

首创环境控股有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：肖 瀚 hxiao@ccxi.com.cn

项目组成员：李转波 zhbli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 23 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，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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，不存在因发行人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。
- 本次信用评级结果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、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 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 [2022]跟踪 0998 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

二零二二年六月二十三日

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、债务规模进一步攀升、出售新西兰业务事项尚在进行中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）	2019	2020	2021
资产合计（亿元）	186.36	240.59	261.73
权益合计（亿元）	52.41	71.89	77.17
总负债（亿元）	133.95	168.70	184.57
总债务（亿元）	106.50	130.28	140.47
营业总收入（亿元）	59.38	76.47	79.03
年内溢利（亿元）	4.26	4.96	5.73
EBIT（亿元）	10.55	13.32	14.41
EBITDA（亿元）	14.30	17.86	19.54
经营活动所得现金净额（亿元）	-7.07	1.25	-4.45
营业毛利率（%）	26.40	25.30	30.34
总资产收益率（%）	6.29	6.24	5.74
资产负债率（%）	71.88	70.12	70.52
总资本化比率（%）	67.02	64.44	64.54
总债务/EBITDA（X）	7.45	7.29	7.19
EBITDA 利息倍数（X）	3.10	2.81	2.97

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理。

首创集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	3,584.83	4,091.28	4,234.73	4,255.32
所有者权益合计（亿元）	907.04	1,038.63	884.59	902.98
总债务（亿元）	1,713.79	1,879.43	2,046.81	2,061.87
营业总收入（亿元）	474.59	527.01	641.43	98.46
净利润（亿元）	51.47	39.29	24.01	4.85
EBITDA（亿元）	170.83	162.83	178.57	--
经营活动净现金流（亿元）	61.10	146.77	245.88	-43.90
资产负债率（%）	74.70	74.61	79.11	78.78

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理。

正面

■ **盈利水平持续增强。**2021 年，随着公司在建项目的投入以及转运营项目的数量增多，公司特许经营权安排项下的施工服务收入继续保持较大规模，同时，公司垃圾处理及售电收入增长较快，带动公司整体盈利水平持续提升。

同行业比较

2021 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	261.73	70.52	79.03	5.73	-4.45
瀚蓝环境	292.78	64.02	117.77	11.86	8.78
绿色动力	202.14	65.78	50.57	7.42	5.15

注：“瀚蓝环境”为“瀚蓝环境股份有限公司”简称；“绿色动力”为“绿色动力环保集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

■ **垃圾处理项目储备充足。**截至 2021 年末，公司在建垃圾处理项目处理能力共 6,600 吨/日，预计投产时间集中在 2022 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。

■ **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极强的保障作用。

关注

■ **面临较大的资金支出压力。**截至 2021 年末，公司在建及拟建垃圾处理项目未来尚需投资 24.75 亿元，投资规模较大，公司未来面临较大的资金支出压力。

■ **债务规模进一步攀升。**2021 年末公司债务规模进一步攀升至 140.47 亿元，总资本化比率上升至 64.54%，偿债压力仍然较大。

■ **出售新西兰业务事项尚在进行中。**2022 年 4 月，公司公告称将出售新西兰业务相关公司股权，截至 2022 年 5 月末，出售事项尚在进行中。如果上述交易正式生效，新西兰业务相关公司将不再纳入公司的合并范围，或将对公司合并口径的资产、收入产生较大影响，同时，公司债务规模有望下降，股权转让价款的收回对公司现金流或将有所增益。鉴于上述交易事项尚存在不确定性，中诚信国际将继续对上述事项保持密切关注。

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，在建项目投产后运营情况不佳，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	2021/06/25	10 亿元	10 亿元	2020.05.29~2025.05.29 (3+2)	公司第三年末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 2021 年末，本期债券募集资金已按募集说明书中披露的用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高新技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型

通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前

发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

我国环保产业投资保持较大规模，垃圾处理相关政策的加码及“十四五”规划的出台将进一步推动行业发展，带动行业需求提升

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。2020年，我国环境污染治理投资为14,139亿元，占国内生产总值的比重为1.39%。

图 1：2015-2020 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

当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题日益突出，生活垃圾分类和处理设

施是城镇环境基础设施的重要组成部分，是推动实施生活垃圾分类制度，实现垃圾减量化、资源化、无害化处理的基础保障。国家出台了一系列政策及规划措施以推动固废行业的发展。

2020年7月，国家发改委等三部委联合发布《城镇生活垃圾分类和处理设施补短板强弱项实施方案》（发改环资〔2020〕1257号），要求到2023年，具备条件的地级以上城市基本建成分类投放、分类收集、分类运输、分类处理的生活垃圾分类处理系统；全国生活垃圾焚烧处理能力大幅提升；县城生活垃圾处理系统进一步完善；建制镇生活垃圾收集转运体系逐步健全。

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、危险废物等环境污染防治制度，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。

2021年5月6日，国家发展改革委、住房城乡建设部印发了《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》（发改环资〔2021〕642号），规划目标要求：1、垃圾资源化利用率：到2025年底，全国城市生活垃圾资源化利用率达到60%左右；2、垃圾分类收运能力：到2025年底，全国生活垃圾分类收运能力达到70万吨/日左右，基本满足地级及以上城市生活垃圾分类收集、分类转运、分类处理需求；鼓励有条件的县城推进生活垃圾分类和处理设施建设。3、垃圾焚烧处理能力：到2025年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到80万吨/日左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比65%左右。根据上述行业政策及规划目标，“十四五”时期，生活垃圾分类和处理设施建设将进入关键时期，在环保产业投资高速成长以及“十四五”规划实施的带动下，固废处理行业将得到快速发展。

垃圾焚烧成为固废处理主流趋势，生活垃圾无害化处理率显著提高，但县城焚烧处理能力存在较大缺口；工业固废综合利用率有待提升；危险废物处理政策趋严带动处理需求提升；垃圾分类及环卫服务成为行业企业产业链一体化的重要发展方向

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。

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。近年来，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。

生活垃圾处理方面，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，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。“十三五”期间，城镇生活垃圾设施处理能力超过 127 万吨/日，较 2015 年增加 51 万吨/日，生活垃圾无害化处理率达到 99.2%。“十三五”期间，全国共建成生活垃圾焚烧厂 254 座，累计在运行生活垃圾焚烧厂超过 500 座，焚烧设施处理能力 58 万吨/日。全国城镇生活垃圾焚烧处理率约 45%，初步形成了新增处理能力以焚烧为主的垃圾处理发展格局。但目前垃圾焚烧处理能力仍有较大缺口，全国约 50% 的城市（含地级市和县级市）尚未建成焚烧设施，大多数县城焚烧处理能力有较大缺口。

一般工业固体废弃物处理方面，2017~2020 年，

我国一般工业固体废物产生量逐年上升，由 2017 年的 33.16 亿吨上升为 36.76 亿吨，增长 10.84%；综合利用量和处置量总体上升，2020 年分别为 20.38 亿吨和 9.18 亿吨，综合利用率约为 45.04%，整体看我国工业固体废物的综合利用率有待提升。

危险废物处理方面，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。截至 2020 年末，全国危险废物集中利用处置能力超 1.4 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。

垃圾分类及环卫服务方面，根据 2019 年 6 月住建部等 9 部门联合发布的《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，截至 2020 年末，46 个重点城市生活垃圾分类居民小区覆盖率达到 86.6%，基本建成了生活垃圾分类投放、分类收集、分类运输、分类处理系统。截至 2020 年末，全国生活垃圾分类收运能力约 50 万吨/日，随着试点范围的进一步推广及垃圾分类政策的不断加码，垃圾前端清扫分类服务环节将得到快速发展，环保企业环卫一体化进程将加速。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。

在行业经营层面，生物质发电补贴及可再生能源电价政策的进一步明确，对垃圾发电项目运营效率提出更高要求；政府相关意见出台有利于民营环保企业健康有序发展

根据 2020 年以来财政部、国家发展改革委、国家能源局联合相继发布的《可再生能源电价附加

资金管理办法》（财建〔2020〕5号）、《关于〈关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见〉有关事项的补充通知》（财建〔2020〕426号），明确生物质发电项目全生命周期合理利用小时数为82,500小时，生物质发电项目自并网之日起满15年后，无论项目是否达到全生命周期补贴电量，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。2020年9月，财政部等三部委联合发布《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》（发改能源〔2020〕1421号），自2021年1月1日起，规划内已核准未开工、新核准的生物质发电项目全部通过竞争方式配置并确定上网电价；新纳入补贴范围的项目（包括2020年已并网但未纳入当年补贴规模的项目及2021年起新并网纳入补贴规模的项目）补贴资金由中央地方共同承担，分地区合理确定分担比例，中央分担部分逐年调整并有序退出。上述政策的出台，对垃圾发电企业补贴和上网电价情况进行了进一步明确，对促进垃圾发电行业健康发展、促进垃圾发电企业提升项目运营效率存在积极意义。

2020年5月，国家发改委等六部委联合发布《关于营造更好发展环境支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》（发改环资〔2020〕790号），指出要营造公平开放的市场环境，进一步引入市场竞争机制，放开节能环保竞争性业务。鼓励国有企业与民营节能环保企业成立混合所有制公司，发挥各自优势，合作开展相关业务。同时，要持续完善招标投标机制，积极兑现对企业各项承诺。上述意见的出台有利于为民营环保企业发展创造公平有序的行业竞争环境，并有利于推动行业的积极整合和健康发展。

中诚信国际认为，我国固废处理行业处于快速成长阶段，经济的持续发展、相关政策规划的出台以及行业经营规则的明确，将推动行业需求进一步增长，创造更多的市场机会并带动行业内企业实现公平有序的合作及竞争。

¹ 公司储备垃圾发电项目共计26个，其中18个项目已处于运营或试

跟踪期内，公司股本、产权结构和治理结构未发生变化，截至2021年末公司合并范围有所变化

2021年末，公司股本仍为11.88亿元（不含优先股），首创（香港）有限公司（以下简称“首创香港”）和首创华星国际投资有限公司（以下简称“首创华星”）分别持股45.11%和21.80%，公司实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会。

公司治理结构仍主要由股东大会、董事会和管理层构成，权力机构、决策机构、经营机构和监督机构独立运行、相互制衡，同时按照《公司章程》和有关法律法规规范运作，保障了公司的运营决策和效率。

2021年，公司收购驻马店泰来环保能源有限公司85.64%股权，该公司从事垃圾处理及垃圾发电业务，收购价格为2.38亿元，截至2021年末已支付1.87亿元。同年，公司出售晋中市首创环和环保能源有限公司，该公司从事餐厨垃圾处理，出售事项于2021年12月28日完成。此外，新乡市首拓环境科技有限公司完成注销，该公司业务范围为危废处理。

跟踪期内公司多个在建项目转运营，2021年施工服务收入有所下降，垃圾焚烧发电量和售电收入实现大幅增长

跟踪期内，公司国内垃圾处理业务仍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。

垃圾处理项目运营方面，跟踪期内，公司运营项目的数量大幅提升，其中包括18个垃圾发电项目¹、2个生物质发电项目、7个垃圾填埋项目以及多个垃圾收运项目和厌氧处理项目。公司仍主要以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

运营状态，8个项目处于在建或拟建状态。

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。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。2021年公司生活垃圾处理量为592.25万吨，换算成日处理量为16,226吨/日，分别同比增加72.96万吨和1,778吨/日。

表 1：截至 2021 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）
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
贵州省都匀市生活垃圾焚烧发电项目	BOT	垃圾焚烧发电	670
江西省高安市垃圾焚烧发电项目	BOO	垃圾焚烧发电	600
惠州市区垃圾焚烧发电项目（迁建）	BOT	垃圾焚烧发电	1,600
睢县生活垃圾焚烧发电项目	BOT	垃圾焚烧发电	600
江西省瑞金市生活垃圾焚烧发电项目	BOT	垃圾焚烧发电	400
西华县秸秆和生活垃圾焚烧发电项目	BOT	垃圾焚烧发电	600
浙川、西峡、内乡三县生活垃圾焚烧发电项目（南阳焚烧）	BOT	垃圾焚烧发电	1,000
正阳县生活垃圾焚烧发电项目（正阳焚烧）	BOT	垃圾焚烧发电	600
湖北省潜江市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目（潜江焚烧）	BOT	垃圾焚烧发电	600
新乡市生活垃圾焚烧发电项目（新乡焚烧）	BOT	垃圾焚烧发电	1,500
杞县生物质秸秆焚烧发电项目	PPP	生物质发电	800
鲁山生活垃圾焚烧发电项目	BOT	垃圾焚烧发电	600
鲁山县生物质热电联产项目	BOO	生物质发电	800
遂川县生活垃圾焚烧发电处理项目	BOT	垃圾焚烧发电	600
玉田县生活垃圾焚烧发电项目	BOT	垃圾焚烧发电	600
深圳市生活垃圾焚烧发电工程 PPP 项目	PPP	垃圾焚烧发电	800
都昌生活垃圾焚烧发电项目	BOT	垃圾焚烧发电	800
永济市生活垃圾焚烧发电厂	BOT	垃圾焚烧发电	600
杞县生活垃圾焚烧发电项目	PPP	垃圾焚烧发电	600
贵州省都匀市生活垃圾填埋场项目	TOT+BOT	生活垃圾填埋	300
贵州省瓮安县生活垃圾填埋场项目	BOT	生活垃圾填埋	150
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
江西省上饶市生活垃圾卫生填埋项目	BOT	生活垃圾填埋	755
辽宁省葫芦岛市生活垃圾治理工程	BOT	生活垃圾填埋	420
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
河南省南阳市浙川、西峡、内乡三县生活垃圾一体化项目	BOT	收运填埋一体化	724
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
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
扬州餐厨废弃物处置项目	BOT	餐厨垃圾处理	200
杭州市萧山区餐厨垃圾处理项目	BOT	餐厨垃圾处理	400
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
福州市红庙岭厨余垃圾处理厂	BOT	餐厨垃圾处理	800
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
北京朝阳区建筑废弃物资源化项目	--	危废综合处理	3,370

注：1、2021年1月，公司与广东广业投资集团有限公司（以下简称广东广业）签订买卖协议，出售深圳广业环保再生能源有限公司持有的46%股权（广东广业为控股股东原持股比例为54%），交易于2021年2月完成，故广东省深圳市平湖垃圾发电厂一期项目不再列示。2、生活垃圾填埋项目中江西省上饶市生活垃圾卫生填埋项目特许经营权准备提前终止，截至2021年末相关退出程序尚未结束，故表中仍保留该项目；获嘉县垃圾填埋项目处于停工状态，未来计划退出，故表中未列示。3、部分垃圾焚烧发电项目包含前端垃圾收运项目。4、餐厨垃圾处理等厌氧项目以及危废处理项目未全部列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。随着公司垃圾焚烧发电项目投运规模的增加，2021年公司发电量、上网电量、机组利用小时以及售电收入均实现大幅增长。受部分新投运项目上网电价较低影响，平均上网电价同比有所下降。

表 2：近年来公司垃圾焚烧发电项目运营指标

	2019	2020	2021
发电量（亿千瓦时）	3.89	8.09	13.70
上网电量（亿千瓦时）	3.16	6.84	11.51
机组利用小时（小时数）	7,811	7,053	7,863
售电收入（亿元）	1.78	3.27	4.36
平均上网电价（元/千瓦时）	0.63	0.62	0.55

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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（以下简称“环境科技公司”），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 2021 年末，公司共拥有 60 多项专利成果，参与编制团体标准 2 项，主编备案企业标准 3 项。

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仍主要以 BOT 和 PPP 模式为主。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 2021 年末，公司主要在建垃圾处理项目共 7 个，总投资规模 42.23 亿元，未来尚需投资 19.87 亿元，投资压力较 2020 年末有所下降；在建垃圾处理能力共计 6,600 吨/日，全部是垃圾焚烧发电项目，预计投产时间集中在 2022 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，随着施工项目逐步转运营，2021 年公司特许经营权安排项下的施工服务收入同比下降 12.15%至 31.68 亿元。

表 3：截至 2021 年末公司主要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
农安焚烧	BOT	焚烧发电	800	4.50	1.90	2022 年 10 月	30 年
唐河焚烧	PPP	焚烧发电	800	4.15	2.32	2022 年 6 月	30 年
普洱焚烧	PPP	焚烧发电	400	3.62	1.04	2022 年 12 月	30 年
南乐焚烧	PPP	焚烧发电	600	3.86	1.18	2022 年 12 月	30 年
驻马店焚烧	PPP	焚烧发电	1800	11.17	3.85	2022 年 10 月	30 年
南昌焚烧（二期）	BOT	焚烧发电	1200	9.07	7.07	2022 年 6 月	30 年
吉首焚烧	PPP	焚烧发电	1000	5.86	5.00	2022 年 6 月	30 年
合计	--	--	6,600	42.23	22.36	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司拟建项目为英德焚烧，设计总处理能力 800 吨/日。上述在建及拟建项目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，公司未来仍具有一定规模的投资支出压力，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 4：截至 2021 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
广东省英德市生活	BOT	焚烧	800	2021 年 3 月	4.88	30	30 年

垃圾焚烧发电项目							
合计	--	--	800	--	4.88	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，新西兰公司营业收入虽同比有所提升，但净利润及经营活动净现金流呈逐年下降态势，2022 年公司发布出售新西兰业务相关公司股权的公告，上述交易事项尚在推进中

海外市场方面，公司海外业务由并表子公司 BCG NZ Investment Holding Limited（以下简称“新西兰公司”）负责经营，截至 2021 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。

垃圾收集方面，新西兰公司拥有 39 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。

2021 年，新西兰公司垃圾收集量 143.89 万吨，

垃圾填埋量 158.42 万吨，轮胎等回收总量 1.24 万吨，废油回收 9,244 千升。截至 2021 年末，新西兰公司总资产 75.72 亿元，总负债 52.91 亿元；2021 年新西兰公司实现营业总收入 25.07 亿元，同比增加 2.47 亿元，实现净利润 0.86 亿元，同比减少 0.58 亿元，经营活动净现金流为 5.56 亿元，同比减少 0.64 亿元。

2022 年 4 月，公司发布《首创环境控股有限公司出售 Beijing Capital Group NZ Investment Holding Limited 全部已发行股本之非常重大出售事项及恢复买卖》的公告（以下简称“公告”）称，2022 年 3 月 31 日，公司直接非全资附属公司新西兰公司与 Tui Bidco Limited（以下简称“买方”）签订协议，卖方同意出售子公司 Beijing Capital Group NZ Investment Holding Limited（以下简称“标的公司”）的 100% 股权，买方同意购买出售股份，出售股份以竞价的形式出售，而买方成功竞投出售事项的竞标，标的公司的价值为 19 亿新西兰元。交割后，标的公司将不再是首创环境的附属公司。出售事项预期产生收益约人民币三十多亿元。截至 2022 年 5 月末，出售事项尚在进行中。如果上述交易正式生效，标的公司将不再纳入公司的合并范围，或将对首创环境合并口径的资产、收入产生较大影响，同时，公司债务规模有望下降，股权转让价款的收回对公司现金流或将有所增益。鉴于上述交易事项尚存在不确定性，中诚信国际将继续对上述事项保持密切关注。

表 5：近年来新西兰公司营业收入构成（亿元）

收入	2019	2020	2021
垃圾收集服务	15.21	15.01	15.74
垃圾填埋服务	4.94	4.38	5.70
循环再造	1.08	0.75	1.07
技术服务	2.44	2.44	2.50
其他	0.04	0.01	0.07
合计	23.71	22.60	25.07

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，中诚信国际整理

跟踪期内公司拆解收入保持稳定，但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科技有限公司和江苏苏北废旧汽车家电拆解再生利用有限公司（以下简称“苏北再生利用公司”）。截至 2021 年末，公司电子废弃物年设计拆解能力为 320 万台/年，与上年持平。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。2021 年，公司确认电器拆解收入 4.59 亿元，较上年略有上升。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 2021 年末，公司应收政府的电子废弃物拆解补贴为 6.90 亿元，账龄约为 4 年，预计在未来 4~5 年左右收回，对公司资金形成一定占用。

跟踪期内公司新增环卫业务以及场地修复等轻资产业务，拓展了公司的业务范围，但上述业务开展尚处于起步阶段，需关注上述业务未来的发展情况

2021 年，公司新增环卫业务和场地修复业务，其中环卫业务主要通过投标方式取得相关项目，招标人一般为地方城市管理、环境或卫生管理相关单位，服务期限大多在 3 年左右，项目服务内容包括道路人工清扫、人工保洁、绿地保洁、小区及居住房屋周边卫生清扫保洁及垃圾清运等²。截至 2021 年末，公司取得的新环卫项目共有 7 个，年化签约服务金额合计 1.27 亿元。

表 6：公司开展环卫业务的情况（万元）

项目名称	年化服务金额
东城区环卫中心道路集约化作业（第一包）	3,916.66
朝阳区道路清扫保洁服务	3,051.02
顺义城区及周边道路清扫保洁服务（第五包）	888.93
河北任丘市城乡环卫一体化（农村部分）	2,629.84
福州河道保洁项目	206.37

² 环卫业务的项目均无垃圾填埋和焚烧等后端处理流程。

西城区百万庄大街 17 号院生活垃圾清运服务	6.00
河南省正阳县城区道路清扫保洁、生活垃圾清运市场化运营项目二标段	2,027.93
合计	12,726.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

场地修复业务运营主体为环境科技公司，业务范围主要包括土壤修复、矿山修复、垃圾填埋厂等环境设施土地修复等，项目主要通过投标或与地方政府及企业签署项目合作协议的形式获取，根据项目性质，项目资金来源包括地方政府专项债、财政资金或自筹资金等多种形式，截至 2021 年末，公司取得场地修复项目共有 6 个，中标或签约合同额为 1.11 亿元。

表 7：公司开展场地修复业务的情况（万元）

项目名称	中标/签约合同额
顺义区高丽营镇土壤修复项目	688.00
界首市 80 万吨陈年垃圾全资源化利用项目	6,610.00
大通老垃圾场封场后管理维护项目	175.50
瑞金市生活垃圾填埋场治理及渗滤液应急处理工程项目	1,200.00
上栗县东源乡龙山建材场生态修复工程	2150.40
绵阳餐厨扩建技术服务项目	280.00
合计	11,103.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未来公司将聚焦环保领域，实施轻重并举的发展策略

公司将聚焦焚烧发电项目的落地，充分发掘协同处理需求，积极推动区域协同、产业协同的投资策略，2021 年新增签约 2 个项目，分别是河南省驻马店市生活垃圾无害化综合处理再生利用 PPP 项目及广东省英德市生活垃圾焚烧发电项目。轻资产业务方面，公司积极布局环卫业务和场地修复业务，持续优化投资标准，紧抓市场机遇，确保重点项目落地。此外，公司持续加强投资标准化管理体系建设，强化业务拓展能力建设。一是梳理并完善制度，规范投资管理；二是完成投资执行信息系统，实现项目投资的在线管理；三是优化投资测算模型，完

成在线自助测算系统开发；四是推动投资拓展和评审标准化，助力业务端能力提升；五是开展投资端人员培训，提升投资团队业务能力；六是建立项目复盘机制，反哺前端指引投资管理；七是建立投后督办事项体系，夯实全周期管理。

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2019~2021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。

2021年公司营业总收入、营业毛利率同比均有所增长，经营性业务利润带动年内溢利保持增长，同时其他无形资产减值和其他开支对公司利润产生较大侵蚀

2021年由建设期转入运营期的垃圾处理项目的数量大幅增加，当期服务经营权安排项下的营运服务收入同比增长38.95%，而服务经营权安排项下的施工服务同比下降12.15%，因驻马店焚烧、农安焚烧、吉首焚烧等多个在建项目大量投入建设，2021年特许经营权金融资产的实际利息收入增长至3.93亿元。此外，垃圾收集服务、垃圾填埋服务、电器拆解、循环再造等业务均同比有所增长，营业总收入小幅增长3.35%至79.03亿元。毛利率方面，受益于公司开展工程管理标准化建设，相关资源加速整合，建造能力持续加强，公司服务经营权安排项下的施工服务毛利率在2021年继续提升。2021年运营项目数量大幅增加，且部分项目未完全释放产能，当期服务经营权安排项下的营运服务毛利率有所下降。2021年电器拆解、垃圾收集服务毛利率继续呈下滑态势，而因退出上饶垃圾填埋服务项目获得资产处置收益影响，公司垃圾填埋服务毛利率大幅提升，当期营业毛利率同比增长5.04个百分点至30.34%。

表8：近年来公司营业收入及毛利率情况(亿元、%)

收入	2019	2020	2021
----	------	------	------

服务经营权安排项下的施工服务	23.18	36.06	31.68
服务经营权安排项下的营运服务	4.52	7.24	10.06
特许经营权金融资产的实际利息收入	1.85	2.75	3.93
电器拆解	4.42	4.45	4.59
垃圾收集服务	15.21	15.01	15.74
垃圾填埋服务	4.94	4.38	5.70
循环再造	1.08	0.75	1.07
技术服务	2.44	2.44	3.15
其他	1.74	3.38	3.11
营业总收入	59.38	76.47	79.03
毛利率	2019	2020	2021
服务经营权安排项下的施工服务	15.78	16.14	24.43
服务经营权安排项下的营运服务	26.15	34.73	30.40
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	28.93	26.16	18.20
垃圾收集服务	32.48	28.86	25.15
垃圾填埋服务	30.24	26.72	37.29
循环再造	6.17	6.79	27.50
技术服务	39.42	38.22	32.43
其他	13.91	3.97	32.61
营业毛利率	26.40	25.30	30.34

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，中诚信国际整理

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，2021年公司行政开支和融资成本继续增长，公司期间费用合计大幅增长至13.85亿元，期间费用率同比增长1.39个百分点至17.53%。

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，2021年公司经营性业务利润随营业收入的增加保持增长态势，应占合营和联营企业溢利小幅提升，但对公司利润贡献较低。此外，其他无形资产减值和其他开支对公司利润产生较大侵蚀，2021年其他无形资产减值有所下降，但随着公司在建项目转运营数量增多，贸易应收款减值同比有所增加，物业、厂房及设备固定资产以及计入持有待售资产的苏北再生利用公司新增减值，同时汇兑损失同比大幅增加，使得2021年其他开支达到2.37亿元。

公司 EBITDA 主要由年内溢利、利息支出和折旧构成。2021 年，公司年内溢利和利息支出的增加拉动了 EBITDA 的增长，EBITDA 利润率有所提升，受公司总资产规模快速增长影响，2021 年总资产收益率有所下降。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021
期间费用合计	10.75	12.34	13.85
期间费用率	18.10	16.14	17.53
经营性业务利润	6.17	8.61	11.03
应占合营和联营企业溢利	0.46	0.33	0.59
其他无形资产减值	--	-0.83	-0.64
其他开支	-0.29	-0.33	-2.37
年内溢利	4.26	4.96	5.73
EBIT	10.55	13.32	14.41
EBITDA	14.30	17.86	19.54
EBITDA 利润率	24.09	23.36	24.72
总资产收益率	6.29	6.24	5.74

注：经营性业务利润=毛利+其他收入及收益-行政开支-财务费用

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，公司权益规模保持增长；总债务增长较快，债务结构虽有所优化，但财务杠杆仍处于较高水平

资产方面，2021 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，2021 年末公司非流动资产占比为 76.21%。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，2021 年末余额有所减少，主要系在建项目转运营大额支付工程款所致。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，2021 年末同比有所增长。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和特许经营权金融资产构成。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，主要受折旧影响，2021 年末同比小幅下降。商誉主要系收购新西兰公司产生的商誉，2021 年末

商誉小幅下降主要系调整新西兰公司账面价值所致。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，2021 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。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。特许经营权金融资产 2021 年末亦保持增长态势。

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。2021 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。2021 年 9 月公司以三年期银团美元贷款偿还 2018 年发行的 3 亿美元绿色债券，年末应付票据减少为 0 元，而计息银行及其他借款大幅增长。

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，2021 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。其他权益工具因 2021 年 5 月新增发行的优先股而有所增长。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，2021 年末公司债务规模继续快速增长；同时，随着美元债偿还，公司短期债务占比大幅下降，债务结构有所优化。2021 年末，随着负债规模的扩大，公司资产负债率和总资本化比率小幅上升，公司财务杠杆保持较高水平。

表 10：近年来公司主要资产、负债及权益相关指标情况（亿元、%）

	2019	2020	2021
总资产	186.36	240.59	261.73
现金及现金等价物	15.40	27.62	16.83
贸易应收款	13.02	15.00	16.39
物业、厂房及设备	22.73	26.04	24.39
商誉	20.86	21.17	19.42

其他无形资产	27.02	32.76	49.24
合约资产	34.21	32.30	29.16
特许经营权金融资产	22.30	52.61	69.28
总负债	133.95	168.70	184.57
贸易应付款	11.08	18.53	20.63
计息银行及其他借款 (短期)	12.22	38.60	39.60
应付票据(短期)	0.00	19.50	0.00
计息银行及其他借款 (长期)	61.09	48.57	77.71
应付票据(长期)	20.80	0.00	0.00
公司债券	0.00	9.96	9.97
权益合计	52.41	71.89	77.17
已发行股本	11.88	11.88	11.88
其他权益工具	0.00	13.17	13.68
储备	24.34	31.17	36.55
非控股权益	16.19	15.66	15.06
总债务	106.50	130.28	140.47
短期债务/总债务	12.01	45.10	28.73
资产负债率	71.88	70.12	70.52
总资本化比率	67.02	64.44	64.54

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

2021 年公司经营活动净现金流由正转负，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；公司短期债务仍保持较大规模，面临较大的短期偿债压力

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。2021 年因项目建设支出规模较大，经营活动净现金流由正转负，投资活动现金流保持持续净流出状态。公司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，2021 年公司发行优先股，同时用银团贷款置换到期的美元债，筹资活动净现金流入呈净流入状态。

到期债务方面（不包含租赁负债），公司 2022 年~2025 年以后到期债务金额分别为 39.60 亿元、21.02 亿元、24.26 亿元和 42.43 亿元，2022 年到期债务规模较大，面临一定的短期债务偿还压力。公司 EBITDA 逐年增长，2021 年公司 EBITDA 对总

债务本息的覆盖能力均有所提升，而经营活动净现金流为负，无法覆盖债务本息。2021 年末，公司货币资金仍无法对短期债务形成覆盖。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	-7.07	1.25	-4.45
投资活动净现金流	-10.43	-19.78	-13.27
筹资活动净现金流	9.42	29.89	7.65
总债务/EBITDA	7.45	7.29	7.19
EBITDA 利息保障系数	3.10	2.81	2.97
经营活动净现金流/总债务	-0.07	0.01	-0.03
经营活动净现金流利息保障系数	-1.53	0.20	-0.68
货币资金/短期债务	1.20	0.47	0.42

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 2021 年末，公司获得 10.00 亿港币、3.00 亿美元和 35.26 亿人民币的银行授信，其中未使用额度为 1.00 亿港币和 21.28 亿人民币，具有一定的备用流动性。

截至 2021 年末，公司无对外担保。

截至 2021 年末，公司受限资产包括货币资金人民币 0.38 亿元，租赁土地及楼宇账面价值人民币 0.55 亿元。此外公司将部分项目收费权用于质押借款。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至 2022 年 4 月 1 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 2021 年末，首创香港和首创华星分别持有公司 45.11%和 21.80%股份，均为首创集团下属公司。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社会影响力。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 2022 年 3 月末，首创集团总资产为 4,255.32 亿元，所有者权益为 902.98 亿元，资产负债率为 78.78%；2021 年首创集团实现营业总收入 98.46 亿元，净利润 4.85 亿元，经营活动净现金流-43.90 亿元。

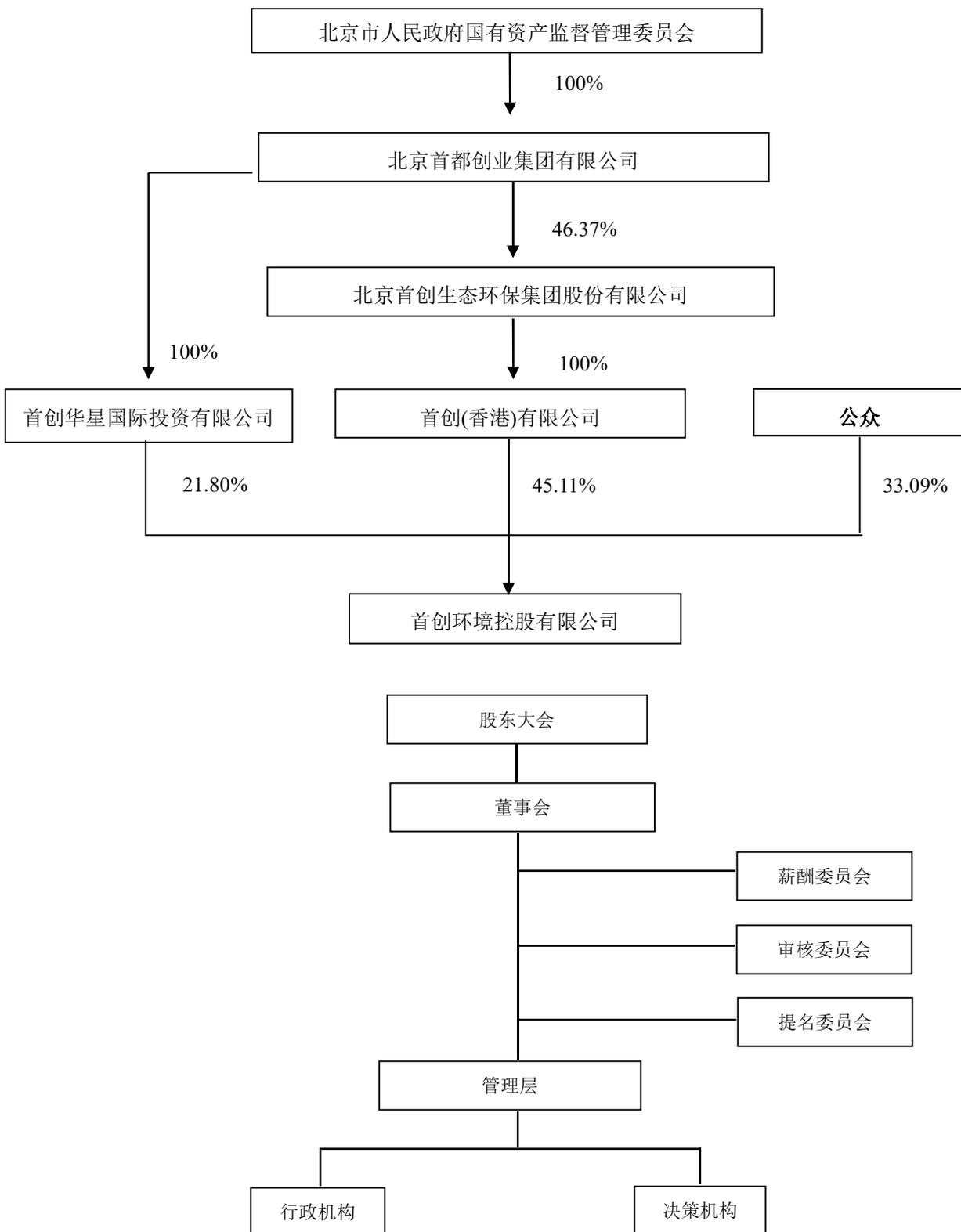
综上所述，中诚信国际维持北京首都创业集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为首创集团具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“20 环境 01”的按期偿还

提供有力的保障。

评级结论

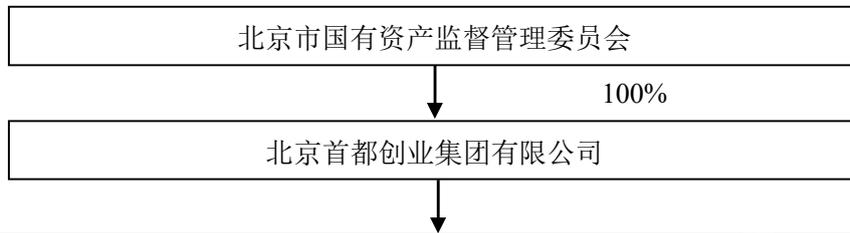
综上所述，中诚信国际维持首创环境控股有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 环境 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2021 年末）



资料来源：公司提供

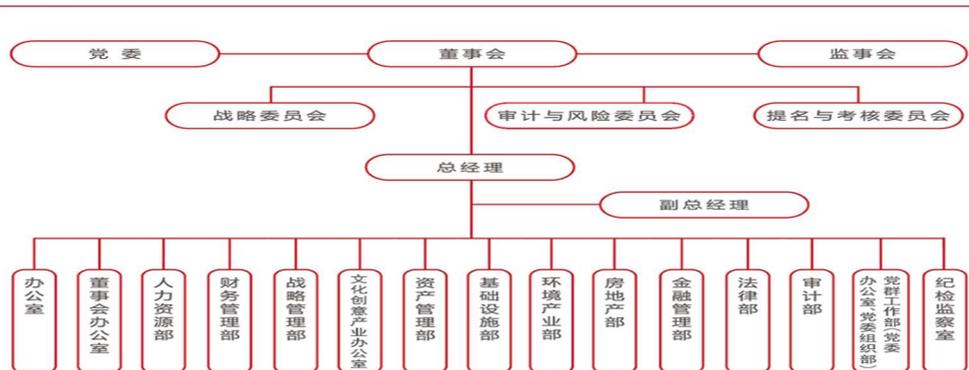
附二：北京首都创业集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



序号	企业名称	级次	持股比例 (%)
1	北京首创生态环保集团股份有限公司	2	47.05
2	北京市北节能源设计研究所	2	100.00
3	北京首创大气环境科技股份有限公司	2	63.42
4	首创东风（十堰）水务有限公司	2	100.00
5	北京首创城市发展集团有限公司	2	100.00
6	天津京津高速公路有限公司	2	60.00
7	北京京港地铁有限公司	2	49.00
8	北京创智信融投资中心（有限合伙）	2	100.00
9	首创证券股份有限公司	2	63.08
10	北京首创融资担保有限公司	2	71.73
11	北京市农业投资有限公司	2	100.00
12	北京首创金融资产交易信息服务股份有限公司	2	80.00
13	北京经济发展投资有限公司	2	100.00
14	北京首创创业投资有限公司	2	81.42
15	北京首创资产管理有限公司	2	100.00
16	北京首都创业贸易有限公司	2	100.00
17	北京市基础设施投资开发公司	2	100.00
18	北京首创基础设施投资有限责任公司	2	100.00
19	北京京放经济发展公司	2	100.00
20	北京华宇物业发展公司	2	100.00
21	北京首创恒融投资发展有限公司	2	100.00
22	首创华星国际投资有限公司	2	100.00
23	首创环境控股有限公司	4	66.91
24	首创钜大有限公司	4	74.94

注：表中为公司纳入合并范围的二级及二级以下上市公司。

组织架构



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）	2019	2020	2021
现金及现金等价物	15.40	27.62	16.83
贸易应收款	13.02	15.00	16.39
存货	0.86	1.15	0.66
其他无形资产	27.02	32.76	49.24
物业、厂房及设备（固定资产净值）	22.73	26.04	24.39
商誉	20.86	21.17	19.42
特许经营权金融资产	22.30	52.61	69.28
总资产	186.36	240.59	261.73
短期债务	12.79	58.75	40.35
长期债务	93.71	71.53	100.11
总债务	106.50	130.28	140.47
总负债	133.95	168.70	184.57
权益总额	52.41	71.89	77.17
除税前溢利（利润总额）	6.34	7.77	8.61
年内溢利（净利润）	4.26	4.96	5.73
收益（营业总收入）	59.38	76.47	79.03
EBIT	10.55	13.32	14.41
EBITDA	14.30	17.86	19.54
经营活动所得现金流量净额（经营活动净现金流）	-7.07	1.25	-4.45
投资活动所用现金流量净额（投资活动净现金流）	-10.43	-19.78	-13.27
融资活动所用现金流量净额（筹资活动净现金流）	9.42	29.89	7.65
财务指标	2019	2020	2021
资产负债率（%）	71.88	70.12	70.52
总资本化比率（%）	67.02	64.44	64.54
长期资本化比率（%）	64.13	49.87	56.47
流动比率（X）	1.52	0.71	0.87
总债务/EBITDA（X）	7.45	7.29	7.19
EBITDA 利息倍数（X）	3.10	2.81	2.97
营业毛利率（%）	26.40	25.30	30.34
总资产收益率（%）	6.29	6.24	5.74
经营业务所得现金净额利息倍数（X）	-1.53	0.20	-0.68
经营业务所得现金净额/总债务（X）	-0.07	0.01	-0.03

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)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	4,182,755.10	5,821,205.38	5,401,605.25	4,228,725.89
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	45,518.29	88,319.98	1,336,857.22	1,975,166.39
应收账款净额	1,017,967.84	760,707.60	827,875.00	936,025.16
其他应收款	2,619,405.76	2,120,554.76	2,277,347.48	2,485,429.08
存货净额	10,136,749.34	11,628,902.57	11,871,409.78	12,118,548.95
可供出售金融资产	349,581.23	339,308.92	0.00	0.00
长期股权投资	1,253,060.92	1,434,338.73	1,598,023.08	1,605,212.34
固定资产	2,375,367.02	2,574,370.76	2,645,045.83	2,601,788.21
在建工程	2,329,034.92	432,324.94	326,066.76	345,008.11
无形资产	3,723,837.07	4,353,296.32	5,914,968.13	5,940,674.97
总资产	35,848,259.17	40,912,774.11	42,347,271.01	42,553,211.70
其他应付款	1,874,004.18	1,788,020.91	2,081,847.48	1,971,601.21
短期债务	3,905,795.49	5,837,048.65	4,214,375.15	3,745,733.98
长期债务	13,232,081.97	12,957,266.59	16,253,767.69	16,872,952.24
总债务	17,137,877.46	18,794,315.25	20,468,142.84	20,618,686.22
净债务	12,955,122.36	12,973,109.87	15,066,537.59	16,389,960.33
总负债	26,777,880.74	30,526,454.64	33,501,366.89	33,523,427.05
费用化利息支出	594,377.70	580,190.07	544,753.29	84,601.16
资本化利息支出	276,778.81	348,102.42	414,078.22	--
实收资本	456,807.75	466,807.75	531,807.75	531,807.75
少数股东权益	6,603,190.36	7,713,788.52	6,378,322.43	6,449,113.13
所有者权益合计	9,070,378.43	10,386,319.47	8,845,904.12	9,029,784.65
营业总收入	4,745,879.84	5,270,094.38	6,414,276.58	984,624.83
三费前利润	1,139,852.98	1,134,446.96	1,219,052.84	195,513.19
营业利润	744,189.39	611,365.82	707,800.11	40,377.93
投资收益	470,630.35	325,341.54	380,698.12	44,681.11
营业外收入	18,853.39	10,528.99	27,860.61	52,881.09
净利润	514,744.38	392,877.07	240,095.56	48,533.63
EBIT	1,348,034.76	1,196,074.68	1,260,071.18	175,807.48
EBITDA	1,708,336.28	1,628,290.97	1,785,664.78	--
销售商品、提供劳务收到的现金	5,029,053.65	5,260,772.42	6,412,450.29	1,028,727.29
收到其他与经营活动有关的现金	686,174.92	917,136.83	1,023,060.43	388,739.58
购买商品、接受劳务支付的现金	3,549,397.51	3,049,357.37	3,117,999.38	945,756.64
支付其他与经营活动有关的现金	515,525.66	727,401.22	650,538.04	758,471.37
吸收投资收到的现金	1,828,397.32	1,435,504.21	1,024,968.47	347,310.01
资本支出	1,530,777.39	1,581,981.28	1,201,481.38	384,743.51
经营活动产生现金净流量	610,979.59	1,467,673.60	2,458,832.56	-438,961.81
投资活动产生现金净流量	-1,574,919.92	-1,525,265.07	-1,840,069.95	-524,144.73
筹资活动产生现金净流量	1,085,433.02	1,898,585.09	-1,241,360.82	-194,275.40
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	29.13	24.26	21.03	21.83
期间费用率(%)	25.65	21.43	18.70	28.04
总资产收益率(%)	3.93	3.12	3.02	--
流动比率(X)	1.74	1.48	1.55	1.62
速动比率(X)	0.93	0.76	0.80	0.83
资产负债率(%)	74.70	74.61	79.11	78.78
总资本化比率(%)	65.39	64.41	69.82	69.54
长短期债务比(X)	0.30	0.45	0.26	0.22
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.08	0.12	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.16	0.25	0.58	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.70	1.58	2.56	-5.19
总债务/EBITDA(X)	10.03	11.54	11.46	--
EBITDA/短期债务(X)	0.44	0.28	0.42	--
货币资金/短期债务(X)	1.07	1.00	1.28	1.13
EBITDA 利息倍数(X)	1.96	1.75	1.86	--

注：1、公司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、租赁负债、长期应付款科目中的有息部分调整至债务口径，并对此前年度部分债务和利息数据进行修正，故与以前出具评级报告略有差异；3、公司 2022 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。

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	=计息银行及其他借款（流动负债）+应付票据（流动负债）+租赁负债（流动负债）+其他债务调整项
	长期债务	=计息银行及其他借款（非流动负债）+应付票据（非流动负债）+公司债券+租赁负债（非流动负债）+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）	=除税前溢利+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。