫芦岛市生活垃圾治理工程	BOT	生活垃圾填埋	420	2018.02~2038.01
任丘市美环第二生活垃圾处理厂 PPP 项目	PPP	生活垃圾填埋	1,897	老厂：2019.11~2029.11 新厂：2021.03~2040.03
河南省南阳市淅川、西峡、内乡三县生活垃圾一体化项目	BOT	收运填埋一体化	724	2015.12~2045.12
江西省石城县城乡垃圾一体化综合处理项目（清扫保洁、填埋）	BOT	收运填埋一体化	504	2017.10~2047.10
江西省广昌县城乡生活垃圾处理设施一体化建设项目	PPP	收运填埋一体化	320	2018.04~2048.03
晋中市餐厨废弃物处理项目	PPP	餐厨垃圾处理	60	2016.08~2046.08
扬州餐厨废弃物处置项目	BOT	餐厨垃圾处理	200	2013.11~2041.11
杭州市萧山区餐厨垃圾处理项目	BOT	餐厨垃圾处理	400	2015.07~2045.07
宁波市世行贷款厨余垃圾处理厂 PPP 项目	PPP	餐厨垃圾处理	400	2018.08~2048.08
北京市延庆区小张家口垃圾综合处理工程 PPP 项目	PPP	好氧堆肥	359	2018.02~2048.02

资料来源：公司提供

公司垃圾焚烧发电项目可获得两部分收入，一部分为垃圾处理费，由地方政府相关部门或特许经营机关支付，垃圾处理费收入为垃圾处理单价乘以相应处理量，按月度结算；另一部分为上网电价，由电

网公司支付，发电收入为上网电量乘以每度电价格，按月度结算。截至 2020 年末，公司共运营 8 个垃圾焚烧发电项目，装机容量共计 131.5 兆瓦，较 2019 年末增加 71.5 兆瓦，装机容量大幅提升。

表 4：截至 2020 年末公司垃圾焚烧发电项目情况

项目名称	所在地区	投资金额 (亿元)	装机容量 (兆瓦)	上网电价 (元/度)	并网时间
江西省南昌泉岭生活垃圾焚烧发电厂	南昌市	5.90	24.0	0.65	2015.01
广东省深圳市平湖垃圾发电厂一期项目	深圳市	3.40	12.0	0.51	2005.10
贵州省都匀市生活垃圾焚烧发电项目	都匀市	3.96	12.0	0.65	2018.03
江西省高安市垃圾焚烧发电项目	高安市	2.67	12.0	0.65	2018.07
惠州市区垃圾焚烧发电项目（迁建）	惠州市	9.00	40.0	0.553	2019.07
睢县生活垃圾焚烧发电项目	商丘市	3.00	12.0	0.64	2019.08
江西省瑞金市生活垃圾焚烧发电项目	瑞金市	3.60	7.5	0.65	2019.12
西华县秸秆和生活垃圾焚烧发电项目	周口市	3.00	12.0	0.65	2020.03
合计	--	34.53	131.5	--	--

资料来源：公司提供

随着公司垃圾焚烧发电项目投运规模的增加，2020 年公司发电量、上网电量以及售电收入实现大幅增长。2020 年，公司垃圾焚烧发电项目机组利用

小时数有所下降，主要系西华县秸秆和生活垃圾焚烧发电项目投运时间较短，机组利用小时数不足 2,700 小时，拉低了 2020 年公司垃圾焚烧发电项目

的平均机组利用小时数。

表 5：近年来公司垃圾焚烧发电项目运营指标

	2018	2019	2020
发电量（亿千瓦时）	2.95	3.89	8.09
上网电量（亿千瓦时）	2.40	3.16	6.84
机组利用小时（小时数）	4,917	7,811	7,053
售电收入（亿元）	1.30	1.78	3.27
平均上网电价（元/千瓦时）	0.54	0.63	0.62

资料来源：公司提供

此外，在技术优势方面，公司在固废处理业务上拥有从前端分类、收集运输、储存、综合利用到终端处置完善的产业链，具有焚烧发电、厌氧处理、卫生填埋、危废处置四大处理工艺，可以为地方政府提供一揽子环境改善方案和服务。公司拥有全资技术平台北京首创环境科技有限公司，通过自主研发、引进创新、联合开发等方式，在厌氧处理、危废处置、非正规填埋场治理、智慧电厂等方面的技术研究和创新工作持续推进，拥有业内领先的多项细分领域的专业技术。截至 2020 年末，公司共拥有授权专利达 63 项。

海外生活垃圾处置方面，新西兰公司在当地拥有较高的市场地位和稳定的市场占有率，跟踪期内疫情影响导致营业收入和利润水平小幅下滑

海外市场方面，公司海外业务由并表子公司新西兰公司负责经营，截至 2020 年末，公司持有新西兰公司 51% 的股权。新西兰公司业务涵盖废弃物收运、中转与分选、填埋处理、建筑废弃物、沼气发电、废液处理、环卫特种车辆设计与维护等全产业链，是新西兰仅有的 2 家业务贯穿整个产业链、实现上下游协同效应的大型废弃物处理服务商，占有新西兰全部废弃物处理领域近 42% 的市场份额。

垃圾收集方面，新西兰公司拥有 33 处垃圾转运站，70 个运营站点，近 900 辆专业化垃圾清运车。垃圾收集分为居民生活垃圾收集和工商业垃圾收集。居民生活垃圾收集方面，新西兰公司与地方议会签订服务合约，合约期一般为 5~15 年；在地方议会不提供垃圾收集服务的地区，新西兰公司直接和私人客户签订服务合约。服务费按照合同约定由

议会或私人客户支付。工商业垃圾收集方面，新西兰公司与工商业及建筑客户签订合同，提供定期或临时废物收集服务，合约期一般为 1~5 年。

垃圾处置方面，新西兰公司拥有 5 座垃圾填埋场，提供固废处理和处置服务。固废处置方面，新西兰公司将废物运送至垃圾转运站，进行垃圾分类以及可回收利用材料的回收和加工，然后将剩余的废物收集并运输至垃圾填埋场，此固废处理和处置服务产生的收入包括地方议会和工商业用于支付的服务费以及废物回收加工产生的纸、塑料和玻璃的销售收入。对于液体及危险废物，新西兰公司与各类客户签订合约，将客户产生的医疗、工业等液体和危险废物运输至处理厂进行专门处理，最后运送至填埋场填埋或作为废水处理。

2020 年，新西兰公司垃圾收集量 136.6 万吨，垃圾填埋量 144.3 万吨，轮胎等回收总量 8.7 万吨，废油回收 12,577 千升。截至 2020 年末，新西兰公司总资产 64.01 亿元，总负债 39.51 亿元；2020 年新西兰公司实现营业总收入 22.60 亿元，实现净利润 1.44 亿元，经营活动净现金流为 6.20 亿元。2020 年，受疫情期间产废量减少的影响，新西兰公司营业收入和净利润水平小幅下滑，经营活动现金流呈持续净流入状态，为公司提供稳定的盈利和现金流来源。

表 6：近年来新西兰公司营业收入构成（亿元）

收入	2018	2019	2020
垃圾收集服务	14.89	15.21	15.01
垃圾填埋服务	4.69	4.94	4.38
循环再造	1.06	1.08	0.75
技术服务	2.36	2.44	2.44
其他	0.11	0.04	0.01
合计	23.10	23.71	22.60

注：合计数与加总数不一致主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

跟踪期内公司电器拆解量有所下滑，拆解补贴到位情况仍较差，对公司资金形成一定占用

公司电器拆解业务的运营主体为子公司安徽首创环境和苏北再生利用公司。截至 2020 年末，公司电子废弃物年资质拆解能力达 450 万台/年，2020

年公司电器拆解量为 285 万台，拆解量较上年下降 9.24%。

收入确认方面，公司每月按照实际拆解量向业务所在地的省环保厅上报并申请补贴，同时确认相关收入，省环保厅每季度对公司实际拆解量进行审计，如与公司上报量存在差异，则进行追溯调整。公司拆解后的再生资源对外销售，并在出售当期确认营业收入。2020 年，公司确认电器拆解收入 4.45 亿元，较上年变化不大。收入回款方面，目前政府对于电子废弃物拆解补贴的到位情况较差，截至 2020 年末，公司应收政府的电子废弃物拆解补贴为 6.40 亿元，账龄约为 3 年，预计在未来 3~4 年左右收回，对公司资金形成一定占用。

财务分析

以下分析基于公司提供的经安永会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年财务报告，公司各期财务报表按香港财务报告准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

服务经营权安排项下的施工及营运服务收入的增加带动 2020 年公司整体收入增长；2020 年，公司期间费用率继续下降，经营性业务盈利水平保持快速增长

随着公司垃圾处理项目量的持续增加，2020 年公司服务经营权安排项下的施工服务和营运服务收入持续增长，带动公司营业总收入实现提升。毛利率方面，受益于公司在建项目稳步推进，建造能力加强，公司服务经营权安排项下的施工服务毛利率在 2020 年继续提升。随着试运营项目占比的下降，2020 年服务经营权安排项下的营运服务毛利率有所回升。2020 年电器拆解、垃圾收集服务及垃圾填埋业务毛利率均出现下滑，使得公司营业毛利率水平出现小幅下降。

表 7：近年来公司营业收入及毛利率情况(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
服务经营权安排项下的施工服务	16.32	23.18	36.06

服务经营权安排项下的营运服务	2.3	4.52	7.24
特许经营权金融资产的实际利息收入	1.28	1.85	2.75
电器拆解	2.84	4.42	4.45
垃圾收集服务	14.89	15.21	15.01
垃圾填埋服务	4.69	4.94	4.38
循环再造	1.06	1.08	0.75
技术服务	2.36	2.44	2.44
其他	0.74	1.74	3.38
营业总收入	46.48	59.38	76.47
毛利率	2018	2019	2020
服务经营权安排项下的施工服务	10.74	15.78	16.14
服务经营权安排项下的营运服务	36.03	26.15	34.73
特许经营权金融资产的实际利息收入	100.00	100.00	100.00
电器拆解	28.51	28.93	26.16
垃圾收集服务	32.66	32.48	28.86
垃圾填埋服务	30.51	30.24	26.72
循环再造	8.61	6.17	6.79
技术服务	38.99	39.42	38.22
其他	5.16	13.91	3.97
营业毛利率	25.86	26.40	25.30

注：合计数与加总数不一致主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用主要由行政开支和融资成本构成。随着公司经营规模的不断扩大和债务规模的持续增加，2020 年公司行政开支和融资成本继续增长。公司期间费用合计不断上升，但由于营业收入规模增长较快，2020 年公司期间费用率继续下降。

公司年内溢利随主业拓展而逐年增长，其主要由经营性业务利润构成，2020 年公司经营性业务利润随营业收入的增加实现快速增长，应占合营和联营企业溢利则呈小幅下滑，但对公司利润贡献较低。

公司 EBITDA 主要由年内溢利、利息支出和折旧构成。2020 年，公司年内溢利和利息支出的增加拉动了 EBITDA 的增长。2020 年，由于营业收入和资产规模增速较快，公司 EBITDA 利润率和总资产收益率呈小幅下降态势。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%)

	2018	2019	2020
期间费用合计	9.05	11.04	12.67
期间费用率	19.46	18.59	16.57
经营性业务利润	3.90	5.88	7.44

应占合营和联营企业溢利	0.52	0.46	0.33
年内溢利	3.11	4.26	4.96
EBIT	7.39	10.55	13.32
EBITDA	10.21	14.30	17.86
EBITDA 利润率	21.97	24.09	23.28
总资产收益率	5.57	6.29	6.24

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

跟踪期内公司总资产随业务规模增加而大幅增长，由于发行优先股及保留溢利的积累，公司权益规模增幅较大；总债务增长较快，且短期债务占比大幅上升，财务杠杆有所下降但仍处于较高水平

资产方面，2020年随着公司垃圾处理设施的不断投建和业务规模的增长，公司总资产规模持续提升，公司资产中非流动资产占比较大，2020年末公司非流动资产占比为74.83%。公司流动资产主要由现金及现金等价物和贸易应收款构成。公司现金及现金等价物主要为现金及银行结余，2020年末余额增加较大，主要系当年发行10亿元公司债和新增银行贷款资金流入所致。公司贸易应收款主要系公司应收的就处理若干废弃电器电子产品而获得的政府补助和服务经营权安排提供服务的应收款，2020年末已有所减少。公司非流动资产主要由物业、厂房及设备、商誉、其他无形资产和合约资产构成。公司物业、厂房及设备主要系厂房及机器、垃圾运输车辆和新西兰公司拥有的垃圾填埋场等资产，随公司业务扩展小幅增长。商誉主要系收购新西兰公司产生的商誉，2020年末商誉小幅增长系收购国内环保项目公司产生。其他无形资产主要系服务经营权安排、授权及特许权、商号及商标等，跟踪期内随着新增投运垃圾处理服务项目而实现增长。合约资产主要系公司在投资建设的垃圾处理建设服务项目，随着公司在建项目的推进完工，2020年末合约资产小幅减少，根据香港财务报告准则第15号，上述项目建设完成时将立即转拨至特许经营权金融资产或其他无形资产。

负债方面，公司负债主要由贸易应付款、计息银行及其他借款、应付票据和应付债券构成。2020年末，公司流动负债占比大幅增加，截至2020年

末，公司流动负债占比为50.51%。2020年末，公司贸易应付款随业务规模的扩大而大幅增长。计息银行及其他借款主要为公司借入的银行贷款以及融资租赁和资管产品，2020年末，计息银行及其他借款（短期）快速增加，计息银行及其他借款（长期）有所减少。公司应付票据系公司于2018年发行的3亿美元绿色债券，年利率为5.625%，将于2021年9月到期，临到期重分类至短期应付票据。

公司所有者权益主要由已发行股本、其他权益工具、储备和非控股权益构成，2020年末公司权益的增长主要来自于发行优先股以及保留溢利的积累。跟踪期内公司已发行股本未发生变化。其他权益工具系公司于2020年12月发行的优先股。储备主要系股份溢价和保留溢利的积累，近年来呈逐年增长趋势，主要来自于保留溢利的逐年积累。非控股权益为公司的少数股东权益。

债务方面，2020年末公司债务规模继续快速增长；同时，公司短期债务占比快速上升，债务结构有待优化。2020年末，随着权益规模的扩大，公司资产负债率和总资本化比率小幅下滑，但公司财务杠杆水平仍较高。

表 9：近年来公司主要资产、负债及权益相关指标情况
(亿元、%)

	2018	2019	2020
总资产	148.86	186.36	240.59
现金及现金等价物	24.04	15.40	27.62
贸易应收款	8.54	13.02	15.00
物业、厂房及设备	20.08	22.73	26.04
商誉	20.50	20.86	21.17
其他无形资产	20.87	27.02	32.76
合约资产	21.33	34.21	32.30
特许经营权金融资产	18.35	22.30	52.61
总负债	100.82	133.95	168.70
贸易应付款	7.86	11.08	18.53
计息银行及其他借款（短期）	13.33	12.22	38.60
应付票据（短期）	0.00	0.00	19.50
计息银行及其他借款（长期）	45.02	61.09	48.57
应付票据（长期）	20.47	20.80	0.00
公司债券	0.00	0.00	9.96
权益合计	48.04	52.41	71.89
已发行股本	11.88	11.88	11.88

其他权益工具	0.00	0.00	13.17
储备	21.74	24.34	31.17
非控股权益	14.42	16.19	15.66
总债务	78.81	106.50	130.28
短期债务/总债务	16.91	12.01	45.10
资产负债率	67.73	71.88	70.12
总资本化比率	62.13	67.02	64.44

注：本表中的贸易应收款、合约资产、特许经营权金融资产均包含其计入公司流动资产和非流动资产的相应金额。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

公司 2020 年的经营获现情况有所改善，投资活动持续存在资金缺口，公司通过外部融资来平衡资金支出；公司短期债务规模快速增长，面临较大的短期偿债压力

2020 年，公司经营活动现金回款情况好转。公司特许经营权安排下的固废项目建设投入一部分认定为无形资产，一部分认定为金融资产，其中，与无形资产认定相关的现金支出体现在投资活动现金流出中，与金融资产认定相关的现金支出体现在经营活动现金流出中。2020 年，由于贸易应付款的增加，经营活动净现金由负转正。因在建固废项目的较大投入，2020 年公司投资活动现金流呈持续净流出。公司近年通过筹资来平衡经营和投资活动现金支出，公司筹资活动现金流入包括发行债券、优先股和借款所收到的现金，由于发行优先股和公司债，2020 年筹资活动净现金流入规模大增。

到期债务方面（不包含租赁负债），公司 2021 年~2024 年以后到期债务金额分别为 58.10 亿元、11.06 亿元、20.49 亿元和 27.02 亿元，公司到期债务集中在 2021 年，面临较大的短期债务偿还压力。公司 EBITDA 逐年增长，但总债务规模增速较快，2020 年公司 EBITDA 对总债务的覆盖能力小幅提升，但对利息支出的覆盖水平减弱。公司经营活动净现金流规模较小，无法覆盖债务本息。2020 年末，公司短期债务规模快速增长，货币资金无法对短期债务进行覆盖。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	-1.01	-7.07	1.25

投资活动净现金流	-12.75	-10.43	-19.78
筹资活动净现金流	28.91	9.42	29.89
总债务/EBITDA	7.72	7.45	7.29
EBITDA 利息保障系数	3.41	3.37	3.17
经营活动净现金流/总债务	-0.01	-0.07	0.01
经营活动净现金流利息保障系数	-0.34	-1.66	0.23
货币资金/短期债务	1.80	1.20	0.47

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

公司具有一定备用流动性；公司无对外担保，受限资产规模尚可，历史债务履约情况良好

截至 2020 年末，公司共获得银行授信总额 146.04 亿元，其中未使用额度 29.21 亿元，具有一定的备用流动性。

截至 2020 年末，公司无对外担保。

截至 2020 年末，公司受限资产为 29.64 亿元，占当期末总资产的 12.32%，主要为质押的项目收费权。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至 2020 年 12 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

首创集团实力雄厚，可在项目资源、资金、政策等方面给予公司有力支持

截至 2020 年末，首创香港和首创华星分别持有公司 45.11% 和 21.80% 股份，首创集团是公司实际控制人。首创集团是北京市国资委所属的国有大型企业，经过多年的发展，首创集团已经构建水务环保、房地产、基础设施、金融和文创四加一业务布局，立足北京，布局全国，进军海外，拥有 4 家上市公司和 1 家新三板挂牌企业，享有较高的品牌知名度和影响力。首创集团实力雄厚，可在项目资源、资金、政策等方面给予公司有力支持。同时，首创集团旗下证券、担保、基金、期货等金融板块企业为公司提供了多元化的金融支持和全方

位的金融服务。

偿债保障措施

“20 环境 01”本息的到期兑付由首创集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

首创集团是北京市国资委下属的大型投资控股企业，定位清晰，主要承担着对授权范围内的国有资产进行经营管理的职责，且已形成水务环保、房地产、基础设施、金融和文创的四加一业务布局。其中水务环保板块下北京首创生态环保集团股份有限公司作为首创集团公用事业类业务的运营主体，在水务领域扩张速度较快，已形成了全国性布局，供水和污水处理业务处于全国领先地位。基础设施方面，首创集团负责京通快速路、地铁四号线等基础设施的投资建设和运营，均产生了重大的经济和社会效益。房地产方面，首创置业综合实力居于国内地产行业前列，具有较高的知名度和品牌影响力。金融方面，首创集团涉足证券、担保及创新金融多个领域，其中担保业务得到了北京市政府的大力支持。整体来看，首创集团具备极强的竞争实力和抗风险能力。

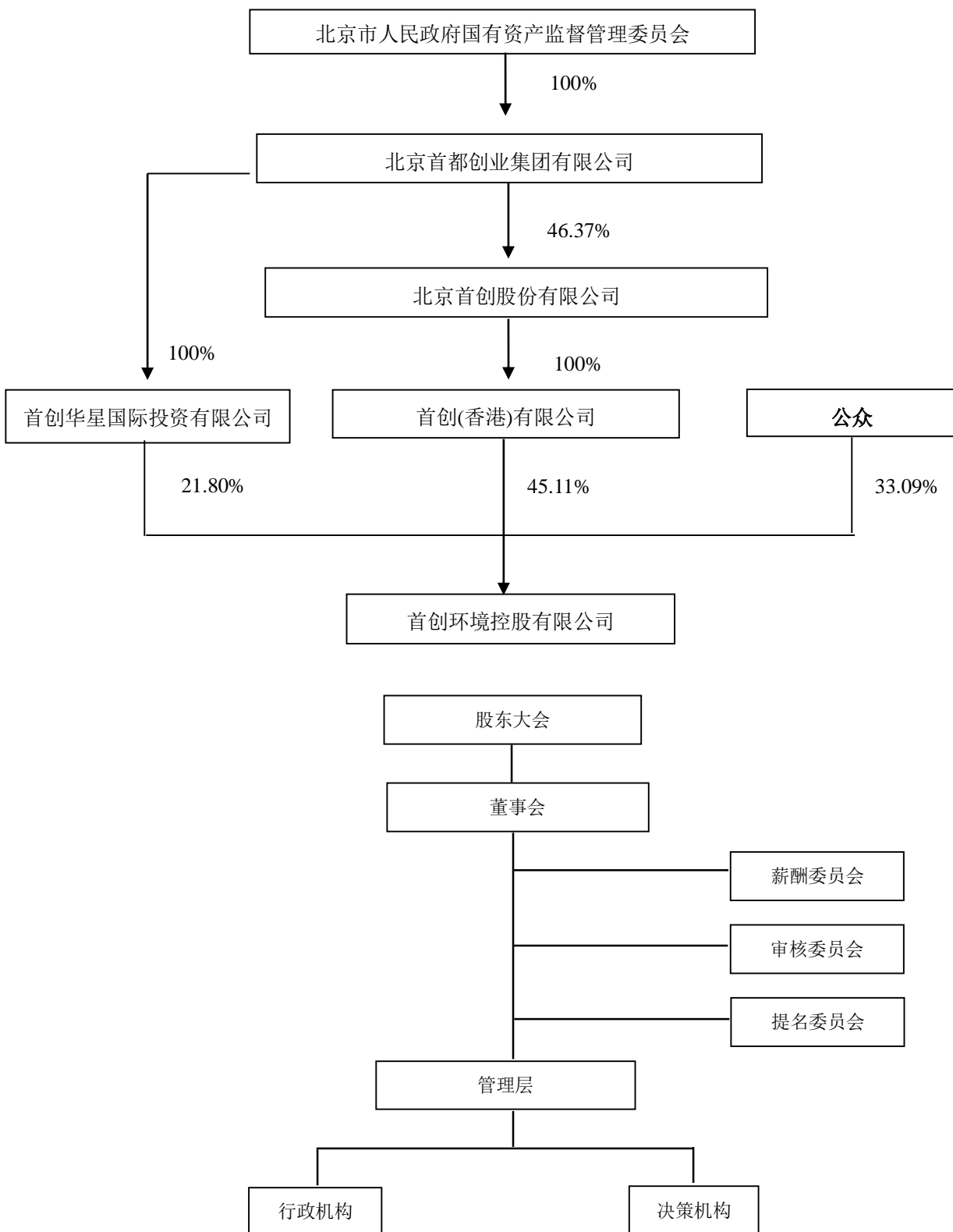
截至 2021 年 3 月末，首创集团总资产为 4,169.54 亿元，所有者权益为 1,016.98 亿元，资产负债率为 75.61%；2020 年首创集团实现营业总收入 527.01 亿元，净利润 39.29 亿元，经营活动净现金流 146.77 亿元。

综上所述，中诚信国际维持北京首都创业集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为首创集团具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“20 环境 01”的按期偿还提供有力的保障。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持首创环境控股有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 环境 01”的债项信用等级为 **AAA**。

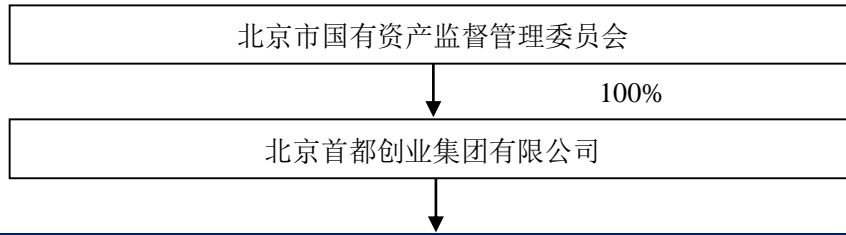
附一：首创环境控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



注：北京首创股份有限公司已于 2021 年 6 月 18 日更名为“北京首创生态环保集团股份有限公司”。

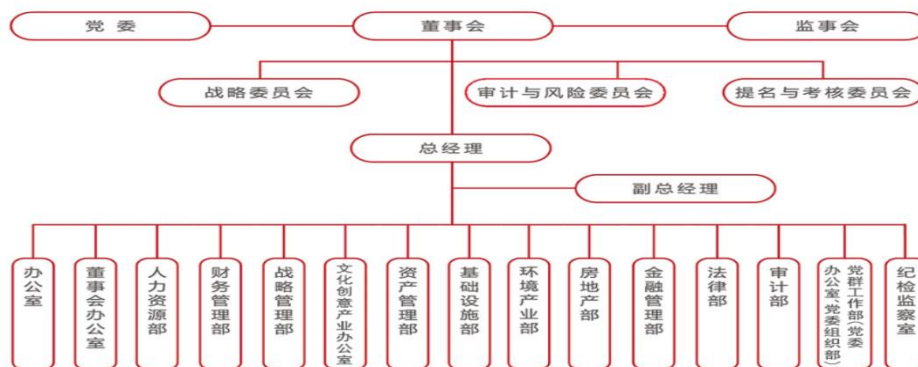
资料来源：公司提供

附二：北京首都创业集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



序号	企业名称	级次	持股比例 (%)
1	北京首创股份有限公司	2	46.37
2	北京首创大气环境科技股份有限公司	2	63.42
3	首创东风（十堰）水务有限公司	2	100.00
4	天津京津高速公路有限公司	2	60.00
5	北京京港地铁有限公司	2	49.00
6	北京市绿化隔离地区基础设施开发建设有限公司	2	52.56
7	首创置业股份有限公司	2	54.47
8	首创经中（天津）投资有限公司	2	100.00
9	北京市经中实业开发有限责任公司	2	100.00
10	首创投资发展有限公司	2	100.00
11	北京新大都实业有限公司	2	100.00
12	北京首创新城镇建设投资基金管理有限公司	2	80.00
13	北京创智信融投资中心（有限合伙）	2	100.00
14	首创证券有限责任公司	2	63.08
15	北京首创融资担保有限公司	2	71.73
16	北京市农业投资有限公司	2	100.00
17	北京首创金融资产交易信息服务股份有限公司	2	80.00
18	北京首创创业投资有限公司	2	71.09
19	北京经济发展投资有限公司	2	100.00
20	北京首创资产管理有限公司	2	100.00
21	北京首都创业贸易有限公司	2	100.00
22	北京市首创世联贸易有限责任公司	2	98.00
23	北京市基础设施投资开发公司	2	100.00
24	北京首创基础设施投资有限责任公司	2	100.00
25	首创华星国际投资有限公司	2	100.00
26	北京京放经济发展公司	2	100.00
27	北京华宇物业发展公司	2	100.00
28	北京首创恒融投资发展有限公司	2	100.00
29	首创新城镇建设投资有限公司	2	100.00
30	北京市北节能设计研究所	2	100.00

组织架构



注：北京首创股份有限公司已于 2021 年 6 月 18 日更名为“北京首创生态环保集团股份有限公司”。

资料来源：公司提供

附三：首创环境控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2018	2019	2020
现金及现金等价物	24.04	15.40	27.62
贸易应收款	8.54	13.02	15.00
存货	0.49	0.86	1.15
其他无形资产	20.87	27.02	32.76
物业、厂房及设备（固定资产净值）	20.08	22.73	26.04
商誉	20.50	20.86	21.17
特许经营权金融资产	18.35	22.30	52.61
总资产	148.86	186.36	240.59
短期债务	13.33	12.79	58.75
长期债务	65.49	93.71	71.53
总债务	78.81	106.50	130.28
总负债	100.82	133.95	168.70
权益总额	48.04	52.41	71.89
除税前溢利（利润总额）	4.42	6.34	7.77
年内溢利（净利润）	3.11	4.26	4.96
收益（营业总收入）	46.48	59.38	76.47
EBIT	7.39	10.55	13.32
EBITDA	10.21	14.30	17.86
经营活动所得现金流量净额（经营活动净现金流）	-1.01	-7.07	1.25
投资活动所用现金流量净额（投资活动净现金流）	-12.75	-10.43	-19.78
融资活动所用现金流量净额（筹资活动净现金流）	28.91	9.42	29.89
财务指标	2018	2019	2020
资产负债率（%）	67.73	71.88	70.12
总资本化比率（%）	62.13	67.02	64.44
长期资本化比率（%）	57.68	64.13	49.87
流动比率（X）	1.59	1.52	0.71
总债务/EBITDA（X）	7.72	7.45	7.29
EBITDA 利息倍数（X）	3.41	3.37	3.17
营业毛利率（%）	25.86	26.40	25.30
总资产收益率（%）	5.57	6.29	6.24
经营业务所得现金净额利息倍数（X）	-0.34	-1.66	0.22
经营业务所得现金净额/总债务（X）	-0.01	-0.07	0.01

注：1、权益总额包含非控股权益；2、计算 EBITDA 时扣除“汇兑（亏损）收益”。

附四：北京首都创业集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	3,901,200.80	4,182,755.10	5,821,205.38	5,859,698.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	531,103.07	45,518.29	88,319.98	0.00
应收账款净额	722,682.02	1,017,967.84	760,707.60	810,223.01
其他应收款	2,478,224.07	2,619,405.76	2,120,554.76	2,133,618.76
存货净额	8,846,466.33	10,136,749.34	11,628,902.57	11,566,533.68
可供出售金融资产	676,790.08	349,581.23	339,308.92	0.00
长期股权投资	1,171,350.89	1,253,060.92	1,434,338.73	1,406,536.55
固定资产	2,453,910.29	2,375,367.02	2,574,370.76	2,535,850.66
在建工程	1,847,356.53	2,329,034.92	432,324.94	447,671.96
无形资产	3,246,952.19	3,723,837.07	4,353,296.32	4,376,806.10
总资产	32,734,062.06	35,848,259.17	40,912,774.11	41,695,353.18
其他应付款	1,910,769.82	1,874,004.18	1,788,020.91	1,402,117.32
短期债务	3,994,451.23	3,905,795.49	6,235,137.18	--
长期债务	11,678,132.90	13,144,550.17	12,207,885.28	--
总债务	15,672,584.12	17,050,345.66	18,443,022.46	--
净债务	11,771,383.33	12,867,590.56	12,621,817.08	--
总负债	24,661,998.47	26,777,880.74	30,526,454.64	31,525,562.80
费用化利息支出	539,791.46	575,510.63	580,190.07	--
资本化利息支出	220,011.43	--	348,102.42	--
实收资本	456,807.75	456,807.75	466,807.75	466,807.75
少数股东权益	5,962,364.53	6,603,190.36	7,713,788.52	7,541,755.00
所有者权益合计	8,072,063.59	9,070,378.43	10,386,319.47	10,169,790.38
营业总收入	5,002,566.67	4,745,879.84	5,270,094.38	1,078,463.95
三费前利润	893,907.94	1,139,852.98	1,134,446.96	199,406.23
营业利润	608,341.72	744,189.39	611,365.82	36,402.91
投资收益	435,314.30	470,630.35	325,341.54	42,491.83
营业外收入	60,266.36	18,853.39	10,528.99	5,099.92
净利润	449,971.29	514,744.38	392,877.07	11,769.54
EBIT	1,194,631.96	1,329,167.69	1,196,074.68	--
EBITDA	1,511,608.79	1,689,469.21	1,612,350.87	--
销售商品、提供劳务收到的现金	4,147,101.56	5,029,053.65	5,260,772.42	1,501,712.35
收到其他与经营活动有关的现金	211,346.49	686,174.92	917,136.83	1,079.28
购买商品、接受劳务支付的现金	3,103,700.93	3,549,397.51	3,049,357.37	708,308.69
支付其他与经营活动有关的现金	156,965.62	515,525.66	727,401.22	158,463.02
吸收投资收到的现金	652,276.22	1,828,397.32	1,435,504.21	8,030.72
资本支出	1,251,945.65	1,530,777.39	1,581,981.28	476,879.33
经营活动产生现金净流量	-237,443.29	610,979.59	1,467,673.60	492,895.85
投资活动产生现金净流量	-1,942,073.81	-1,574,919.92	-1,525,265.07	-774,783.55
筹资活动产生现金净流量	2,641,876.41	1,085,433.02	1,898,585.09	262,032.31
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	22.74	29.13	24.26	20.57
期间费用率(%)	22.12	25.65	21.43	26.91
总资产收益率(%)	3.92	3.88	3.12	--
流动比率(X)	1.63	1.74	1.48	1.51
速动比率(X)	0.89	0.93	0.76	0.79
资产负债率(%)	75.34	74.70	74.61	75.61
总资本化比率(%)	66.00	65.28	63.97	65.14
长短期债务比(X)	0.34	0.30	0.51	0.42
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.02	0.04	0.08	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.06	0.16	0.24	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.31	--	1.58	--
总债务/EBITDA(X)	10.37	10.09	11.44	--
EBITDA/短期债务(X)	0.38	0.43	0.26	--
货币资金/短期债务(X)	0.98	1.07	0.93	1.04
EBITDA利息倍数(X)	1.99	--	1.74	--

注：1、首创集团各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际将其他流动负债、其他应付款、长期应付款和其他非流动负债科目中的有息部分调整至债务口径，2021年一季度首创集团未提供债务调整数据，故相关指标失效；3、首创集团2021年一季度财务报表未经审计且未提供补充现金流量表，故相关指标失效；4、首创集团未提供2019年度资本化利息支出，故相关指标失效。

附五：首创环境控股有限公司基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：北京首都创业集团有限公司基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	净债务	总债务-货币资金
	长短期债务比	短期债务/长期债务
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+所有者权益合计)
盈利能力	营业毛利率	(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	营业成本合计	营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加-期间费用+其他收益
	三费前利润	营业总收入-营业成本合计-营业税金及附加
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额	
现金流	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息倍数	EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	流动比率	流动资产/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

附七：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。