



北京首创生态环保集团股份有限公司

2025 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[2025]跟踪 0358 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

2025 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	“21 环保债”、“22 环保 Y1”、“22 环保 Y2”、“22 环保 Y3”、“22 环保 Y4”、“22 环保 Y5”、“23 环保 Y4”、“24 首创 MTN001”、“24 首创生态 MTN002”	AAA
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”）水务板块行业龙头地位突出，产业链较为完整且市场协同效应强，运营类收入与毛利率保持增长态势，盈利可持续性增强及畅通的融资渠道等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司有息债务规模较高，综合水治理项目回款周期较长，工程类业务拓展承压等因素对其经营和整体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，行业龙头地位突出 ■ 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，市场协同效应较强 ■ 随着项目逐步转商运，同时持续推进提质增效，近年来运营类收入与毛利率保持增长态势，盈利可持续性增强 ■ 公司债权融资渠道通畅，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，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 ■ 在投资收缩与市场竞争加剧的行业背景下，公司工程类业务拓展承压，利润贡献呈下降趋势		

项目负责人：柯 维 wke@ccxi.com.cn
项目组成员：刘冰瑞 brliu@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(027)87339288

财务概况

首创环保（合并口径）	2022	2023	2024
资产总计（亿元）	1,048.83	1,093.59	1,111.83
所有者权益合计（亿元）	384.99	383.75	391.65
负债合计（亿元）	663.84	709.84	720.18
总债务（亿元）	546.40	607.45	616.53
营业总收入（亿元）	221.57	213.19	200.50
净利润（亿元）	43.75	20.86	41.44
EBITDA（亿元）	66.57	76.69	79.39
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	30.24	34.22	40.83
营业毛利率（%）	32.79	32.20	34.77
总资产收益率（%）	3.67	4.07	4.18
资产负债率（%）	63.29	64.91	64.77
总资本化比率（%）	64.63	68.16	67.89
总债务/EBITDA（X）	8.21	7.92	7.77
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.61	3.40	3.62
FFO/总债务（X）	0.08	0.09	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 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 年财务报告以及经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2024 年财务报告，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，特此说明。

同行业比较（2024 年数据）

公司名称	已投运处理能力（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）
上实环境	1,197.22	35.00	49.74	449.56	75.96	58.20	4.55	3.34	0.07
首创环保	1,711.04	45.46	110.58	1,111.83	200.50	67.89	4.18	3.62	0.09

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，上实环境处理能力为控股已投运产能，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，不包含建造收入；2、首创环保处理能力为控股已投运产能，首创环保水务业务收入包含污水水处理业务、供水水处理业务和供水服务业务的收入。

资料来源：公开资料及公司提供，中诚信国际整理

本次跟踪情况

债券简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期限	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 环保债	AAA	AAA	2024/6/4 至本报告出具日	10	10	2021/08/30~2026/08/30 --	
22 环保 Y1	AAA	AAA	2024/6/4 至本报告出具日	5	5	2022/08/02~2025/08/02 (3+N)	续期选择权、递延支付利息权、赎回选择权、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	2024/6/4 至本报告出具日	5	5	2022/08/02~2027/08/02 (5+N)	续期选择权、递延支付利息权、赎回选择权、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	2024/6/4 至本报告出具日	10	10	2022/10/24~2025/10/24 (3+N)	续期选择权、递延支付利息权、赎回选择权、破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务

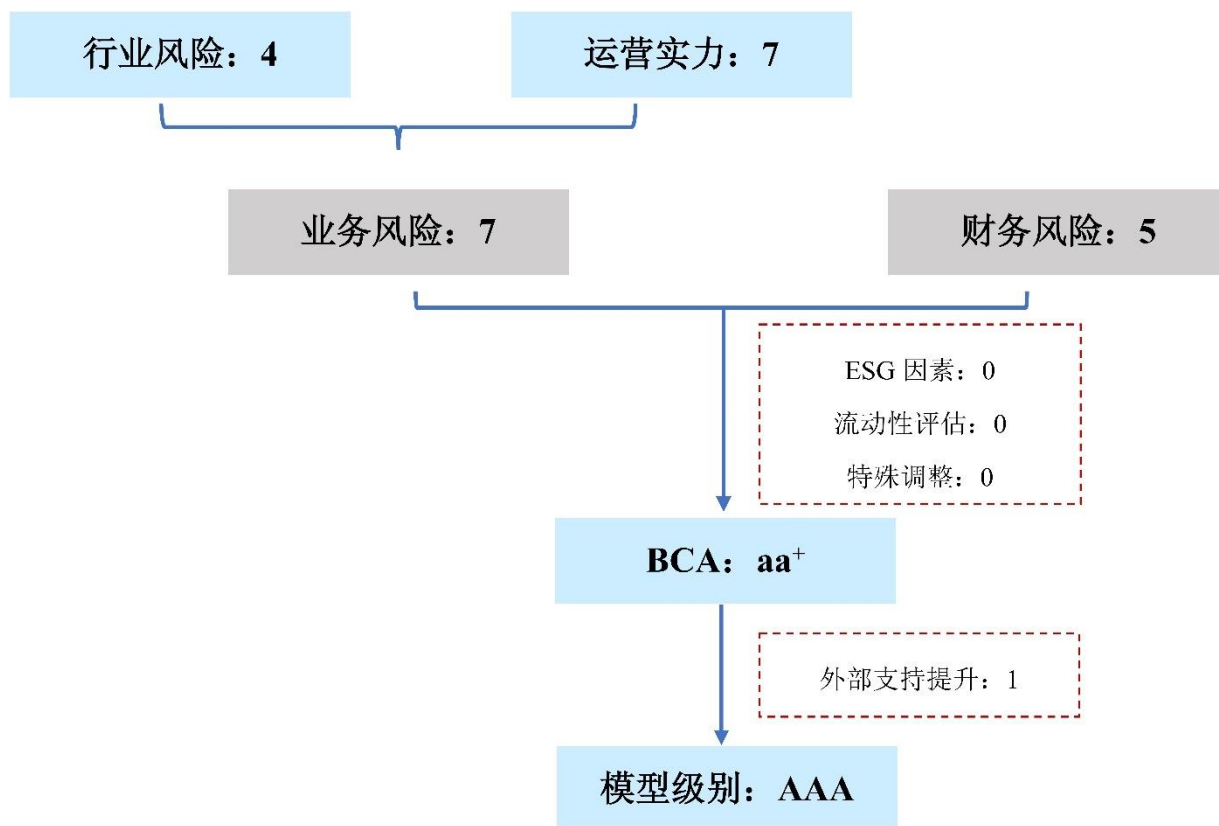
22 环保 Y4	AAA	AAA	2024/6/4 至 本报告出具日	6	6	2022/10/24~2027/10/24 (5+N)	续期选择权、递延支付利息权、 赎回选择权、破产清算时的清偿 顺序劣后于公司普通债务
22 环保 Y5	AAA	AAA	2024/6/4 至 本报告出具日	20	20	2022/11/28~2025/11/28 (3+N)	续期选择权、递延支付利息权、 赎回选择权、破产清算时的清偿 顺序劣后于公司普通债务
23 环保 Y4	AAA	AAA	2024/6/4 至 本报告出具日	10	10	2023/11/23~2026/11/23 (3+N)	续期选择权、递延支付利息权、 赎回选择权、破产清算时的清偿 顺序劣后于公司普通债务
24 首创 MTN001	AAA	AAA	2024/9/24 至 本报告出具日	15	15	2024/10/18~2027/10/18 (3+N)	赎回选择权、利息递延支付选择 权、破产清算时的清偿顺序劣后 于公司普通债务
24 首创生态 MTN002	AAA	AAA	2024/10/24 至 本报告出具日	15	15	2024/11/05~2027/11/05 (3+N)	赎回选择权、利息递延支付选择 权、破产清算时的清偿顺序劣后 于公司普通债务

注：债项余额为截至 2025 年 3 月末数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
首创环保	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/6/4 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_2025_1)



注：

调整项：当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

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，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，2024 年，水务行业政策重点向节水、污水处理短板领域、水价调整及水利建设领域倾斜；行业净利润水平略有改善，但回款周期明显拉长，获现能力和偿债指标有所弱化。2025 年，各地水价上调工作有望提速，水务企业盈利能力或将随之提升；行业获现能力仍处于较好水平，且外部融资渠道通畅，行业整体偿债能力维持稳定；仍需关注区域政府支付能力下降、关联方资金往来对企业流动性带来的不利影响。

详见《中国水务行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11672?type=1>

固体废物处理以城市生活垃圾处理、危险废物处理和农林生物质处置为主。垃圾焚烧发电行业进入后运营时代，修炼内功提高项目运营能力，多家企业出海拓展固废新领域，2025 年仍延续该趋势。危险废物处置行业产能过剩，“价格战”仍在持续，行业回归到相对正常的状态尚需一定时间。农林生物质发电行业受政策退坡以及自身商业模式影响，经营面临困境。

详见《中国环保运营行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11670?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，水务与环保产业链较完善，处理规模与运营管理能力领先，行业龙头地位突出；2024 年水务量价结构与关键运营指标进一步优化，运营效率持续提升；近年来陆续出售海外资产，聚焦国内市场，综合运营实力处于行业领先水平。

2024 年以来公司产权结构无较大变化，出售新加坡 ECO 公司后战略方向聚焦于国内主业的提质增效。

跟踪期内，公司股权结构无变化。2024 年公司出售新加坡 ECO 公司¹并收购北京新大都实业有限公司²，合并范围有所变化。截至 2024 年末，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，公司两会一层无变化。

发展战略方面，公司制定了“生态+2025”战略，坚持战略做高、升维发展的战略共识。具体经营目标为“一增两控三提升”：即轻资产业务体现增长突破，加大在轻资产领域的投入与拓展，培育新的业务增长点，持续优化业务结构；控制应收账款余额和资产负债率，使得风险更加可控，

¹ 2024 年 6 月，公司出售新加坡 ECO 公司 100%股权，并于 7 月完成交割，收取全部股权转让价款 6.08 亿新加坡元（约合 32.43 亿元人民币），产生投资收益 17.80 亿元。

² 2024 年 12 月，公司以现金 7.00 亿元控股合并了北京新大都实业有限公司，北京新大都实业有限公司系公司控股股东的子公司，由于合并前后合并双方均受北京首都创业集团有限公司控制且该控制并非暂时性，本合并属同一控制下的企业合并。

财务更加稳健；实现研发强度、人均创利、扣非 ROE 同比提升。整体来看，公司战略发展路径清晰，仍聚集于主业的提质增效。

跟踪期内，公司保持国内水务行业龙头地位，水务处理规模与运营管理能力领先、产业链完善，在行业内具有很强的影响力。2024 年以来新签项目较少；存量项目量价结构与关键运营指标进一步优化，运营效率持续提升。

2024 年以来公司保持了国内水务行业的龙头地位，处理规模与运营管理能力领先、水务产业链完善，凭借其二十余年发展积累的技术与运营优势，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，在行业内具有很强的影响力。截至 2024 年末，公司供水能力达 1,242.91 万吨/日，其中委托运营项目供水能力 124.00 万吨/日；污水处理能力达 1,489.64 万吨/日，其中委托运营项目污水处理能力 129.32 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。其中，供水能力前五大省份为安徽、江苏、河北、四川和内蒙古，污水处理能力前五大省份为安徽、山东、湖南、广东和浙江，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，公司供水产能和污水处理产能保持增长，2024 年以来新签项目较少，新增设计产能有所收窄，但存量项目运营效率持续提升。供水方面，2024 年新投运阜南、宿松等项目带动供水量进一步增长；在精益运营策略下，整体产销差率同比继续下降 0.93 个百分点；综合供水价格小幅提价至 1.94 元/吨（含税），2024 年公司售水量同比提升 3.59%，其中西南地区售水量增速较高，2024 年公司实现供水水处理业务收入 33.39 亿元，同比增长 5.08%；以户表工程等相关的供水服务业务收入同比变化较小。污水方面，2024 年新投运舞阳、南安项目，污水处理量及结算量均小幅稳步提升，综合处理价格调升至 1.77 元/吨，全年实现污水水处理收入 66.06 亿元，同比增长 3.71%。整体来看，公司城镇水务运营业务持续推进提质增效，量价结构与关键运营指标进一步优化；同时，随着运营经验的积累以及品牌认知度的提高，公司也积极拓展委托运营等轻资产模式以扩大水务市场份额。

表 1：近年公司城镇水务运营业务情况

供水业务	2022	2023	2024
设计供水能力（万吨/日）	1,112.12	1,231.91	1,242.91
其中：控股设计供水能力（万吨/日）	1,045.12	1,108.92	1,118.91
供水量（亿吨）	15.28	16.12	16.44
售水量（亿吨）	13.69	14.45	14.97
产销差率（%）	14.39	13.14	12.21
综合水价（元/吨，含税）	1.90	1.92	1.94
污水业务	2022	2023	2024
设计污水处理能力（万吨/日）	1,453.85	1,462.75	1,489.64
其中：控股设计污水处理能力（万吨/日）	1,260.85	1,287.35	1,289.74
污水处理量（亿吨）	27.27	27.91	29.02

污水结算量（亿吨）	29.94	29.95	31.16
综合水价（元/吨，含税）	1.66	1.75	1.77

注：1、设计处理能力含在建、拟建产能，含控股企业、参股企业数据以及委托运营项目数据；2、处理量为控股企业数据以及委托运营项目数据；3、此数据未包含生态环境项目中涉及自来水、污水处理业务。

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在维持存量项目稳健经营的前提下适度扩张产能，近年来仍有一定规模资本支出；截至 2024 年末，公司城镇水务主要在建项目总投资 26.15 亿元，已投资 13.95 亿元。随着市场优质增量项目减少，后期投资力度或将减小。

表 2：截至 2024 年末公司城镇水务主要在建项目（亿元）

项目名称	设计处理能力（万吨/日）	总投资	已投资
安徽省宿州市埇桥区芦岭地表水厂一期工程项目	20.00	9.87	2.50
山东省烟台市套子湾污水处理厂三期 PPP 项目	12.00	8.00	6.68
北京市大兴区永兴河第二再生水厂特许经营项目	9.50	6.18	3.32
青岛市西海岸新区辛安前河水质净化厂 PPP 项目	5.00	2.10	1.45
合计	46.50	26.15	13.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司综合水治理业务存量项目多仍以 PPP 模式开展，前期投资规模较大，剩余投资压力可控；跟踪期内，公司存量项目逐步进入运营期，建造收入同比下降，运营收入同比增长，回款周期仍较长，后期回款有待持续关注。

公司综合水治理业务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 PPP 协议，按照明细项目的性质确定使用者付费、可用性付费等付费方式，完工验收后按期回款。目前公司 PPP 综合水治理重资产项目 17 个，主要分布在宁夏、江苏、甘肃、福建及四川等地，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。2024 年公司确认 PPP 综合水治理收入 13.64 亿元（含建造收入）。

2023 年 11 月，国家发展改革委员会、财政部发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》（国办函〔2023〕115 号）后，传统 PPP 业务模式受到制度限制，市场规模萎缩。在此背景下，公司适时调整综合水治理业务发展策略，慎重投资此类 PPP 项目，在运营存量项目的同时，逐步向 EPC、EPCO 等轻资产运营模式转型。截至 2024 年末，公司主要在建 PPP 综合水治理项目总投资 116.06 亿元，已投资 73.60 亿元，投资压力可控，但 PPP 项目回款周期较长，后期回款有待持续关注。

表 3：截至 2024 年末公司主要在建 PPP 综合水治理项目情况（亿元、%）

项目名称	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	内江市住房和城乡建设局	36 个月	66.45	20.00	38.95
江苏省宿迁市中心城市西南片区水环境综合整治 PPP 项目	宿迁市住房和城乡建设局	36 个月	26.99	24.00	18.70
石家庄市栾城区古运河生态修复建设 PPP 项目	石家庄市栾城区住房和城乡建设局	36 个月	6.69	25.00	5.36
鹰潭海绵城市建设 PPP 项目	鹰潭市住房和城乡建设局	24 个月	2.06	23.20	0.55
庆阳市海绵城市试点建设项目——项目包 3（D、E 片区）	庆阳市海绵城市建设管理办公室	20 个月	13.87	20.00	10.04

合计	-	-	116.06	-	73.60
----	---	---	--------	---	-------

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

受集团内重资产项目投资收缩和市场竞争加剧影响，跟踪期内，城镇水务建造板块新签合同额大幅下降，且毛利率水平较低，需关注未来业务拓展和盈利变化情况。

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服务于集团内项目，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。2024 年，受集团内重资产项目投资收缩和市场竞争加剧影响，城镇水务建造板块新签合同额大幅下降，且毛利率水平较低，后续业务拓展和盈利变化情况有待持续关注。

表 4：公司城镇水务建造业务合同签订情况

年度	2022	2023	2024
新签合同数（个）	34	37	22
新签合同金额（亿元）	31.11	35.33	8.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

固废处理板块陆续出售新西兰项目和新加坡 ECO 项目，聚焦境内环保业务；2024 年以来固废处理建造收入有所下降，但受益于新增投产产能和存量垃圾焚烧项目生产效率的提升，运营收入同比增长，毛利率水平同比上升。

公司固废处理业务的运营主体为首创环境（03989.HK），首创环境在国内率先完成了从前端垃圾分类投放、中端垃圾分类收运到末端多元化垃圾处理的一体化全产业链布局，连续多年被评为中国固废十大影响力企业。截至 2024 年末，首创环境在运营项目合计 57 个，包括垃圾发电及生物质发电项目 26 个、垃圾填埋 4 个、清扫收运及治理 17 个、拆解项目 1 个、有机垃圾处理 6 个及危废综合处理 3 个，其中垃圾焚烧发电处理能力为 21,170 吨/日。跟踪期以来，受益于建设项目结转及新增清运等轻资产项目，首创环境垃圾处理规模及发电规模保持较快增长，2024 年全年公司固废处理量同比增长 15.62%至 1,011.59 万吨，发展态势良好。由湖南首创经营的垃圾填埋业务因环保政策趋严和填埋产能饱和，处理量大幅减小。

表 5：近年公司固废处理业务经营情况

	2022	2023	2024
垃圾处理量（万吨）	669.42	874.93	1,011.59
发电量（万千瓦时）	228,709.81	267,958.86	314,210.54
上网电量（万千瓦时）	194,455.65	228,012.71	265,035.35

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此前，公司固废业务在海外亦有布局，但近年来鉴于全球各地经济及政治的不稳定发展等因素，海外项目陆续出售。2022 年 9 月，公司出售新西兰项目，回收现金 18.60 亿新西兰元，形成投资收益 26.67 亿元人民币。2024 年 6 月，公司出售新加坡 ECO 公司 100%股权，并于 7 月完成交割，收取全部股权转让价款 6.08 亿新加坡元（约合 32.43 亿元人民币），产生投资收益 17.80 亿

元，此次资产出售后，公司无海外业务。

2024 年公司实现固废处理收入 40.41 亿元，同比下降主要系建造业务规模减小及出售新加坡 ECO 公司的影响。其中，受益于国内已投运垃圾焚烧发电项目综合产能利用率的提升，2024 年垃圾焚烧发电运营收入同比增长 6.38%至 19.91 亿元。此外，由于公司协同开展前端垃圾收运项目，该板块盈利结构更加稳健，毛利率水平逐年上升。

跟踪期内，大气综合治理业务受业务转型影响收入规模有所下降；快速路业务因收费标准下调持续亏损，相关补偿措施仍在协商中。

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。2024 年大气综合治理收入同比下降 23.32%至 7.72 亿元，收入下降系传统抑尘产品、环保装备业务转型所致。

京通快速路因自 2022 年 6 月起收费标准下调，由此开始收入有所下降，2024 年快速路业务营业利润亏损 1.12 亿元，目前公司仍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，公司运营类收入占比持续提升，盈利可持续性增强，且盈利能力保持在行业前列；债务规模小幅增长，财务杠杆处于较高水平，债务期限结构较合理；经营获现能力较强，同时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

受水务和固废处理建造业务收入下滑及新加坡 ECO 项目出表影响，2024 年公司营业总收入小幅下降，但运营类收入占比有所提升，盈利可持续性增强，整体营业毛利率略有提升。2022 年新西兰公司和 2024 年新加坡公司的出售贡献较大规模投资收益，因此当期利润总额大幅提升，剔除非经常性损益影响，近年来公司 EBITDA 随主业的良好经营保持增长，总资产收益率持续提升至较高水平，整体盈利能力处于行业前列。

表 6：近年来公司主营业务收入和毛利率构成（亿元、%）

业务板块	2022		2023		2024	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
污水水处理业务	60.02	35.42	63.70	37.54	66.06	39.54
供水水处理业务	30.66	30.59	31.78	32.86	33.39	34.99
供水服务业务	11.93	54.68	10.74	57.05	11.13	55.24
城镇水务建造业务	21.14	15.65	31.40	13.04	22.82	13.97
水环境综合治理业务	16.26	35.78	14.25	35.75	13.64	30.27
设备及技术服务业务	1.77	44.38	2.12	26.14	2.03	24.55
固废处理业务	68.80	31.94	45.65	32.60	40.41	37.10
大气综合治理业务	7.58	27.15	10.07	26.38	7.72	24.55
快速路业务	1.23	-3.91	0.19	-433.61	0.19	-520.08
合计	219.39	32.39	209.89	31.90	197.39	34.29

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

资产质量

2024 年以来资产负债规模随业务规模扩张保持小幅增长，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合同资产等，其中非流动资产占比约七成，符合水务及环保行业特点。受地方财政影响，公司应收水处理服务费、水环境综合治理、固废运营等应收款项逐年增加，截至 2024 年末一年以内账龄应收账款占比为 66.29%，应收账款周转率持续下降，需关注后续收回情况。公司负债主要由应付账款和有息债务构成，应付账款主要为应付工程建设单位的工程款，有息债务包括银行贷款、公开发行债券等，债务以长期债务为主，债务期限结构较优。所有者权益方面，公司水务项目整体控股比例较高，少数股东权益占比较低，受益于经营积累，公司权益规模有所充实，但受债务规模增长影响，公司财务杠杆仍处于较高水平。

现金流及偿债情况

受水务及固废板块投运项目规模扩大及近年 PPP 项目投资支出逐步减少的综合影响，2024 年公司经营活动净现金流有所增加。同时，公司投资活动现金净流出已过峰值，2024 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金略有下降，同时受益于出售新加坡 ECO 项目收回资金，公司整体对外筹资需求降低，筹资活动现金流呈现净流出。

偿债能力方面，2024 年，公司融资成本持续下降，带动利息支出进一步减少，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。同时，当期公司经营获现情况较好，经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数亦有所提升，但非受限货币资金仍无法覆盖短期债务。整体来看，2024 年公司偿债指标表现略有优化。公司银行融资渠道畅通，授信额度充足，同时积极推动贷款置换，2024 年实现了多个存量项目贷款利率的下调；公开市场债券发行顺畅，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 2025 年 3 月末，公司本部共获得银行授信额度 488.55 亿元，其中尚未使用额度为 396.68 亿元，为公司提供了很强的备用流动性支持。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 7：近年来公司财务相关指标情况（亿元）

	2022	2023	2024
资产总计	1,048.83	1,093.59	1,111.83
货币资金	60.80	53.36	64.17
应收账款	101.60	120.45	146.59
无形资产	487.67	492.23	465.88
其他非流动资产	185.00	196.65	198.82
负债合计	663.84	709.84	720.18
应付账款	125.22	122.08	113.39
长期借款	305.38	311.71	333.85
应付债券	38.00	80.00	52.00
其他权益工具	86.00	100.00	100.00
资产负债率	63.29	64.91	64.77
总资本化比率	64.63	68.16	67.89
营业总收入	221.57	213.19	200.50
营业毛利率	32.79	32.20	34.77
投资收益	29.31	0.35	17.59
利润总额	49.09	26.69	48.82

EBITDA	66.57	76.69	79.39
总资产收益率	3.67	4.07	4.18
经营活动净现金流	30.24	34.22	40.83
投资活动净现金流	22.74	-49.76	4.83
筹资活动净现金流	-75.48	5.30	-40.55
总债务	546.40	607.45	616.53
短期债务占比	18.97	17.22	19.66
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	1.19	1.52	1.86
FFO/总债务	0.08	0.09	0.09
EBITDA 利息保障倍数	2.61	3.40	3.62
总债务/EBITDA	8.21	7.92	7.77
非受限货币资金/短期债务	0.57	0.47	0.45

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年末，公司受限货币资金 9.72 亿元，系各类保证金，占公司总资产规模很小。同期末，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 2022~2025 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

——2025 年，首创环保水务处理能力与处理量维持行业领先地位，城镇水务板块运营类收入随供水量和处理量稳步增长，综合水治理业务、固废处理业务以及大气综合治理业务运营收入整体呈小幅增长趋势，但建造类收入进一步收缩，公司营业总收入和利润水平与上年持平，经营获现水平稳定向好。

——2025 年，首创环保在建及拟建项目投资规模预计约 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 8：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率（%）	68.16	67.89	68.00~70.00
总债务/EBITDA（X）	7.92	7.77	7.80~8.30

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，

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。

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 年末，首创集团合并报表资产总额达到 3,930.66 亿元，所有者权益合计 861.26 亿元；2024 年实现营业总收入 495.76 亿元，净利润达 1.25 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、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

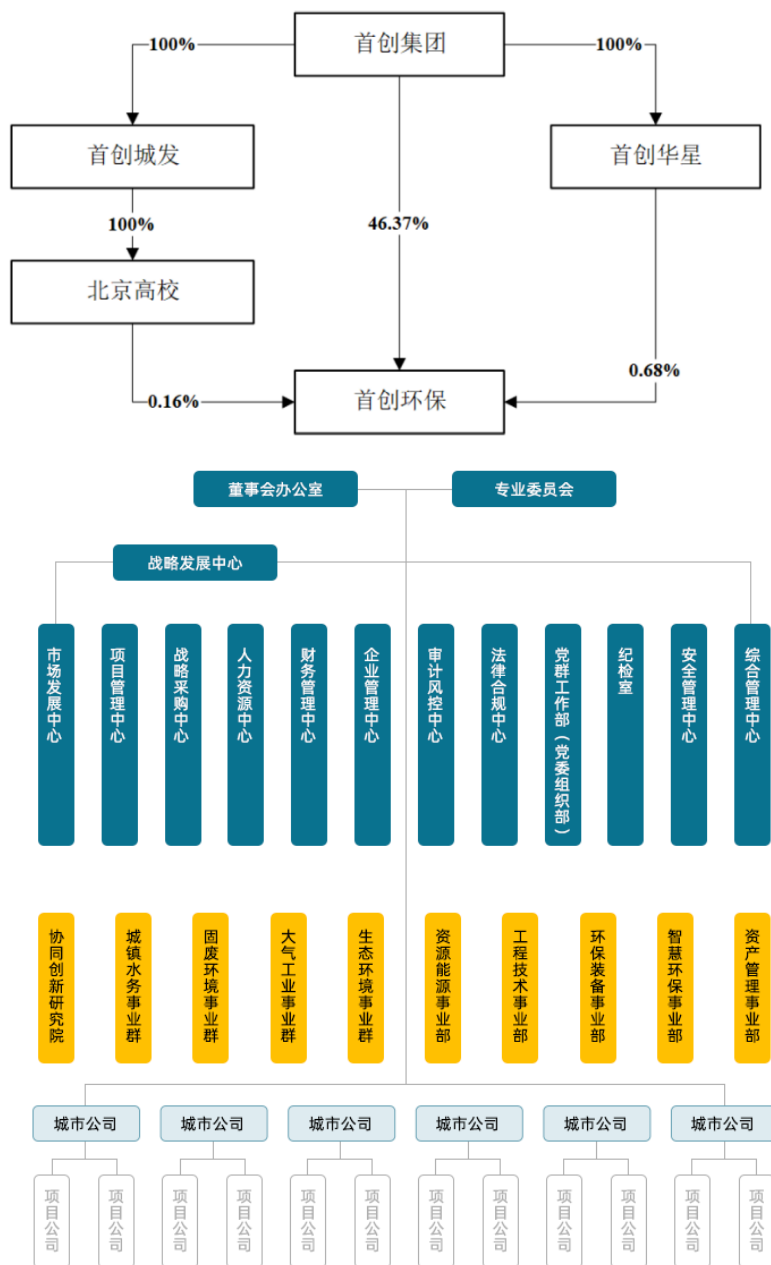
“21 环保债”发行金额 10 亿元，“22 环保 Y1”发行金额 5 亿元，“22 环保 Y2”发行金额 5 亿元，“22 环保 Y3”发行金额 10 亿元，“22 环保 Y4”发行金额 6 亿元，“22 环保 Y5”发行金额 20 亿元，“23 环保 Y4”发行金额 10 亿元，募集资金在扣除相关发行费用后均用于补充营运资金及置换存量有息债务。截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

“21 环保债”未设置特殊条款，“22 环保 Y1”、“22 环保 Y2”、“22 环保 Y3”、“22 环保 Y4”、“22 环保 Y5”、“23 环保 Y4”设有续期选择权、递延支付利息权、赎回选择权，“24 首创 MTN001”、“24 首创生态 MTN002”设有赎回选择权、利息递延支付选择权条款，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。公司发行债券均未设置担保增信措施，跟踪债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内，公司保持行业领先地位，融资渠道通畅，融资成本较低，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“21 环保债”、“22 环保 Y1”、“22 环保 Y2”、“22 环保 Y3”、“22 环保 Y4”、“22 环保 Y5”、“23 环保 Y4”、“24 首创 MTN001”“24 首创生态 MTN002”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 年末）



资料来源：公司提供、公开信息披露，中诚信国际整理

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）	2022	2023	2024
货币资金	607,993.31	533,630.06	641,732.65
应收账款	1,016,010.03	1,204,472.91	1,465,904.87
其他应收款	120,713.07	131,013.21	192,735.24
存货	135,107.27	128,017.54	104,385.86
长期投资	176,928.15	176,740.29	166,032.41
固定资产	617,142.13	639,229.57	639,681.37
在建工程	104,519.91	181,226.75	54,238.85
无形资产	4,876,715.92	4,922,284.83	4,658,836.19
资产总计	10,488,323.99	10,935,923.72	11,118,302.62
其他应付款	234,412.46	221,889.25	194,583.67
短期债务	1,036,627.35	1,046,317.82	1,211,906.09
长期债务	4,427,348.72	5,028,154.61	4,953,440.07
总债务	5,463,976.06	6,074,472.43	6,165,346.16
净债务	4,870,673.61	5,583,002.15	5,620,767.92
负债合计	6,638,449.50	7,098,434.60	7,201,836.87
所有者权益合计	3,849,874.50	3,837,489.12	3,916,465.75
利息支出	254,746.96	225,726.55	219,086.30
营业总收入	2,215,732.53	2,131,856.82	2,004,998.89
经营性业务利润	256,648.02	313,759.17	351,876.62
投资收益	293,101.85	3,528.34	175,949.90
净利润	437,455.63	208,649.22	414,446.73
EBIT	389,744.65	436,008.95	461,449.62
EBITDA	665,729.41	766,910.97	793,903.98
经营活动产生的现金流量净额	302,418.79	342,233.46	408,280.00
投资活动产生的现金流量净额	227,396.58	-497,633.34	48,260.22
筹资活动产生的现金流量净额	-754,759.54	52,976.68	-405,517.17
财务指标	2022	2023	2024
营业毛利率（%）	32.79	32.20	34.77
期间费用率（%）	19.81	17.20	16.77
EBIT 利润率（%）	17.59	20.45	23.01
总资产收益率（%）	3.67	4.07	4.18
流动比率（X）	0.84	0.91	1.08
速动比率（X）	0.79	0.87	1.04
存货周转率（X）	11.58	10.99	11.26
应收账款周转率（X）	2.76	1.92	1.50
资产负债率（%）	63.29	64.91	64.77
总资本化比率（%）	64.63	68.16	67.89
短期债务/总债务（%）	18.97	17.22	19.66
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.01	0.02	0.03
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.05	0.12	0.16
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.19	1.52	1.86
总债务/EBITDA（X）	8.21	7.92	7.77
EBITDA/短期债务（X）	0.64	0.73	0.66
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.61	3.40	3.62
EBIT 利息保障倍数（X）	1.53	1.93	2.11
FFO/总债务（X）	0.08	0.09	0.09

注：1、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务。

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	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
	现金周转天数 (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)
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
	总资产收益率 EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
	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：[1]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。

[2]个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

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