



北京首创生态环保集团股份有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0467 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 4 日

本次跟踪发行人及评级结果 北京首创生态环保集团股份有限公司 **AAA/稳定**

本次跟踪债项及评级结果 “20 首创 01”、“20 首创 02”、“21 环保债”、“21 首创生态 MTN001”、“21 首创 MTN002”、“21 首创生态 MTN003”、“22 环保 Y1”、“22 环 **AAA** 保 Y2”、“22 环保 Y3”、“22 环保 Y4”、“22 环 保 Y5”、“23 环保 Y1”、“23 环保 Y4”

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。

评级观点 本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于北京首创生态环保集团股份有限公司（以下简称“首创环保”或“公司”）水务板块行业地位突出，产业链较为完整，盈利可持续性增强及畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持；同时，中诚信国际也关注到公司有息债务规模较高、在建项目尚需投资规模较大、综合水治理项目回款周期较长等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

评级展望 中诚信国际认为，北京首创生态环保集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素 **可能触发评级上调因素：**不适用。
可能触发评级下调因素：公司运营范围或运营项目大幅减少，对子公司管控能力显著弱化；财务杠杆率大幅提升，融资环境恶化，导致流动性紧张；盈利能力出现明显下滑等。

正 面	
■	公司供水及污水处理能力处于行业前列，行业地位突出
■	公司主营业务覆盖供水、污水处理、固废处理、大气综合治理服务等，产业链完整，行业协同效应较强
■	随着项目逐步转商运，叠加较强的运营管理能力，跟踪期内运营类收入保持增长态势，盈利可持续性增强
■	公司债权融资成本优于同业，作为上市公司亦拥有畅通的股权融资渠道，为债务接续提供了良好保障
关 注	
■	公司有息债务规模较高，且在建项目尚需投资规模较大，债务率控制有待加强
■	公司综合水治理项目多以PPP模式开展，回款周期较长，对公司资金形成一定占用

项目负责人：李转波 zhbli@ccxi.com.cn
项目组成员：柯 维 wke@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(027)87339288

财务概况

首创环保（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3
资产总计（亿元）	1,072.31	1,048.83	1,093.59	1,106.46
所有者权益合计（亿元）	382.26	384.99	383.75	387.92
负债合计（亿元）	690.05	663.84	709.84	718.54
总债务（亿元）	580.40	546.40	607.45	633.77
营业总收入（亿元）	222.33	221.57	213.19	43.53
净利润（亿元）	26.02	43.75	20.86	4.78
EBITDA（亿元）	68.84	66.57	76.69	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	31.45	30.24	34.22	0.65
营业毛利率（%）	30.82	32.79	32.20	33.70
总资产收益率（%）	3.84	3.67	4.07	--
资产负债率（%）	64.35	63.29	64.91	64.94
总资本化比率（%）	67.28	64.63	68.16	68.76
总债务/EBITDA（X）	8.43	8.21	7.92	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.90	2.61	3.40	--
FFO/总债务（X）	0.07	0.08	0.09	--

注：1、中诚信国际基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年~2022 年财务报告、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 年财务报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理，各期数据均为期末数。

2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

同行业比较（2023 年数据）

公司名称	设计处理能力（万立方米/日）	年实际处理量（亿立方米）	水务业务收入（亿元）	总资产（亿元）	营业总收入（亿元）	总资本化比率（%）	总资产收益率（%）	EBITDA 利息保障倍数（X）	FFO/总债务（X）
首创环保	2,694.66	44.40	108.15	1,093.59	213.19	68.16	4.07	3.40	0.09
上实环境	1,209.43	33.51	50.42	426.08	75.73	57.04	5.36	3.21	0.08

中诚信国际认为，首创环保水务处理能力 & 处理量领先同业，资产规模和盈利能力处于行业内较高水平，但杠杆水平较高，偿债指标表现尚可。

注：1、“上实环境”为“上海实业环境控股有限公司”简称，上实环境的水务业务收入包含污水及污泥处理业务和供水业务；2、首创环保设计处理能力含控股、参股及在建产能。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 首创 01	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	10/10	2020/03/06~2025/03/06	--
20 首创 02	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	10/10	2020/05/19~2025/05/19	--
21 环保债	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	10/10	2021/08/30~2026/08/30	--
21 首创生态 MTN001	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	10/10	2021/10/22~2024/10/22 (3+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回；破产清算时的清偿顺序劣后于公司其他债务融资工具
21 首创 MTN002	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	10/10	2021/11/09~2024/11/09 (3+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回；破产清算时的清偿顺序劣后于公司其他债务融资工具
21 首创生态 MTN003	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	10/10	2021/11/17~2024/11/17 (3+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回；破产清算时的清偿顺序劣后于公司其他债务融资工具
22 环保 Y1	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	5/5	2022/08/02~2025/08/02 (3+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回；破产清算时的清偿顺序劣

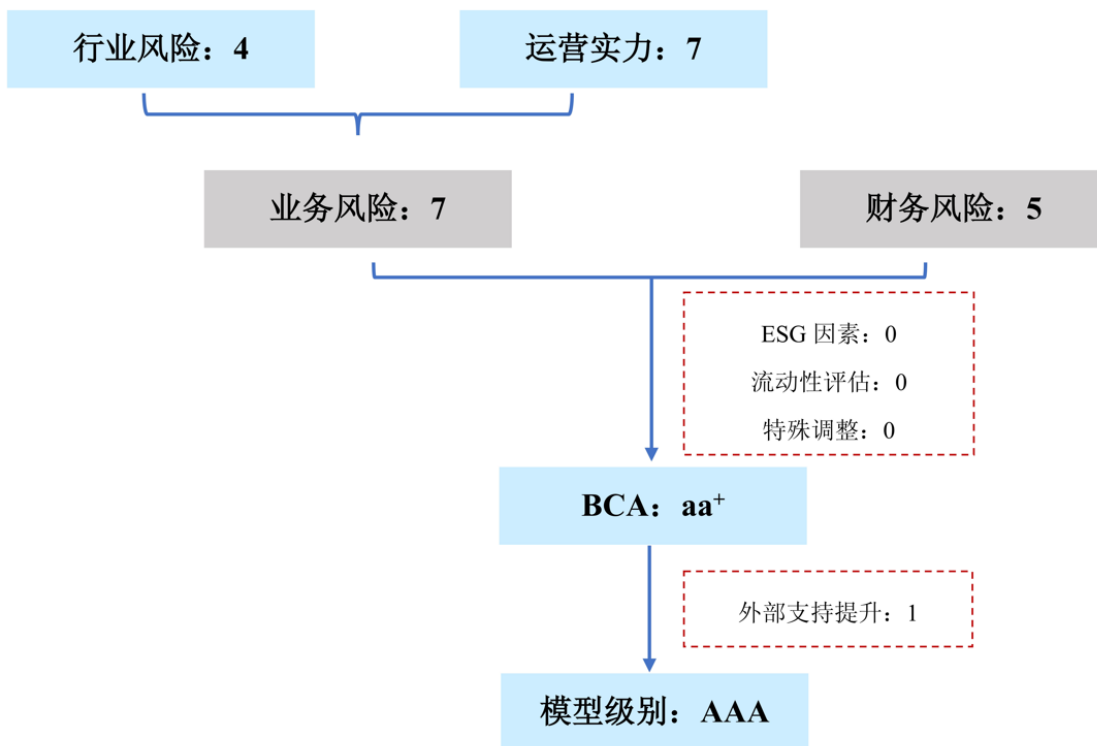
22 环保 Y2	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	5/5	2022/08/02~2027/08/02 (5+N)	后于公司普通债务 续期选择权、票面利率选择权、 赎回；破产清算时的清偿顺序劣 后于公司普通债务
22 环保 Y3	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	10/10	2022/10/24~2025/10/24 (3+N)	后于公司普通债务 续期选择权、票面利率选择权、 赎回；破产清算时的清偿顺序劣 后于公司普通债务
22 环保 Y4	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	6/6	2022/10/24~2027/10/24 (5+N)	后于公司普通债务 续期选择权、票面利率选择权、 赎回；破产清算时的清偿顺序劣 后于公司普通债务
22 环保 Y5	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	20/20	2022/11/28~2025/11/28 (3+N)	后于公司普通债务 续期选择权、票面利率选择权、 赎回；破产清算时的清偿顺序劣 后于公司普通债务
23 环保 Y1	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	14/14	2023/02/24~2025/02/24 (2+N)	后于公司普通债务 续期选择权、票面利率选择权、 赎回；破产清算时的清偿顺序劣 后于公司普通债务
23 环保 Y4	AAA	AAA	2023/11/15 至本报告出具日	10/10	2023/11/23~2026/11/23 (3+N)	后于公司普通债务 续期选择权、票面利率选择权、 赎回；破产清算时的清偿顺序劣 后于公司普通债务

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
首创环保	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/11/15 至本报告出具日

● 评级模型

北京首创生态环保集团股份有限公司评级模型打分(C160300_2024_05_2024_01)



注:

个体信用状况 (BCA): 中诚信国际认为, 受总资产收益率和 EBITDA 利息覆盖倍数指标提升影响, 公司个体信用状况由 aa 调整至 aa⁺。

外部支持: 公司控股股东区域定位高且实力雄厚, 对公司的支持能力和支持意愿很强; 此外, 公司运营项目可得到所在地方政府的一定支持。受个体信用状况的支撑, 外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际水务行业评级方法与模型 C160300_2024_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，供水行业整体处于成熟期，用水效率和效益持续提升。污水处理行业快速发展，但现状与实现高质量发展目标还存在差距。我国水价处于较低水平且各地差异较大，2024 年自来水价格上调周期有望全国展开。垃圾焚烧发电行业目前产能过剩垃圾量不足问题凸显，行业内企业不断提高运营效能以及拓展其他业务，逐步向城市综合运营商转变，县域垃圾焚烧项目是国家政策关注重点。

水务行业

我国水资源以地表水为主，水资源总量丰富，但人均水资源量不足且区域分布不均衡；2023 年地表水质污染有所减轻，但北方区域水质较南方仍差。国家颁布治理监管措施和水安全保障规划，促进国家水资源保障能力提升。全国用水总量持续增加，用水效率进一步提升，用水结构不断优化。供水行业整体处于成熟期，节水政策支持下，提质增效降低漏损率以及推行智慧水务，将进一步提升用水效率和效益。在国家环保政策带动下，污水处理行业快速发展。目前农村乡镇污水处理率较低，污水资源化利用水平偏低、污泥无害化处置不规范、现行水质标准不高等问题与实现高质量发展还存在差距。2023 年相关政策颁布将进一步提升我国污水处理设施的保障能力和服务水平，也进一步推动农村污水市场空间的释放，未来污水及相伴生的污泥处理、黑臭水体治理将为污水处理企业带来机遇。我国水价处于较低水平且各地差异较大，水价价格杠杆促进节水作用尚不充分，预计 2024 年自来水价格上调周期有望全国展开。污水处理费用征收水平较低无法覆盖污水处理成本，污水处理厂存在收不抵支的情况。“十四五”期间，随着进一步落实价格机制改革，顺价后相关企业盈利能力有望提升。

详见《中国水务行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10915?type=1>

环保行业

我国环保产业格局基本形成，以固体废物处理、大气治理和水环境综合治理等领域为主；“十四五”期间，在碳达峰碳中和背景下，各地成立省级环保集团解决环境治理问题。我国垃圾焚烧发电行业目前产能过剩垃圾量不足问题凸显，行业内企业不断提高运营效能以及拓展其他业务，逐步向城市综合运营商转变，县域垃圾焚烧项目是国家政策关注重点。2023 年，垃圾焚烧发电市场扩张增速放缓，垃圾处理平均单价上涨明显，“焚烧下县”信号已释放；未来城市生活垃圾处理能力和行业集中度或进一步提高，农村市场可期。受行业产能过剩及上游产废“减量化”影响，危险废物处置行业内竞争持续加剧，行业内企业盈利空间大幅收窄，低价中标、提高运营效率降低综合成本是主流，行业尚处于寒冬，行业调整尚需时间。电力行业大气污染治理成果显著，发展较为成熟，非电领域成为大气污染治理行业新的增长点，但市场竞争激烈，盈利空间不及之前。

详见《中国环保运营行业展望，2024 年1月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10917?type=1>

中诚信国际认为，首创环保业务布局以城镇水务运营为核心，兼营水环境综合治理、固废处理及大气综合治理等板块，产业链较完整，行业地位突出，运营管理能力领先，2023 年以来主营业务发展势头良好，综合运营实力很强。

2023 年以来公司产权结构和合并范围无较大变化，战略方向仍聚焦“水、固、气、能”。

跟踪期内公司股权结构及合并范围无重大变化。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本及股本均为 73.41 亿元。首创集团对公司持股 46.37%，为公司控股股东，其余股东持股比例较低且分散。北京市人民政府为公司实际控制人。跟踪期内，公司董事会¹、监事会完成换届，2 名董事和 4 名独立董事、监事会主席及 1 名监事、董事会秘书发生变更，两会一层变动对公司经营无重大影响。

发展战略方面，公司在“值得信赖的环境可持续发展引领者”愿景指引下，以客户需求为牵引，形成进、退、守、试策略及新发展路径，致力于在城市环境、市政公用、企业环保节能等领域为客户提供高效、绿色、智慧的“水、固、气、能”综合解决方案。

公司是国内水务行业规模最大、运营管理能力领先、产业链拓展最为完善的企业之一，在行业内具有很强的影响力。跟踪期内供水产能保持近百万吨增速，污水处理产能则相对稳定，城镇水务运营业务整体稳中有升。

公司是国内水务行业规模最大、运营管理能力领先、产业链拓展最为完善的企业之一，拥有二十余年发展积累的技术与运营优势，在行业内具有很强的影响力。截至 2024 年 3 月末，公司参控股供水项目共 58 个，供水能力达 1,232.05 万吨/日；参控股污水处理项目 221 个，污水处理能力达 1,463.25 万吨/日。区域布局方面，公司在全国 28 个省、自治区和直辖市的超百个城市拥有水务项目，在经济发达地区的市场份额较大，外部经营环境良好。项目管理方面，公司按照“集团-事业群-项目公司”三级管理模式构建了扁平化的管理架构，通过业务条线事业群对各地项目公司实施较为标准化的强管控模式。

跟踪期内，公司城镇水务运营业务整体稳中有升。供水方面，新增定州首创水务、枞阳首创等项目带动当期供水量进一步增长，整体产销差率同比下降 1.25 个百分点，供水价格整体提价幅度较小；2023 年公司实现供水收入 43.71 亿元，同比增长 1.23%。污水方面，当期公司污水处理量及结算量小幅稳步提升，实现 10 个污水项目处理价格调升；2023 年公司实现污水处理收入 64.44 亿元，同比增长 6.14%。同时，随着公司运营经验的积累以及品牌认知度的提高，委托运营等轻资产模式也成为公司业务拓展的新路径。

表 1：近年公司城镇水务运营业务情况

供水业务	2021	2022	2023	2024.1-3
设计供水能力（万吨/日）	1,028.23	1,112.12	1,231.91	1,232.05
其中：控股设计供水能力（万吨/日）	1,013.23	1,045.12	1,108.92	1,108.92
供水量（亿吨）	14.22	15.28	16.12	3.98
售水量（亿吨）	12.66	13.69	14.45	3.51

¹ 公司董事会目前由 11 名董事组成，其中独立董事 4 名。

产销差率(%)	13.15	14.39	13.14	-
污水业务	2021	2022	2023	2024.1~3
设计污水处理能力(万吨/日)	1,471.40	1,453.85	1,462.75	1,463.25
其中:控股设计污水处理能力(万吨/日)	1,338.63	1,260.85	1,287.35	1,287.35
污水处理量(亿吨)	26.15	27.27	27.91	6.88
污水结算量(亿吨)	27.97	29.94	29.95	7.48

注:公司设计处理能力含参股企业数据以及委托运营项目数据,处理量为控股企业数据以及委托运营项目数据。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

当前公司城镇水务板块仍处于持续扩张阶段,近年来保持一定规模资本支出;截至 2024 年 3 月末,公司城镇水务主要在建项目总投资 37.80 亿元,已投资 14.01 亿元。但随着市场优质增量项目减少,后期投资力度或将减小。

跟踪期内,公司环保运营综合实力进一步增强,综合水治理业务和固废处理业务由大规模建设期逐步进入运营期,运营收入不断提升,大气综合治理业务发展态势良好;但综合水治理业务前期投资规模较大,后期回款有待持续关注。

表 2:近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

业务板块	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
城镇水务运营	89.13	37.36	103.90	36.73	108.15	38.31	25.76	36.44
城镇水务建造	32.19	19.52	21.15	15.84	31.52	13.04	3.01	10.04
水环境综合治理	21.11	31.71	18.10	36.53	16.56	33.70	2.28	44.69
固废处理	76.87	26.62	68.97	31.78	46.14	32.94	10.55	36.18
大气综合治理服务	--	--	8.21	32.48	10.62	29.45	1.89	18.83
快速路	3.03	58.42	1.24	-4.07	0.19	-433.30	0.04	-482.21
合计	222.33	30.82	221.57	32.79	213.19	32.20	43.53	33.70

资料来源:公司提供

综合水治理业务存量项目多以 PPP 模式开展,包括农污项目、海绵城市、河道治理、污水处理、供水等“厂网河湖岸”一体化项目,以可用性付费为主,回收期 20~30 年。目前公司 PPP 综合水治理在手项目 29 个,其中 10 个已整体转固进入稳定运营期;截至 2024 年 3 月末,公司主要在建 PPP 综合水治理项目总投资 119.54 亿元,已投资 73.50 亿元,剩余投资压力可控;随项目逐步进入运营期,运营收入有所增长,但回款周期较长,后期回款有待持续关注;2023 年实现运营收入 8.38 亿元,运营收入同比增长 43.49%,当期运营回款 7.70 亿元。

城镇水务建造业务主要服务于集团内重资产投资项目,目前以集团内订单为主,随轻资产运营战略转变,亦积极拓展外部项目。受集团内项目投资变化及市场竞争加剧影响,近年来公司城镇水务建造合同额呈波动下降态势,且毛利率水平呈逐年下滑趋势,后续业务拓展和盈利变化情况有待持续关注。

固废处理业务的运营主体主要为首创环境控股有限公司(简称“首创环境”,03989.HK)、新加坡 ECO 公司和湖南首创投资有限责任公司。其中首创环境连续多年被评为中国固废十大影响力企业,拥有 68 个垃圾处理项目,垃圾焚烧发电处理能力为 19,270 吨/日。2023 年公司固废处理收入同比大幅下降主要系建造业务规模减小及出售新西兰资产等因素影响,但随着垃圾焚烧项目投

运、新拓展较多垃圾环卫项目和土壤修复项目，运营收入大幅增长，该板块盈利结构更加稳健，毛利率水平逐年上升。

2022 年公司合并北京首创大气环境科技股份有限公司新增大气综合治理业务，经营环保产品生产、工业综合防治服务和市政综合防治服务等，跟踪期内大气综合治理板块落地 2 个大气污染防治服务项目，发展态势良好。

快速路业务因自 2022 年 6 月起收费标准下调出现亏损，目前公司正在与北京市交通主管机构协商相关补偿措施。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内随综合水治理项目和固废项目逐步投运，以及运营项目拓展，公司收入结构中建造收入有所下降，运营类收入占比提升，盈利能力保持在行业前列；财务杠杆处于较高水平，债务期限结构较优；经营现金流水平良好，可凭借其较好的内部流动性及较强的外部融资能力实现到期债务续接；但应收账款规模逐年增长，需关注后续收回情况。

盈利能力

跟踪期内随综合水治理项目和固废项目逐步投运，以及运营项目拓展，公司收入结构中建造收入有所下降，运营类收入占比提升；同时，受出售新西兰项目影响，当期营业总收入小幅下降，毛利率水平有所提升。公司利润总额主要来自经营性业务利润，当期毛利润同比略有下降，但受益于财务费用与管理费用显著下降，经营性业务利润仍有较大幅度增长，剔除非经常性损益影响，2023 年 EBITDA 同比增长 14%，总资产收益率提升至较高水平，整体盈利能力处于行业前列。

资产质量

公司于 2022 年处置新西兰项目并偿还债务使得当期资产和负债规模有所下降，2023 年以来资产和负债随业务规模扩大恢复增长。资产构成主要包括以城镇水务、垃圾处理等各类特许经营权为主的无形资产、以 PPP 项目为主的其他非流动资产和应收账款等，跟踪期内受地方财支付能力下降等因素影响应收款项继续增加，需关注后续收回情况。负债主要由应付账款和有息债务构成，跟踪期内随着在建项目推进，总债务恢复上升趋势，主要由银行贷款、公开发行债券等构成，债务期限结构较优。权益结构方面，近年来公司归母所有者权益随经营积累持续提升；公司水务项目整体控股比例较高，少数股东权益占比较低。受债务规模增长影响，公司财务杠杆水平回升至较高水平。

现金流及偿债情况

公司经营现金流水平良好，近年 PPP 项目投资支出²逐步减少以及 2022 年受京通快速路收费政策调整高速费回款减少，而水务运营业务和 EPC 外部工程增多，公司经营净现金流整体保持小幅增长态势。2022 年处置新西兰项目因素影响投资活动现金流大幅流入，2023 年公司仍保

² 公司自 2021 年起公司执行《企业会计准则解释第 14 号》，将确认为金融资产的在建 PPP 项目建造期间发生的建造支出，作为经营活动现金流量进行列示。

持一定规模的资本开支，筹资活动净现金流小幅流入以补足建设资金。2023 年，公司利息支出规模有所减少，EBITDA 随经营性业务利润同步增长，EBITDA 对债务本息的覆盖能力均有提升，FFO/总债务亦有所提升，偿债指标整体表现有所优化。公司融资条件优于同业，2023 年实现了 126 个存量项目贷款利率的下调，可凭借其较好的内部流动性及较强的外部融资能力实现到期债务续接。截至 2024 年 3 月末，公司本部共获得银行授信额度 452.67 亿元，其中尚未使用额度为 355.48 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，公司采用资金集中管理模式，对子公司资金实施归集。2024 年 1 月公司成立了财务共享中心，逐步实施标准化财务管理模式。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3
经营性业务利润	26.09	25.66	31.38	6.59
投资收益	8.68	29.31	0.35	-0.07
净利润	26.02	43.75	20.86	4.78
EBITDA	68.84	66.57	76.69	--
总资产收益率	3.84	3.67	4.07	--
货币资金	82.37	60.80	53.36	56.47
应收账款	59.04	101.60	120.45	130.79
无形资产	489.70	487.67	492.23	489.68
其他非流动资产	191.69	185.00	196.65	194.34
资产总计	1,072.31	1,048.83	1,093.59	1,106.46
应付账款	117.37	125.22	122.08	108.53
总债务	580.40	546.40	607.45	633.77
短期债务/总债务	18.85	18.97	17.22	18.56
负债合计	690.05	663.84	709.84	718.54
所有者权益合计	382.26	384.99	383.75	387.92
少数股东权益	108.29	111.76	92.73	93.99
资产负债率	64.35	63.29	64.91	64.94
总资本化比率	67.28	64.63	68.16	68.76
经营活动产生的现金流量净额	31.45	30.24	34.22	0.65
投资活动产生的现金流量净额	-64.41	22.74	-49.76	-18.02
筹资活动产生的现金流量净额	26.61	-75.48	5.30	21.72
EBITDA 利息保障倍数	2.90	2.61	3.40	--
FFO/总债务	0.07	0.08	0.09	--
总债务/EBITDA	8.43	8.21	7.92	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项

截至 2023 年末，公司受限货币资金为 4.22 亿元，占总资产 0.39%，系各类保证金以及其他冻结款项，此外公司因抵质押形成的融资余额合计为 330.58 亿元，占总资产 30.23%。

截至 2024 年 3 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼，无对外担保情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 4 月，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。

假设与预测³

假设

——2024 年，首创环保水务处理能力与处理量维持行业领先地位，城镇水务运营板块稳步增长，综合水治理业务、固废处理业务以及大气综合治理业务整体运营收入呈增长趋势，但建造收入进一步收缩，公司总收入和利润水平与上年持平，经营获现水平稳定向好。

——2024 年，首创环保在建项目投资规模预计在 50~60 亿元，主要投向城镇水务板块与综合水治理板块。

预测

表 4：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 预测
总资本化比率(%)	64.63	68.16	68.0~70.0
总债务/EBITDA(X)	8.21	7.92	7.9~8.2

注：总资本化比率将永续债计入总债务计算。

调整项

ESG⁴表现方面，首创环保在环境管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好，并积极履行社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，ESG 表现处于行业较优水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。

流动性评估方面，首创环保经营现金流水平良好，未使用授信额度充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，旗下的首创环境亦具备在香港资本市场融资能力，财务弹性较好。此外，公司债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。公司资金流出主要用于债务还本付息及项目建设投资，资金平衡情况良好，未来一年流动性来源能够覆盖流动需求。

外部支持

公司控股股东区域定位高且实力雄厚，对公司的支持能力和支持意愿很强；此外，公司运营项目可得到所在地区政府的一定支持。

公司控股股东首创集团系北京市人民政府下属的大型投资控股企业，承担着对授权范围内的国有资产进行经营管理的职责，地位突出，竞争实力很强。截至 2024 年 3 月末，首创集团合并报表资产总额达到 4,006.34 亿元，所有者权益合计 890.89 亿元；2023 年实现营业总收入 575.40 亿元，净利润达 30.35 亿元。公司作为首创集团旗下最重要的子公司之一，其对公司的支持能力和支持意愿很强，在资本补充、业务拓展等方面得到了股东的大力支持。此外，公司城镇水务业务、

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见或其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

⁴中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

水环境综合治理业务、垃圾处理业务具有较强的基础民生属性，可在项目运营地区享受一定政府补助与优惠政策。

跟踪债券信用分析

“20 首创 01”发行金额 10 亿元，募集资金在扣除相关发行费用后拟用于补充营运资金，其中不低于 10%用于湖北、浙江、安徽、河南、广东等疫情严重地区供水、污水处理、生活垃圾处理等消杀药剂、防护等支出。截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

“20 首创 02”发行金额 10 亿元，募集资金在扣除相关发行费用后拟用于补充营运资金。截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

“21 环保债”发行金额 10 亿元，募集资金在扣除相关发行费用后拟用于补充营运资金及置换存量有息债务。截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

“22 环保 Y1”发行金额 5 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于补充营运资金及置换存量有息负债，偿付顺序方面，该期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

“22 环保 Y2”发行金额 5 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于补充营运资金及置换存量有息负债，偿付顺序方面，该期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

“22 环保 Y3”发行金额 10 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于补充营运资金及置换存量有息负债，偿付顺序方面，该期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

“22 环保 Y4”发行金额 6 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于补充营运资金及置换存量有息负债，偿付顺序方面，该期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

“22 环保 Y5”发行金额 20 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于补充营运资金及置换存量有息负债，偿付顺序方面，该期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

“23 环保 Y1”发行金额 14 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于补充营运资金及置换存量有息负债，偿付顺序方面，该期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

“23 环保 Y4”发行金额 10 亿元，募集资金用于偿还到期公司债券的本金或置换偿还公司债券本金的自有资金，偿付顺序方面，该期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

“21 首创生态 MTN001”、“21 首创 MTN002”、“21 首创生态 MTN003”、“22 环保 Y1”、“22 环

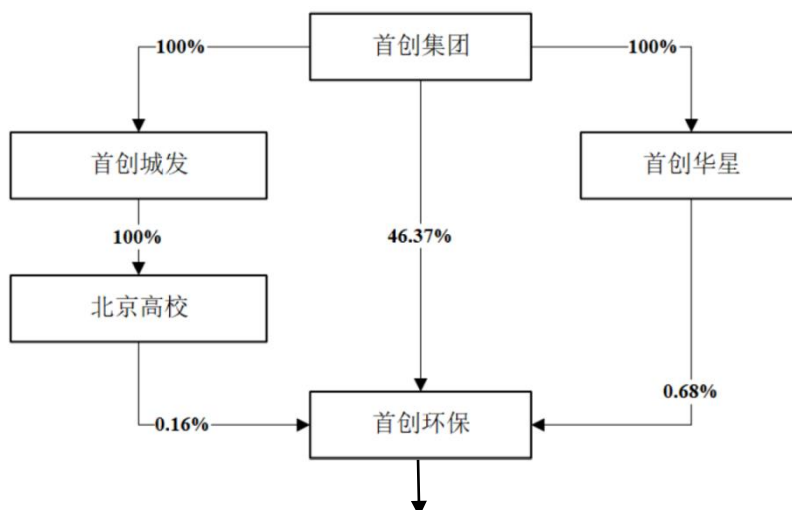
保 Y2”、“22 环保 Y3”、“22 环保 Y4”、“22 环保 Y5”、“23 环保 Y1”、“23 环保 Y4” 设有续期选择权、票面利率选择权、赎回条款，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。其中“21 首创生态 MTN001”、“21 首创 MTN002”、“21 首创生态 MTN003” 将于 2024 年内到期，若公司行使续期选择权则将增加财务费用，若公司选择兑付债券则需筹集还款资金。

“20 首创 01”、“20 首创 02”、“21 环保债”、“21 首创生态 MTN001”、“21 首创 MTN002”、“21 首创生态 MTN003”、“22 环保 Y1”、“22 环保 Y2”、“22 环保 Y3”、“22 环保 Y4”、“22 环保 Y5”、“23 环保 Y1”、“23 环保 Y4” 均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内公司业绩稳中有升，融资渠道通畅，融资成本优于同业，为债务接续提供了良好保障，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。

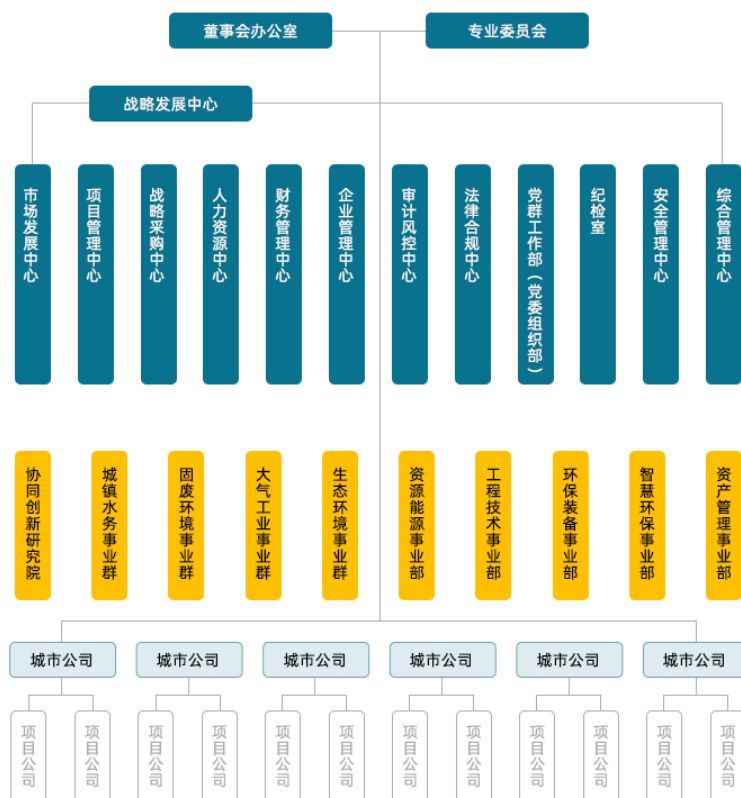
评级结论

综上所述，中诚信国际维持北京首创生态环保集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 首创 01”、“20 首创 02”、“21 环保债”、“21 首创生态 MTN001”、“21 首创 MTN002”、“21 首创生态 MTN003”、“22 环保 Y1”、“22 环保 Y2”、“22 环保 Y3”、“22 环保 Y4”、“22 环保 Y5”、“23 环保 Y1”、“23 环保 Y4” 的信用等级为 **AAA**。

附一：北京首创生态环保集团股份有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2024 年 3 月末)



全称	持股比例	总资产（亿元）	净资产（亿元）	净利润（亿元）
首创（香港）有限公司	100.00%	206.73	56.73	2.37
四川青石建设有限公司	100.00%	65.79	5.82	2.99
首创顶峰环保投资有限公司	60.00%	39.98	18.35	1.27
湖南首创投资有限责任公司	100.00%	40.18	16.00	0.25
北京首创大气环境科技股份有限公司	100.00%	29.78	8.51	1.36



资料来源：公司提供

附二：北京首创生态环保集团股份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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	823,655.97	607,993.31	533,630.06	564,697.81
应收账款	590,389.55	1,016,010.03	1,204,472.91	1,307,885.03
其他应收款	81,629.60	120,713.07	131,013.21	110,992.38
存货	122,030.78	135,107.27	128,017.54	131,620.06
长期投资	191,641.62	176,928.15	176,740.29	175,349.32
固定资产	740,652.51	617,142.13	639,229.57	674,989.30
在建工程	145,971.45	104,519.91	181,226.75	148,451.81
无形资产	4,896,976.87	4,876,715.92	4,922,284.83	4,896,787.58
资产总计	10,723,105.23	10,488,323.99	10,935,923.72	11,064,607.61
其他应付款	285,631.61	234,412.46	221,889.25	198,667.36
短期债务	1,094,096.77	1,036,627.35	1,046,317.82	1,176,037.30
长期债务	4,709,927.73	4,427,348.72	5,028,154.61	5,161,656.21
总债务	5,804,024.50	5,463,976.06	6,074,472.43	6,337,693.52
净债务	4,995,392.85	4,870,673.61	5,583,002.15	5,802,992.69
负债合计	6,900,476.70	6,638,449.50	7,098,434.60	7,185,364.53
所有者权益合计	3,822,628.53	3,849,874.50	3,837,489.12	3,879,243.08
利息支出	237,426.92	254,746.96	225,726.55	--
营业总收入	2,223,259.30	2,215,732.53	2,131,856.82	435,291.10
经营性业务利润	260,943.42	256,648.02	313,759.17	65,896.90
投资收益	86,806.83	293,101.85	3,528.34	-732.80
净利润	260,199.52	437,455.63	208,649.22	47,783.91
EBIT	411,971.04	389,744.65	436,008.95	--
EBITDA	688,361.84	665,729.41	766,910.97	--
经营活动产生的现金流量净额	314,541.35	302,418.79	342,233.46	6,531.83
投资活动产生的现金流量净额	-644,120.71	227,396.58	-497,633.34	-180,225.75
筹资活动产生的现金流量净额	266,109.53	-754,759.54	52,976.68	217,202.01
财务数据(单位: 万元)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率 (%)	30.82	32.79	32.20	33.70
期间费用率 (%)	18.06	19.81	17.20	18.09
EBIT 利润率 (%)	18.53	17.59	20.45	--
总资产收益率 (%)	3.84	3.67	4.07	--
流动比率 (X)	0.71	0.84	0.91	0.98
速动比率 (X)	0.67	0.79	0.87	0.93
存货周转率 (X)	12.60	11.58	10.99	8.89*
应收账款周转率 (X)	3.77	2.76	1.92	1.39*
资产负债率 (%)	64.35	63.29	64.91	64.94
总资本化比率 (%)	67.28	64.63	68.16	68.76
短期债务/总债务 (%)	18.85	18.97	17.22	18.56
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.01	0.01	0.02	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务 (X)	0.07	0.05	0.12	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	1.32	1.19	1.52	--
总债务/EBITDA (X)	8.43	8.21	7.92	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.63	0.64	0.73	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.90	2.61	3.40	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	1.74	1.53	1.93	--
FFO/总债务 (X)	0.07	0.08	0.09	--

注：2024 年一季度财务报表未经审计。

附三：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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) ×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	现金周转天数	
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn