



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪196号

## 北京首创股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“北京首创股份有限公司2017年非公开发行可续期绿色公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次跟踪的主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年五月二十八日

## 北京首创股份有限公司 2017 年非公开发行永续期绿色公司债券跟踪评级报告（2018）

|        |  |     |         |
|--------|--|-----|---------|
| 发行主体   | 北京首创股份有限公司   |     |         |
| 债券名称   | 北京首创股份有限公司 2017 年非公开发行永续期绿色公司债券  |     |         |
| 债券简称   | G17 首 Y1   |     |         |
| 债券代码   | 145523.SH  |     |         |
| 发行规模   | 人民币 10 亿元  |     |         |
| 存续期限   | 2017/5/26~2020/5/26+N。   |     |         |
|        | 发行人续期选择权：本期债券以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券 |     |         |
| 上次评级时间 | 2017/5/19  |     |         |
| 上次评级结果 | 债项级别   | AAA |         |
|        | 主体级别   | AAA | 评级展望 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别   | AAA |         |
|        | 主体级别   | AAA | 评级展望 稳定 |

### 概况数据

| 首创股份           | 2015   | 2016   | 2017   |
|----------------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元）        | 361.25 | 396.35 | 509.94 |
| 所有者权益（亿元）      | 118.00 | 136.15 | 171.34 |
| 总债务（亿元）        | 183.70 | 191.16 | 239.23 |
| 营业总收入（亿元）      | 70.61  | 79.12  | 92.85  |
| 营业毛利率（%）       | 32.30  | 32.94  | 31.40  |
| EBITDA（亿元）     | 23.34  | 27.72  | 31.26  |
| 所有者权益收益率（%）    | 5.94   | 4.75   | 4.57   |
| 资产负债率（%）       | 67.33  | 65.65  | 66.40  |
| 总债务/EBITDA（X）  | 7.87   | 6.90   | 7.65   |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.37   | 3.49   | 3.15   |

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

### 分析师

张杰 [kzhang@ccxr.com.cn](mailto:kzhang@ccxr.com.cn)

管杰丁 [jdguan@ccxr.com.cn](mailto:jdguan@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2018 年 5 月 28 日

### 基本观点

2017 年，北京首创股份有限公司（以下简称“首创股份”或“公司”）整体经营稳定。公司所处水务行业趋势依旧向好，凭借突出的行业地位，公司 2017 年业务运营良好。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到政策调整风险以及环保监管风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持首创股份主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“北京首创股份有限公司 2017 年非公开发行永续期绿色公司债券”信用等级为 AAA。

### 正面

- 行业发展趋势依旧向好。“十三五”规划落地及相关政策的出台，垃圾处理行业迎来新的发展契机；“水十条”政策的出台和实施，也将带动水务行业的提升发展；此外，污水处理价格机制改革的落实，也将助力污水处理行业的可持续发展，提升污水处理企业的盈利能力，行业发展前景较好。
- 公司行业地位突出。随着公司新增项目投入运营，2017 年公司新增水处理能力 319.38 万吨/日；截至 2017 年末，公司合计拥有 2,307.62 万吨/日的水处理能力，服务人口超 5,000 万人，处于行业前列。
- 公司主营业务稳步上升，现金流稳定，偿债能力很强。2017 年，公司业务有序推进，业绩稳步增长，公司实现营业收入 92.85 亿元，同比增长 17.36%，公司经营活动净现金流和 EBITDA 对总债务及利息支出的保障程度较高。

### 关注

- 政策调整风险。水务行业具有投资金额大、回收周期长、回报率相对较低等特点，公司供水



与污水处理价格受政策影响较大。

- **环保监管风险。**公司对垃圾处理业务采取了多种措施减少二次环境污染，但随着民众环保意识不断加强和国家环保法律法规逐渐严格，公司垃圾处理业务可能因自然灾害或操作不当造成对水体、大气以及土壤等的二次污染并由此对公司正常运营产生不良影响。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 募集资金使用情况

北京首创股份有限公司 2017 年非公开发行可续期绿色公司债券（债券简称“G17 首 Y1”）于 2017 年 5 月完成发行，发行规模 10 亿元。

募集资金拟用于临沂市中心城区水环境综合整治工程和固原市海绵城市 PPP 项目，公司已开立募集资金专项账户，截至目前募集资金已使用完毕。

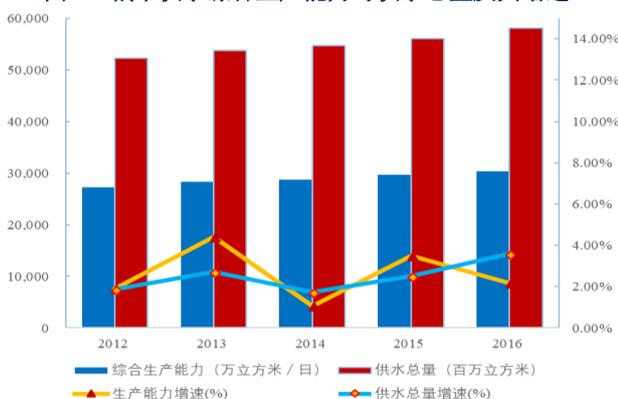
## 行业分析

### 水务行业

近年来我国供水行业发展较为稳定。根据国家统计局数据，2017 年末我国城镇化率增至 58.52%，国民经济发展带来的生产用水提升和城镇化带来的居民生活用水规模增加，使人均用水量继续保持上升的趋势，2017 年为 439 立方米/人，同比增长 0.3%。2017 年，全年总用水量 6,090 亿立方米，比上年增长 0.8%。其中，生活用水增长 2.8%，工业用水增长 0.2%，农业用水增长 0.6%，生态补水增长 1.7%。

城市供水总量呈现增长态势，由 2012 年的 523.03 亿立方米增长至 2016 年的 580.69 亿立方米。综合生产能力由 2012 年的 27,177.30 万立方米/日增长至 2016 年的 30,320.66 万立方米/日。

图 1：城市供水综合生产能力与供水总量及其增速

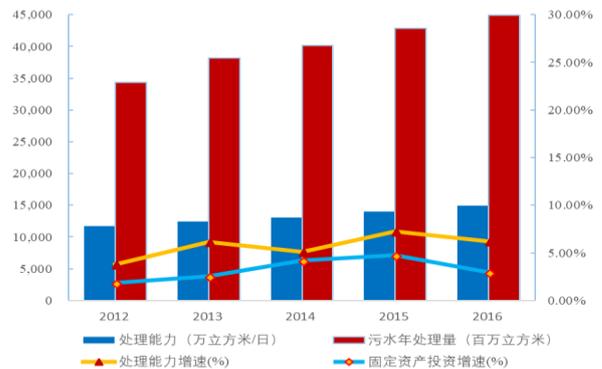


资料来源：2016 年城乡建设统计年鉴，中诚信证评整理

我国污水处理市场发展迅速，随着政府加大基础设施建设和环保投资力度，污水处理行业稳步发展，城市污水处理能力显著增长，由 2012 年的 11,733 万立方米/日增长至 2016 年的 14,910 万立方米/日，年均复合增长率为 6.17%；城市污水处理量

由 2012 年的 343.79 亿立方米增长至 2016 年的 448.79 亿立方米；城市污水排水管道由 2012 年的 439,080 公里增长至 2016 年的 576,617 公里，年均复合增长率为 7.05%；城市污水处理率由 2012 年的 87.30% 增长至 2016 年的 93.44%。

图 2：城市污水处理能力和污水处理量及其增速



资料来源：2016 年城乡建设统计年鉴，中诚信证评整理

经过多年的发展，传统污水处理行业已经基本完成了最初的圈地布局，发展到了成熟阶段。根据国家发改委、住建部 2016 年底印发的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用建设规划》（以下简称“《规划》”），十三五目标，到 2020 年底实现城镇污水处理设施全覆盖，城市污水处理率达到 95%，其中地级及以上城市建成区基本实现全收集、全处理；县城不低于 85%，其中东部地区力争达到 90%；建制镇达到 70%，其中中西部地区力争达到 50%；京津冀、长三角、珠三角等地区提前一年完成。“十三五”期间，政府将加大投入，实现城镇污水处理设施建设由“规模增长”向“提质增效”转变，由“重水轻泥”向“泥水并重”转变，由“污水处理”向“再生利用”转变。同时，为解决水资源短缺及内涝灾害频发等影响人民生活和城市有序运行的问题，政府推出海绵城市的理念，财政部、住房城乡建设部、水利部组织开展了海绵城市建设试点工作。在上述产业政策的引导下，单环节的污水处理，将向水环境综合治理、提高水的综合利用转变。

作为公用事业行业，水务行业是典型的政策导向性和法律法规驱动型行业。从中国水务行业近年来出台的相关政策可以看出，行业的总体方向是加快市场化，推动水价改革以提高节约用水的力度和促进对水资源的保护。这些政策内容主要包括了市场准入的放开、水价改革、特许经营和加快污水工

程建设等方面内容。考虑到中国目前存在人均供水量不足和水资源污染严重等问题，未来继续推动行业改革促进对水资源的保护仍将是促进行业发展的动力。

表 1：近年来中国水务行业政策出台情况

| 日期      | 政策主要内容  |
|---------|---|
| 2015.04 | 国务院发布《水污染防治行动计划》。到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到 2030 年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。 |
| 2016.03 | 国务院发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》。落实最严格的水资源管理制度，实施全民节水行动计划。坚持以水定产、以水定城，对水资源短缺地区实行更严格的产业准入、取用水定额控制。加快农业、工业、城镇节水改造，扎实推进农业综合水价改革，开展节水综合改造示范。用水总量控制在 6,700 亿立方米以内。  |
| 2017.02 | 国务院发布《全国国土规划纲要（2016-2030 年）》。加强水资源保障能力建设。合理安排生产、生活、生态用水，统一调配本地与外地、地表与地下水资源。合理安排改造现有水源地，科学规划新建和调整水源地，蓄引提调结合、大中小微并举，建立健全流域与区域相结合、城市与农村相统筹、开发利用与节约保护相协调的水资源供应体系。   |

注：公开资料，中诚信证评整理

随着“水十条”等相关政策的出台实施及落地，水务行业有望迎来新的发展机遇。水务公司将通过加速外延扩张、提升管理水平增厚利润、选择股东优质资产注入等手段，来进一步提升其盈利能力。而面对高标准、严监管、市场导向和资本导向的发展趋势，水务企业也将面临诸多挑战，预计未来业内产业并购、整合现象将进一步加剧。

### 垃圾处理行业

垃圾处理行业政策方面，国家出台了一批与垃圾处理相关的政策，包括《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（征求意见稿）》以及四部委《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》等，将促进垃圾处理项目提速。根据环保部规划院测算，预计“十三五”期间环保投入将增加至 7.5 万亿元左右，其中垃圾处理行业投资区

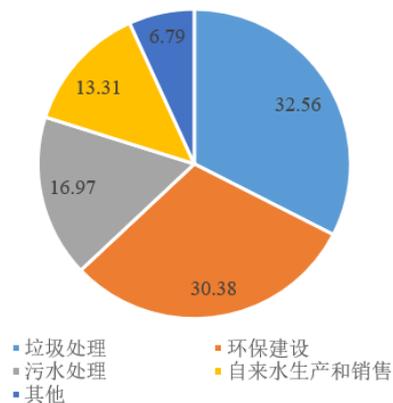
间在 4.25-5.10 万亿元之间。另一方面，随着环保要求趋严以及政府监管力度不断加强，固废处理市场竞争越发激烈，行业内部并购与整合不断增加。

### 业务运营

公司业务包括垃圾处理、环保建设、污水处理、自来水生产销售以及其他业务。2017 年公司营业收入 92.85 亿元，同比增长 17.36%；其中垃圾处理业务实现收入 30.23 亿元，同比下降 2.03%，占营业收入比重为 32.56%；环保建设业务实现收入 28.21 亿元，同比增长 94.79%，占营业收入比重为 30.38%，主要系公司加强工程管理，建立工程统管直营平台，在建项目增多，结转收入增加；污水处理业务实现收入 15.75 亿元，同比增长 30.72%，占营业收入比重为 16.97%，主要是因为新增运营项目及污水处理能力增加；自来水生产销售业务实现收入 12.36 亿元，同比增长 12.10%，占营业收入比重为 13.31%。公司其他业务主要是土地开发、京通快速路、饭店服务等，2017 年公司其他业务实现收入 6.30 亿元，同比下降 41.11%，占营业收入比重为 6.79%。

图 3：2017 年公司各板块业务收入占比情况

单位：%



资料来源：公司公告，中诚信证评整理

公司的供水、污水处理、垃圾处理等业务一般采取特许经营的方式，通过 BOT、TOT 等方式与政府方签订特许经营协议，从而获得项目的特许经营权。目前，特许经营权的期限一般为 20~30 年。随着 PPP 模式（政府与社会资本合作）的迅速发展，公司以 PPP 模式获得的项目越来越多。通过 PPP 模式，既可以解决地方政府的融资问题，提高地方政府在项目全周期的参与与决策程度，同时可以有效

地提高基础设施建设的质量和效率。

## 垃圾处理业务

公司垃圾处理业务主要包括生活垃圾、一般工业固废与电子产品废弃物处理。2017年，公司新增生活垃圾处理能力464万吨/年。截至2017年末，公司垃圾综合处理能力达1,139.96万吨/年，电子垃圾处理能力超过320万台/年。公司2017年新增产能来自山东省临淄区危险废弃物综合处置中心项目、贵州省都匀乡镇垃圾收运项目、江西省石城县城乡垃圾一体化综合处理项目、江西省遂川县生活垃圾焚烧发电和城乡生活垃圾收运一体化项目、河南省睢县生活垃圾焚烧发电及生活垃圾村镇收运一体化项目、河南省鲁山县静脉产业园项目和鲁山县生活垃圾村镇收运一体化项目、河南省遂平县城乡环卫一体化项目、河南省杞县生活垃圾焚烧发电和乡村生活垃圾收运和生物质秸秆焚烧发电项目、河南省正阳县生活垃圾焚烧发电和村镇生活垃圾收集和转运项目、北京市朝阳区环境卫生服务中心的道路清扫保洁第二标段项目、北京市朝阳区建筑废弃物资源化利用中心PPP项目及北京市延庆区小张家口垃圾综合处理工程PPP项目等。

2017年，公司生活垃圾（含餐厨垃圾）处理收入为257,725.20万元，同比增长3.38%；一般工业固废及危险废弃物处理收入为22,300.93万元，同比下降25.60%；电子产品废弃物和汽车回收拆解处理收入为22,281.49万元，同比下降20.85%，主要系公司处理垃圾量变化所致。公司垃圾焚烧发电量为24,954.80万千瓦时，同比增长3.71%；同期上网电量为20,515.41万千瓦时，同比增长6.54%。

表2：公司垃圾处理业务运营情况

| 类别               | 2016       | 2017       | 同比变化 (%) |
|------------------|------------|------------|----------|
| 生活垃圾处理收入 (万元)    | 249,291.83 | 257,725.20 | 3.38     |
| 一般工业固废处理收入 (万元)  | 29,975.28  | 22,300.93  | -25.60   |
| 电子产品废弃物处理收入 (万元) | 28,151.47  | 22,281.49  | -20.85   |
| 发电量 (万千瓦时)       | 24,062.82  | 24,954.80  | 3.71     |
| 上网电量 (万千瓦时)      | 19,255.81  | 20,515.41  | 6.54     |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至2017年末，公司垃圾处理在建项目8个，

投资总额约26.10亿元，已投资7.73亿元，项目建成后可新增固废处理能力205万吨/年，未来公司垃圾处理能力将进一步增强。

2017年公司垃圾处理业务发展良好，随着在建项目的完工并投入运营，公司垃圾处理能力进一步加强，垃圾处理量稳步上升。未来随着垃圾处理业务在建工程完工，公司垃圾处理业务收入将进一步增长。但同时也应注意到公司垃圾处理业务有可能面临一定的环保风险，中诚信证评对此将保持关注。

## 水务行业业务

公司水务行业包括环保建设、污水处理与自来水生产与销售。2017年公司通过BOT、TOT以及收购兼并等方式开拓市场，通过签约PPP项目扩大市场区域，目前公司水务业务以及环保建设业务分布于23个省份，共计近百个城市，公司合计拥有水处理能力达2,307.62万吨/日，服务人口超5,000万人。

### 供水业务

截至2017年末，公司供水业务覆盖全国13个省市，公司供水能力（含参控股企业）提升至1,217.58万立方米/日。2017年，公司控股企业供水量为8.33亿立方米，售水量为7.01亿立方米，均保持增长趋势，同比增长4.65%与7.68%，主要系供水运营项目的增加。供水价格方面，2017年公司供水价格无调整。

2017年，公司新增供水运营项目5个，新增项目包括河北华冠科技环保有限公司股权并购项目、新乡市延津县供排水一体化合作项目、阜阳市颍上县供水项目、宿州泗县供水项目和屏山县乡镇供水TOT项目。

2017年，公司新增管网335.3km，主要通过自建方式取得，新增管网包括广元市城区供水管网及配套设施PPP项目、资宿豫区乡镇污水处理设施PPP项目、垦利经济开发区污水处理厂及配套管网PPP项目与胜坨镇第二污水处理厂及配套管网PPP项目。

表 3: 公司供水业务运营情况

| 年度   | 供水能力<br>(万立方米/日) | 供水量<br>(亿立方米) | 售水量<br>(亿立方米) |
|------|------------------|---------------|---------------|
| 2016 | 1,053.17         | 7.96          | 6.51          |
| 2017 | 1,217.58         | 8.33          | 7.01          |

注: 公司处理能力含参控股企业, 供水量与售水量仅含控股企业  
资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

截至 2017 年末, 公司在建供水项目 13 个, 预计总投资额 35.37 亿元, 已投资 16.83 亿元, 项目建成后可新增水处理能力 105.15 万立方米/日。

2017 年, 随着自来水供水项目扩建, 公司供水能力不断增强, 售水量有所提升。此外公司加强运营管理, 自来水供水产销差有所下降。未来随着公司供水在建工程推进, 公司供水业务收入将进一步增加。

### 污水处理业务

截至 2017 年末, 公司拥有 115 个污水处理项目, 污水处理能力 (含参控股企业) 为 1,090.04 万立方米/日, 同比增长 16.58%。2017 年, 公司控股企业污水处理量为 15.69 亿立方米, 持续上升。公司 2017 年新增项目主要包括石河子市污水处理厂提标改造和中水回用工程 PPP 项目、球溪河 (仁寿段) 水污染综合治理一期工程 PPP 项目、淮南第一污水厂二期扩建项目、东营市垦利区污水处理 PPP 项目、水城县城镇污水处理一体化 PPP 项目、北京市延庆城西再生水厂 BOT 扩建项目、宿迁宿豫区村镇污水项目与钟山区农村生活污水 PPP 建设项目等。

表 4: 公司污水业务运营情况

| 年度   | 污水处理能力<br>(万立方米/日) | 控股企业污水处理量<br>(亿立方米) |
|------|--------------------|---------------------|
| 2016 | 935.00             | 13.73               |
| 2017 | 1,090.04           | 15.69               |

注: 公司处理能力含参控股企业, 处理量仅含控股企业  
资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

污水处理价格方面, 2017 年, 公司价格调整主要有具体为: 北京首创东坝水务有限责任公司污水处理价格由 1.06 元/吨调整至 1.080 元/吨; 运城首创水务有限公司污水处理价格由 0.88 元/吨调增至 1.12 元/吨; 临沂首创博瑞水务有限公司污水处理价格由 1.002 元/吨调整至 1.0962 元/吨; 郟城首创水务有限公司污水处理价格由 1.12 元/吨调整至 1.13 元/吨; 定陶首创水务有限公司污水处理价格由 1.98 元/吨调

整至 2.33 元/吨; 常宁首创水务有限责任公司污水处理价格由 0.937 元/吨调整至 1.027 元/吨; 恩施首创水务有限公司污水处理价格由 0.8505 元/吨调整至 0.8705 元/吨; 安阳首创水务有限公司污水处理价格由 0.9446 元/吨调整至 1.0336 元/吨。公司主要客户仍是地方政府, 平均水价为 1.15 元/吨。

截至 2017 年末, 公司在建污水处理项目 49 个, 预计总投资额 86.19 亿元, 已投资 25.07 亿元, 项目建成后可新增污水处理能力约 160.84 万立方米/日。

2017 年, 公司通过多种方式开拓污水处理市场, 其污水处理能力不断提升, 业务收入不断增加。随着污水处理在建工程项目推进, 公司污水业务收入将进一步增加。

### 环保建设业务

公司的环保建设主要为水务工程建设。2017 年, 公司建设业务同比增长 94.79%, 主要为公司加强工程管理, 建立工程统管直营平台, 在建项目增多。2017 年, 公司共结转项目 20 个, 均为外包项目, 其中 EPC 数量为 7 个, BOT 数量为 13 个。

2017 年, 公司环保建设业务新签合同 30 个, 合同金额 11.68 亿元, 较去年有所下降。

表 5: 公司水务工程建设情况

| 年度   | 单位: 个、亿元 |        |
|------|----------|--------|
|      | 新签合同数    | 新签合同金额 |
| 2016 | 39       | 32.00  |
| 2017 | 30       | 11.68  |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

### 其他业务

公司其他业务有土地开发、快速路业务、饭店经营业务与采暖运营等。公司土地开发业务主要为公司与海口市土地储备整理中心合作进行的西海岸新区土地开发。2017 年公司土地开发收入 1.75 亿元, 同比下降 66.89%, 主要是因为公司继续实行行业退出策略, 土地开发业务降低所致。公司快速路业务主要为公司拥有的京通快速路运营业务。京通快速路于 1995 年 12 月建成通车, 全长 18.4 千米, 公司拥有 30 年收费权。受广渠路二期通车分流影响, 公司快速路业务 2017 年实现收入 3.34 亿元, 同比下降 14.95%。2017 年, 京通快速路累计车流量 0.45 亿辆, 征费流量 0.40 亿辆, 补贴收入为 1.41

亿元。公司饭店经营业务主要由公司下属的新大都饭店运营。2017年公司饭店经营业务实现收入0.24亿元，同比下降61.67%，主要是因为本期新大都饭店开始停工装修，同期入住率为56.68%。公司采暖运营业务由天保爱华(天津)热力有限公司公司开展，公司采暖运营业务主要分布区域是天津市开发区。2017年，采暖运营业务实现收入0.18亿元，同比增长22.98%。

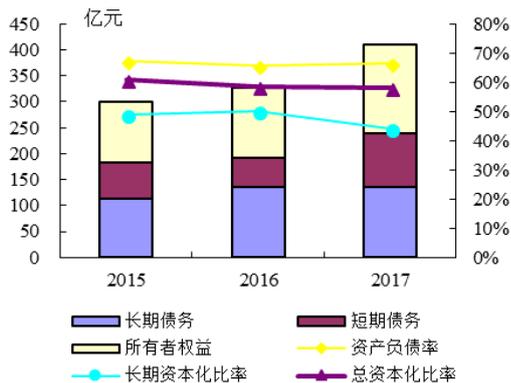
## 财务分析

以下分析基于公司提供的致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年审计报告。

### 资本结构

2017年随着公司业务扩展，公司资产规模有所上升，截至2017年末，总资产同比增长28.66%至509.94亿元；随着公司融资需求增加，总负债同比增长30.13%至338.60亿元；随着公司永续债发行以及盈利积累，所有者权益同比增长25.85%至171.34亿元。财务杠杆比率方面，截至2017年末，公司资产负债率从65.65%变为66.40%，总资本化比率从58.40%变为58.27%，公司杠杆比率较为稳定。

图4：公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以非流动资产为主。截至2017年末，公司流动资产为93.34亿元，占总资产的比重为18.30%；公司非流动资产为416.60亿元，占总资产的比重为81.70%。

截至2017年末，公司流动资产主要为预付款项、货币资金和应收账款，以上科目占流动资产的比重分别为1.46%、43.87%和24.44%。公司预付款

项同比减少96.81%至1.36亿元，主要是公司将BOT建设支出调整到在建工程列示所致，导致公司预付账款大幅下降而在建工程大幅上升。公司货币资金同比增长27.67%至40.95亿元。公司应收账款同比增长10.74%至22.81亿元，主要账龄在1年以内。

公司非流动资产主要由无形资产、在建工程、固定资产和商誉构成，以上科目占非流动资产比重分别为41.43%、26.24%、11.76%和6.85%。随着污水处理、垃圾处理等项目完工，公司特许经营权增加，2017年末公司无形资产同比增长33.76%至172.60亿元。公司在建工程同比增长656.85%至109.32亿元，主要是公司将BOT建设支出调整到在建工程列示所致。公司固定资产同比增长1.95%至48.98亿元。公司商誉同比下降4.88%至28.54亿元。

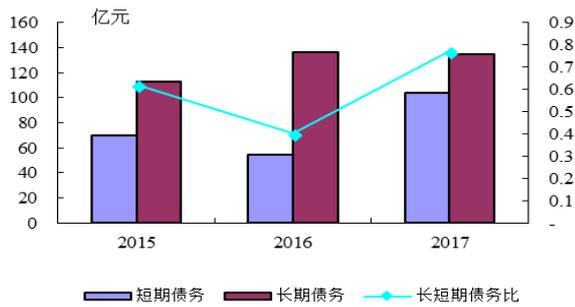
负债结构方面，随着公司短期负债的迅速增长，公司主要负债由非流动负债变为流动负债。截至2017年末，公司流动负债合计为183.66亿元，占负债总额的54.24%；公司非流动负债合计为154.94亿元，占负债总额的45.76%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、与一年内到期的非流动负债构成。公司短期借款同比增长128.33%至57.48亿元。公司应付账款同比增长112.69%至40.68亿元，主要是应付工程款增加所致。公司一年内到期的非流动负债同比增长58.17%至46.75亿元。

公司非流动负债主要是长期借款、应付债券和预计负债。公司长期借款同比减少0.85%至118.47亿元。随着到期债券偿还，公司应付债券同比减少2.38%至16.53亿元。随着预计大修更新改造以及弃置费用增加，公司预计负债同比增长32.59%至13.79亿元。

债务期限结构方面，截至2017年末，公司总债务同比增长25.15%至239.23亿元，其中长期债务同比下降1.04%至135.00亿元，短期债务同比增长90.43%至104.23亿元。通过调整债务结构，2017年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.77倍，短期债务占比同比上升。

图 5: 公司债务期限结构情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体看来, 随着公司业务规模扩大以及在建工程的不断推进, 公司资产呈增长态势。随着公司自有资本实力增强, 公司财务杠杆保持在合理水平,

整体财务结构稳健。

### 盈利能力

随着公司业务不断扩张, 2017年公司实现营业收入92.85亿元, 同比增长17.36%, 主营业务毛利率同比下降1.54个百分点至31.40%。

从细分业务看, 公司环保建设业务同比增长94.79%至30.38亿元, 主要系公司加强工程管理, 建立工程统管直营平台, 项目增加较多。公司污水处理同比增长30.72%至34.48亿元, 主要是因为新增运营项目及污水处理能力增加。

表 6: 公司各业务板块营业收入情况

单位: 亿元、%

| 板块        | 2015         |               |              | 2016         |               |              | 2017         |               |              |
|-----------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
|           | 收入           | 占比            | 毛利率          | 收入           | 占比            | 毛利率          | 收入           | 占比            | 毛利率          |
| 垃圾处理      | 28.06        | 39.73         | 30.84        | 30.86        | 39.00         | 30.58        | 30.23        | 32.56         | 33.42        |
| 环保建设      | 11.85        | 16.79         | 28.51        | 14.48        | 18.30         | 35.30        | 28.21        | 30.38         | 27.14        |
| 污水处理      | 10.51        | 14.89         | 43.44        | 12.05        | 15.23         | 36.12        | 15.75        | 16.97         | 34.48        |
| 自来水生产和销售  | 8.71         | 12.33         | 28.38        | 11.03        | 13.94         | 21.25        | 12.36        | 13.31         | 26.29        |
| 其他        | 11.49        | 16.27         | 32.55        | 10.71        | 13.53         | 45.01        | 6.30         | 6.79          | 43.09        |
| <b>合计</b> | <b>70.61</b> | <b>100.00</b> | <b>32.30</b> | <b>79.12</b> | <b>100.00</b> | <b>32.94</b> | <b>92.85</b> | <b>100.00</b> | <b>31.40</b> |

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从期间费用看, 2017年公司三费合计同比增长9.92%至22.55亿元, 主要是公司财务费用增加所致。随着总债务上升, 利息支出增加, 公司2017年财务费用同比增长20.95%至9.12亿元。2017年, 公司三费收入占比为24.28%, 同比下降1.64个百分点。

表 7: 公司期间费用分析

单位: 亿元、%

| 项目     | 2015  | 2016  | 2017  |
|--------|-------|-------|-------|
| 销售费用   | 0.50  | 0.45  | 0.60  |
| 管理费用   | 10.61 | 12.53 | 12.83 |
| 财务费用   | 5.51  | 7.54  | 9.12  |
| 三费合计   | 16.63 | 20.51 | 22.55 |
| 营业总收入  | 70.61 | 79.12 | 92.85 |
| 三费收入占比 | 23.54 | 25.93 | 24.28 |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2017年, 公司实现利润总额9.72亿元, 同比增长2.44%。公司利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益。公司营业收入不断增长, 公司经营性业务利润同比增长20.16%至5.34亿元。2017年公司

投资收益同比下降35.69%至2.00亿元。

总体来看, 随着业务扩展, 公司主营业务收入以及利润总额不断增长, 公司盈利能力持续加强。但中诚信证评也注意到公司总债务增加导致的公司财务费用快速增长。

### 偿债能力

截至2017年末, 公司总债务同比增长25.15%至239.23亿元, 其中长期债务同比下降1.04%至135.00亿元, 短期债务同比增长90.43%至104.23亿元。

从经营活动现金流看, 2017年公司经营活动净现金流24.89亿元, 处于良好水平; 公司经营活动净现金流/总债务为0.10倍, 经营活动净现金/利息支出为2.51倍, 公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力较强。

获现能力方面, 2017年公司EBITDA增长至31.26亿元。2017年公司总债务/EBITDA为7.65倍,

EBITDA利息保障倍数为3.15倍，公司EBITDA对债务本息的保障能力较强。

表 8：公司偿债能力分析

| 指标              | 2015   | 2016   | 2017   |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 总债务（亿元）         | 183.70 | 191.16 | 239.23 |
| EBITDA（亿元）      | 23.34  | 27.72  | 31.26  |
| 资产负债率（%）        | 67.33  | 65.65  | 66.40  |
| 经营活动净现金流（亿元）    | 10.07  | 29.58  | 24.89  |
| 总资本化比率（%）       | 59.55  | 58.40  | 58.27  |
| EBITDA 利息倍数（X）  | 3.37   | 3.49   | 3.15   |
| 总债务/EBITDA（X）   | 7.87   | 6.90   | 7.65   |
| 经营活动净现金/总债务（X）  | 0.05   | 0.15   | 0.10   |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 1.46   | 3.72   | 2.51   |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至2017年末，公司获得银行授信总额301.46亿元，其中未使用的银行授信额度为221.04亿元，公司备用流动性良好。

受限资产方面，公司有部分收费权被质押用以融资，截至2017年末对应融资余额为55.89亿元。

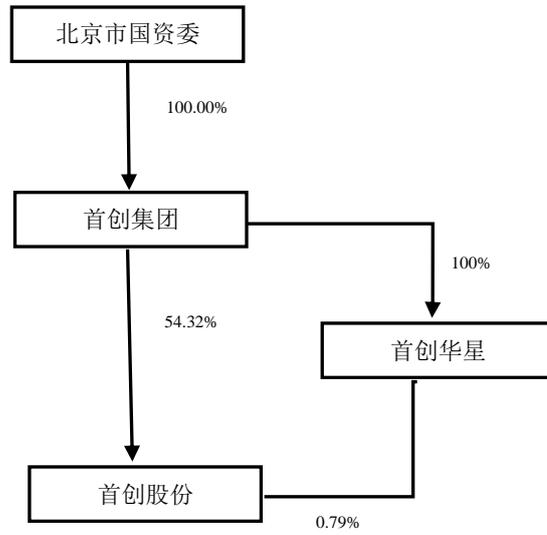
或有负债方面，截至2017年末公司对外担保余额为5.86亿元，占净资产比重为3.42%，被担保对象是合营企业通用首创水务投资有限公司和联营企业深圳粤能环保再生能源有限公司，被担保对象都是水务行业，运营情况良好，整体风险可控。此外公司无重大未决诉讼。

总体看来，2017年，公司业务发展良好，营业收入不断增加，盈利能力有所增强，行业地位依然非常突出，财务杆杆保持在合理水平，整体偿债能力极强。

## 结 论

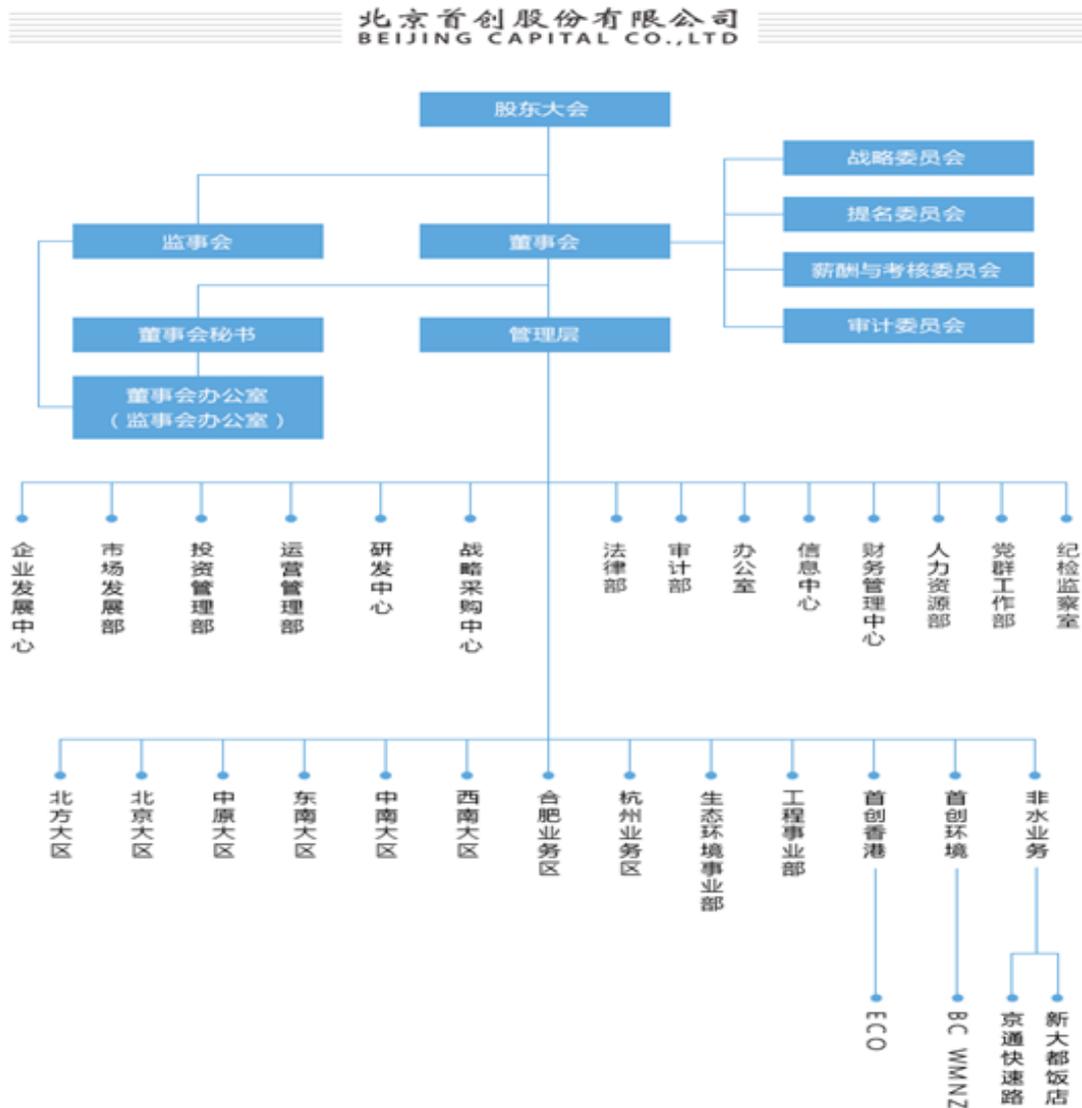
综上，中诚信证评维持北京首创股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“北京首创股份有限公司 2017 年非公开发行永续期绿色公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：北京首创股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：北京首创股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

**附三：北京首创股份有限公司主要财务数据及财务指标**

| 财务数据（单位：万元）      | 2015         | 2016         | 2017         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 392,016.26   | 320,717.87   | 409,462.65   |
| 应收账款净额           | 136,218.45   | 205,984.64   | 228,104.71   |
| 存货净额             | 390,726.84   | 119,279.71   | 65,163.33    |
| 流动资产             | 1,407,379.32 | 1,331,743.47 | 933,444.83   |
| 长期投资             | 180,425.78   | 214,171.02   | 262,445.82   |
| 固定资产             | 562,241.50   | 624,870.96   | 489,776.49   |
| 总资产              | 3,612,520.02 | 3,963,511.40 | 5,099,430.84 |
| 短期债务             | 678,680.84   | 547,358.06   | 1,042,323.04 |
| 长期债务             | 1,158,276.99 | 1,364,259.45 | 1,350,015.66 |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 1,836,957.83 | 1,911,617.51 | 2,392,338.70 |
| 总负债              | 2,432,488.94 | 2,602,036.57 | 3,386,014.57 |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 1,180,031.09 | 1,361,474.82 | 1,713,416.27 |
| 营业总收入            | 706,149.35   | 791,204.06   | 928,546.84   |
| 三费前利润            | 218,439.53   | 249,596.57   | 278,901.90   |
| 投资收益             | 12,953.69    | 31,040.14    | 19,961.44    |
| 净利润              | 70,138.75    | 64,617.79    | 70,214.67    |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 233,352.82   | 277,240.33   | 312,601.60   |
| 经营活动产生现金净流量      | 100,672.53   | 295,819.34   | 248,925.79   |
| 投资活动产生现金净流量      | -561,238.24  | -388,787.78  | -702,017.23  |
| 筹资活动产生现金净流量      | 501,364.00   | -23,938.92   | 578,832.60   |
| 现金及现金等价物净增加额     | 38,782.71    | -112,565.28  | 115,854.96   |
| 财务指标             | 2015         | 2016         | 2017         |
| 营业毛利率（%）         | 32.30        | 32.94        | 31.40        |
| 所有者权益收益率（%）      | 5.94         | 4.75         | 4.57         |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 33.05        | 35.04        | 33.67        |
| 速动比率（X）          | 0.88         | 1.13         | 0.47         |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | 0.05         | 0.15         | 0.10         |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | 0.15         | 0.54         | 0.24         |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | 1.46         | 3.72         | 2.51         |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 3.37         | 3.49         | 3.15         |
| 总债务/EBITDA（X）    | 7.87         | 6.90         | 7.65         |
| 资产负债率（%）         | 67.33        | 65.65        | 66.40        |
| 总资本化比率（%）        | 60.89        | 58.40        | 58.27        |
| 长期资本化比率（%）       | 49.53        | 50.05        | 44.07        |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、公司短期债务包括其他流动负债中的有息债务，长期债务包括长期应付款中的有息债务。

**附四：基本财务指标的计算公式**
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                           |
|------|------------------------------|
| AAA  | 债券信用质量极高，信用风险极低              |
| AA   | 债券信用质量很高，信用风险很低              |
| A    | 债券信用质量较高，信用风险较低              |
| BBB  | 债券具有中等信用质量，信用风险一般            |
| BB   | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高       |
| B    | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高         |
| CCC  | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高        |
| CC   | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高        |
| C    | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                                 |
|------|------------------------------------|
| AAA  | 受评主体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   | 受评主体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    | 受评主体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  | 受评主体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   | 受评主体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    | 受评主体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  | 受评主体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   | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务     |
| C    | 受评主体不能偿还债务                         |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

|    |                 |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势       |
| 负面 | 表示评级有下降趋势       |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变      |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。