



北京首创生态环保集团股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续 期公司债券（第二期）信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20223266D-01

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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，未受发行人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发行人进行跟踪评级，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。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。





发行人

北京首创生态环保集团股份有限公司

本期债项评级结果

品种一

品种二

发行要素

本期债券分为两个品种，设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，总计发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元）。品种一期限为 3 年，品种二期限为 5 年，在约定的基础期限期末及每一个周期末，发行人有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；发行人不行使续期选择权则全额到期兑付。每年付息一次，公司可在付息日之前选择利息递延（需遵循递延付息条款）。破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务。募集资金拟用于补充营运资金及置换存量有息负债。

评级观点

中诚信国际肯定了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，经营业绩稳步增长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，中诚信国际关注到公司未来投资规模较大，面临一定投融资压力以及综合水治理项目对资金形成一定占用等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

正面

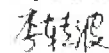
- 随着新增项目投入运营，公司供水及污水处理能力逐年提升，处于行业前列。
- 公司产业链覆盖供水、污水处理、固废处理、大气综合治理服务等，产业链完整，行业协同效应较强。
- 随着业务规模不断扩张，近年来公司收入规模及利润规模继续保持增长，盈利情况良好。
- 公司债权融资方式丰富，作为上市公司，亦拥有畅通的股权融资渠道，为各项资金需求提供了良好保障。

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，投融资压力或将进一步加大。
- 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：肖 瀚 hxiao@ccxi.com.cn

项目组成员：李转波 zhbli@ccxi.com.cn

评级总监：王佳

电话：(027)87339288

● 财务概况

首创环保（合并口径）	2019	2020	2021	2022.6
资产总计（亿元）	798.72	1,005.68	1,072.31	1,090.55
所有者权益合计（亿元）	282.14	353.94	382.26	379.64
负债合计（亿元）	516.58	651.74	690.05	710.91
总债务（亿元）	451.27	534.15	580.40	606.24
营业总收入（亿元）	149.07	192.25	222.33	99.25
净利润（亿元）	10.92	16.02	26.02	12.20
EBIT（亿元）	25.85	35.25	41.20	--
EBITDA（亿元）	43.46	58.37	68.84	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	33.33	44.54	31.45	13.63
营业毛利率（%）	29.62	29.94	30.82	34.99
总资产收益率（%）	3.47	3.91	3.97	--
EBIT 利润率（%）	17.34	18.34	18.53	--
资产负债率（%）	64.68	64.81	64.35	65.19
总资本化比率（%）	71.24	67.78	67.28	68.43
总债务/EBITDA（X）	10.38	9.15	8.43	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.35	2.47	2.90	--
FFO/总债务（X）	0.04	0.06	0.07	0.12

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为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 2019 年~2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年半年度财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、将 2019 年末公司“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算，将各期末“一年内到期的非流动负债”中的无息负债调出短期债务核算，将各期末“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算，将具有资产弃置义务的预计负债纳入长期债务，将永续债纳入长期债务，债务未考虑计入持有待售负债中有息债务的情况；4、公司未提供 2022 年半年度利息支出的情况，相关指标失效。

发行人概况

公司成立于 1999 年 8 月 31 日，由北京首都创业集团有限公司（以下称“首创集团”）作为主发起人，联合北京市国有资产经营公司、北京市综合投资公司、北京旅游集团有限责任公司、北京国际电力开发投资公司共同发起设立。2000 年，公司面向社会公众公开发行 3 亿 A 股并在上海证券交易所上市，股票代码为 600008，2006 年 4 月公司完成股权分置改革。2015 年 1 月，公司非公开发行股票 2.10 亿股，募集资金 20.55 亿元。2016 年 4 月，公司通过年度股东大会决议，以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股，增加股本 24.10 亿股。2018 年 11 月，公司非公开发行股票 8.65 亿股，募集资金 26.90 亿元。2020 年 9 月，公司配售发行 16.55 亿股，募集资金 37.90 亿元。2021 年 6 月，公司更为现名。公司主营业务主要包括供水、污水处理、环保建设及垃圾处理，其中供水及污水处理业务主要由项目所在地子公司负责，环保建设业务亦通过下属多个子公司运作，垃圾处理业务主要通过控股子公司首创（香港）有限公司（以下简称“首创香港”）及湖南首创投资有限责任公司（以下简称“湖南首创”）开展。此外，首创香港下属控股子公司首创环境控股有限公司（以下简称“首创环境”）为上市公司。2022 年 2 月，公司以现金 8.62 亿元控股合并了全国中小企业股份转让系统上市公司北京首创大气环境科技股份有限公司（以下简称“首创大气”），由于合并前后合并双方均受首创集团控制且该控制并非暂时性，故本合并属同一控制下的企业合并，合并日确定为 2022 年 2 月 28 日，公司新增大气综合治理服务业务。2021 年及 2022 年 1~6 月公司实现营业总收入 222.33 亿元和 99.25 亿元。

图 1：2021 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报及半年报，中诚信国际整理

产权结构：截至 2022 年 6 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。

表 1：截至 2022 年 6 月末公司主要子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	2022 年 6 月末		2021 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
首创（香港）有限公司	首创香港	100.00	280.43	33.81	73.65	-0.02
湖南首创投资有限责任公司	湖南首创	74.16	43.39	17.90	6.68	1.39
四川青石建设有限公司	四川青石	100.00	45.24	8.99	37.98	5.66
四川水汇生态环境治理有限公司	四川水汇	39.97	40.23	12.62	1.14	0.23
淮南首创水务有限责任公司	淮南首创	92.22	20.03	5.28	4.09	0.50
河北华冠环保科技有限公司	河北华冠	100.00	30.31	14.30	3.23	0.15
富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	富国 Reits	51.00	17.77	16.47	1.79	0.46

北京首创大气环境科技股份有限公司	首创大气	94.14	22.41	6.30	5.90	0.85
------------------	------	-------	-------	------	------	------

注：1、持股比例为直接持股数，公司对四川水汇生态环境治理有限公司直接持股比例为 39.97%，间接持股比例为 30.01%；2、首创大气持股比例为截至 2022 年 8 月末数据。

本期债券概况

公司本次公司债券注册额度为 60 亿元，本期债券拟发行金额不超过 20 亿元（含 20 亿元），分两个品种，其中品种一基础期限为 3 年；品种二基础期限为 5 年；两个品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制，由发行人与主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨权。在约定的基础期限期末及每一个周期末，发行人有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；发行人不行使续期选择权则全额到期兑付。公司续期选择权的行使不受次数的限制。本期债券首次发行票面利率在首个周期内保持不变。如果公司行使续期选择权，本期债券后续每个周期当期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。

本期债券附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，发行人不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使递延支付利息选择权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

偿付顺序方面，本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务。

本期债券的募集资金将用于补充营运资金及置换存量有息负债。

本期公司债券将计入权益，有助于改善公司债务结构，公司主要业务包括城镇水务运营、城镇水务建造、水环境综合治理、固废处理等及大气综合治理等多个板块，业务覆盖全国，营业收入逐年增长，盈利能力持续增强，此外，公司作为上市公司，保持融资渠道多样性，未使用的银行授信规模较大，为本期公司债券的偿付提供了有力保障。

发行人信用质量分析概述

中诚信国际认为，供水行业整体上已处于成熟期，呈现出缓慢上升、整体平稳的状态，改善水质是行业发展重点；污水处理行业高速发展，管网市场以及村镇污水治理需求等将迎来重大发展机遇期。水务行业中国企业仍占据主导地位，水务建设趋近成熟，投资建设业务逐步放缓，企业运营管理能力成为竞争的关键要素

供水行业

我国水资源具有人均水资源短缺、分布不均匀等特点。2021 年，我国水资源总量为 29,520 亿立方米，相较于 2020 年，下降了 2,085.2 亿立方米，人均水资源量为轻度缺水。我国水资源呈现夏秋多、冬春少、南多北少、东多西少的特点，在宁夏、甘肃、陕西等西北地区，以及河南、山东、山西、河北等中部地区水资源量极为匮乏。我国供水行业整体上已处于成熟期，呈现出缓慢上升、

整体平稳的状态。2021 年全国用水总量为 5,921 亿立方米，较 2020 年增加 108.1 亿立方米，同比增长 1.86%，2021 年中国人均用水量达 419 立方米/人，较 2020 年增加了 7.10 立方米/人，同比增长 1.72%。随着我国城市化进一步推进，居民、工商企事业单位等社会主体的用水需求日益增加，对用水质量亦提出更高要求。我国供水行业发展趋势稳定，市场需求总体保持稳定增长态势。改善用水水质方面，《水污染防治行动计划》和《中华人民共和国水污染防治法》为改善用水水质提供了制度和法律保障。在强有力的法律和措施下，我国水质不断提升。我国水质分为 I~劣 V，其中 I~III 类水质通过加工处理可作为饮用水源。2021 年，3,641 个国家地表水考核断面中，水质优良（I~III 类）断面比例为 84.9%，与 2020 年相比上升 1.5 个百分点；劣 V 类断面比例为 1.2%，均达到 2021 年水质目标要求。

污水处理

污水处理方面，在城市化进程加快的驱动下，我国污水排放总量逐年增加，加上国家环保政策的大力推动，城镇污水处理设施建设力度持续加大，城市生活污水处理成为污水处理行业需求端的主要来源。污水处理行业需求量增速高于同期用水需求增速，产业市场空间不断释放，行业经历了快速建设发展阶段，城市污水处理率也随之不断提高。现阶段城市污水处理率已达到 97% 以上，但我国乡镇污水处理能力依然薄弱，与城市尚有较大差距，存在较大的市场机会。污水处理发展重点在于加快补短板，国家发改委、住建部发布《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》，明确到 2025 年基本消除城市建成区生活污水直排口和收集处理设施空白区，全国城市生活污水集中收集率力争达到 70% 以上，县城污水处理率达到 95% 以上。2022 年 2 月，国务院发布《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》，到 2025 年，新增污水处理能力 2,000 万立方米/日，新增和改造污水收集管网 8 万公里，新建、改建和扩建再生水生产能力不少于 1,500 万立方米/日，新增污泥无害化处理设施规模不少于 2 万吨/日，县城污水处理率达到 95% 以上，地级及以上缺水城市污水资源化利用率超过 25%。《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》提出要推进城镇污水管网全覆盖和农村生活污水治理，相关配套政策也陆续出台。

竞争要素

资本实力、融资能力、运营管理能力和政府资源仍然是决定水务企业竞争实力的关键要素。由于水务行业的公共属性，各地多以地方国有控股水务公司运营当地供排水及水利设施投资等业务，另外由于项目回报率下降和大型项目比重上升对资金成本较高且融资能力较弱的民营企业构成挑战，许多通过水务 PPP 项目激进扩张的民营企业已出现流动性吃紧，不得不寻求国有资本的纾困。经过多年的发展，国有水务企业凭借其资金、资源优势不仅具备较强的异地扩张能力，而且通过水务衍生行业的拓展，逐渐成为全国性的综合服务商。水务企业的核心竞争优势在于其水费收入的稳定性，近年来水务企业跑马圈地，传统的供水和污水处理领域的项目基本布局完毕。环境综合治理项目前期投入大、回款期长，以及其项目资金回笼对地方政府财政实力和支付意愿依赖程度较高，参与环境治理项目程度较高的水务企业存在较高的资金压力。水务板块经过多年快速发展，投资建设业务将逐步放缓，“十四五”规划对于污水处置率和处置质量做出了明确要求，污水提标改造趋势确定，存量项目的提质增效和精细运营将成为行业主题。过去一味追求规模、项目数量的企业将面临巨大考验，而同时管理精细、运营能力强的优质公司将逐渐在后期的激烈

竞争中脱颖而出。

中诚信国际认为，首创环保业务覆盖城镇水务运营、城镇水务建造、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，且主营业务发展势头良好，营业总收入持续快速增长，对企业信用实力提供了有力支撑，但需关注公司在建项目尚需投资规模较大，具有一定的投融资压力，另外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

公司城镇水务运营业务覆盖全国，发展态势良好

公司城镇水务业务主要依托供水和污水处理方面的技术与运营优势，持续发展并巩固城镇供水、城镇污水、村镇污水及污泥处置等传统业务，同时为客户提供城镇水务领域系统解决方案。凭借二十余年的发展积累，公司已经形成全国性布局，在全国 28 个省、自治区和直辖市的超百个城市拥有项目。截至 2022 年 6 月末，公司参控股供水项目和污水处理项目分别为 48 个和 200 个，控股项目中，公司合计供水能力前五大省份分别为安徽、江苏、河北、四川和内蒙古，合计污水处理能力前五大省份分别为山东、安徽、湖南、广东和浙江。

表 2：截至 2022 年 6 月末公司供水能力前五大省份分布情况

序号	所在省份	供水能力（万吨/日）
1	安徽	322.90
2	江苏	152.25
3	河北	129.85
4	四川	128.26
5	内蒙古	101.00
合计	--	834.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：截至 2022 年 6 月末公司污水处理能力前五大省份分布情况

序号	所在省份	污水处理能力（万吨/日）
1	山东	229.21
2	安徽	201.57
3	湖南	180.97
4	广东	91.09
5	浙江	85.49
合计	--	788.32

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司城镇水务运营业务规模处于全国前列，市场地位突出

公司已成为目前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公司之一，水处理能力位居国内水务行业前列，在行业内拥有较强影响力，自 2003 年水务行业举办“水业十大影响力企业”评选活动以来，公司每年均位列十大影响力企业前列。

近年来，公司控股企业的供水量及污水处理量平稳增长，随着在建工程的持续推进，未来公司污水处理能力将进一步提升

公司通过与地方企业共同设立供水公司及收购地方供水企业股权等方式参与多个供水项目。2019~2020 年，随着公司供水项目的增加和原有项目的扩建，公司供水能力（含参股）不断提升。2021 年安徽、江苏、河北供水能力持续增长，同时天津、湘西等地新增供水产能，但受合营公司

转让深圳市水务（集团）有限公司（以下简称“深水集团”）影响，供水能力（含参股）同比有所下降。2019~2021 年，公司控股企业的供水量和售水量亦呈平稳增长趋势，同时，由于公司管理水平的提升，产销差率整体呈逐年降低趋势。2022 年 1~6 月，供水量及售水量保持稳定增长态势，但受疫情及宏观经济影响，产销差率有所上升。

表 4：公司供水业务运营情况

年度	供水能力（万吨/日）	供水量（亿吨）	售水量（亿吨）	产销差率
2019	1,417.01	11.69	9.97	14.85%
2020	1,456.65	12.42	11.14	14.28%
2021	1,028.23	14.22	12.66	13.15%
2022.1~6	1,028.23	7.39	6.51	14.84%

注：公司供水能力含参股企业数据，供水量与售水量为控股企业数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 年 6 月末公司重大在建供水项目（亿元、万吨/日）

项目名称	开工时间	归属地	总投资	已投资	项目处理能力
安徽省铜陵市枞阳县农村自来水并网 PPP 项目	2018/09	安徽省铜陵市	12.78	9.45	13.00
怀宁县城乡供水一体化 EPC+O 项目	2021/08	安徽省怀宁县	14.70	0.55	12.00
合计	--	--	27.48	10.00	25.00

注：因统计口径调整，安徽省铜陵市枞阳县农村自来水并网 PPP 项目已投资数有所调减。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司主要通过 BOT、收购兼并及委托运营等方式逐步开拓污水处理市场，运营主体为各地污水处理项目公司。2019~2020 年，公司污水处理能力不断提升。2021 年，北京、天津、东营、临沂、新乡、青岛、娄底、汕尾、宜宾、仁寿、六盘水、合肥、铜陵等地新增污水产能，但受合营公司转让深水集团影响，污水处理能力（含参股）同比有所下降。近年来，公司控股企业的污水处理量稳步增长。

表 6：近年公司污水业务运营情况

年度	污水处理能力（万吨/日）	污水处理量（亿吨）
2019	1,387.57	19.69
2020	1,591.22	22.69
2021	1,471.40	26.15
2022.1~6	1,490.40	13.20

注：公司处理能力含参股企业数据，处理量为控股企业数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2022 年 6 月末公司主要重大在建污水处理项目（亿元、万吨/日）

项目名称	开工时间	归属地	总投资	已投资	项目处理能力
陕西省铜川市漆水河水环境治理工程项目	2020/07	陕西省	13.36	5.27	9.00
贵州省六盘水市水城县城镇污水处理一体化 PPP 项目	2017/05	贵州省	9.04	3.11	2.27
河南省漯河市舞阳县水务基础设施综合建设 PPP 项目	2018/10	河南省	9.40	4.50	7.00
湖南省湘西自治州龙山县城镇污水处理 PPP 项目	2019/08	湖南省	4.48	4.03	5.30
山东省烟台市套子湾污水处理厂三期 PPP 项目	2021/05	山东省	8.22	1.90	12.00
山东省青岛胶州市水环境治理工程（南片区）项目变更	2021/07	山东省	5.18	1.94	1.57
合计	--	--	49.68	20.75	37.14

注：部分项目已投数根据核算情况有所调减。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，公司供水及污水处理价格稳中有升，城镇水务运营业务收入呈逐年增长态势

公司供水价格主要根据特许经营协议定价，并根据国家和地方政府政策及特许经营权协议申请调

价。公司自来水项目遍布全国，各地水价存在一定差异。分片区来看，2021 年，华北地区平均水价为 2.12 元/吨，华东地区为 1.58 元/吨，中南地区为 3.10 元/吨，西南地区为 1.52 元/吨。公司以测算未来成本提出合理回报为原则，并根据国家和地方政府政策及特许协议申请调价，2021 年，除西南地区平均水价同比下降外，其他地区自来水均价均有所上升。

污水处理价格方面，公司业务遍布全国，各地污水处理价格差异较大。分片区来看，2021 年，华北地区平均水价为 1.94 元/吨，华东地区为 1.47 元/吨，中南地区为 1.33 元/吨，东北地区为 1.81 元/吨，西南地区为 2.23 元/吨，西北地区为 1.29 元/吨。公司主要客户是地方政府，每年污水处理价格按特许经营协议及实际情况有所调整，2021 年龙庆、定州、安阳、恩施、娄底、海宁、务川、郟城、邵阳等地部分存量项目完成污水处理价格调整，除西北地区污水处理价格稍有降低外，其余区域均有所上升。

2019~2021 年及 2022 年 1~6 月，公司城镇水务运营业务收入分别为 54.60 亿元、71.12 亿元、88.10 亿元和 45.49 亿元，整体呈逐年增长态势。

综合水治理业务有利于拓宽产业链布局，但该板块业务多以 PPP 模式开展，回款期长，对公司资金形成一定占用

为适应需求端的变化，公司近年来逐步由传统的单一污水处理业务扩展至区域水综合治理；随着 PPP 模式（政府与社会资本合作）在全国的推广，公司以 PPP 模式进行城市综合水治理的项目逐年增加。其具体模式为公司与当地机构出资代表合作成立项目公司，项目公司与当地机构签订水综合治理协议，确定综合治理的具体内容；在实际执行时，按照明细项目的性质不同，分别确定付费方式。2019~2021 年及 2022 年 1~6 月，综合水治理业务分别确认收入 12.92 亿元、17.86 亿元、16.60 亿元和 4.58 亿元，近年来有所波动。回款方面，2019~2020 年，公司综合水治理 PPP 项目处于建设期，未产生回款。2021 年以来，部分项目的子项目转入商运，2021 年及 2022 年 1~6 月实际回款分别为 1.46 亿元和 3.05 亿元。

截至 2022 年 6 月末，公司主要在建 PPP 综合水治理项目分布在广东、宁夏、江苏、甘肃、福建、四川及安徽等多个省份，项目回款方主要为项目所在地的住建部门或水利部门。截至 2022 年 6 月末，公司综合水治理主要在建项目尚需投资 69.34 亿元，项目投资规模较大，给公司带来一定资本支出压力，此外 PPP 项目回款周期较长，对资金形成一定占用。

表 8：截至 2022 年 6 月末公司主要在建 PPP 综合水治理项目情况（亿元、%）

项目名称	是否 入库	公司持股 比例	合同签订方	建设周期	总投资	资本金占比	已投资
内江市沱江流域水环境综合治理 PPP 项目	是	39.97	内江市住房和城乡建设局	36 个月	66.45	20	32.25
宁夏回族自治区固原市海绵城市建设 PPP 项目	是	80.00	固原市住房和城乡建设局	45 个月	29.88	20	23.52
临澧县安全饮水工程 PPP 项目	是	70.00	临澧县水利局	48 个月	19.41	27	16.22
淮安区黑臭水体综合整治 PPP 项目	是	65.00	淮安区住房和城乡建设局	28 个月	14.80	20	12.48
江苏省宿迁市中心城市西南片区水环境综合整治 PPP 项目	是	89.89	宿迁市住房和城乡建设局	36 个月	26.99	24	3.72
合计	--	--	--	--	157.53	--	88.19

注：1、内江市沱江流域水环境综合治理 PPP 项目，公司系第一大股东，可实际控制该项目。2、上述在建项目有部分子项目转入商运并实现收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

城镇水务建造业务与水务板块业务扩张的关联性较强；受工程施工项目进度影响，近年来收入规模有所波动

公司城镇水务建造业务主要由公司的下属子公司四川青石、首创爱华（天津）市政环境工程有限公司、河南新汇建设工程有限公司等负责开展，具备相关资质包括市政公用工程施工总承包壹级、建筑工程施工总承包壹级、市政行业排水专业甲级资质等。公司城镇水务建造业务主要是为公司水务板块中标的 PPP 及 BOT 项目提供工程建设服务，项目分布于 23 个省、市、自治区，超过 100 个城市。2019~2021 年，公司新签合同数及合同金额波动较大，各期实现收入分别为 30.00 亿元、40.12 亿元和 32.18 亿元。2022 年 1~6 月，受国内新冠肺炎疫情多点散发影响，工程开工放缓，在建项目数量与规模有所下降，同时新签合同数及合同金额亦大幅下降，当期实现收入 6.67 亿元，同比减少 50.15%，需对公司城镇水务建设业务的开展情况保持关注。

表 9：公司城镇水务建造业务情况（个、亿元）

年度	新签合同数	新签合同金额
2019	58	38.51
2020	100	70.87
2021	59	41.94
2022.1~6	3	1.44

注：1、因统计口径变化，2019 及 2020 年新签合同数和新签合同金额有所调整；2、经核查，2021 年新签合同数及新签合同金额有所修正；3、截至 2022 年 6 月末，公司已中标但合同尚在签署过程中的项目有 13 个，涉及合同金额约 30.6 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司固废业务总体经营稳健；近年来，受益于首创环境建设工程项目结转及新增焚烧、清运项目投运，公司固废业务发展较为快速，此外新西兰业务已完成出售，交易款项的回收对公司现金流有所增益，但需关注固废业务板块未来的收入及盈利能力的变化情况

公司积极开拓固废处理业务，通过投资、收购等方式扩大在固废处理行业的影响力。目前，公司固废处理业务的运营主体主要为首创环境及湖南首创。

截至 2022 年 6 月末，公司通过子公司首创香港持有首创环境 45.11% 股份，为其第一大股东。首创环境是香港联交所上市公司（股票代码：03989.HK），当前已形成生活垃圾清扫、收运、填埋、焚烧发电四项业务产业联动的前端、中端、后端一体化处置核心业务；同时形成了厌氧处理和危废处置业务作为支线业务同步发展；电子废弃物拆解、非正规填埋场治理和建筑垃圾资源化处理业务作为辅助业务协同发力的产业格局。近年来，受益于建设工程项目结转及新增焚烧、清运项目投运，首创环境境内垃圾处理规模及发电规模均逐年增长。截至 2022 年 6 月末，首创环境境内垃圾焚烧发电处理量为 20,900 吨/日，生物质发电处理量为 1,600 吨/日，餐厨和厨余垃圾处理量为 1,400 吨/日。2021 年 1~6 月，累计上网电量 9.15 亿千瓦时，同比增加 56.68%。截至 2022 年 6 月末，首创环境在建项目共 8 个，计划总投资 35.92 亿元，已完成投资额 23.52 亿元，尚需投资 12.40 亿元。

表 10：近年首创环境垃圾处理情况（不含海外公司业务）

年度	垃圾处理量（万吨）	发电量（万千瓦时）	售电量（万千瓦时）
----	-----------	-----------	-----------

2019	396.80	38,893.89	31,600.00
2020	519.29	80,896.34	68,441.92
2021	592.25	136,986.25	115,096.11
2022.1~6	397.98	107,600.35	91,462.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

湖南首创旗下垃圾处理项目以填埋为主，截至 2022 年 6 月末，湖南首创以 TOT、BOT 模式在运营 6 个固废处理项目，合计垃圾处理能力为 1,390 吨/日。垃圾处理量方面，近年来湖南首创垃圾处理量总体呈逐年下降态势。

表 11：湖南首创固废处理运营情况

年度	处理能力（吨/日）	处理量（万吨）
2019	1,390	64.79
2020	1,390	61.08
2021	1,390	55.38
2022.6	1,390	29.16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，首创环境持有 BCG NZ Investment Holding Limited（以下简称“BCG NZ 公司”）51%股份。BCG NZ 公司为新西兰最大的垃圾管理服务提供者，提供包括垃圾收集、回收及处置有害及工业垃圾等服务，市场份额超过 30%，鉴于全球各地经济及政治的不稳定发展等因素，2022 年 4 月，公司发布《北京首创生态环保集团股份有限公司出售转让资产的公告》（以下简称“公告”）称，公司将出售 BCG NZ 公司持有的 Beijing Capital Group NZ Investment Holding Limited（以下简称“标的公司”）100.00%股权。根据公告显示的标的公司的财务数据（未经审计），截至 2021 年末，标的公司总资产、总负债、所有者权益分别为 75.12 亿元、61.73 亿元、13.38 亿元，2021 年标的公司营业收入和净利润分别为 25.07 亿元和-0.17 亿元。2022 年 9 月 30 日，公司发布《北京首创生态环保集团股份有限公司关于出售资产进展公告》，截至 2022 年 9 月 30 日，股权转让协议约定的交割先决条件已满足，本次交易已完成交割，BCG NZ 公司不再持有标的公司的任何股权。BCG NZ 公司已收到 Tui Bidco Limited（以下简称“买方”）支付的初始买价 10.99 亿新西兰元。本次交易产生的投资收益约折合人民币 24.98 亿元（按照 2022 年 9 月 30 日汇率测算）；对归母净利润影响折合人民币 17.96 亿元（按照 2022 年 9 月 30 日汇率测算）。中诚信国际认为，标的公司完成交割并不再纳入公司的合并范围，交易相关款项的收回对公司现金流有所增益，2022 年投资收益将大幅提升，但新西兰业务板块的出售亦对公司合并口径的收入产生一定影响，中诚信国际将持续关注公司未来业务的开展情况以及资产和盈利能力的变化情况。

此外，公司持有位于新加坡的 ECO 公司 100%股权，ECO 公司是新加坡危废处理行业的领先者，ECO 公司污泥处理能力可达 570 吨/天。截至 2022 年 6 月末，ECO 公司总资产为 9.42 亿元，2021 年及 2022 年 1~6 月分别实现收入 3.69 亿元和 2.02 亿元。

京通快速路调整收费标准，但其收入及利润规模较小，对公司的影响有限

京通快速路于 1995 年 12 月建成通车，全长 18.4 千米，为全立交、全封闭、收费式快速路，公司拥有 30 年收费权（2027 年 12 月 31 日到期）。2019 年~2021 年及 2022 年 1~6 月，京通快速路累计车流量分别为 0.45 亿辆、0.32 亿辆、0.41 亿辆和 0.17 亿辆，征费流量分别为 0.42 亿辆、0.30 亿辆、0.38 亿辆和 0.14 亿辆，实现收入分别为 3.37 亿元、2.44 亿元、3.02 亿元和 1.11 亿元。2020

年受疫情影响京通快速路流量有所下降，通行费收入规模有所减少，2021 年车流量及通行费收入明显回升。2022 年 6 月，公司发布《北京首创生态环保集团股份有限公司关于京通快速路调整收费情况的公告》显示，自 2022 年 6 月 10 日零时起京通快速路各收费站出京方向停止收费，进京方向 7:00-9:00 继续按现行收费标准收费，其他时段停止收费。2021 年通行费收入占公司 2021 年度营业收入 1.36%，营业利润 0.72 亿元，占公司 2021 年度营业利润 2.18%。中诚信国际认为，收费标准调整后，京通快速路仅早高峰时段进京方向单向收费，未来其收入及利润将大幅下降，但其规模占比较小，对公司的影响有限。

中诚信国际认为，首创环保盈利获现能力整体向好，经营活动净现金流为债务付息提供保障，但财务杠杆处于较高水平，同时资本支出仍将保持一定规模，资金需求或对融资活动有所依赖，公司融资渠道畅通，较强的外部融资能力能够实现到期债务续接，此外，资产出售事项的完成将提升 2022 年投资收益，回收的现金对当期现金流亦有所增益，整体偿债能力保持在较好水平

经营规模扩张带动资产及负债规模增加，财务杠杆率保持较高水平。公司盈利获现能力整体向好，资本支出保持一定规模，筹资活动净现金流保持持续净流入状态

近年来，公司经营规模扩张带动资产总额逐年增长，并以非流动资产为主。截至 2022 年 6 月末，公司总资产较上年末小幅增长至 1,090.55 亿元，主营业务仍以重资产模式为主，整体资产结构未发生较大变化。

除有息债务外，公司负债主要为应付账款中应付工程建设单位的 BOT 工程建设款及应付分包方的工程款，随着在建项目的持续推进，负债规模亦逐年增长。有息债务以银行的间接融资及债券直接融资为主，期限分布较为合理，杠杆水平保持较高水平。公司银行融资渠道畅通，授信额度充足；公开市场债券发行顺畅，利率位于同行业较优水平，债务接续偿还较有保障。

近年来公司业务快速发展，城镇水务运营和固废处理业务收入保持高速增长，水环境综合治理项目逐步转入商运，公司营业总收入持续增长，毛利率稳中有升，盈利能力整体呈逐年增强态势。随着经营规模的扩大，经营活动净现金流呈持续净流入状态。2021 年，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，原《企业会计准则解释第 2 号》下作为投资活动现金流量列示，故 2021 年经营活动净现金流入规模同比有所减少，而投资活动现金流出规模有所下降。当期公司转让深水集团以及九江首创部分股权，收回投资收到的现金以及取得投资收益收到的现金同比大幅增长，投资活动产生的现金净流出规模同比大幅收窄。2022 年上半年，公司投资活动现金净流出虽已过峰值，但仍保持一定规模的资本开支，筹资活动净现金流保持持续净流入状态。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.6
营业总收入	149.07	192.25	222.33	99.25
营业毛利率	29.62	29.94	30.82	34.99
净利润	10.92	16.02	26.02	12.20
资产总额	798.72	1,005.68	1,072.31	1,090.55
负债总额	516.58	651.74	690.05	710.91
资产负债率	64.68	64.81	64.35	65.19
总资本化比率	71.24	67.78	67.28	68.43

经营活动净现金流	33.33	44.54	31.45	13.63
投资活动净现金流	-113.15	-120.59	-64.41	-38.38
筹资活动净现金流	55.88	128.58	26.61	12.59

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司保持较强的经营获现能力，偿债指标整体表现尚可，但公司债务规模较大，融资及偿债仍保持一定压力，较强的融资能力使得公司能够实现债务续接

近年来，公司总债务规模保持持续上升态势，债务主要由银行质押贷款、公开发行债券等构成，期限结构以长期债务为主，短期债务占比呈波动下降态势。随着经营规模的扩大，公司保持较强的经营获现能力，EBITDA 和 FFO 对债务的覆盖能力持续增强，经营活动净现金流可有效覆盖利息，但对债务的覆盖能力较弱，且货币资金无法完全覆盖短期债务，债务的续接以及投资活动的资金需求对融资活动有所依赖，2022 年公司完成资产出售，回收的现金对或将对公司的债务偿还以及债务结构的调整有所增益。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.6
总债务	451.27	534.15	580.40	606.24
短期债务/总债务（%）	10.77	25.09	18.85	17.31
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.80	1.89	1.32	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	0.04	0.01	--
总债务/EBITDA(X)	10.38	9.15	8.43	--
FFO/总债务	0.04	0.06	0.07	--
EBIT 利息倍数(X)	1.40	1.49	1.74	--
货币资金/短期债务	0.77	0.67	0.75	0.68

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

本期债券分为两个品种，设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，其中品种一以每 3 个计息年度为 1 个周期，品种二以每 5 个计息年度为 1 个周期，在约定的基础期限期末及每一个周期末，发行人有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。若在某一周期末，选择放弃行使续期选择权，票面利率或将上升，融资成本将明显上升，发行人偿债压力将有所增大。

其他事项

截至 2022 年 6 月末，公司受限货币资金账面价值 1.42 亿元，系各类保证金以及其他冻结款项，此外，公司将部分自来水及污水处理等收费权等用于质押借款。

截至 2022 年 6 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

截至 2022 年 6 月末，公司无对外担保情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》和《企业历史违约记录情况表》，截至 2022 年 8 月 22 日，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

预测与假设¹

¹ 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的事项和假设因素，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

假设

- 首创环保运营区域覆盖全国，产业链进一步完善，城镇水务业务稳定发展，综合水治理业务、固废处理业务以及大气综合治理业务保持增长，快速路业务及城镇水务建造业务收入规模或将有所收缩。
- 2022 年，首创环保运营能力和运营量将稳步发展，价格保持稳定，盈利水平将稳步增强。
- 2022 年，首创环保在建项目投资规模预计在 80~100 亿元。
- 2022 年，出售新西兰业务资金回流将有助于公司债务规模的控制。
- 2022 年，首创环保经营获现水平、FFO、EBITDA 对债务本息覆盖倍数将稳定向好。

预测

表 14：预测情况表

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 预测
总资本化比率	67.78	67.28	65~69
总债务/EBITDA	9.15	8.43	7~9

注：总资本化比率将永续债计入总债务计算。

其他调整因素

流动性评估

中诚信国际认为，首创环保的流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

公司经营获现能力强，合并口径现金及等价物储备尚可，未使用授信充足，对债务覆盖程度高。公司经营活动净现金流保持较大规模净流入状态，截至 2022 年 6 月末公司账面货币资金为 71.34 亿元，其中除因各类保证金合计 1.42 亿元外，无其他对使用有限制、存放在境外且资金汇回受到限制的款项，银行存款中有 11.54 亿元为专款专用用户，用于代收代付政府专项工程款，相对于债务规模，资金储备尚可。截至 2022 年 6 月末，公司本部共获得银行授信总额 454.33 亿元，其中未使用额度 393.96 亿元，为公司提供了很强的备用流动性支持。此外作为上市公司，公司股权融资渠道相对畅通，旗下的首创环境亦具备在香港资本市场融资能力。

公司资金流出主要用于债务的还本付息及外部投资，资金平衡状况尚可。2019~2021 年公司年度资本开支在 90~125 亿左右波动，根据公司规模，随着在建项目的逐步投产以及轻重并举的战略实施，十四五期间公司投资规模或将有所控制，但仍将保持一定规模。2019~2021 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出逐年增长，且 2021 年超过 30 亿元，预计未来公司债务规模或将稳中有升，分配股利、利润及偿付利息支付的现金或仍将呈上升趋势，但公司债务集中到期压力较为可控。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

表 15：公司债务到期分布情况（截至 2022 年 6 月末）

1 年以内到期	一年以上到期
---------	--------

预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

银行融资	102.52	318.53
债券融资	--	167.94
融资租赁款	2.19	12.96
租赁负债	0.24	1.78
预计负债	--	0.086
合计	104.94	501.30

注：1、将永续债全部计入一年以上到期的债券融资计算；2、未考虑持有待售负债中的有息债务。

ESG 分析

中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行作为行业龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司业务包括城镇水务、生态环境综合治理、固废处理和绿色资源管理。其中城镇水务主要涉及城市水资源和水安全管理，通过开展供水服务、城市排水管理和污水处理业务，构筑起城市水务综合保障体系；生态环境综合治理聚焦海绵城市建设、黑臭水体治理、流域综合治理、村镇水环境及湿地公园五类核心业务，提升城市及乡村环境承载力；绿色资源管理涉及智慧供热、污水热源提取、污泥资源化、再生水等，实现废物资源化，变废为宝，促进能源有效回收利用；固废处理涉及垃圾收集、储运、处理等，在满足民生需求、改善生态环境、资源回收利用等三个层面都有涉及。在控制温室气体排放方面，公司积极推进使用垃圾焚烧发电、污水源热泵、光伏等清洁能源替代传统火电，探索固废项目中垃圾填埋气发电等降碳途径。在减排端，公司将逐年提高清洁能源消费的占比；在固碳端，在行业内率先将全系统生产及办公环境中的乔木、灌木、草地的碳汇能力纳入节能降碳的韧性环节。经核算，2021 年，公司全系统乔木固碳量为 11,587.56 吨，灌木固碳量为 48,767.5 吨，草地固碳量为 2,456.94 吨，总计减少排放二氧化碳当量 62,812.00 吨。排放物方面，公司在全国开展污水处理业务，通过污水管网收集污水并集中至污水处理厂进行处理，污水处理达到国家排放标准后排入自然水体，公司现有在国内各省市水务运营重点排污单位共有 144 家。排放方式主要是管道集中排放、连续排放、有组织排放等。2021 年全年，公司累计削减环境污染物化学需氧量（COD）约 47.24 万吨、生化需氧量（BOD5）约 17.43 万吨、总磷（TP）约 0.87 万吨、氨氮约 5.27 万吨、总氮（TN）约 5.34 万吨、悬浮物（SS）约 26.77 万吨，为水体环境治理做出巨大贡献。公司所属各单位均已对其运营管理的污水处理设施编制有相应的突发环境事件应急预案，并报送所在地主管部门备案。2021 年，公司共收到两起环保处罚，涉及金额分别为 25 万元。两起处罚涉及的项目公司均已经按照要求完成了整改，并且收到了当地环保部门开具的非重大违法证明。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司严格按照《公司法》《证券法》等法律法规及中国证监会、上海证券交易所关于公司治理的有关要求，通过建立、健全内控制度，不断推进公司规范化、程序化管理，提升公司治理水平，依法履行信息披露义务，加强投资者关系管理工作，充分保障了投资者的合法权益，推动了公司的持续发展。公司目前已按照上市公司规范要求建立了权责明确、相互制衡的公司治理结构和监督有效的内控制度，并严格依法规范运作。公司董事会目前由 11 名董事组成，其中独立

董事 4 名，董事会人数和人员构成均符合法律、法规的要求。董事会下设提名、审计、薪酬与考核、战略、法治建设五个专门委员会，专门委员会成员全部由董事组成。公司能够按照法律、法规、《公司章程》和《信息披露制度》的规定，真实、准确、完整，简明清晰、通俗易懂地披露有关信息，并做好信息披露前的保密工作，确保所有股东均能公平、公正地获得信息。公司董事会设立专门机构并配备相应人员，依法履行信息披露义务、接待来访、回答咨询等。

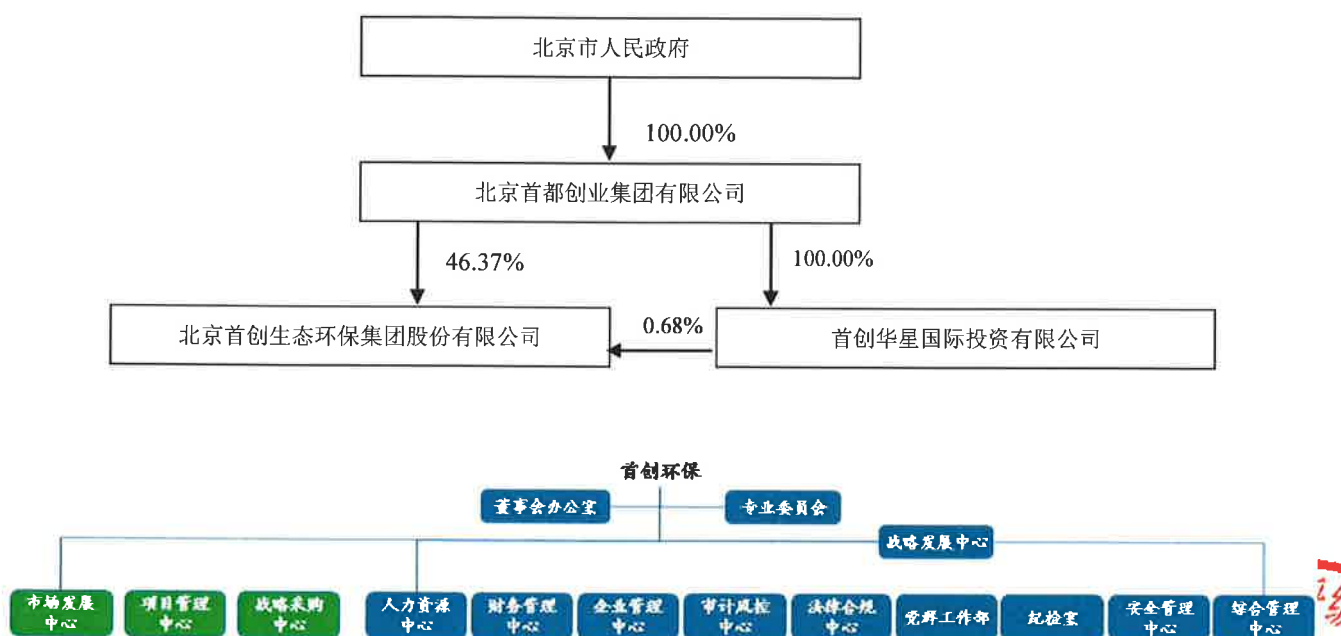
外部支持

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“北京首创生态环保集团股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第二期）”品种一的债项信用等级为 **AAA**，品种二的债项信用等级为 **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 2022 年 6 月末）



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）	2019	2020	2021	2022.6
货币资金	374,950.50	891,943.66	823,655.97	713,405.06
应收账款	377,071.27	478,223.66	590,389.55	729,330.47
其他应收款	156,625.52	71,076.23	81,629.60	88,854.76
存货	112,492.14	116,957.73	122,030.78	145,226.36
长期投资	274,532.32	292,307.92	191,641.62	161,643.00
固定资产	581,912.27	656,945.51	740,652.51	598,467.22
在建工程	2,015,547.57	150,223.78	145,971.45	126,053.30
无形资产	2,693,629.04	3,283,914.96	4,896,976.87	4,821,026.00
资产总计	7,987,235.63	10,056,826.65	10,723,105.23	10,905,475.82
其他应付款	177,969.84	286,521.69	285,631.61	278,474.45
短期债务	486,098.26	1,340,224.96	1,094,096.77	1,049,396.32
长期债务	4,026,554.52	4,001,227.07	4,709,927.73	5,012,973.45
总债务	4,512,652.78	5,341,452.03	5,804,024.50	6,062,369.77
净债务	4,155,327.04	4,464,387.44	4,995,392.85	5,363,154.40
负债合计	5,165,789.29	6,517,401.93	6,900,476.70	7,109,106.21
所有者权益合计	2,821,446.33	3,539,424.72	3,822,628.53	3,796,369.61
利息支出	184,805.47	236,065.56	237,426.92	--
营业总收入	1,490,727.36	1,922,460.36	2,223,259.30	992,516.86
经营性业务利润	135,637.54	201,280.49	260,943.42	136,818.60
投资收益	19,565.18	21,058.36	86,806.83	12,521.31
净利润	109,151.15	160,191.61	260,199.52	121,967.92
EBIT	258,537.38	352,538.25	411,971.04	--
EBITDA	434,630.89	583,748.58	688,361.84	--
经营活动产生的现金流量净额	333,338.60	445,416.35	314,541.35	136,344.72
投资活动产生的现金流量净额	-1,131,450.41	-1,205,923.32	-644,120.71	-383,795.53
筹资活动产生的现金流量净额	558,805.52	1,285,782.86	266,109.53	125,933.18
财务指标	2019	2020	2021	2022.6
营业毛利率（%）	29.62	29.94	30.82	34.99
期间费用率（%）	19.41	18.53	18.06	20.00
EBIT 利润率（%）	17.34	18.34	18.53	--
总资产收益率（%）	3.24	3.91	3.97	--
流动比率（X）	0.74	0.65	0.71	0.99
速动比率（X）	0.68	0.62	0.67	0.94
存货周转率（X）	9.33	11.74	12.87	9.66
应收账款周转率（X）	3.95	4.50	4.16	3.01
资产负债率（%）	64.68	64.81	64.35	65.19
总资本化比率（%）	71.24	67.78	67.28	68.43
短期债务/总债务（%）	10.77	25.09	18.85	17.31
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.03	0.04	0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.26	0.16	0.07	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.80	1.89	1.32	--
总债务/EBITDA（X）	10.38	9.15	8.43	--
EBITDA/短期债务（X）	0.89	0.44	0.63	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.35	2.47	2.90	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.40	1.49	1.74	--
FFO/总债务（X）	0.04	0.06	0.07	--

注：1、2021 年半年报未经审计；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、将 2019 年末公司“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算，将各期末“一年内到期的非流动负债”中的无息负债调出短期债务核算，将各期末“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算，将具有资产弃置义务的预计负债纳入长期债务，将永续债纳入长期债务，债务未考虑计入持有待售负债中有息债务的情况；3、公司未提供 2022 年半年度利息支出的情况，相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
现金及其等价物（货币等物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
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
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
净债务	=总债务-货币资金
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）
存货周转率	=营业成本/存货平均净额
应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
现金周转天数	=应收账款平均净额×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本-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）
营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
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-税金及附加-期间费用+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
净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
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
经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-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
利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
EBIT 利息保障倍数	=EBIT/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”。

附四：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。



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

2022 年度北京首创生态环保集团股份有限公司

信用评级报告

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：王佳

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 1 日

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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。
- 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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 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。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 6 月 1 日至 2023 年 5 月 31 日。主体评级有效期内，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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]1484M 号

北京首创生态环保集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；该信用评级结果有效期为 2022 年 6 月 1 日至 2023 年 5 月 31 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月一日



评级观点：中诚信国际评定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”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了公司水务板块行业地位突出；产业链较为完整；经营业绩稳步增长及融资渠道畅通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未来投资规模较大，面临一定投融资压力以及综合水治理项目对资金形成一定占用等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

首创环保（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	798.72	1,005.68	1,072.31	1,079.88
所有者权益合计（亿元）	282.14	353.94	382.26	383.70
总负债（亿元）	516.58	651.74	690.05	696.19
总债务（亿元）	348.94	431.52	462.84	485.16
营业总收入（亿元）	149.07	192.25	222.33	47.23
经营性业务利润（亿元）	14.35	21.40	27.14	5.58
净利润（亿元）	10.92	16.02	26.02	4.25
EBITDA（亿元）	45.26	60.13	76.27	--
经营活动净现金流（亿元）	33.33	44.54	31.45	-6.06
收现比(X)	0.89	0.80	0.71	0.88
营业毛利率(%)	29.62	29.94	30.82	32.08
应收类款项/总资产(%)	13.78	17.92	7.74	9.76
资产负债率(%)	64.68	64.81	64.35	64.47
总资本化比率(%)	55.29	54.94	54.77	55.84
总债务/EBITDA(X)	7.71	7.18	6.07	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.94	3.13	3.92	--

注：1、中诚信国际根据公司公开披露的 2019~2021 年审计报告以及 2022 年一季度财务报表整理，公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2022 年一季度财务报表未经审计；2、将 2019 年末公司“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算，将各期末“一年内到期的非流动负债”中的无息负债调出短期债务核算，将各期末“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：水生产和供应(C160300_2019_03)

北京首创生态环保集团股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力与效率(21%)	EBIT 利润率(%)*	19.89	7
	收现比(X)*	0.80	7
财务政策与偿债能力(24%)	总资本化比率(%)	54.77	7
	FFO 利息倍数(X)*	2.96	7
运营实力(25%)	FFO/总债务(X)*	0.13	7
	经济社会环境	8	8
规模(30%)	市场地位	10	10
	处理能力	10	10
	水务业务收入	10	10
打分结果			aa+
BCA			aa+
支持评级调整			I
评级模型级别			AAA

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **水务板块行业地位突出。**随着新增项目投入运营，公司供水及污水处理指标逐年提升，处于行业前列。

■ **产业链较为完整。**公司产业链覆盖供水、污水处理、综合水治理、城镇水务建设、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。

■ **经营业绩稳步增长。**随着业务规模不断扩张，近年来公司收入规模及利润规模继续保持增长，盈利情况良好。

■ **畅通的融资渠道。**公司债权融资方式丰富，同时作为上市公司，公司亦拥有畅通的股权融资渠道，为项目建设资金需求提供了良好保障。

关注

■ **未来投资规模较大，面临一定投融资压力。**目前公司有息债务规模较高，且在建项目尚需投资规模较大，未来随着业务规模的扩张和项目的不断推进，公司投融资压力或将进一步加大。

■ **综合水治理项目对资金形成一定占用。**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。

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。

■ **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，财务杠杆率大幅攀升，现金流急剧恶化等。

评级历史关键信息

北京首创生态环保集团股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2021/10/15	高哲理、王昭、张雪飘	中诚信国际水生产和供应业评级方法与模型 CI60300_2019_03	阅读报告
AAA/稳定	--	2014/05/27	王立、窦恒利、刘蔚	--	--
AA+/稳定	--	2010/02/12	栾淑玮、季杰、王磊	--	--
AA/稳定	--	2008/07/25	郭承来、栾淑玮、曹红丽	--	--
AA-/稳定	--	2007/03/26	潘鑫、曹红丽、胡超	--	--

同行业比较

2021 年部分水生产和供应业公司主要指标对比表							
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)	资产总额 (亿元)	资产负债率(%)	营业总收入/收入 (亿元)	净利润/年内利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
首创环保	2,499.63	40.37	1,072.31	64.35	222.33	26.02	31.45
上实环境	1,281.17	25.34	375.14	62.58	72.67	10.69	3.16

注：1、设计处理能力及年实际处理量指标为自来水及污水处理业务相关指标加总，其中自来水年实际处理量统计的是年供水总量；2、“上实环境”为“上海实业环境控股有限公司”简称；3、首创环保“设计处理能力”指标含参股企业数据，“年实际处理量”指标仅统计控股企业数据，且为已运营项目数据。上实环境设计处理能力包含已运营、在建及待建项目数据。

评级对象概况

公司成立于 1999 年 8 月 31 日，由北京首都创业集团有限公司（以下称“首创集团”）作为主发起人，联合北京市国有资产经营公司、北京市综合投资公司、北京旅游集团有限责任公司、北京国际电力开发投资公司共同发起设立。2000 年，公司面向社会公众公开发行 3 亿 A 股并在上海证券交易所上市，股票代码为 600008，2006 年 4 月公司完成股权分置改革。2015 年 1 月，公司非公开发行股票 2.10 亿股，募集资金 20.55 亿元。2016 年 4 月，公司通过年度股东大会决议，以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股，增加股本 24.10 亿股。2018 年 11 月，公司非公开发行股票 8.65 亿股，募集资金 26.90 亿元。2020 年 9 月，公司配售发行 16.55 亿股，募集资金 37.90 亿元。2021 年 6 月，公司更为现名。

截至 2022 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。

公司主营业务主要包括供水、污水处理、环保建设及垃圾处理，其中供水及污水处理业务主要由项目所在地子公司负责，环保建设业务亦通过下属多个子公司运作，垃圾处理业务主要通过控股子公司首创（香港）有限公司（以下简称“首创香港”）及湖南首创投资有限责任公司（以下简称“湖南首创”）开展。此外，首创香港下属控股子公司首创环境控股有限公司（以下简称“首创环境”）为上市公司。2022 年 3 月，公司取得北京首创大气环境科技股份有限公司（以下简称“首创大气”）控制权，并将其纳入合并范围，公司新增大气综合治理服务业务，首创大气为全国中小企业股份转让系统上市公司，截至 2021 年末，首创大气总资产为 21.35 亿元，所有者权益为 6.05 亿元，资产负债率为 71.65%，2021 年首创大气实现营业收入 5.90 亿元，净利润为 0.85 亿元。

表 1：截至 2021 年末公司主要子公司（%）

全称	持股比例
首创（香港）有限公司	100.00
湖南首创投资有限责任公司	74.16
马鞍山首创水务有限责任公司	60.00
余姚首创水务有限公司	95.24
徐州首创水务有限责任公司	80.00
淮南首创水务有限责任公司	92.00

注：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济与政策环境

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。

行业及区域经济环境

我国供水行业整体上已处于成熟期，呈现出缓慢上升、整体平稳的状态，改善水质是行业发展重点；污水处理行业高速发展，管网市场以及村镇污水处理需求等将迎来重大发展机遇期

我国水资源具有人均水资源短缺、分布不均匀等特点。2021 年，我国水资源总量为 29,520 亿立方米，相较于 2020 年，下降了 2,085.2 亿立方米，人均水资源量为轻度缺水。我国水资源呈现夏秋多、冬春少、南多北少、东多西少的特点，在宁夏、甘肃、陕西等西北地区，以及河南、山东、山西、河北等中部地区水资源量极为匮乏。我国供水行业整体上已处于成熟期，呈现出缓慢上升、整体平稳的状态。2021 年全国用水总量为 5,921 亿立方米，较 2020 年增加 108.1 亿立方米，同比增长 1.86%，2021 年中国人均用水量达 419 立方米/人，较 2020 年增加了 7.10 立方米/人，同比增长 1.72%。随着我国城市化进一步推进，居民、工商企事业单位等社会主体的用水需求日益增加，对用水质量亦提出更高要求。我国供水行业发展趋势稳定，市场需求总体保持稳定增长态势。

改善用水水质方面，《水污染防治行动计划》和《中华人民共和国水污染防治法》为改善用水水质提供了制度和法律保障。在强有力的法律和措施下，我国水质不断提升。我国水质分为 I~劣 V，其中 I~III 类水质通过加工处理可作为饮用水源。2021 年，3,641 个国家地表水考核断面中，水质优良（I~III 类）断面比例为 84.9%，与 2020 年相比上升 1.5 个

百分点；劣V类断面比例为 1.2%，均达到 2021 年水质目标要求。主要江河水质方面，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大流域及西北诸河、西南诸河和浙闽片河流水质优良（I~III类）断面比例为 87.0%，同比上升 2.1 个百分点；劣V类断面比例为 0.9%，同比下降 0.8 个百分点。重点湖（库）水质方面，监测的 210 个重点湖（库）中，水质优良（I~III类）湖库个数占比 72.9%，同比下降 0.9 个百分点；劣V类水质湖库个数占比 5.2%，同比持平。

污水处理方面，在城市化进程加快的驱动下，我国污水排放总量逐年增加，加上国家环保政策的大力推动，城镇污水处理设施建设力度持续加大，城市生活污水处理成为污水处理行业需求端的主要来源。污水处理行业需求量增速高于同期用水需求增速，产业市场空间不断释放，行业经历了快速建设发展阶段，城市污水处理率也随之不断提高。现阶段城市污水处理率已达到 97%以上，但我国乡镇污水处理能力依然薄弱，与城市尚有较大差距，存在较大的市场机会。

污水处理发展重点在于加快补短板，国家发改委、住建部发布《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》，明确到 2025 年基本消除城市建成区生活污水直排口和收集处理设施空白区，全国城市生活污水集中收集率力争达到 70%以上，县城污水处理率达到 95%以上。2022 年 2 月，国务院发布《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》，到 2025 年，新增污水处理能力 2,000 万立方米/日，新增和改造污水收集管网 8 万公里，新建、改建和扩建再生水生产能力不少于 1,500 万立方米/日，新增污泥无害化处理设施规模不少于 2 万吨/日，县城污水处理率达到 95%以上，地级及以上缺水城市污水资源化利用率超过 25%。《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》提出要推进城镇污水管网全覆盖和农村生活污水治理，相关配套政策也陆续出台。

中诚信国际认为，未来改善水质是供水行业的发展重点；排水治理提标扩容需求、管网市场以及

村镇污水治理需求等将迎来重大发展机遇期。

我国水价处于较低水平且各地差异较大，利好政策陆续出台，供水价格机制进一步市场化

水价是政府宏观调控的主要手段。我国水价改革大致经历了公益性无偿供水、政策性低价供水、按成本核算计收水费和按商品价格管理四个阶段。总体来看，水价改革呈现价格水平不断上升、水价分类不断简化、逐步推行阶梯式水价等特征。

长期以来，我国水价按照政府指导价进行调整，整体处于较低的水平。由于供水价格的限制，供水行业盈利普遍较低，在一定程度上制约了行业发展。基于此，国家有关部门已逐步出台政策，促进供水行业定价机制的市场化。

2018 年，国家发改委颁布的《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》（发改价格规[2018]943 号）指出，要完善城镇供水价格形成机制，建立充分反映供水成本、激励提升供水质量的价格形成和动态调整机制，逐步将居民用水价格调整至不低于成本水平，适时完善居民阶梯水价制度；非居民用水价格调整至补偿成本并合理盈利水平，并进一步拉大特种用水与非居民用水的价差。

2021 年，国务院发布的《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》提出，到 2025 年农村自来水普及率达到 88%，完善农村水价水费形成机制和工程长效运营机制；国家发改委发布的《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》明确了供水企业准许收益率根据权益资本收益率、债务资本收益率确定，合理的收益率将促进供水行业健康持续发展，水务公司的调价机制将更加清晰。

中诚信国际认为，水务企业完善的价格调整机制，能够提高水价的资源配置能力。未来，随着水价政策进一步完善及落实，供水行业的定价机制将更趋向市场化，从而促进行业内企业优胜劣汰，提高供水企业服务社会发展和居民用水需求的意愿和能力。

水务行业中国企业仍占据主导地位，水务建设趋近成熟，投资建设业务逐步放缓，企业运营管理能力成为竞争的关键要素

由于水务行业的公共属性，各地多以地方国有控股水务公司运营当地供排水及水利设施投资等业务，另外由于项目回报率下降和大型项目比重上升对资金成本较高且融资能力较弱的民营企业构成挑战，许多通过水务 PPP 项目激进扩张的民营企业已出现流动性吃紧，不得不寻求国有资本的纾困。经过多年的发展，国有水务企业凭借其资金、资源优势不仅具备较强的异地扩张能力，而且通过水务衍生行业的拓展，逐渐成为全国性的综合服务商。

水务企业的核心竞争优势在于其水费收入的稳定性，近年来水务企业跑马圈地，传统的供水和污水处理领域的项目基本布局完毕。环境综合治理项目前期投入大、回款期长，以及其项目资金回笼对地方政府财政实力和支付意愿依赖程度较高，参与环境治理项目程度较高的水务企业存在较高的资金压力。

水务板块经过多年快速发展，投资建设业务将逐步放缓，“十四五”规划对于污水处置率和处置质量做出了明确要求，污水提标改造趋势确定，存量项目的提质增效和精细运营将成为行业主题。过去一味追求规模、项目数量的企业将面临巨大考验，而同时管理精细、运营能力强的优质公司将逐渐在后期的激烈竞争中脱颖而出。

中诚信国际认为，资本实力、融资能力、运营能力和政府资源仍然是决定水务企业竞争实力的关键要素。未来，企业的运营管理能力将成为核心竞争力，具备专业化综合运营服务能力的企业将因独有的竞争优势而获得巨大的发展空间。

业务运营

公司水处理能力位居国内水务行业前列，行业地位突出；产业链较为完整，行业协同效应显现

凭借二十余年的发展积累，公司已经形成全国

性布局，在全国 28 个省、自治区和直辖市的超百个城市拥有项目，已成为目前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公司之一。截至 2021 年末，公司城镇水处理能力达到 2,500 万吨/日，位居国内水务行业前列；垃圾处理量总设计规模约 1,437 万吨/年，拆解电器及电子设备总设计规模约为 320 万件/年。

公司业务覆盖城镇水务运营、城镇水务建造、水环境综合治理、固废处理等及大气综合治理板块，产业链较完整。同时，公司发挥行业协同效应，与固废业务下属公司首创环境联合中标项目。此外，公司还开展京通快速路收费等业务，收入来源多元。近年来，主营业务发展势头良好，带动公司营业总收入持续、快速增长。

表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
城镇水务运营	55.73	72.85	89.13	21.08
城镇水务建造	30.08	40.32	32.19	3.08
水环境综合治理	19.41	23.45	21.12	2.70
固废处理	40.45	53.17	76.87	18.81
大气综合治理服务	--	--	--	0.92
快速路	3.40	2.45	3.03	0.64
合计	149.07	192.25	222.33	47.23
占比	2019	2020	2021	2022.1~3
城镇水务运营	37.39	37.89	40.09	44.63
城镇水务建造	20.18	20.97	14.48	6.53
水环境综合治理	13.02	12.20	9.50	5.72
固废处理	27.13	27.66	34.57	39.82
大气综合治理服务	--	--	--	1.94
快速路	2.28	1.27	1.36	1.35
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：水环境综合治理收入包含运营及建造收入。

资料来源：公司提供

近年来，公司控股企业的供水量及售水量平稳增长；同时公司管理能力提高，使得产销差率整体呈下降趋势

公司通过与地方企业共同设立供水公司及收购地方供水企业股权等方式参与多个供水项目。

2019~2020 年，随着公司供水项目的增加和原有项目的扩建，公司供水能力（含参股）不断提升。

2021 年安徽、江苏、河北供水能力持续增长，同时天津、湘西等地新增供水产能，但受合营公司转让深圳市水务（集团）有限公司（以下简称“深水集团”）影响，供水能力（含参股）同比有所下降。截至 2022 年 3 月末，公司参控股供水项目共 48 个，控股项目中，公司合计供水能力前五大省份分别为安徽、江苏、河北、四川和内蒙古，供水能力合计为 834.26 万吨/日。近年来，公司控股企业的供水量和售水量亦呈平稳增长趋势，同时，由于公司管理水平的提升，产销差率整体呈逐年降低趋势。

表 3：公司供水业务运营情况

年度	供水能力 (万吨/日)	供水量 (亿吨)	售水量 (亿吨)	产销差率
2019	1,417.01	11.69	9.97	14.85%
2020	1,456.65	12.42	11.14	14.28%
2021	1,028.23	14.22	12.66	13.15%
2022 3	1,028.23	3.49	3.16	13.25%

注：公司供水能力含参股企业数据，供水量与售水量为控股企业数据。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2022 年 3 月末公司主要控股供水厂分布情况

序号	所在省份	供水能力（万吨/日）
1	安徽	322.90
2	江苏	152.25

表 5：截至 2022 年 3 月末公司主要重大在建供水项目（亿元、万吨/日）

项目名称	开工时间	所在地	总投资	已投资	项目处理能力
湖南省湘西土家族苗族自治州龙山县城乡安全饮水工程 PPP 项目	2019/08	湖南湘西自治州	8.11	7.29	15.00
安徽省铜陵市枞阳县农村自来水并网 PPP 项目	2018/09	安徽省铜陵市	12.78	11.53	13.00
怀宁县城乡供水一体化 EPC+O 项目	2021/08	安徽省怀宁县	14.70	0.35	12.00
合计	--	--	35.59	19.17	40.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来污水处理业务运行稳健，随着新项目建设的陆续推进，未来公司污水处理能力仍将继续增强，但大量建设任务也给公司带来一定的资本支出压力

公司主要通过 BOT、收购兼并及委托运营等方式逐步开拓污水处理市场，运营主体为各地污水处理项目公司。2019~2020 年，公司污水处理能力不断提升。2021 年，北京、天津、东营、临沂、新乡、青岛、娄底、汕尾、宜宾、仁寿、六盘水、合肥、铜陵等地新增污水产能，但受合营公司转让深水集

3	河北	129.85
4	四川	128.26
5	内蒙古	101.00
合计	--	834.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水价方面，公司供水价格主要根据特许经营协议定价，并根据国家和地方政府政策及特许经营权协议申请调价。公司自来水项目遍布全国，各地水价存在一定差异。分片区来看，2021 年，华北地区平均水价为 2.12 元/吨，华东地区为 1.58 元/吨，中南地区为 3.10 元/吨，西南地区为 1.52 元/吨。公司以测算未来成本提出合理回报为原则，并根据国家和地方政府政策及特许协议申请调价，2021 年，除西南地区平均水价同比下降外，其他地区自来水均价均有所上升。

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建供水项目共 8 个，预计总投资 39.62 亿元，已投资 20.58 亿元，项目建成后预计可新增供水能力约 44.50 万吨/日。公司主要拟建项目为安徽省淮北市濉溪群众喝上更好水工程 EPC+O 项目，预计总投资 11.16 亿元，建成拟新增供水能力约 20.00 万吨/日。

团影响，污水处理能力（含参股）同比有所下降。

截至 2022 年 3 月末，公司参控股污水处理项目共 199 个，控股项目中，公司合计供水能力前五大省份分别为山东、安徽、湖南、广东和浙江，污水处理能力合计为 754.57 万吨/日。近年来，公司控股企业的污水处理量呈持续快速增长态势。

表 6：近年公司污水业务运营情况

年度	污水处理能力 (万吨/日)	污水处理量 (亿吨)
2019	1,387.57	19.69
2020	1,591.22	22.69
2021	1,471.40	26.15

2022.3	1,471.40	6.54
--------	----------	------

注：公司处理能力含参股企业数据，处理量为控股企业数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：公司主要控股污水处理厂分布情况

序号	所在省份	污水处理能力（万吨/日）
1	山东	217.21
2	安徽	200.70
3	湖南	165.67
4	广东	85.50
5	浙江	84.49
合计	--	754.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理价格方面，公司业务遍布全国，各地污水处理价格差异较大。分片区来看，2021年，华北地区平均水价为1.94元/吨，华东地区为1.47元/吨，中南地区为1.33元/吨，东北地区为1.81元/吨，

表 8：截至 2022 年 3 月末公司主要重大在建污水处理厂项目（亿元、万吨/日）

项目名称	开工时间	归属地	总投资	已投资	项目处理能力
陕西省铜川市漆水河水环境治理工程项目	2020/07	陕西省	13.36	5.41	9.00
贵州省六盘水市水城县城镇污水处理一体化 PPP 项目	2017/05	贵州省	9.04	2.94	2.27
河南省漯河市舞阳县水务基础设施综合建设 PPP 项目	2018/10	河南省	9.40	4.46	7.00
湖南省湘西自治州龙山县城镇污水处理 PPP 项目	2019/08	湖南省	4.48	4.03	5.30
山东省烟台市套子湾污水处理厂三期 PPP 项目	2021/05	山东省	8.22	1.87	12.00
合计	--	--	44.50	18.71	35.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

综合水治理业务有利于拓宽产业链布局，但该板块业务多以 PPP 模式开展，回款期长，对公司资金形成一定占用

为适应需求端的变化，公司近年来逐步由传统的单一污水处理业务扩展至区域水综合治理；随着 PPP 模式（政府与社会资本合作）在全国的推广，公司以 PPP 模式进行城市综合水治理的项目逐年增加。其具体模式为公司与当地机构出资代表合作成立项目公司，项目公司与当地机构签订水综合治理协议，确定综合治理的具体内容；在实际执行时，按照明细项目的性质不同，分别确定付费方式。2019-2020 年，公司综合水治理 PPP 项目处

西南地区为2.23元/吨，西北地区为1.29元/吨。公司主要客户是地方政府，每年污水处理价格按特许经营协议及实际情况有所调整，2021年龙庆、定州、安阳、恩施、娄底、海宁、务川、郧城、邵阳等地部分存量项目完成污水处理价格调整，除西北地区污水处理价格稍有降低外，其余区域均有所上升。

截至2022年3月末，公司在建污水处理项目共18个，预计总投资69.48亿元，已投资30.32亿元，项目建成后预计可新增污水处理能力约94.67万吨/日。随着新项目建设的陆续推进，未来公司污水处理能力仍将继续增强，但大量建设任务也给公司带来一定的资本支出压力。

于建设期，未产生回款。2021 年，福州项目全面转商运，内江、固原、临澧等地项目的部分子项目转入商运。2021 年综合水治理业务实现运营收入 3.30 亿元，实际回款 1.46 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目分布在广东、宁夏、江苏、甘肃、福建、四川及安徽等多个省份，项目回款方主要为项目所在地的住建部门或水利部门。截至 2022 年 3 月末，公司综合水治理在建项目总投资共 193.47 亿元，已完成投资额 108.26 亿元，项目投资规模较大，给公司带来一定资本支出压力，此外 PPP 项目回款周期较长，对资金形成一定占用。

表 9：截至 2022 年 3 月末公司主要在建 PPP 综合水治理项目情况（亿元、%）

项目名称	是否入库	公司持股比例	合同签订方	建设周期	总投资	资本金占比	已投资
内江市沱江流域水环境综合治理 PPP 项目	是	39.97	内江市住房和城乡建设局	36 个月	66.45	20	31.23
宁夏回族自治区固原市海绵城市建设 PPP 项目	是	80.00	固原市住房和城乡建设局	45 个月	29.88	20	23.52

临澧县安全饮水工程 PPP 项目	是	70.00	临澧县水利局	48 个月	19.41	27	15.71
淮安区黑臭水体综合整治 PPP 项目	是	65.00	淮安区住房和城乡建设局	28 个月	14.80	20	11.93
江苏省宿迁市中心城市西南片区水环境综合整治 PPP 项目	是	89.89	宿迁市住房和城乡建设局	36 个月	26.99	24	3.46
合计	--	--	--	--	157.53	--	85.85

注：1、内江市沱江流域水环境综合治理 PPP 项目，公司系第一大股东，可实际控制该项目。2、上述在建项目有部分子项目转入商运并实现收入。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

城镇水务建造业务与水务板块业务扩张的关联性较强；公司不断加强自有项目管理，城镇水务建造业务稳定开展

公司城镇水务建造业务主要由公司的下属子公司四川青石建设有限公司、首创爱华（天津）市政环境工程有限公司、河南新汇建设工程有限公司等负责开展，具备相关资质包括市政公用工程施工总承包壹级、建筑工程施工总承包壹级、市政行业排水专业甲级资质等。公司城镇水务建造业务主要是为公司水务板块中标的PPP及BOT项目提供工程建设服务，项目分布于23个省、市、自治区，超过100个城市。

2020年以来，公司进一步深化工程事业部、大区工程分部、项目公司三级管理架构，通过专业管理培训提高团队人员能力；加强工程进度管理，优化设计管理、造价管理、招采管理、风控管理，完善工程财务体系，持续提升工程建设能力。随着公司新拓展的供水及污水处理等水务项目增加，公司城镇水务建造业务新签合同数及合同金额亦大幅提升。2020年及2021年公司共结算城镇水务建造项目100个和144个，2020年均为公司内部BOT及PPP项目，其中承接总包项目数量为14个，EPC项目数量为12个，土建项目数量为14个，设备项目60个。2021年有118个项目为公司内部BOT及PPP项目，全部144个项目中承接总包项目数量为76个，EPC项目数量为12个，设备项目56个。

表 10：公司城镇水务建造业务情况（个、亿元）

年度	新签合同数	新签合同金额
2019	58	38.51
2020	100	70.87
2021	53	170.05
2022.1~3	3	2.07

注：因统计口径变化，公司各年度新签合同数和新签合同金额有所调整。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司固废业务总体经营稳健；近年来，受益于首创环境建设工程项目结转及新增焚烧、清运项目投运，公司固废业务发展较为快速

公司积极开拓固废处理业务，通过投资、收购等方式扩大在固废处理行业的影响力。目前，公司固废处理业务的运营主体主要为首创环境及湖南首创。

截至 2022 年 3 月末，公司通过子公司首创香港持有首创环境 45.11%股份，为其第一大股东。首创环境是香港联交所上市公司（股票代码：03989.HK），当前已形成生活垃圾清扫、收运、填埋、焚烧发电四项业务产业联动的前端、中端、后端一体化处置核心业务；同时形成了厌氧处理和危废处置业务作为支线业务同步发展；电子废弃物拆解、非正规填埋场治理和建筑垃圾资源化处理业务作为辅助业务协同发力的产业格局。近年来，受益于建设工程项目结转及新增焚烧、清运项目投运，首创环境（境内）垃圾处理规模及发电规模均逐年增长。截至 2022 年 3 月末，首创环境在建项目共 10 个，计划总投资 48.89 亿元，已完成投资额 28.79 亿元。

表 11：近年首创环境垃圾处理情况（不含海外公司业务）

年度	垃圾处理量（万吨）	发电量（万千瓦时）	售电量（万千瓦时）
2019	396.80	38,893.89	31,600.00
2020	519.29	80,896.34	68,441.92
2021	592.25	136,986.25	115,096.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

湖南首创旗下垃圾处理项目以填埋为主，截至2022年3月末，湖南首创以TOT、BOT模式在运营6个固废处理项目，合计垃圾处理能力为1,390吨/日。垃圾处理量方面，近年来湖南首创垃圾处理量总体呈逐年下降态势。

表 12：湖南首创固废处理运营情况

年度	处理能力（吨/日）	处理量（万吨）
2019	1,390	64.79
2020	1,390	61.08
2021	1,390	55.38
2022.3	1,390	14.27

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，首创环境持有 BCG NZ Investment Holding Limited（以下简称“BCG NZ 公司”）51% 股份。BCG NZ 公司为新西兰最大的垃圾管理服务提供者，提供包括垃圾收集、回收及处置有害及工业垃圾等服务，市场份额超过 30%，鉴于全球各地经济及政治的不稳定发展等因素，2022 年 4 月，公司发布《北京首创生态环保集团股份有限公司出售转让资产的公告》（以下简称“公告”）称，公司将出售 BCG NZ 公司。根据公告显示的 BCG NZ 公司的财务数据（未经审计），截至 2021 年末，BCG NZ 公司总资产、总负债、所有者权益分别为 75.12 亿元、61.73 亿元、13.38 亿元，2021 年 BCG NZ 公司营业收入和净利润分别为 25.07 亿元和-0.17 亿元。截至 2022 年 4 月末，出售事项尚待新西兰法律规定的相关批准。

此外，公司持有位于新加坡的 ECO 公司 100% 股权，ECO 公司是新加坡危废处理行业的领先者，ECO 公司污泥处理能力可达 570 吨/天。2021 年 ECO 公司实现收 3.69 亿元。

京通快速路盈利状况良好，但 2020 年受疫情影响，通行费收入规模有所下降，2021 年京通快速路车流量及通行费收入同比明显回升

京通快速路于1995年12月建成通车，全长18.4千米，为全立交、全封闭、收费式快速路，公司拥有

30年收费权。在北京东部地区经济快速发展及道路日趋拥挤的情况下，京通快速路通行费收入基本上较为稳定且营业毛利率较高，是公司利润重要的有益补充，2019年~2021年及2022年1~3月，京通快速路累计车流量分别为0.45亿辆、0.32亿辆、0.41亿辆和0.09亿辆，征费流量分别为0.42亿辆、0.30亿辆、0.38亿辆和0.08亿辆，2020年受疫情影响京通快速路流量有所下降，通行费收入规模有所减少，2021年车流量及通行费收入明显回升。

战略规划及管理

未来公司将在做强城镇供水、污水处理以及固废业务的基础上，加快拓展生态治理、大气工业、资源能源等新兴业务，完善公司产业链，巩固行业地位和影响力

公司未来将深入践行“生态+2025”战略规划，基于“水务+固废”业务布局，聚焦主航道，优化确定了“5+4+1”的业务组合，即城镇水务、固废处理、大气工业、生态治理、资源能源 5 个基础业务，工程技术、环保装备、智慧环保、资产管理 4 个价值链业务，科技创新 1 个支撑业务。其中，城镇水务业务主要围绕城镇供水、城镇污水、农村污水及污泥处置业务开展；固废处理业务以公司控股公司首创环境为载体，主要开展包括生活垃圾焚烧发电及协同处置其他垃圾、城镇环卫一体化和场地修复等业务；大气工业业务以城市大气监测、咨询与治理服务，工业园区环境监测、咨询与综合服务，以及工业企业环境综合服务等业务为核心方向；生态治理业务主要业务方向为城市排水系统治理、城市雨洪及地表水体系治理和村镇环境综合治理；资源能源主要业务方向包括市政供热、工业园区能源综合服务、公共建筑节能降碳和工业设施节能降碳。价值链业务中，工程技术业务主要提供高端建造服务，确保高品质交付；环保装备业务以为其他业务提供各类装备制造服务提升业务投资拓展竞争力；智慧环保业务围绕公司数字化转型开展，推动公司

业务模式创新，并实现对外销售；资产管理业务则以高效管理公司各类项目资产为重点，驱动资产周转率的持续提升。

法人治理结构完善，内控制度基本涵盖了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高

股东大会是公司的权利机构，决定公司相关事宜。公司设立董事会和监事会，股东大会、董事会、监事会和管理层之间责权分明、相互制约、运作良好，建立起了比较健全的治理结构。

公司根据业务发展需要，公司设立了以下专门委员会和职能部门，具体包括董事会办公室、战略发展中心、市场发展中心、项目管理中心、战略采购中心、人力资源中心、财务管理中心、企业管理中心、审计风控中心、法律合规中心、党群工作部、纪检室、安全管理中心和综合管理中心，各部门独立运行、权责明晰。为加强内部控制，防范经营风险，公司按照《公司法》、《上市公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件的要求，根据业务实际情况，建立了较为完善的内部控制制度管理体系，内控制度贯穿于公司生产经营管理活动的各层面和各个环节并得到有效执行，基本达到内部控制的整体目标。资金管理方面，公司建立资金集中管理模式，对各子公司资金实时归集，实现公司资金集中运用，加强对大额资金和重点资金的调度、运用和监控管理。

财务分析

以下分析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 2019 年~2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司各期财务报表按新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数或当期数。

盈利能力

近年来公司收入不断增长，营业毛利率基本稳定，

期间费用率呈逐年下降态势，利润总额逐年增长

近年来公司业务快速发展，收入规模持续增长。其中，受益于国家政策对环保行业的倾斜、公司项目获取能力的逐年增强以及股权并购增多，运营的城镇水务以及固废项目持续增加，城镇水务运营以及固废处理业务收入逐年增长，同时城镇水务建造以及水环境综合治理收入规模亦呈现波动增长态势。公司快速路收入受疫情影响有所波动，但整体收入规模较小。2019~2021 年，公司营业收入由 149.07 亿元增长至 222.33 亿元。2022 年，公司新增大气综合治理服务业务，2022 年 1~3 月实现营业收入 47.23 亿元，同比增长 11.48%，保持了良好的增长态势。

近年来，公司毛利率均在 30% 左右，整体维持稳定。其中，城镇水务运营受运营管理能力提升影响，毛利率整体呈小幅波动增长态势，同时随着工程管控能力的提升，公司城镇水务建造业务毛利率逐年提升，水环境综合治理项目受工程进度以及项目逐步投入运营影响，有所波动。固废处理业务毛利率逐年降低，主要系每年新增投入运营项目未完全释放产能的毛利率偏低，以及 2021 年执行《企业会计准则解释第 14 号》新增毛利率偏低的 PPP 建造服务收入所致。2022 年 1~3 月，公司营业毛利率小幅上升至 32.08%。

表 13：公司主要板块收入结构及毛利率（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.3
城镇水务运营	55.73	72.85	89.13	21.08
城镇水务建造	30.08	40.32	32.19	3.08
水环境综合治理	19.41	23.45	21.11	2.70
固废处理	40.45	53.17	76.87	18.81
大气综合治理服务	--	--	--	0.92
快速路	3.40	2.45	3.03	0.64
合计	149.07	192.25	222.33	47.23
毛利率	2019	2020	2021	2022.3
城镇水务运营	35.08	37.95	37.36	35.17
城镇水务建造	14.00	14.60	19.52	20.62
水环境综合治理	25.45	23.77	31.71	37.72
固废处理	33.22	32.50	26.62	28.18
大气综合治理服务	--	--	--	44.73
快速路	59.32	48.07	58.42	58.12
合计	29.62	29.94	30.82	32.08

注：水环境综合治理收入包含运营及建造收入。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来，由于规模扩张，人员负担加重，导致管理费用增长；业务拓展同时增加了债务融资规模，使得近年来财务费用持续增加，上述因素共同推高了公司期间费用。受益于营业总收入的快速提升，公司期间费用率整体呈下降趋势，但结合营业毛利率来看，公司期间费用率仍偏高，对利润产生一定侵蚀。

公司利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益。受益于城镇水务及固废处理主业业绩的提升，经营性业务利润大幅提高，构成公司利润的最主要来源。此外，投资收益对公司利润形成一定补充，投资收益主要来自合营企业通用首创水务投资有限公司（以下简称“通用首创”）¹、Transwaste Canterbury Limited，以及联营企业北京首创热力股份有限公司和青岛首创瑞海水务有限公司权益法下确认的投资收益。2021 年，公司投资收益大幅增长，主要是公司合营企业通用首创转让深水集团以及处置子公司九江首创利池环保有限公司所致。公司每年对应收账款、其他应收款和长期应收款计提坏账准备，对利润有所侵蚀。2021 年，主要受工程业务以及环境业务应收款项计提坏账准备增长影响，公司信用减值损失达到 1.28 亿元，同期，计入无形资产的垃圾处理特许经营权、计入在建工程的环境危废工程以及计入持有待售资产的江苏苏北废旧汽车家电拆解再生利用有限公司新增计提减值准备 0.36 亿元、0.25 亿元和 0.25 亿元，公司当期资产减值损失达到 0.99 亿元。整体来看，近年来，公司利润总额呈逐年增长态势。

盈利指标方面，近年来公司 EBIT 和 EBITDA 利润率呈逐年上升态势，总资产收益率亦保持增长态势，公司盈利能力逐年增强。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元，%）

	2019	2020	2021	2022.1-3
期间费用合计	28.93	35.63	40.14	9.28

¹ 通用首创原持有深水集团 40% 股权，公司原持有通用首创 50% 股权，并间接持有深水集团 20% 股权，2021 年通用首创将持有深水集团 40% 股权转让给深圳市环境水务集团有限公司，并且通用首创完成注销，2021 年，长期股权投资减少

期间费用率	19.41	18.53	18.06	19.65
经营性业务利润	14.35	21.40	27.14	5.58
资产减值损失	0.0002	0.19	0.99	0.01
信用减值损失	0.47	0.70	1.28	0.07
投资收益	1.96	2.11	8.68	0.06
利润总额	15.99	22.40	32.54	5.57
EBIT	27.65	37.01	48.63	--
EBITDA	45.26	60.13	76.27	--
EBIT 利润率	18.55	19.25	21.87	--
EBITDA 利润率	30.36	31.28	34.31	--
总资产收益率	3.71	4.10	4.68	--

注：1、公司未提供 2022 年一季度财务报表现金流量补充表，相关指标失效。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

经营规模扩张带动资产总额大幅增加，但财务杠杆率处于高水平

经营规模扩张带动资产总额大幅增加。公司房屋建筑物、机器设备及管网等资产计入固定资产，水务、固废业务及快速路的特许经营权计入无形资产。2020 年，公司将承接的确认为无形资产模式尚在建设期的 PPP 项目由在建工程转为计入其他非流动资产，未来可收取可用性服务费的 PPP 金融资产计入长期应收款，使得当期末在建工程大幅减少，其他非流动资产及长期应收款大幅增加。2021 年，公司将确认为无形资产模式的在建 PPP 项目由其他非流动资产转计入无形资产，将金融资产模式核算的 PPP 项目（未来可收取可用性服务费的 PPP 金融资产）由长期应收款计入合同资产和其他非流动资产（一年以上合同资产），当期末无形资产大幅增长而长期应收款大幅减少。随着运营项目增加，应收账款呈现逐年增长趋势，考虑到主营业务下游客户付费有一定滞后期，应收账款规模目前处于合理水平。

负债方面，除有息债务外，公司负债主要为应付账款中应付工程建设单位的 BOT 工程建设款及应付分包方的工程款。债务方面，截至 2022 年 3 月末，公司债务以长期债务为主，有息债务包括长短

12.05 亿元，权益法确认的投资损益为 5.63 亿元，宣告发放现金股利或利润 3.44 亿元，其他减少 1.09 亿元，期末公司对通用首创长期股权投资为 0 亿元。

期借款、一年内到期的非流动负债、应付债券和长期应付款中应付融资租赁款等。2021 年以来，随着债务到期偿还，一年内到期的非流动负债同比有所下降，公司短期债务规模有所下降，截至 2022 年 3 月末，短期债务占总债务的比例下降至 21.12%。

所有者权益方面，近年来，受益于非公开发行股票、发行永续债（含永续中票）及吸收少数股东资本，公司所有者权益合计金额不断增长。其中，2020 受益于配股以及少数股东权益增加影响，所有者权益规模大幅增长，2021 年以来，受未分配利润及少数股东权益增长²影响，所有者权益保持增长，截至 2022 年 3 月末，所有者权益增长至 383.70 亿元。

表 15：近年来公司主要财务情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	37.50	89.19	82.37	54.93
应收账款	37.71	47.82	59.04	69.80
合同资产	0.00	3.20	24.53	29.60
长期应收款	56.59	124.83	15.78	25.59
固定资产	58.19	65.69	74.07	73.81
在建工程	201.55	15.02	14.60	16.16
无形资产	269.36	328.39	489.70	495.31
其他非流动资产	10.62	198.83	191.69	185.15
总资产	798.72	1,005.68	1,072.31	1,079.88
短期借款	13.68	23.34	33.87	57.61
应付账款	83.82	108.37	117.37	103.71
一年内到期的非流动负债	29.15	110.83	75.55	45.71
流动负债	181.66	311.35	300.19	274.75
长期借款	220.80	224.36	281.37	307.83
应付债券	70.80	61.96	59.97	61.48
非流动负债	334.91	340.39	389.86	421.44
总债务	348.94	431.52	462.84	485.16
总负债	516.58	651.74	690.05	696.19
股本	56.85	73.41	73.41	73.41
其他权益工具	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	23.93	44.77	44.78	37.48
未分配利润	21.71	26.41	39.30	43.67
少数股东权益	68.93	94.54	108.29	112.50
所有者权益合计	282.14	353.94	382.26	383.70
短期债务/总债务	0.14	0.31	0.23	0.21
资产负债率	64.68	64.81	64.35	64.47

² 2021 年末少数股东权益新增富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金（公司持股比例 51%）8.60 亿元。

总资本化比率	55.29	54.94	54.77	55.84
资产负债率*	77.20	74.75	73.68	73.73
总资本化比率*	71.14	67.67	66.60	67.35

注：“资产负债率*”、“总资本化比率*”两项指标系将其他权益工具调整至有息债务口径后计算的比率。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆率方面，公司财务杠杆率相对较高，近年来资产负债率在 65%左右波动，总资本化比率维持在 55%左右，若将永续债（含永续中票）纳入有息债务核算，则公司 2022 年 3 月末资产负债率及总资本化比率将分别升至 73.73%和 67.35%，财务杠杆较高，偿债压力较大，且一定程度上限制了公司的再融资能力。

现金流及偿债能力

2019~2021 年公司经营活动净现金流持续保持大幅净流入，但资本支出亦保持较大规模流出，融资及偿债压力相应增加；偿债指标整体表现尚可

公司经营活动现金流入主要为收到的主营业务回款和往来款等，现金流出主要为支付的设备采购款、工程劳务款、人员工资、日常费用性支出及往来款等，近年来均保持大额净流入。收现比方面，近年来公司收现比均小于 1，主要是受新增项目运营初期回款周期尚不稳定及部分污水处理项目受当地财政支付能力影响回款周期较长等因素影响。公司每年均保持一定的项目投资支出，投资活动净现金流表现为大额净流出状态。2021 年，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，原《企业会计准则解释第 2 号》下作为投资活动现金流量列示，故 2021 年经营活动净现金流入规模同比有所减少，而投资活动现金流出规模有所下降，当期公司转让深水集团以及九江首创部分股权，收回投资收到的现金以及取得投资收益收到的现金同比大幅增长，投资活动产生的现金净流出规模同比大幅收窄。筹资活动现金流方面，近年现金流入主要来自吸收投资、银行

借款和发行债券，筹资活动现金流出主要是偿付债务本息及分配股利，近年来，筹资活动净现金流保持持续净流入状态，其中 2020 年筹资活动净现金流大幅增加，主要系当期配股发行股票以及少数股东投资增加以及新增借款增加所致。2021 年筹资活动净现金流同比大幅减少，主要系当期吸收投资及取得借款收到的现金规模同比下降而偿还债务的规模有所增加所致。

偿债指标方面，近年来公司 EBITDA 和 FFO 情况良好，均可以对利息支出形成覆盖，但货币资金无法完全覆盖短期债务，面临一定短债压力。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	33.33	44.54	31.45	-6.06
投资活动净现金流	-113.15	-120.59	-64.41	-30.56
其中：资本支出	116.74	124.17	89.27	31.21
筹资活动净现金流	55.88	128.58	26.61	7.62
其中：吸收投资收到的现金	55.76	87.35	57.79	3.11
收现比	0.89	0.80	0.71	0.88
付现比	0.57	0.51	0.53	0.96
总债务/EBITDA	7.71	7.18	6.07	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.94	3.13	3.92	--
FFO	39.52	53.65	66.66	--
FFO/总债务	0.11	0.12	0.14	--
FFO 利息覆盖倍数	2.57	2.79	3.43	--
货币资金/短期债务	0.77	0.67	0.76	0.54

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性充足；无对外担保；公司将部分自来水及污水处理收费权用于质押借款

公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 447.81 亿元，其中未使用额度 392.08 亿元，为公司提供了很强的备用流动性支持。此外作为上市公司，公司股权融资渠道相对畅通，旗下的首创环境亦具备在香港资本市场融资能力。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限货币资金账面价值 1.40 亿元，系各类保证金以及其他冻结款项，此外，公司将部分自来水及污水处理等收费权等用于质押借款。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司无

对外担保，也无重大未决诉讼及仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》和《企业历史违约记录情况表》，截至 2022 年 4 月 21 日，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

公司水处理能力位居国内水务行业前列，行业地位突出；公司运营项目享受相关环保补贴及税收优惠

公司控股股东为北京首都创业集团有限公司（以下简称“北京首创”），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，竞争实力强。公司系北京首创旗下最重要的子公司之一，凭借二十余年的发展经验，公司已成为目前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公司之一。目前，公司水务投资和工程项目分布于 28 个省、市、自治区，覆盖范围超过 100 个城市，并在湖南、山东、安徽等省份实现了区域竞争优势，水处理能力位居国内前列。

公司下属运营项目享受相关环保补贴及税收优惠，2019~2021 年，公司其他收益分别为 1.95 亿元、2.17 亿元和 1.58 亿元，主要系收到的政府补助。

评级结论

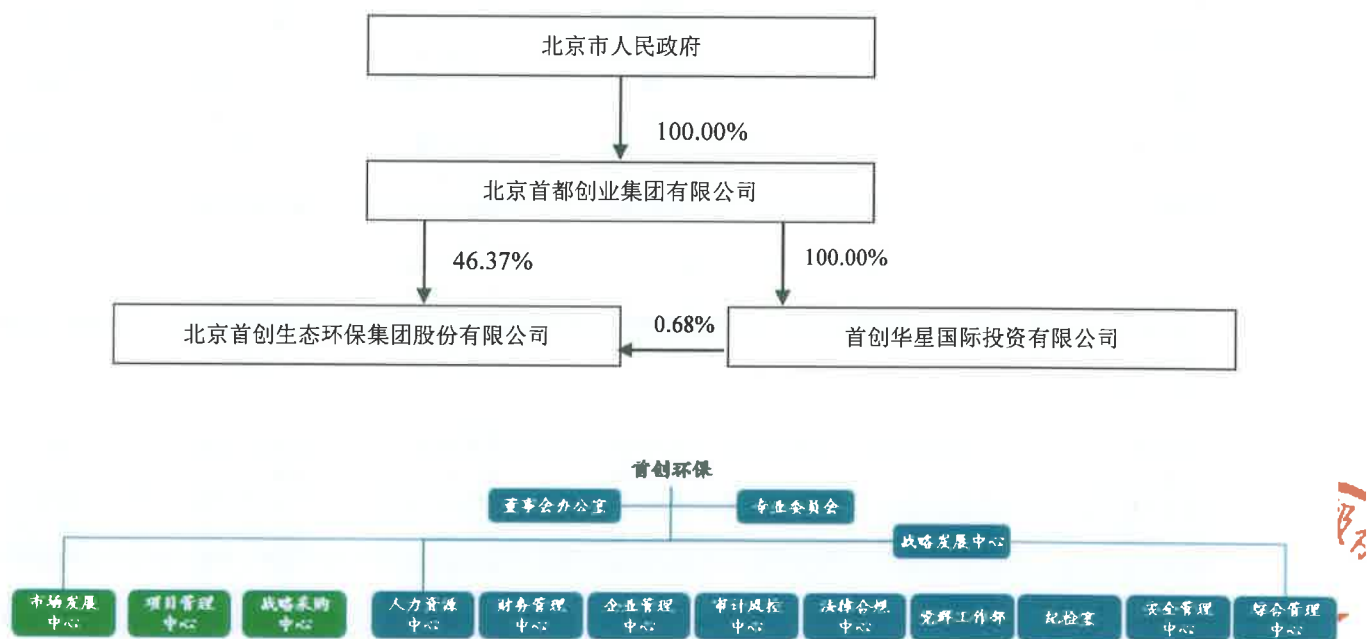
综上所述，中诚信国际评定北京首创生态环保集团股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于北京首创生态环保集团股份有限公司 的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

附一：北京首创生态环保集团股份有限公司股权结构图和组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	374,950.50	891,943.66	823,655.97	549,285.26
应收账款	377,071.27	478,223.66	590,389.55	697,961.52
其他应收款	157,239.14	75,565.28	81,629.60	100,195.17
存货	112,492.14	116,957.73	122,030.78	153,519.52
长期投资	274,532.32	292,307.92	191,641.62	203,892.52
在建工程	2,015,547.57	150,223.78	145,971.45	161,642.48
无形资产	2,693,629.04	3,283,914.96	4,896,976.87	4,953,143.60
总资产	7,987,235.63	10,056,826.65	10,723,105.23	10,798,841.91
其他应付款	180,295.41	288,727.16	285,631.61	295,081.71
短期债务	486,098.26	1,340,224.96	1,086,373.42	1,024,487.57
长期债务	3,003,339.48	2,974,931.93	3,542,021.99	3,827,099.36
总债务	3,489,437.74	4,315,156.89	4,628,395.42	4,851,586.93
总负债	5,165,789.29	6,517,401.93	6,900,476.70	6,961,858.33
费用化利息支出	116,650.20	146,037.32	160,905.98	--
资本化利息支出	37,210.65	46,218.24	33,560.93	--
实收资本	568,544.82	734,059.07	734,059.07	734,059.07
少数股东权益	689,263.08	945,427.91	1,082,887.08	1,125,017.03
所有者权益合计	2,821,446.33	3,539,424.72	3,822,628.53	3,836,983.58
营业总收入	1,490,727.36	1,922,460.36	2,223,259.30	472,280.51
经营性业务利润	143,482.16	214,041.69	271,433.01	55,821.84
投资收益	19,565.18	21,058.36	86,806.83	622.81
净利润	109,151.15	160,191.61	260,199.52	42,454.55
EBIT	276,504.58	370,056.05	486,317.31	--
EBITDA	452,598.08	601,266.38	762,708.11	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,329,855.55	1,545,898.07	1,570,661.86	413,973.36
收到其他与经营活动有关的现金	63,272.19	43,496.92	51,045.56	31,602.87
购买商品、接受劳务支付的现金	593,668.15	683,268.78	819,599.76	309,067.85
支付其他与经营活动有关的现金	107,854.28	88,898.76	62,203.16	53,975.05
吸收投资收到的现金	557,606.03	873,489.89	577,925.29	31,050.01
资本支出	1,167,363.98	1,241,696.02	892,715.82	312,148.68
经营活动产生现金净流量	333,338.60	445,416.35	314,541.35	-60,646.78
投资活动产生现金净流量	-1,131,450.41	-1,205,923.32	-644,120.71	-305,572.69
筹资活动产生现金净流量	558,805.52	1,285,782.86	266,109.53	76,199.15
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	29.62	29.94	30.82	32.08
期间费用率(%)	19.41	18.53	18.06	19.65
应收类款项/总资产(%)	13.78	17.92	7.74	9.76
收现比(X)	0.89	0.80	0.71	0.88
总资产收益率(%)	3.71	4.10	4.68	--
资产负债率(%)	64.68	64.81	64.35	64.47
总资本化比率(%)	55.29	54.94	54.77	55.84
短期债务/总债务(X)	0.14	0.31	0.23	0.21
FFO/总债务(X)	0.11	0.12	0.14	--
FFO 利息倍数(X)	2.57	2.79	3.43	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.17	2.32	1.62	--
总债务/EBITDA(X)	7.71	7.18	6.07	--
EBITDA/短期债务(X)	0.93	0.45	0.70	--
货币资金/短期债务(X)	0.77	0.67	0.76	0.54
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.94	3.13	3.92	--

注：1、中诚信国际根据公司公开披露的 2019~2021 年审计报告以及 2022 年一季度财务报表整理，公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2022 年一季度财务报表未经审计；2、将 2019 年末公司“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算，将各期末“一年内到期的非流动负债”中的无息负债调出短期债务核算，将各期末“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供 2022 年一季度现金流量补充表，相关指标失效。

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 + 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
现金流	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
	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
	EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
偿债能力	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”。

附四：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。