

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



CAPITAL ENVIRONMENT HOLDINGS LIMITED

首創環境控股有限公司

(於開曼群島註冊成立的有限公司)

(股份代號：03989)

海外監管公告

本公告乃首創環境控股有限公司（「本公司」）根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條刊發。

茲載列本公司於2025年12月16日在上海證券交易所網站刊登的《2025年度首創環境控股有限公司信用評級報告》（網址為 https://static.sse.com.cn/disclosure/bond/announcement/company/c/new/2025-12-16/244387_20251216_GEBH.pdf 及 https://static.sse.com.cn/disclosure/bond/announcement/company/c/new/2025-12-16/244388_20251216_9LBV.pdf），僅供參閱。

承董事會命
首創環境控股有限公司
主席
黎青松

香港，2025年12月16日

於本公告日期，本公司董事會成員包括兩名執行董事黎青松先生及郭朝陽先生；一名非執行董事郝春梅女士；以及四名獨立非執行董事浦炳榮先生、鄭啟泰先生、陳綺華博士及曹富國博士。



2025 年度首创环境控股有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20251581M-01

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 2025 年 6 月 5 日至 2026 年 6 月 5 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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。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。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 5 日





中诚信国际

CCXI

2025年度首创环境控股有限公司
信用评级报告

评级对象

首创环境控股有限公司

主体评级结果

AA+/稳定

评级观点

中诚信国际肯定了首创环境控股有限公司（以下简称“首创环境”或“公司”）作为北京首创生态环保集团股份有限公司（以下简称“首创环保”）旗下唯一的固废处置运营平台，在业务拓展、融资等方面得到了股东的大力支持，固废产业链完善、处理能力处于行业较高水平，垃圾焚烧业务垃圾进厂量充足，产能利用率处于行业领先水平等方面对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到公司债务规模较大、财务杠杆有待控制，地方政府延迟支付、国补拨付滞后带来回款压力，危废处置、电器拆解、生物质发电等低效产能对公司业绩形成拖累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，首创环境控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：公司资本实力显著增强，偿债指标大幅提升；业务盈利水平及获现情况显著提升且可持续等。

可能触发评级下调因素：公司市场地位显著下滑；项目运营效率大幅下降导致盈利能力和获现能力大幅下降且短期不可恢复；回款能力显著弱化，债务负担持续加重等。

正面

- 公司作为首创环保旗下唯一的固废处置运营平台，战略地位重要，在业务拓展、融资等方面得到了股东的大力支持
- 公司形成了“分-收-储-运-处-用”一体化固废运营产业链，处理能力处于行业较高水平，具有较高的市场地位
- 受益于前端收运业务的有效协同，公司垃圾焚烧业务垃圾进厂量充足，产能利用率处于行业领先水平

关注

- 债务规模较大，财务杠杆有待控制
- 地方政府延迟支付、国补拨付滞后带来回款压力
- 危废处置、电器拆解、生物质发电等低效产能对公司业绩形成拖累

项目负责人：柯 维 wke@ccxi.com.cn

项目组成员：王雨涵 yhwang.christine@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

首创环境（合并口径）	2022	2023	2024
总资产（亿元）	201.38	202.87	208.81
所有者权益合计（亿元）	66.84	66.96	69.91
总负债（亿元）	134.54	135.91	138.89
总债务（亿元）	101.39	104.94	106.47
收益（亿元）	45.89	40.77	36.67
年内溢利（亿元）	30.53	2.58	2.71
EBITDA（亿元）	6.96	9.47	9.22
经营活动所得现金流量净额（亿元）	-2.32	-3.85	2.98
营业毛利率(%)	30.24	34.02	35.70
总资产收益率(%)	1.94	3.23	3.19
资产负债率(%)	66.81	66.99	66.52
总资本化比率(%)	60.27	61.05	60.36
总债务/EBITDA(X)	14.56	11.08	11.55
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.28	2.15	2.17
FFO/总债务(X)	0.02	0.04	0.09

注：1、中诚信国际根据首创环境公开披露的经安永会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2022~2024 年审计报告整理。其中，2022 年和 2023 年财务数据分别采用了 2023 年和 2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；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。

同行业比较

公司名称	垃圾焚烧处理能力（万吨/日）	环保业务收入（亿元）	总资产（亿元）	营业总收入（亿元）	净利润（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）
绿色动力	3.94	31.40	225.27	39.56	6.63	59.61	5.55	3.41	0.10
首创环境	2.12	33.28	208.81	36.67	2.71	60.36	3.19	2.17	0.09
旺能环境	2.19	26.91	144.18	31.78	5.61	47.42	6.17	5.98	0.24

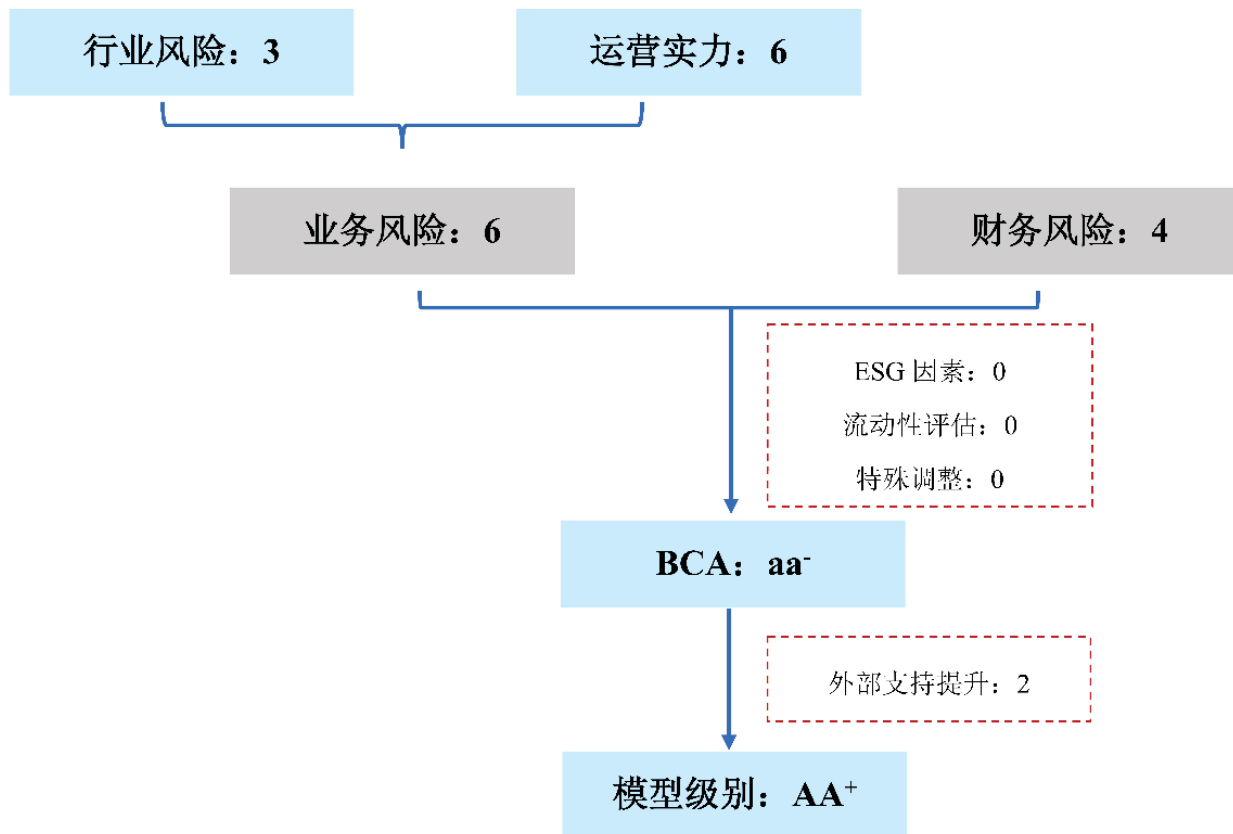
中诚信国际认为，公司垃圾处理能力处于行业较高水平，但财务杠杆较高，且受危废处置、电器拆解、生物质发电等低效产能拖累，盈利和偿债指标表现一般。

注：1、绿色动力为“绿色动力环保集团股份有限公司”简称，“旺能环境”为“旺能环境股份有限公司”简称。2、绿色动力、旺能环境为 2023 年数据，首创环境为 2024 年数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

● 评级模型

首创环境控股有限公司评级模型打分(C160400_2024_03_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：公司作为首创环保旗下唯一的固废处置运营平台，战略地位重要，在业务拓展、融资等方面得到了股东的大力支持，外部支持调升 2 个子级。

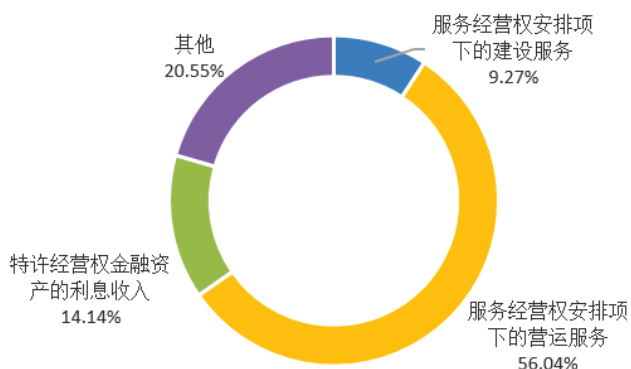
方法论：中诚信国际环保运营行业评级方法与模型 C160400_2024_03

评级对象概况

首创环境控股有限公司前身为 2006 年上市的恒宝利国际控股有限公司（03989.HK），原主业为成衣制造，后转型环保业务，于 2009 年收购北京董村等 6 个城市固废处理项目，并于 2010 年更名为新环保能源控股有限公司（以下简称“新环保能源”）。2011 年 5 月，首创环保以首创（香港）有限公司（以下简称“首创香港”）为平台，收购了新环保能源新股配售 2.2 亿股，获得了新环保能源的实际控制权，并将其定位为首创环保旗下唯一的环保固废上市平台。2014 年，新环保能源正式更名为首创环境。此后，首创环境在全国范围内拓展各类固废处理项目，业务规模快速扩张，成为行业领先的综合环境服务商。

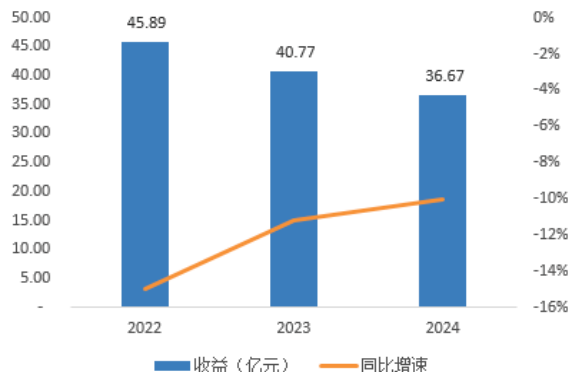
首创环境专注于固废领域的投资、建设及运营管理，构建了前端收运、后端综合处置及资源化利用的一体化和细分业务相关多元化的业务发展体系，业务领域涵盖生活垃圾焚烧发电、环境卫生一体化处置、工业固废处理处置及资源化利用、餐厨与厨余垃圾处理、电子废弃物处理及资源化利用等，2024 年实现营业总收入 36.67 亿元。

图 1：2024 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，中诚信国际整理

产权结构：截至 2024 年末，首创环境总股本 12.75 亿元，首创香港和首创华星国际投资有限公司¹（以下简称“首创华星”）分别持有首创环境 45.11%和 21.80%股份，公司间接控股股东为首创环保，实际控制人为北京首都创业集团有限公司（以下简称“首创集团”）。

表 1：截至 2024 年（末）公司主要子公司情况（亿元）

全称	简称	持股比例（%）	总资产	净资产	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
南昌首创环保能源有限公司	南昌焚烧公司	100.00	14.88	8.08	2.07	1.03	1.80
惠州广惠能源有限公司	惠州焚烧公司	98.85	14.00	9.95	1.67	0.80	1.25
新乡首创环保有限公司	新乡焚烧公司	97.99	10.33	4.79	1.85	0.81	1.53
驻马店泰来环保能源有限公司	驻马店焚烧公司	91.05	12.38	4.09	1.11	-0.29	0.11
湘西自治州首创环保有限公司	吉首焚烧公司	88.50	6.42	2.40	1.03	0.24	0.45

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹ 首创华星是首创集团全资境外投融资平台。2014 年首创华星收购新西兰项目，2016 年首创华星以新西兰项目作价注入首创环境，成为首创环境第二大股东。

业务风险

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

行业概况

中诚信国际认为，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。危险废物处置行业供大于求，“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/coreCreditResearch/detail/11670?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，首创环境固废处理产业链以垃圾焚烧为核心，向城乡环卫、餐厨垃圾厌氧处理、场地修复等细分领域延伸，同时逐步退出填埋、危废、电器拆解等低效领域，处理能力处于行业较高水平，在固废领域具有较高的市场地位。受益于前端收运业务的有效协同，公司垃圾焚烧业务垃圾进厂量充足，产能利用率处于行业领先水平；但需关注国补退坡对盈利的负面影响，以及地方政府延迟支付、国补拨付滞后带来的回款压力。

首创环境致力于提供城镇固废绿色资源化一站式解决方案，形成了“分-收-储-运-处-用”一体化运营产业链以及覆盖全国十余个省份、以中部省份为主的区位格局，处理能力处于行业较高水平，在固废领域具有较高的市场地位。

首创环境作为首创环保旗下唯一的固废处理专业平台，致力于提供城镇固废绿色资源化一站式解决方案，通过垃圾“分-收-储-运-处-用”全流程管理，实现城乡环卫、生活垃圾焚烧发电、有机垃圾厌氧处理、场地修复、节能双碳等固废一体化服务。凭借着清晰的发展战略、灵活的资本运作、成熟的项目运营管理经验，首创环境在业内形成了较好的品牌知名度，多年被行业主流媒体评选为“中国固废行业十大影响力企业”，在固废领域具有重要的市场地位。

截至 2024 年末，公司总计拥有 65 个项目，包括 27 个垃圾焚烧发电项目、5 个垃圾填埋项目、6 个有机垃圾处理项目、18 个清扫收运及治理项目、6 个危废综合处理项目、1 个废弃电器拆解项目以及 2 个生物质发电项目；总投资额约 197.58 亿元，截至 2024 年末已投入资金约 172.00 亿元，项目总体设计处理能力达 4.06 万吨/日，其中已投产处理能力达 3.82 万吨/日，处理能力处于行业较高水平。区域布局方面，公司已形成了覆盖全国十余个省份并以中部省份为主的区位格局，其中深耕的河南、江西两省投产规模约占公司总产能的六成。

表 2：截至 2024 年末公司固废处理主要指标

项目类型	设计规模（吨/日）	已投产规模（吨/日）
垃圾焚烧发电	23,570	21,170
生物质发电	1,600	1,600
餐厨和厨余垃圾	2,719	2,719
生活垃圾-填埋	3,755	3,755
生活垃圾-收运	5,526	5,526
建筑垃圾	3,417	3,417
合计	40,587	38,187

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司固废处理产业链以垃圾焚烧为核心，向城乡环卫、餐厨垃圾厌氧处理、场地修复等细分领域延伸，同时逐步退出填埋、危废、电器拆解等低效领域。受益于前端收运业务的有效协同，公司垃圾焚烧业务进厂量充足，产能利用率处于行业领先水平；但需关注国补退坡对盈利的负面影响，以及地方政府延迟支付、国补拨付滞后带来的回款压力。

公司在固废行业的早期业务拓展以填埋为主；随着国家政策调整和环保要求提高，自 2014 年开始公司转向垃圾焚烧和能源转型方向，大力拓展垃圾焚烧发电项目；近年来，随着市场饱和，公司在稳步经营垃圾焚烧发电领域的同时，向城乡环卫、场地修复等细分领域探索新的业务模式，并逐步退出填埋、危废、电器拆解等低效领域。

垃圾焚烧发电是公司核心主业，以 BOT 或 PPP 模式开展。公司在项目投资中综合考量区域垃圾供应量、垃圾处理结算价格、上网电价等边界条件，以保障投资收益率。近年来随着项目陆续投产，垃圾焚烧处理量保持较快增长；2024 年公司垃圾焚烧处理量达 750.15 万吨，上网电量 22.58 亿千瓦时。垃圾收料方面，得益于公司积极协调项目周边垃圾来源，以及自营的前端垃圾收运、转运业务协同，公司垃圾进厂量充足；2024 年，公司在运营垃圾焚烧发电项目综合产能利用率达 97.08%，处于行业领先水平。发电效率方面，受项目所在区域垃圾热值不高影响，公司发电效率表现一般；2024 年垃圾焚烧单吨上网电量为 300.94 千瓦时/吨，处于行业中等水平。

公司垃圾焚烧业务收入由垃圾处理费和上网电费两部分构成。垃圾处理费通常由当地住建局支付，资金纳入财政支出预算。公司不同地区垃圾处理费差异较大，在 50~150 元/吨不等，平均价格约 75.00 元/吨。近年来各地财政趋紧，公司应收垃圾处理费规模较大，需关注垃圾处理费收回情况。电费分为标杆部分、省补部分和国补部分，其中标杆电费通常由省级电网企业按月支付，省补电费按月或季度结算，国补电费由国家财政（可再生能源发展基金）不定期拨付，账期相对较长。国补退坡背景下，近年来新增垃圾焚烧项目上网电价由企业自主竞争报价决定，竞价项目电价普遍较低。截至 2024 年末公司已投入运营的 24 个垃圾焚烧项目中，18 个项目执行 0.65 元/千瓦时²的电费标准，6 项目电价低于 0.65 元/千瓦时，未来仍需关注国补退坡对公司盈利的负面影响。

表 3：近年来公司固废处理业务主要运行指标

年度	2022	2023	2024
----	------	------	------

2 上网电价方面，根据《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》（发改价格[2012]801 号）规定，纳入可再生能源电价附加资金补助目录的项目运营业务的电力销售，其中 280kwh/吨部分上网价格统一执行 0.65 元/kwh，超 280kwh/吨部分执行标杆电价。

垃圾处理量（万吨）	669.42	874.93	1,011.59
其中：垃圾焚烧发电	409.63	710.01	750.15
生物质发电	43.28	53.08	52.61
餐厨和厨余垃圾	44.53	44.39	51.64
生活垃圾-填埋	67.80	26.25	18.46
生活垃圾-收运	104.17	41.19	128.80
建筑垃圾	-	-	9.93
上网电量（万千瓦时）	194,455.65	228,012.71	265,035.35
其中：垃圾焚烧发电上网电量（万千瓦时）	162,032.93	194,458.37	225,751.66
垃圾处理费收入（亿元）	5.67	8.32	9.14
上网电费收入（含补贴电价）（亿元）	7.93	9.36	10.38

注：垃圾处理费收入和上网电费收入为业务运营口径，包含填埋、厌氧、收运、拆解等全口径收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司垃圾清扫与收运业务由地方城市管理、环境或卫生管理相关单位支付清扫和收运费，协议通常根据清扫面积和收运量约定年度包干处理费，截至 2024 年末公司在运营垃圾清扫与收运项目 17 个，当年签约服务金额合计为 4.02 亿元。垃圾清扫与收运业务以其轻资产运营、收入稳定的优势，成为公司重要的利润来源之一，且未来仍有增长空间。公司餐厨和厨余垃圾厌氧处理业务收入主要来自处置服务费和副产品废油脂销售收入，在运营的 4 个项目分布在杭州、宁波、福州、扬州，近年来产能保持稳定，处理量稳步小幅提升。公司场地修复业务提供填埋场治理、矿山生态修复、土壤修复等领域的方案规划、工程设计与实施、委托运营等服务，2024 年实现收入 2.43 亿元，对公司收入形成较好补充。

公司生物质发电业务以秸秆等农林生物质为燃料燃烧发电，在运营 2 个项目均在河南省，近年来产能与处理量保持稳定，由于其收料成本较高，盈利严重依赖补贴，非公司重点发展方向。近年来公司垃圾填埋业务逐步萎缩，主要系填埋场满载及生活垃圾“零填埋”环保要求的实施。危废处置业务系公司战略性退出领域，由于危废市场产能严重过剩，处置价格极低，公司在运营的 3 个危废项目处于利润亏损、资金紧平衡状态，另有 3 个储备项目已暂停建设，未来或将择机出售。公司电器拆解业务受 2021 年后国家对电器拆解的补贴大幅下滑影响，近年持续亏损并已于 2024 年减员停产，目前处于停产状态。

公司近两年投资强度有所下降，在建项目较少，未来将适时推进对市场现有成熟项目的收并购。

随着固废处置行业趋于饱和，全市场新项目招标减少，公司近两年投资强度有所下降。截至 2024 年末，公司主要在建项目仅有石河子市生活垃圾焚烧发电项目（600 吨/日），2025 年公司建设投资支出预计在 5 亿元以内，投资压力较小。此外，公司将适时推进对市场现有成熟项目的收并购计划。

财务风险

中诚信国际认为，近年来受垃圾焚烧市场趋于饱和影响，公司建设收入大幅下降，但运营和服务收入显著提升，年内溢利仍保持增长；公司垃圾焚烧业务盈利能力较强，但危废、电器拆解等业务对盈利形成拖累，综合影响下总资产收益率处于行业中等水平；公司经营获现能力尚可，但财务杠杆较高，偿债指标表现一般；

需关注逐年增长的贸易应收款对资金的占用。

公司财务报表根据《香港财务报告准则》和《香港审计准则》编制，特许经营项目按香港诠释第 12 号服务经营权安排入账。在项目建设期，按照建造成本和行业公允的毛利率确认服务经营权安排项下的建设服务收入。项目转商运时，根据特许经营项目是否有权收取可确定金额的现金（例如保底结算安排），一部分认定为特许经营权金融资产（可收取确定性收益的部分），一部分认定为无形资产（收益不确定的部分）。在项目运营期，金融资产按照金融模型摊余成本法确认损益，特许经营权金融资产的利息收入=特许经营权金融资产的余额×利率，金融资产的本金回款直接冲减特许经营权金融资产余额，不确认收入；无形资产对应产生的收入确认为服务经营权安排项下的营运服务。现金流方面，与金融资产认定相关的现金支出体现在经营活动现金流出中，与无形资产认定相关的现金支出体现在投资活动现金流出中。

盈利能力

近年来受垃圾焚烧市场趋于饱和影响，公司建设收入大幅下降，但运营和服务收入显著提升，年内溢利仍保持增长；公司垃圾焚烧业务盈利能力较强，但危废、电器拆解等业务对盈利形成拖累，综合影响下总资产收益率处于行业中等水平。

根据前述会计准则，公司投资建设的垃圾处理特许经营项目在建设期按照建造成本和行业公允毛利率确认建设服务收入，近年来受国内垃圾焚烧市场趋于饱和影响，公司投资建设力度减小，服务经营权安排项下的建设服务收入大幅下降。而随着前期投资的项目陆续投产，服务经营权安排项下的营运服务收入（无形资产产生的收入）保持增长，特许经营权金融资产的利息收入维持稳定。其他收入包括垃圾清扫与收运、电器拆解、危废处置、场地修复等业务，随部分项目退出和场地修复业务收入的波动，近年来其他收入呈下降趋势，且毛利率水平较低。整体看，近三年公司建设收入大幅下降，但运营和服务收入显著提升，综合毛利率呈小幅上升趋势，毛利基本维持平稳。

表 4：近年来公司收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2022		2023		2024	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
服务经营权安排项下的建设服务	13.67	25.63	5.35	29.88	3.40	25.18
服务经营权安排项下的营运服务	15.86	24.80	19.25	24.12	20.55	30.14
特许经营权金融资产的利息收入	5.17	100.00	5.17	100.00	5.19	100.00
其他	11.18	11.30	10.99	22.32	7.54	11.38
合计	45.89	30.24	40.77	34.02	36.67	35.70

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

公司期间费用主要由财务费用和行政费用构成，近年随融资成本下降和主动控制管理费用，期间费用呈小幅下降趋势。此外，近年部分退出项目确认的资产减值损失、应收账款带来的信用减值损失、汇兑损益等对利润亦形成一定侵蚀。综合前述因素影响，来自持续经营业务的年内溢利保持增长态势，总资产收益率处于行业中等水平。因 2023 年公司在建项目转固规模较大，折旧增加使得当期 EBITDA 增幅较大。此外，2022 年 9 月公司出售新西兰固废项目，形成投资收益 26.71

亿元，对利润积累贡献极大。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2022	2023	2024
收益	45.89	40.77	36.67
毛利	13.88	13.87	13.09
期间费用合计	9.93	8.50	8.33
其中：财务费用	5.45	4.41	4.25
除税前溢利	1.56	2.96	3.39
来自持续经营业务的年内溢利	1.12	2.58	2.71
来自已终止经营业务的年内溢利	29.41	--	--
年内溢利	30.53	2.58	2.71
EBITDA	6.96	9.47	9.22
总资产收益率	1.94	3.23	3.19

注：EBITDA、总资产收益率已剔除出售新西兰固废项目的非经常损益。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

近年来公司资产、负债规模呈小幅增长态势，资产与债务结构均以长期为主，财务杠杆率处于行业偏高水平；贸易应收款规模逐年增长，对资金形成较大规模占用。

近年来公司总资产规模呈小幅增长趋势，资产结构以非流动资产为主，符合固废处置行业特征。其中，特许经营权金融资产（可收取确定性收益的部分）和其他无形资产（收益不确定的部分）由在运营垃圾处理特许经营项目形成，合约资产主要包括建设服务收入和未纳入国补清单的国补电费收入³。2022 年公司建设服务收入较大，故当期合约资产规模较大，2023 年转固后特许经营权金融资产和其他无形资产较上年末有较大增幅；2023~2024 年公司建设收入较少，叠加折旧与摊销影响，特许经营权金融资产和其他无形资产规模均保持平稳。公司贸易应收款主要由应收垃圾处理费、电费补贴、拆解补贴构成，近年来地方政府延迟支付、国补拨付滞后使得公司贸易应收款规模逐年增长，周转率明显下降，对资金形成较大规模占用。货币资金储备尚可，受限比例较低。

负债方面，因项目投资建设和贸易应收款增长带来融资需求，近年公司有息债务规模呈小幅增长趋势；债务期限结构以长期为主，与投资回收期限较长的行业特征相匹配；融资方式包括银行借款及公开发行债券。除有息债务外，公司负债主要包括应付工程款和原料款形成的贸易应付款，近年变动较小。所有者权益方面，近年来公司已发行股本未发生变动，储备受经营积累、分配股息、汇率波动等综合影响小幅波动。近三年公司财务杠杆维持稳定，处于行业较高水平，资产负债率有待压降。

表 6：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

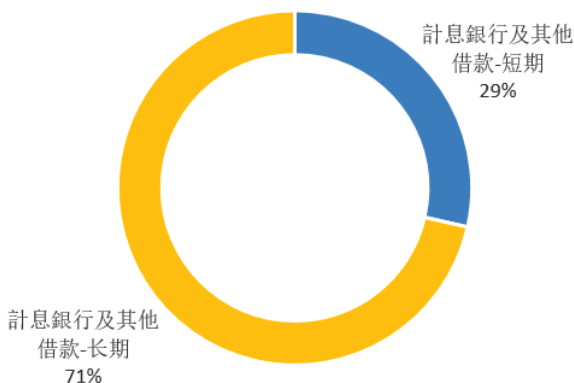
	2022	2023	2024
物业、厂房及设备	5.48	5.25	4.82
其他无形资产	39.90	48.03	47.45
特许经营权金融资产-非流动部分	71.82	77.97	76.85
合约资产-非流动部分	18.26	4.70	3.77
特许经营权金融资产-流动部分	14.33	16.32	16.66

³ 纳入国补清单后转入贸易应收款。

合约资产-流动部分	4.05	9.10	12.04
贸易应收款	16.95	20.00	25.80
现金及现金等价物	15.13	6.62	6.59
总资产	201.38	202.87	208.81
贸易应付款	17.86	16.51	16.03
计息银行及其他借款-流动部分	12.33	13.64	30.40
计息银行及其他借款-非流动部分	78.74	91.08	76.07
总负债	134.54	135.91	138.89
总债务	101.39	104.94	106.47
短期债务/总债务	22.33	13.21	28.55
已发行股本	12.75	12.75	12.75
储备	52.18	51.54	53.86
权益总额	66.84	66.96	69.91
总资本化比率	60.27	61.05	60.36
资产负债率	66.81	66.99	66.52

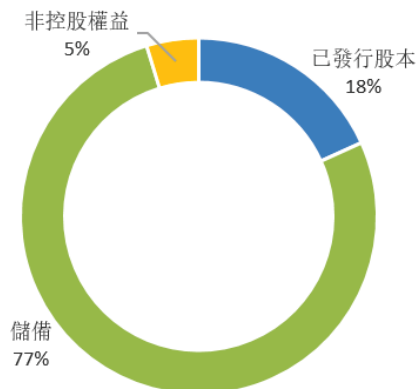
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2024 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 4：截至 2024 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

现金流及偿债情况

公司经营获现能力尚可，近两年投资活动资金缺口不大，融资活动现金流小幅净流出；由于债务规模较大，偿债指标表现一般。

公司经营获现能力尚可，但由于香港会计准则将形成金融资产的特许经营项目投资额确认为经营活动现金流出，经营活动所得现金流量净额偏小，且因 2024 年与金融资产相关的资金支出规模较小，经营活动所得现金流量净额由负转正。公司投资活动主要包括添置特许经营合约资产和无形资产、购买物业厂房及设备、收购和出售资产等，由于前述会计准则的影响，公司投资活动所用现金流量金额亦偏小。其中 2022 年出售新西兰固废项目收回现金 18.60 亿新西兰元（折合人民币约 75.96 亿元）使得当期投资活动现金大幅净流入，公司收回现金后大规模偿还债务和派付股息，同期融资活动现金流亦大幅流出。近两年公司经营与投资资金缺口不大，叠加付息、分红等事项，融资活动现金流小幅净流出。

偿债能力方面，因 2023 年公司在建项目大规模转固投运，2023~2024 年公司 EBITDA、FFO 较之前有明显提升，但公司债务规模较大，目前 EBITDA、FFO 对债务本息的覆盖能力仍较弱，偿

债指标表现一般。非受限货币资金对短期债务的覆盖程度一般，短债偿还依赖融资接续。截至 2024 年末，公司共获得银行授信额度 102.28 亿元，其中尚未使用额度为 13.39 亿元，备用流动性一般。资金管理方面，公司设有资金池，原则上控股项目资金需每日归集至资金池账户，提升资金使用效率。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2022	2023	2024
经营活动所得现金流量净额	-2.32	-3.85	2.98
投资活动所用现金流量净额	76.01	-2.37	-2.15
其中：添置有关服务经营权安排的其他无形资产及相关合约资产	-7.31	-2.50	-1.87
融资活动所得现金流量净额	-75.04	-2.20	-0.82
EBITDA 利息保障倍数	1.28	2.15	2.17
总债务/EBITDA	14.56	11.08	11.55
FFO/总债务	0.02	0.04	0.09
非受限货币资金/短期债务（X）	0.67	0.48	0.22

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

截至 2024 年末，发行人受限资产主要系已抵押存款、租赁土地使用权及服务经营权安排，其中已抵押存款为 0.43 亿元。截至 2024 年末，公司无对合并范围外的担保，无影响正常经营的重大未决诉讼。

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，截至 2025 年 5 月，公司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⁴

假设

- 预计 2025 年公司垃圾焚烧处理量保持小幅增长，垃圾清扫与收运、场地修复等轻资产业务平稳发展，但在建项目减少使得建设收入继续下降，整体盈利与获现水平与上年持平。
- 2025 年，公司投资支出预计在 5~10 亿，主要投向在建垃圾焚烧项目及外部项目收购，债务规模预计仍有小幅增长。

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(%)	61.05	60.36	60.00~61.00
总债务/EBITDA(X)	11.08	11.55	11.50~12.50

资料来源：中诚信国际整理和预测

调整项

⁴ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象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受评对象相关的重要假设，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受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

流动性评估

公司流动性资金来源包括日常经营活动现金净流入、储备资金及外部融资补充，经营获现能力尚可，未使用银行授信可提供一定流动性补充，且作为港股上市公司，具备股权融资弹性。公司资金流出主要用于日常经营开支、投资建设或收购特许经营项目、债务的还本付息等。总体来看，公司内生性资金来源能对流动性需求形成一定覆盖，同时一定程度依赖外部融资，未来一年资金平衡情况尚可。

ESG 分析⁵

环境方面，公司严格遵守环保行业法律法规，近三年公司未发生环保类处罚。近三年未因排放物不达标受到相关监管部门的处罚，在环境管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司注重员工培养、有完善的员工激励体系。公司通过物资捐赠、志愿服务、对弱势群体扶助以及升级改善公共设施等一系列举措投入公益事业，并积极搭建平台与机制，在促进行业交流共享方面有较好表现。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构⁶和运行等方面综合考察公司治理情况，综合来看公司治理结构及内控制度完善。公司战略方面，首创环境将以“攻坚、提质、增长”为业务策略，以“立新、增效、升维”为管理策略，稳步推动业务结构的优化，加强环卫和修复轻资产业务的规模化发展，以推动焚烧衍生业务的价值挖掘；优先推进具有技术协同和区域优势的优质项目并购，加速低效资产的置换和资源整合，通过并购与内生增长的双轮驱动，夯实高质量发展的根基。

外部支持

公司作为首创环保旗下唯一的固废处置运营平台，战略地位重要，在业务拓展、融资等方面得到了股东的大力支持。

公司控股股东首创环保是北京市国资委下属上市企业，是国内水务和环保行业龙头企业，拥有广泛的市场网络、丰富的运营经验、领先的技术研发能力、多元的融资渠道，已经形成了“水、固、气、能”全业态布局，综合实力很强。截至 2024 年末，首创环保总资产 1,111.83 亿元，净资产 391.65 亿元，2024 年实现净利润 41.44 亿元。公司作为首创环保旗下唯一的固废处置运营平台，战略地位重要，在业务拓展、融资等方面得到了股东的大力支持。

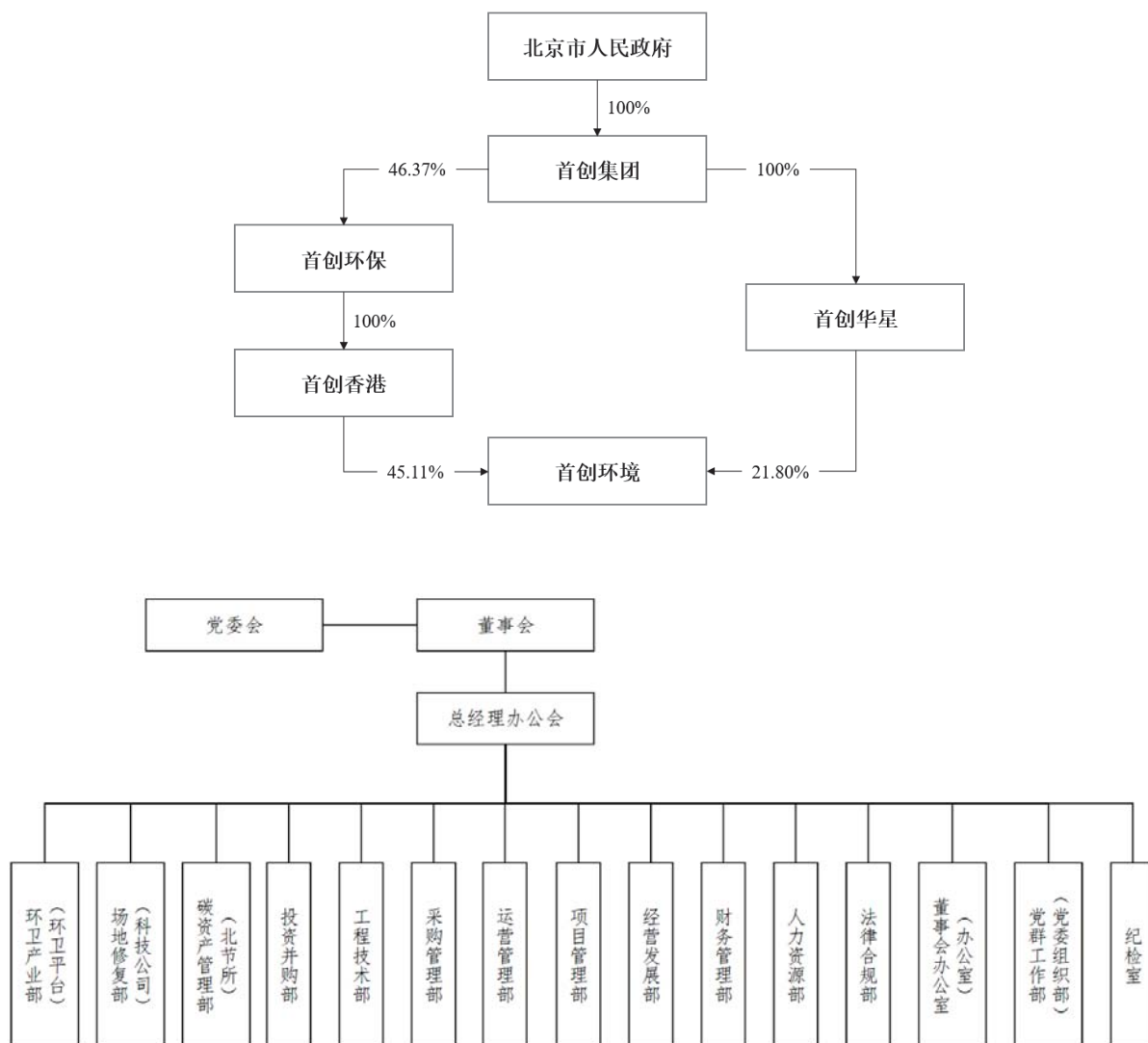
评级结论

综上所述，中诚信国际评定首创环境控股有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

⁵ 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。

⁶ 截至 2024 年末，公司董事会由 7 名董事组成，包括 2 名执行董事（均由首创集团委派）、5 位非执行董事（含 4 位独立非执行董事），符合国资委对国企董事会多元化与独立性的要求。

附一：首创环境控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供

附二：首创环境控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022	2023	2024
物业、厂房及设备	5.48	5.25	4.82
其他无形资产	39.90	48.03	47.45
特许经营权金融资产-非流动部分	71.82	77.97	76.85
合约资产-非流动部分	18.26	4.70	3.77
特许经营权金融资产-流动部分	14.33	16.32	16.66
合约资产-流动部分	4.05	9.10	12.04
贸易应收款	16.95	20.00	25.80
现金及现金等价物	15.13	6.62	6.59
总资产	201.38	202.87	208.81
贸易应付款	17.86	16.51	16.03
计息银行及其他借款-流动部分	12.33	13.64	30.40
计息银行及其他借款-非流动部分	78.74	91.08	76.07
总负债	134.54	135.91	138.89
短期债务	22.64	13.86	30.40
长期债务	78.74	91.08	76.07
总债务	101.39	104.94	106.47
总权益	66.84	66.96	69.91
收益	45.89	40.77	36.67
年内溢利	30.53	2.58	2.71
EBIT	3.91	6.52	6.58
EBITDA	6.96	9.47	9.22
经营活动所得现金流量净额	-2.32	-3.85	2.98
投资活动所用现金流量净额	76.01	-2.37	-2.15
融资活动所得现金流量净额	-75.04	-2.20	-0.82
财务指标	2022	2023	2024
营业毛利率（%）	30.24	34.02	35.70
期间费用率（%）	21.64	20.84	22.72
EBIT 利润率（%）	8.51	16.00	17.94
总资产收益率（%）	1.94	3.23	3.19
流动比率（X）	0.99	1.13	0.87
速动比率（X）	0.97	1.11	0.85
存货周转率（X）	49.08	37.66	28.17
应收账款周转率（X）	2.55	2.10	1.57
资产负债率（%）	66.81	66.99	66.52
总资本化比率（%）	60.27	61.05	60.36
短期债务/总债务（%）	22.33	13.21	28.55
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.07	-0.07	0.00
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.32	-0.53	0.01
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.43	-0.87	0.70
总债务/EBITDA（X）	14.56	11.08	11.55
EBITDA/短期债务（X）	0.31	0.68	0.30
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.28	2.15	2.17
EBIT 利息保障倍数（X）	0.72	1.48	1.55
FFO/总债务（X）	0.02	0.04	0.09

注：部分数据存在尾差系四舍五入所致。

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 计息银行及其他借款（流动部分）+公司债券（流动部分）+租赁负债（流动部分）+其他债务调整项
	长期债务 计息银行及其他借款（非流动部分）+公司债券（非流动部分）+租赁负债（非流动部分）+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)
经营效率	应收账款周转率 收益/贸易应收款平均净额
	存货周转率 销售成本/存货平均净额
	营业毛利率 (收益-销售成本)/收益
	期间费用合计 销售费用+行政费用+财务费用
盈利能力	期间费用率 期间费用合计/收益
	EBIT（息税前盈余） 除税前溢利+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+其他无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率 EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率 EBIT/收益
现金流	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

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