



# 北京首创生态环保集团股份有限公司

## 2023 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[2023]跟踪 0317 号

---

## 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 06 月 02 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	北京首创生态环保集团股份有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“G18 首股”、“20 首创 01”、“20 首创 02”、“20 首股 Y1”、“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”和“23 环保 Y1”	AAA
<b>评级观点</b>	<p>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，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。</p>	
<b>评级展望</b>	<p>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。</p>	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>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。</p>	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公司供水及污水处理能力仍处于行业前列，行业地位突出。</li> <li>■ 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。</li> <li>■ 随着业务规模不断扩张，近年来公司收入规模及利润规模整体保持增长态势，盈利情况良好。</li> <li>■ 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。</li> </ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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。</li> <li>■ 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。</li> </ul>		

项目负责人：李转波 zhbli@ccxi.com.cn

项目组成员：向颖珊 yshxiang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

首创环保（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	1,005.68	1,072.31	1,048.83	1,056.57
经调整的所有者权益合计（亿元）	253.94	282.26	298.99	303.08
负债合计（亿元）	651.74	690.05	663.84	653.49
总债务（亿元）	534.15	580.40	546.40	--
营业总收入（亿元）	192.25	222.33	221.57	43.42
经营性业务利润（亿元）	20.13	26.09	25.66	5.89
净利润（亿元）	16.02	26.02	43.75	4.30
EBITDA（亿元）	58.37	68.84	66.57	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	44.54	31.45	30.24	-2.50
总资本化比率（%）	67.78	67.28	64.63	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.47	2.90	2.61	--

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 2020 年~2022 年财务报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年财务数据分别采用了 2021 年审计报告期初数，2021 年、2022 年财务数据采用 2021 年、2022 年审计报告期末数；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际将公司“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、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，特此说明；5、季报中折旧、摊销、利息支出等财务数据未提供时相关数据指标计算失效。

## 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	21 首创生态 MTN003(AAA) 21 首创 MTN002 (AAA) 21 首创生态 MTN001(AAA)	2022/06/01	肖瀚、李转波	<a href="#">中诚信国际水务行业评级方法与模型 C160300_2022_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	21 首创生态 MTN003(AAA)	2021/10/28	高哲理、王昭、张雪飘	<a href="#">中诚信国际水生产和供应业评级方法与模型 C160300_2019_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	21 首创 MTN002 (AAA)	2021/10/28	高哲理、王昭、张雪飘	<a href="#">中诚信国际水生产和供应业评级方法与模型 C160300_2019_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	21 首创生态 MTN001(AAA)	2021/10/15	高哲理、王昭、张雪飘	<a href="#">中诚信国际水生产和供应业评级方法与模型 C160300_2019_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际口径

## 同行业比较（2022 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)	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	2,565.97	42.55	1,048.83	63.29	221.57	43.75	30.24
上实环境	1,182.94	29.99	405.45	63.46	83.04	11.22	-13.95

中诚信国际认为，与同行业相比，首创环保的设计处理能力、年实际处理量和净利润均处于行业上游水平，财务杠杆水平较高，经营活动净现金流在同行业中处于较好水平。

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。

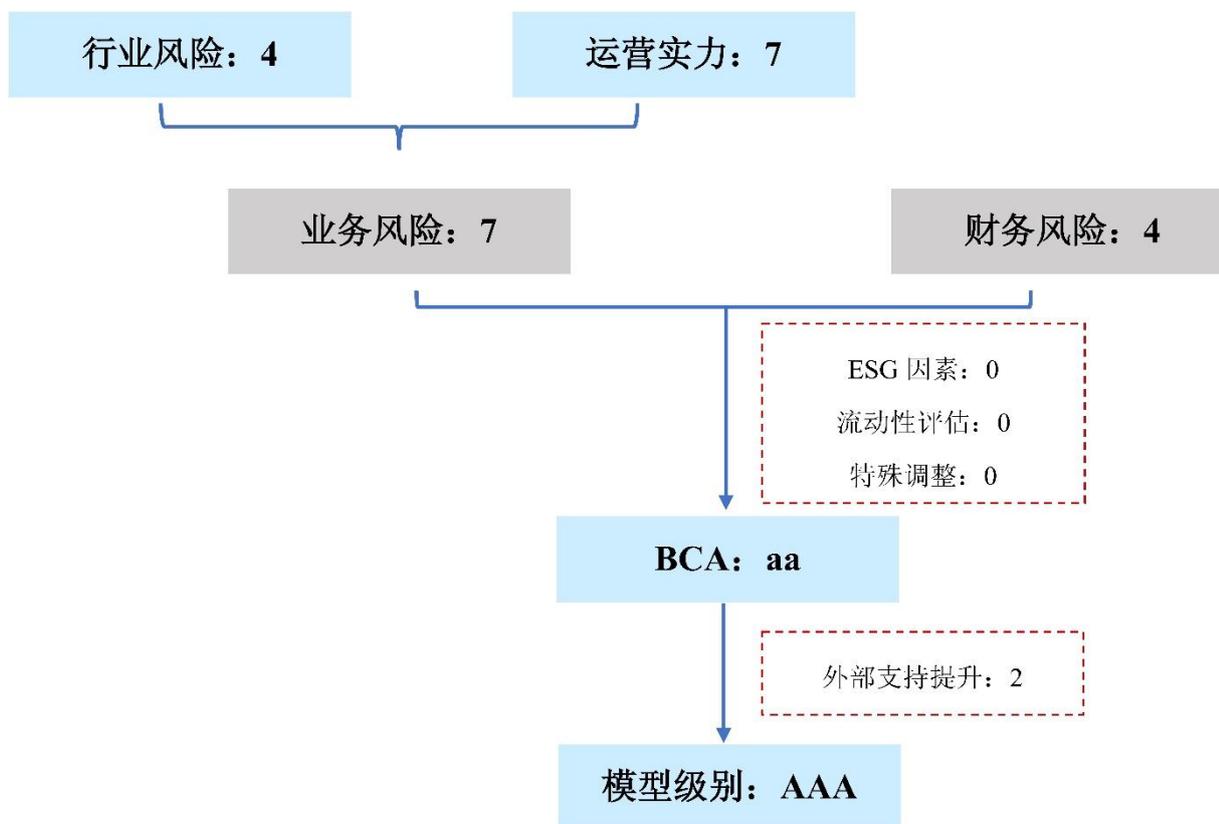
资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
G18 首股	AAA	AAA	2022/06/01	20.00	20.00	2018/11/27~2023/11/27	--
20 首创 01	AAA	AAA	2022/06/01	10.00	10.00	2020/03/06~2025/03/06	--
20 首创 02	AAA	AAA	2022/06/01	10.00	10.00	2020/05/19~2025/05/19	--
20 首股 Y1	AAA	AAA	2022/06/01	10.00	10.00	2020/11/20~2023/11/20 (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普通债务
21 环保债	AAA	AAA	2022/06/01	10.00	10.00	2021/08/30~2026/08/30	--
21 首创生态 MTN001	AAA	AAA	2022/06/01	10.00	8.00	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	2022/06/01	10.00	10.00	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	2022/06/01	10.00	10.00	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	2022/07/12	5.00	5.00	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后于公司普通债务
22 环保 Y2	AAA	AAA	2022/07/12	5.00	5.00	2022/08/02~2027/08/02 (5+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普通债务
22 环保 Y3	AAA	AAA	2022/10/17	10.00	10.00	2022/10/24~2025/10/24 (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普通债务
22 环保 Y4	AAA	AAA	2022/10/17	6.00	6.00	2022/10/24~2025/10/24 (5+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普通债务
22 环保 Y5	AAA	AAA	2022/11/09	20.00	20.00	2022/11/28~2025/11/28 (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普通债务
23 环保 Y1	AAA	AAA	2023/02/16	14.00	14.00	2023/02/24~2025/02/24 (2+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普通债务

## 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(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际水务行业评级方法与模型 C160300\_2022\_04

### ■ 业务风险:

首创环保属于水务行业,水务行业风险评估为较低;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、固废处理及大气综合治理等,产业链较完整,行业地位突出,2022 年水务处理能力和运营收入仍保持行业领先地位,但综合水治理项目多以 PPP 模式开展,回款周期较长,对公司资金形成占用,综上,整体业务风险评估为极低。

### ■ 财务风险:

2022 年首创环保盈利获现能力整体尚可,经营活动净现金流为债务付息提供保障,但财务杠杆仍处于较高水平,同时资本支出仍将保持一定规模,考虑到公司融资渠道畅通,较强的外部融资能力能够实现到期债务续接,财务风险评估为中等。

### ■ 个体信用状况:

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对首创环保个体基础信用等级无影响,首创环保具有 aa 的个体基础信用等级,反映了其极低的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 外部支持:

公司股东背景较强,作为北京首都创业集团有限公司的重要组成部分,在资本补充、业务拓展等方面得到了股东的大力支持,股东的支持意愿和支持能力很强,外部支持调升 2 个子级。

## 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。

## 募集资金使用情况

“G18 首股”发行金额 20 亿元，期限 5 年，募集资金拟用于公司村镇污水治理项目建设、偿还公司债务及补充流动资金，其中用于绿色产业领域发展的募集资金金额不低于募集资金总额的 70%。

“20 首创 01”发行金额 10 亿元，期限 5 年，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。

“20 首创 02”发行金额 10 亿元，期限 5 年，募集资金在扣除相关发行费用后拟用于补充营运资金。

“20 首股 Y1”发行金额 10 亿元，期限 3+N 年，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，该次债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

“21 环保债”发行金额 10 亿元，期限 5 年，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。

“22 环保 Y1”发行金额 5 亿元，期限 3+N 年，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。

“22 环保 Y2”发行金额 5 亿元，期限 5+N 年，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。

“22 环保 Y3”发行金额 10 亿元，期限 3+N 年，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。

“22 环保 Y4”发行金额 6 亿元，期限 5+N 年，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。

“22 环保 Y5”发行金额 20 亿元，期限 3+N 年，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。

“23 环保 Y1”发行金额 14 亿元，期限 2+N 年，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，上述债务融资工具募集资金均已按照规定用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消

费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

中诚信国际认为，我国供水行业整体上处于成熟期，优化格局及改善水质是行业发展重点；污水处理行业进入快速发展期，单一的污水处理企业逐步向水环境综合治理企业发展。同时，我国水价处于较低水平且各地差异较大，建立反映供水成本、激励提升供水质量的价格形成和动态调整机制是水价调整的发展方向。另外，垃圾处理行业已过高速发展期，行业集中度较高且较稳定，目前垃圾焚烧企业积极布局“固废一体化”，部分上市公司进军新能源产业，未来投资和经营情况有待关注。细分的危险废物处置行业产能过剩，产业格局或将重塑。

### 水务行业

我国水资源短缺且分布不均，水质污染有所减轻。供水行业整体上处于成熟期，提质增效降低漏损率、突破海水淡化技术以及推行智慧水务，是推动行业技术变革和高质量发展的方向。近年来，在国家环保政策带动下，污水处理行业快速发展。“十四五”期间，国家推出的一系列政策、法规将进一步推动农村污水市场空间的释放，污水及相伴生的污泥处理、黑臭水体治理为污水处理企业带来重大机遇，推动其从单一的污水处理企业向水环境综合治理企业发展。我国水价处于较低水平且各地差异较大，建立反映供水成本、激励提升供水质量的价格形成和动态调整机制是水价调整的发展方向。

详见《中国水务行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9784?type=1>

## 环保运营行业

随城镇化程度增长，生活垃圾产生量快速增加，垃圾焚烧已成为城镇生活垃圾处理的主要方式，生活垃圾“零填埋”是趋势。垃圾处理行业已过高速发展期，行业集中度较高且较稳定，且由投资驱动逐步转为运营项目的精细管控。同时，随运营水平提高，垃圾焚烧发电项目的吨发电量上升；电费国补退坡，但初步估测对垃圾焚烧项目盈利影响相对有限。目前垃圾焚烧企业积极布局“固废一体化”，且部分上市公司进军新能源产业，未来投资和经营情况有待关注。细分的危险废物处置行业产能过剩，产业格局有望重塑。

详见《中国环保运营行业展望，2022 年 12 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9624?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内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，2022 年营业总收入总体保持稳定，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。

*跟踪期内城镇水务运营主要项目区域分布范围较上年变化不大，全国性的业务布局使得公司保持良好发展态势。*

公司城镇水务业务主要依托供水和污水治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，跟踪期公司区域布局变化不大，整体业务发展保持良好态势。截至 2023 年 3 月末，公司参控股供水项目和污水处理项目共 261 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、内蒙古和四川，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，主要项目区域分布范围较上年变化不大。

表 1：截至 2023 年 3 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	395.90
2	江苏	167.80
3	河北	142.85
4	内蒙古	101.00
5	四川	78.51
合计	--	886.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：截至 2023 年 3 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	219.96
2	安徽	209.57
3	湖南	170.38
4	广东	78.30
5	浙江	73.18
合计	--	751.39

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。

跟踪期，公司仍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。

跟踪期内水务处理能力仍保持行业领先水平，随着在建工程的持续推进，水务处理能力有望增加，进一步提升供水量及污水处理量。

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。2022 年，公司深耕区域拓展，2022 年安徽、湖南等地设计供水能力保持较快增长，共同带动供水量和售水量稳步增长，产销差率同比上升 1.24 个百分点。2023 年 1~3 月，供水能力与年初持平，供水量和售水量基本与上年同期持平，产销差率受季节等因素影响有所下降。

表 3：公司供水业务运营情况

年度	设计供水能力 (万吨/日)	其中控股设计 供水能力(万 吨/日)	供水量(亿 吨)	售水量(亿 吨)	产销差率(%)	产能利用率(%)
2020	1,456.65	940.03	12.42	11.14	14.28	59.14
2021	1,028.23	1,013.23	14.22	12.66	13.15	64.83
2022	1,112.12	1,045.12	15.28	13.69	14.39	65.39
2023.1~3	1,112.12	1,045.12	3.65	3.17	12.01	--

注：公司设计供水能力含参控股企业数据以及委托运营项目数据，供水量与售水量为控股企业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

截至 2023 年 3 月末，公司主要在建供水项目共 9 个，预计总投资 44.33 亿元，已投资 9.29 亿元，项目建成后预计可新增设计供水能力约 76.25 万吨/日。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司重大在建供水项目（单位：亿元、万吨/日）

项目名称	设计处理 能力	建设期	总投资	已投资	2023.4~12 计划投资
安徽省怀宁县城乡供水一体化 EPC+O 项目	12.00	2021/08-2023/11	14.70	2.32	3.64
安徽省淮北市濉溪群众喝上更好水工程 EPC+O 项目	20.00	2022/06-2025/06	11.16	2.43	3.60
江苏省徐州市刘集水厂及配套清水管网项目	20.00	2022/08-2023/10	9.90	2.01	4.53
合计	52.00	--	35.76	6.76	11.77

注：仅披露公司内部重大项目。

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。2022 年，内蒙古、山西、湖南、北京、贵州、山东等地新增污水产能，但因部分污水子项目股权售出，年末设计污水处理能力同比略有下降。污水处理量方面，随着部分新增污水项目投运，污水处理量同比增长 4.27%。

表 5：近年公司污水业务运营情况

年度	设计污水处理能力(万吨/日)	其中控股设计污水处理能力 (万吨/日)	污水处理量(亿吨)
2020	1,591.22	1,301.71	22.69
2021	1,471.40	1,338.63	26.15
2022	1,453.85	1,260.85	27.27
2023.1~3	1,453.85	1,260.85	6.28

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

截至 2023 年 3 月末，公司在建污水处理项目共 16 个，预计总投资 48.35 亿元，已投资 23.52 亿元，项目建成后预计可新增污水处理能力约 75.10 万吨/日。

**表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要重大在建污水处理项目（单位：亿元、万吨/日）**

项目名称	设计处理能力	建设期	总投资	已投资	2023.4-12 计划投资
陕西省铜川市漆水河水环境治理工程项目	9.00	2020/07~2023/08	13.36	6.40	1.71
山东省烟台市套子湾污水处理厂三期 PPP 项目	12.00	2021/05~2024/06	8.22	1.97	1.90
山东省青岛胶州市水环境治理工程（南片区）项目变更	1.57	2021/07~2023/12	5.18	3.29	1.80
山东省济南市先行区崔寨污水处理厂一期工程 PPP 项目	4.00	2022/06~2023/12	3.43	1.82	1.46
<b>合计</b>	<b>26.57</b>	<b>--</b>	<b>30.19</b>	<b>13.48</b>	<b>6.87</b>

注：1、仅披露公司内部重大项目；2、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

总体来看，2022 年以来公司控股的供水能力保持增长，而污水处理能力随部分项目股权的出售略有下降，水务处理能力较上年末有所上升。截至 2023 年 3 月末，公司设计供水及污水总处理能力达到 2,565.97 万吨/日，仍保持行业领先水平，同时公司仍有多个在建供水及污水处理项目，未来水务总处理能力有望增加，有利于进一步提升供水量及污水处理量。

**跟踪期内，公司供水及污水处理价格稳中有升，同时在建水务项目相继投运，业务规模稳步增长，城镇水务运营业务收入保持上升态势。**

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。公司供水项目分布较广，各地水价存在一定差异。分片区来看，2022 年，华北地区平均水价为 2.14 元/吨，华东地区为 1.62 元/吨，中南地区为 3.09 元/吨，西南地区为 1.72 元/吨，除中南地区平均水价略有下降外，其他地区自来水均价均有所上升。公司以测算未来成本要求合理回报为原则，并根据国家和地方政府政策及特许经营权协议申请调价。从售水量来看，2022 年及 2023 年一季度，包括委托运营项目在内，公司分别实现售水量 13.69 亿吨和 3.17 亿吨，同比稳中有升。

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，2022 年，华北地区平均水价为 2.23 元/吨，华东地区为 1.48 元/吨，中南地区为 1.40 元/吨，东北地区为 1.46 元/吨，西南地区为 2.50 元/吨，西北地区为 1.52 元/吨，除东北地区污水处理价格同比下降外，其余区域均有所上升。公司主要客户是地方政府，每年污水处理价格根据特许经营协议及实际情况有所调整，2022 年内蒙、湖北、河南、安徽、山东、天津、四川、湖南等地部分存量项目完成污水处理价格调整。2022 年，公司共实现 16 个项目<sup>1</sup>水价调增，涉及处理水量 124.19 万吨/日。同期，公司污水处理量亦稳中有升。

受益于水价上调和项目投运相应业务规模增加，2022 年及 2023 年一季度，公司城镇水务运营业务收入同比保持增长，分别为 103.90 亿元和 24.30 亿元。

**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。**

<sup>1</sup> 含供水和污水项目

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政府机构出资代表合作成立项目公司，项目公司与当地政府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。2022 年及 2023 年一季度分别确认收入 18.10 亿元和 3.06 亿元。回款方面，随部分项目的子项目陆续投入运营，2022 年及 2023 年一季度实现运营收入 5.84 亿元和 1.43 亿元，实际回款分别为 4.04 亿元和 0.92 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司主要在建 PPP 综合水治理项目分布在宁夏、江苏、甘肃、福建、及四川等多个省份，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 2023 年 3 月末，公司综合水治理在建项目共 7 个，预计总投资 166.99 亿元，尚需投资 65.96 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 7：截至 2023 年 3 月末公司主要在建 PPP 综合水治理项目情况（单位：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	36.50
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	26.23
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	16.74
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	8.00
石家庄市栾城区古运粮河生态修复建设 PPP 项目	是	89.80	石家庄市栾城区住房和城乡建设局	36 个月	6.69	25	2.43
<b>合计</b>	--	--	--	--	<b>149.42</b>	--	<b>89.90</b>

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；3、仅披露公司内部重大项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**受水务建造项目开工数量和结算进度影响，2022 年城镇水务建造业务收入规模持续下降。**

公司城镇水务建造业务主要由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 28 个省、市、自治区，超过 100 个城市。2022 年，公司共结算城镇水务建造项目 142 个，包括承接工程总包项目 49 个、EPC 项目 9 个、工程分包项目 15 个、土建项目 11 个、材料设备项目 53 个、EPCO 项目 5 个，其中 117 个为公司内部 BOT 及 PPP 项目。2022 年，公司城镇水务建造业务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持续下降，因此收入持续下滑，受开工数量、结算进度等因素影响，2022 年及 2023 年一季度分别实现收入 21.15 亿元和 3.82 亿元，需对公司城镇水务建设业务的开展情况保持关注。

**表 8：公司城镇水务建造业务情况（单位：个、亿元）**

年度	新签合同数	新签合同金额
2020	100	70.87
2021	59	41.94

2022	34	31.11
2023.1~3	13	17.03

注：截至 2023 年 3 月末，公司已中标但合同尚在签署过程中的项目有 15 个，涉及合同金额约 45.63 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2022 年，公司固废业务收入受建造业务及出售新西兰资产等因素影响有所下降，但处置新西兰项目的资金回流对公司现金流有所增益，未来仍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 2023 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 年末，首创环境境内垃圾焚烧发电处理量为 15,670 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 2,689 吨/日，累计上网电量 19.45 亿千瓦时，同比增加 68.95%。截至 2023 年 3 月末，首创环境在建项目共 2 个，计划总投资 8.06 亿元，已完成投资额 4.87 亿元，尚需投资 3.19 亿元。

表 9：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）
2020	519.29	80,896.34	68,441.92
2021	592.25	136,986.25	115,096.11
2022	669.42	228,709.81	194,455.65
2023.1~3	187.48	63,500.24	61,758.00

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”）<sup>2</sup>100.00% 股权。2022 年 9 月完成资产交割，BCG NZ 公司不再持有标的公司的任何股权。截至 2022 年末，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，同时本次交易产生的投资收益 26.67 亿元。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，且 2022 年投资收益实现了大幅提升，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首创环境未来海外业务的开展情况以及资产和盈利能力的变化情况。

湖南首创旗下垃圾处理项目以填埋为主，截至 2023 年 3 月末，湖南首创以 TOT、BOT 模式在运

<sup>2</sup> 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。

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，受生活垃圾逐步实现零填埋影响，湖南首创垃圾处理量总体呈逐年下降态势。

表 10：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）
2020	1,390	61.08
2021	1,390	55.38
2022	1,390	50.48
2023.1~3	1,390	5.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司还持有位于新加坡的 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 570.00 吨/天。截至 2023 年 3 月末，ECO 公司总资产和净资产分别为 11.59 亿元和 6.09 亿元，2022 年及 2023 年一季度分别实现收入 4.40 亿元和 1.10 亿元。

2022 年及 2023 年一季度，公司固废处理业务收入分别为 68.97 亿元和 10.20 亿元，2022 年业务收入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。

**跟踪期内公司新增大气综合治理业务，需对公司新业务的开展情况保持关注。**

公司于 2022 年 2 月控股合并了首创大气，首创大气作为公共环境大气污染防治企业，目前主要业务包括环保产品生产销售、工业综合防治服务和市政综合防治服务等。目前首创大气拥有 5 种抑尘剂产品和 3 类环保装备产品，2022 年环保产品生产销售收入为 1.38 亿元；工业综合防治服务，通过对工业生产过程的点源和面源监测，有针对性的设计减排、节能和资源再生循环解决方案，最终实现大气超低排放和工业废水零排放，2022 年业务收入为 1.17 亿元；市政综合防治服务，通过建设市政区域、工业园区大气物理及化学的多级监控系统，结合企业污染特征及源谱识别、气象与大数据分析技术，组织国内外先进的专家资源和先进技术，为工业园区提供 VOCs 污染“测—管—治”一体化解决方案公司，2022 年销售收入为 5.03 亿元。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。

**2022 年政府调整京通快速路收费标准，使其收入及利润规模下滑，但对公司的影响有限。**

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）。2022 年及 2023 年 1~3 月，京通快速路累计车流量分别为 0.48 亿辆和 0.16 亿辆，征费流量分别为 0.16 亿辆和 0.005 亿辆，实现收入分别为 1.24 亿元和 0.05 亿元。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。2022 年通行费收入占总营业收入 0.56%，营业利润-1.50 亿元。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持续下降直至收费权转移，但其规模占比较小，对公司的影响有限。

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，首创环保盈利获现能力整体尚可，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，新西兰项目的处置提升了 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。

跟踪期内，公司水务主业持续增长，受城镇水务建造业务、固废处理业务及快速路业务收入下滑影响，营业收入略有下滑，但整体营业毛利率逐年上升；新西兰公司出售贡献较大规模投资收益，当期利润总额大幅提升。

2022 年，随运营的城镇水务项目规模持续增加，公司水务主业收入持续增长，但受城镇水务建造业务、固废处理业务及快速路业务收入下滑影响，营业总收入规模略有下降。毛利率方面，公司毛利率持续上升，主要系低毛利的城镇水务建造收入规模减小，同时公司加大成本控制，管理水平有所提升。其中，城镇水务运营毛利率同比有所下降，主要系当年运营项目增加以及各项目毛利不同等因素所致，城镇水务建造业务和水环境综合治理项目毛利率受工程进度以及项目逐步投入运营影响呈波动上升趋势。固废处理业务毛利率同比有所上升，主要系固废建造业务比重下降及折旧成本同比下降所致。2023 年一季度，公司营业收入和营业毛利率分别为 43.42 亿元和 33.88%，较上年同期变化不大。

表 11：近年来公司主要板块收入和毛利润构成(单位：亿元、%)

业务板块	2020		2021		2022		2023.1-3	
	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	72.85	37.95	89.13	37.36	103.90	36.73	24.30	37.18
城镇水务建造	40.32	14.60	32.19	19.52	21.15	15.84	3.82	14.06
水环境综合治理	23.45	23.77	21.11	31.71	18.10	36.53	3.06	36.10
固废处理	53.17	32.50	76.87	26.62	68.97	31.78	10.20	34.39
大气综合治理服务	--	--	--	--	8.21	32.48	1.99	33.18
快速路	2.45	48.07	3.03	58.42	1.24	-4.07	0.05	-278.80
合计	192.25	29.94	222.33	30.82	221.57	32.79	43.42	33.88

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，随长期债务比重增加以及利息资本化占比下降，公司财务费用相应上升，带动公司期间费用和期间费用率均有所上升；公司期间费用率仍偏高，对利润形成一定侵蚀。

公司利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益，受城镇水务建造业务、固废处理业务及快速路业务收入下降的影响，2022 年公司的经营性业务利润同比略降至 25.66 亿元。此外，投资收益<sup>3</sup>对公司利润形成一定补充，2022 年公司投资收益大幅增长 20.63 亿元至 29.31 亿元，主要系处置新西兰公司回收现金 18.60 亿新西兰元，形成投资收益 26.67 亿元。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。2022 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，公司计提信用减值损失 2.06 亿元，同期，公司基于审慎性原则对长期资产进行了减值迹象的识别和测试，并根据结果对其中存在减值迹象的资产相应计提了减值准备，对计入无形资产的垃圾处理特许经营权、计入合同资产的 PPP 项目以及固定资产分别计提减值准备 0.93 亿元、0.87 亿元和 2.47 亿元，公司当期资产减值损失达到 4.92 亿元。整体来看，近年来，公司利润总额呈逐年增长态势。

<sup>3</sup> 投资收益主要来自合营企业扬州市润信文昌水汇智道股权投资基金（有限合伙）（以下简称“润信股权”）以及联营企业青岛首创瑞海水务有限公司（以下简称“青岛首创水务”）和彭泽县三峡水环境综合治理有限责任公司（以下简称“三峡水环境治理”）权益法下确认的投资收益。

盈利指标方面，2022 年公司 EBIT 和 EBITDA 利润率受个别业务收入下降及部分项目计提减值准备等因素影响有所下降，总资产收益率亦有所下降，但公司盈利能力仍处于行业前列。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（单位：亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
营业总收入	192.25	222.33	221.57	43.42
期间费用合计	35.63	40.14	43.89	8.34
期间费用率	18.53	18.06	19.81	19.22
经营性业务利润	20.13	26.09	25.66	--
资产减值损失(损失以“-”号填列)	-0.19	-0.99	-4.92	-0.01
信用减值损失(损失以“-”号填列)	-0.70	-1.28	-2.06	-0.09
投资收益	2.11	8.68	29.31	-0.10
利润总额	22.40	32.54	49.09	5.70
EBIT	35.25	41.20	38.97	--
EBITDA	58.37	68.84	66.57	--
总资产收益率	3.91	3.97	3.67	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**跟踪期内，受偿还部分债务和处置新西兰公司影响，资产及负债规模有所下降，资本实力随利润积累而持续提升，财务杠杆率保持较高水平，债务以长期债务为主，债务结构较为合理。**

2022 年，受货币资金偿还部分债务和处置新西兰公司影响，公司资产总额同比下降 2.19%，总资产仍然以非流动资产为主。其中，货币资金同比下降 26.18%至 60.80 亿元，主要系公司归还部分有息负债；应收账款同比上升 72.09%至 101.60 亿元，主要系下属项目公司应收水处理费服务费、水环境综合治理等应收款项增加所致，其中环境业务应收款规模为 91.09 亿元，一年以内账龄占比 75%以上；合同资产同比上升 58.94%至 38.99 亿元，主要系 PPP 项目资产及已确认收入未到回款期的款项增加所致；此外公司固定资产主要核算公司持有的房屋及建筑物、管网资产和机器设备资产等，受新西兰公司处置等因素影响，当期末账面价值同比下降 16.68%；无形资产主要含土地使用权、污水处理特许经营权、自来水经营权、京通快速路经营权、垃圾处理特许经营权等，当期末账面价值变化不大。截至 2023 年 3 月末，公司总资产较上年末小幅增长至 1,056.57 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。公司应收款项增幅较大，中诚信国际将持续关注公司应收款项的变化和未来回收情况。

公司有息债务主要由银行贷款、公开发行债券等构成，期限结构以长期债务为主，短期债务占比较低。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。受益于新西兰公司资产出售带来现金流入，2022 年公司偿还部分短期借款和永续债，2022 年末公司的总债务和负债规模分别同比下降 5.86%和 3.80%至 546.40 亿元和 663.84 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司负债总额较年初下降 1.56%至 653.49 亿元。

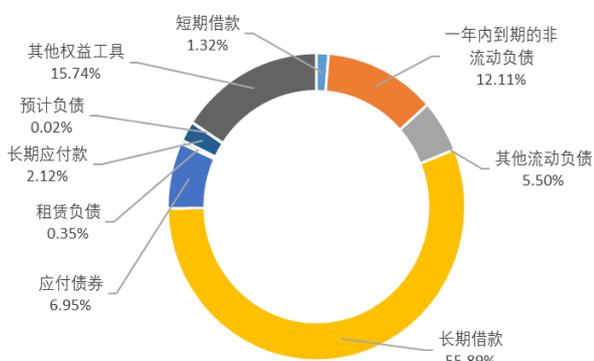
所有者权益方面，2022 年受偿还永续债影响，其他权益工具有所下降，但得益于未分配利润的积累，公司的所有者权益有所上升。资本结构方面，由于公司总债务规模的下降，2022 年末资产负债率和总资本化比率持续下降，但整体杠杆仍处于行业较高水平。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（单位：亿元，%）

	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	1,005.68	1,072.31	1,048.83	1,056.57
货币资金	89.19	82.37	60.80	56.70
应收账款	47.82	59.04	101.60	110.39
合同资产	3.20	24.53	38.99	43.97
长期应收款	124.83	15.78	21.66	21.40
固定资产	65.69	74.07	61.71	61.39
在建工程	15.02	14.60	10.45	11.49
无形资产	328.39	489.70	487.67	485.46
其他非流动资产	198.83	191.69	185.00	184.68
负债总额	651.74	690.05	663.84	653.49
应付账款	108.37	117.37	125.22	112.56
长期应付款	15.56	17.46	16.04	15.86
总债务	534.15	580.40	546.40	--
短期债务/总债务	25.09	18.85	18.97	--
所有者权益合计	353.94	382.26	384.99	403.08
实收资本	73.41	73.41	73.41	73.41
资本公积	44.77	44.78	36.27	36.27
其他权益工具	100.00	100.00	86.00	100.00
未分配利润	26.41	39.30	57.49	60.73
少数股东权益	94.54	108.29	111.76	112.84
资产负债率	64.81	64.35	63.29	61.85
总资本化比率	67.78	67.28	64.63	--

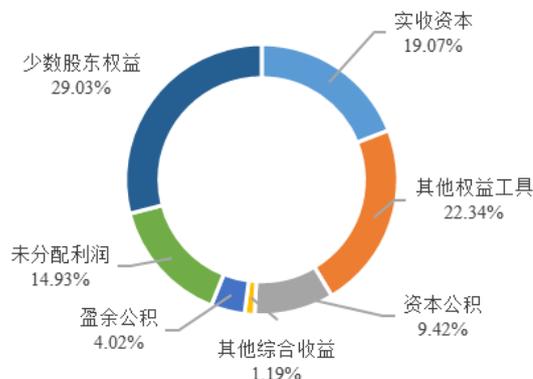
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年，公司经营活动净现金流略有下降，受新西兰公司出售影响，投资活动现金流由负转正，筹资活动净现金流呈净流出状态。EBITDA 和经营活动净现金流对利息覆盖能力仍较好，但货币资金不足以覆盖短期债务，面临一定短期偿债压力。

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。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，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。2022 年，受京通快速路收费政策调整及新西兰项目处置等因素的影响，公司整体经营活动净现金流略有下降。当期公司仍保持一定规模的资本开支，但受益于处置新西兰公司收到股权转让资金，公司投

资活动净现金流由负转正；同时公司利用回流资金偿还部分债务，筹资活动净现金流呈现净流出状态。

2022 年，随着经营规模的扩大，公司保持一定的经营获现能力，EBITDA 和经营活动净现金流对债务利息的覆盖能力仍较强，但对债务的覆盖能力仍较弱；FFO 对债务的覆盖能力持续增强，但货币资金对短期债务的覆盖能力有待提升，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。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元，X）

	2020	2021	2022	2023.1-2023.3
收现比	0.80	0.71	0.76	0.91
付现比	0.51	0.53	0.62	0.93
经营活动净现金流	44.54	31.45	30.24	-2.50
投资活动净现金流	-120.59	-64.41	22.74	-13.63
筹资活动净现金流	128.58	26.61	-75.48	11.65
经营活动净现金流/利息支出	1.89	1.32	1.19	--
经调整的经营净现金流/总债务	0.04	0.01	0.01	--
FFO/总债务	0.06	0.07	0.08	--
总债务/EBITDA	9.15	8.43	8.21	--
EBITDA 利息保障倍数	2.47	2.90	2.61	--
货币资金/短期债务	0.67	0.75	0.59	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2022 年 12 月末，受限货币资金账面价值 1.47 亿元，占总资产 0.14%，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 313.31 亿元，占总资产 29.87%。

或有事项方面，截至 2023 年 3 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼,也无对外担保情况。

**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 2023 年 5 月 10 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<sup>4</sup>

### 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。

——2023 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。

——2023 年，首创环保在建项目投资规模预计在 80~100 亿元。

——2023 年，首创环保经营获现水平将稳定向好。

<sup>4</sup> 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。

## 预测

表 15: 预测情况表 (单位: %, X)

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率	67.28	64.63	61~64
总债务/EBITDA	8.43	8.21	8.1~8.5

注: 总资本化比率将永续债计入总债务计算。

## 调整项

### 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可对流动性需求形成覆盖。**

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 年末, 公司账面货币资金为 60.80 亿元, 其中除因各类保证金合计 1.47 亿元受限外, 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 6.11 亿元为专款专用户, 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 2023 年 3 月末, 公司本部共获得银行授信总额 456.37 亿元, 其中未使用额度 397.56 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日常经营、外部投资及债务的还本付息, 资金平衡状况尚可。2020~2022 年公司年度资本开支在 55~125 亿左右波动, 根据公司规划, 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。2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出逐年增长, 且 2022 年超过 35 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覆盖。

表 16: 截至 2022 年末公司总债务到期分布情况 (单位: 亿元)

	1 年以内到期	一年以上到期
银行融资	41.16	305.38
债券融资	60.04	124.00
其他融资	2.46	13.35
合计	103.66	442.73

注: 将永续债全部计入一年以上到期的债券融资计算。

## ESG 分析<sup>5</sup>

**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, 公司积极建立环境保护相关机制, 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

<sup>5</sup> 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, 结合专业判断得出。

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，2022 年，公司全系统乔木固碳量为 1.22 万吨，灌木固碳量为 0.38 万吨，草地固碳量为 0.26 万吨，总计减少排放二氧化碳当量 1.86 万吨。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 166 家。排放方式主要是管道集中排放、连续排放、有组织排放等。2022 年全年，公司累计削减环境污染物化学需氧量（COD）约 50.68 万吨、生化需氧量（BOD）约 17.56 万吨、总磷（TP）约 0.95 万吨、总氮（TN）约 6.04 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。2022 年，公司共收到四起环保处罚，合计处罚金额为 50.16 万元。四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，公司坚持“安全第一，预防为主，综合治理”方针，制定《风险分类分级管控管理办法》，建立安全风险识别与评估机制，开展安全风险分级管控专项行动。公司积极推行全员安全生产责任制，建立健全风险分级管控与隐患排查治理双重预防工作机制，2022 年，公司制定《隐患排查治理管理办法》，确保隐患排查的规范性、有效性。2022 年，公司组织开展春季安全大检查活动、建设项目安全生产专项排查整治、安全生产月大检查等工作，对高中风险点进行再次梳理排查和整改后续跟踪，共组织安全检查 30 次。此外，公司开展安全生产绩效考核，制定《公司安全生产绩效考核管理办法》并设定安全绩效考核指标，稳步提升公司安全生产水平，报告期内员工未发生因工伤亡事件。

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，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。公司业务包括城镇水务、生态环境综合治理、固废处理和大气综合治理。其中城镇水务通过开展供水服务、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；固废处理服务拥有城乡固体废弃物“分-收-储-运-处-用”全流程解决方案，在满足民生需求的基础上持续改善生态环境，提升资源回收利用；大气综合治理服务依托智慧环保平台，结合“测、管、治”综合解决方案，协助管控、治理大气环境，实现空气质量稳定达标与持续改善。公司将持续致力于在城市环境、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。

## 外部支持

公司控股股东区域定位高且自身实力雄厚，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 2023 年 3 月末，首创集团合并报表资产总额达到 4,192.00 亿元，所有者权益合计 861.50 亿元；2022 年实现营业总收入 578.22 亿元，净利润达 44.34 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，凭借二十余年的发展经验，公司已成为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，业务具有较强的基础民生特性，可在项目运营地区享受到一定政府补助与优惠政策。

## 同行业比较

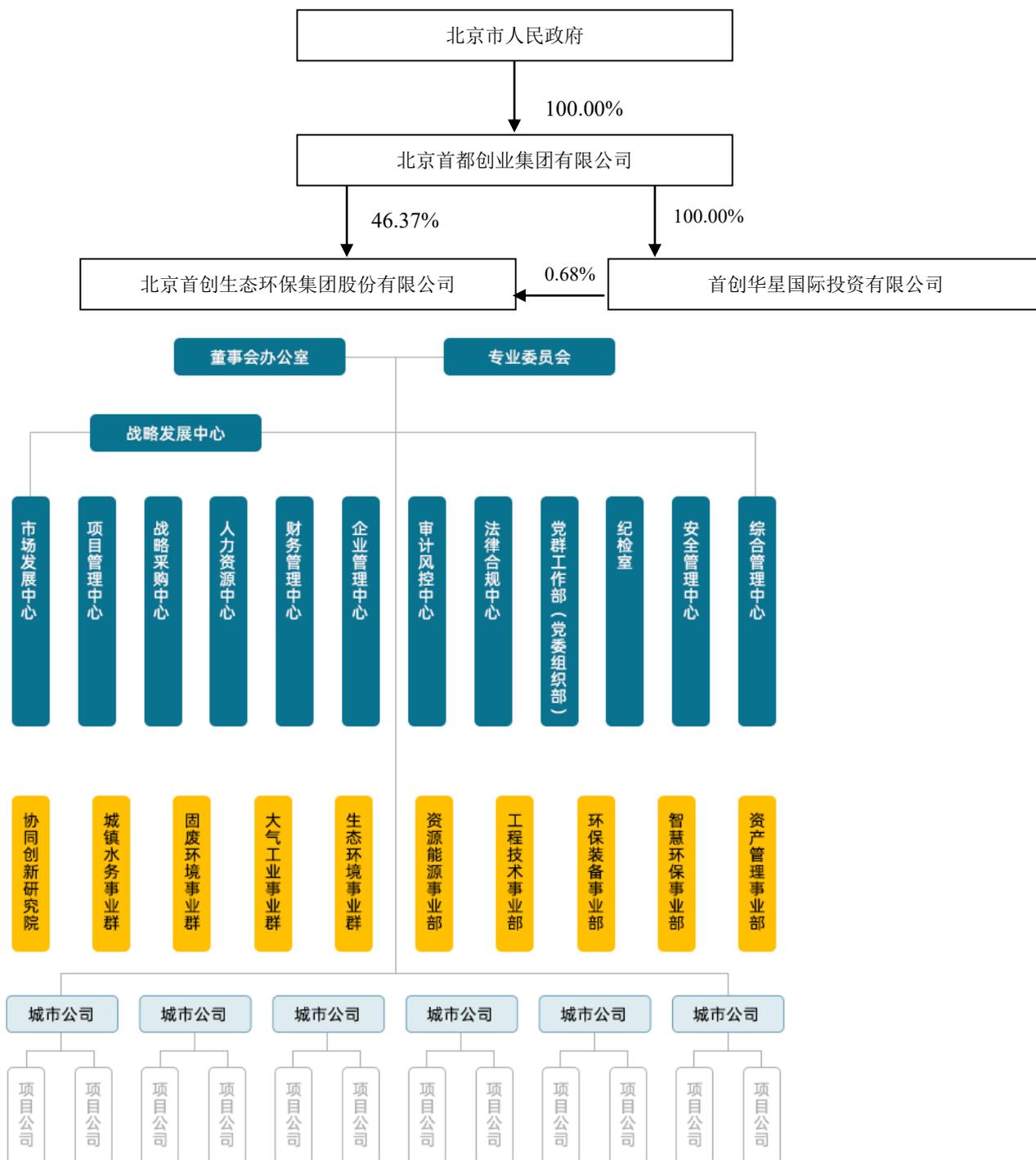
中诚信国际选取了上实环境作为首创环保的可比公司，上述公司均全国展业，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，社会区域环境方面，首创环保与上实环境均属于全国性布局的环保企业，首创环保经过 20 余年的发展，逐步构建“水、固、气”的综合性环保平台，项目分布于全国 142 个地级行政区。上实环境业务网络覆盖泛珠江三角洲、长江三角洲、黑吉辽及中部地区，展业空间广阔、前景良好。项目规模和处理能力方面，首创环保作为国内环保行业的龙头企业之一，项目规模和处理能力均高于上实环境，上实环境主要以特许经营的模式开展水务经营，在行业内亦具备一定优势；盈利能力方面，因首创环保城镇水务运营业务及固废处理业务运营优势明显，业务结构多元化，整体盈利能力明显高于上实环境；财务杠杆水平和偿债能力方面，首创环保的资产负债率低于上实环境，但财务杠杆水平仍较高，对债务本息的保障能力有待进一步提升。

## 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“G18 首股”、“20 首创 01”、“20 首创 02”、“20 首股 Y1”、“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”和“23 环保 Y1”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 2023 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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	891,943.66	823,655.97	607,993.31	566,985.37
非受限货币资金	877,064.59	808,631.64	593,302.46	552,427.42
应收账款	478,223.66	590,389.55	1,016,010.03	1,103,865.79
其他应收款	71,076.23	81,629.60	120,713.07	93,744.00
存货	116,957.73	122,030.78	135,107.27	136,739.71
长期投资	292,307.92	191,641.62	176,928.15	178,368.20
在建工程	150,223.78	145,971.45	104,519.91	114,894.43
无形资产	3,283,914.96	4,896,976.87	4,876,715.92	4,854,636.49
资产总计	10,056,826.65	10,723,105.23	10,488,323.99	10,565,670.61
其他应付款	286,521.69	285,631.61	234,412.46	258,238.77
短期债务	1,340,224.96	1,094,096.77	1,036,627.35	--
长期债务	4,001,227.07	4,709,927.73	4,427,348.72	--
总债务	5,341,452.03	5,804,024.50	5,463,976.06	--
负债合计	6,517,401.93	6,900,476.70	6,638,449.50	6,534,913.14
利息支出	236,065.56	237,426.92	254,746.96	--
经调整的所有者权益合计	2,539,424.72	2,822,628.53	2,989,874.50	3,030,757.47
营业总收入	1,922,460.36	2,223,259.30	2,215,732.53	434,227.75
经营性业务利润	201,280.49	260,943.42	256,648.02	--
其他收益	21,733.41	15,839.30	14,366.84	3,098.83
投资收益	21,058.36	86,806.83	293,101.85	-957.94
营业外收入	2,336.53	2,790.49	2,391.60	215.91
净利润	160,191.61	260,199.52	437,455.63	42,989.21
EBIT	352,538.25	411,971.04	389,744.65	--
EBITDA	583,748.58	688,361.84	665,729.41	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,545,898.07	1,570,661.86	1,675,761.11	393,912.86
收到其他与经营活动有关的现金	43,496.92	51,045.56	31,112.82	24,256.55
购买商品、接受劳务支付的现金	683,268.78	819,599.76	918,030.99	265,797.14
支付其他与经营活动有关的现金	88,898.76	62,203.16	76,120.98	49,890.95
吸收投资收到的现金	873,489.89	577,925.29	508,375.27	147,350.71
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,241,696.02	892,715.82	587,560.22	136,354.79
经营活动产生的现金流量净额	445,416.35	314,541.35	302,418.79	-25,024.90
投资活动产生的现金流量净额	-1,205,923.32	-644,120.71	227,396.58	-136,275.04
筹资活动产生的现金流量净额	1,285,782.86	266,109.53	-754,759.54	116,471.02
现金及现金等价物净增加额	519,738.85	-68,433.00	-230,301.80	-40,875.00
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率（%）	29.94	30.82	32.79	33.88
期间费用率（%）	18.53	18.06	19.81	19.22
应收类款项占比（%）	17.87	7.74	12.90	13.36
收现比（X）	0.80	0.71	0.76	0.91
资产负债率（%）	64.81	64.35	63.29	61.85
总资本化比率（%）	67.78	67.28	64.63	--
短期债务/总债务（%）	25.09	18.85	18.97	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.89	1.32	1.19	--
总债务/EBITDA（X）	9.15	8.43	8.21	--
EBITDA/短期债务（X）	0.44	0.63	0.64	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.47	2.90	2.61	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际将公司“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 2023 年一季度利息支出情况，故相关指标失效。

### 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+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-公益性资产调整
	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
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	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	
现金流	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)
	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：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，影响报表使用者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