



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪262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2016年公开发行公司债券”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，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一九年五月二十七日

北京首创股份有限公司 2016年公开发行公司债券跟踪评级报告（2019）

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 2016 年公开发行公司债券		
债券简称	16 首股债		
债券代码	136522.SH		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2016/7/7~2021/7/7		
上次评级时间	2018/5/28		
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	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	136.15	171.34	237.82	240.46
总资产（亿元）	396.35	509.94	689.88	705.79
总债务（亿元）	187.30	235.72	305.30	332.48
营业总收入（亿元）	79.12	92.85	124.55	24.48
营业毛利率（%）	32.94	31.39	30.80	34.62
EBITDA（亿元）	27.72	29.98	38.22	-
所有者权益收益率（%）	4.75	4.10	3.43	1.89
资产负债率（%）	65.65	66.40	65.53	65.93
总债务/EBITDA（X）	6.76	7.86	7.99	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.49	3.02	2.75	-

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。

分析师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

李龙泉 lqli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月27日

基本观点

2018年，北京首创股份有限公司（以下简称“首创股份”或“公司”）不断拓展主营业务的广度和深度，业务收入规模持续增长，且经营活动净现金流状况良好。同时，公司所处行业前景较好且在该行业具有丰富的经验，行业地位突出，公司未来发展前景良好。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到政策风险及公司规模增速较快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2016年公开发行公司债券”信用等级为AAA。

正面

- 行业发展趋势向好。“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，截至2018年末，公司业务覆盖中国23个省、市、自治区以及新西兰、新加坡等海外地区，公司合计拥有约2,628.92万吨/日的水处理能力，其中设计供水能力1,402.92万吨/日、污水处理能力1,226.00万吨/日，处于行业前列。
- 收入规模逐年增长。2018年，公司业务有序推进，业绩稳步增长，公司实现营业收入124.55亿元，同比增长34.14%；同时，公司经营活动净现金流和EBITDA对债务本息的保障程度较高。

关 注

- 政策风险。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，政策的变动将对公司盈利产生较大影响。且公司业务区域涉及海外，易受当地政策以及市场环境等因素影响，若未来上述因素发生变化，可能对公司的生产经营产生一定影响。
- 公司债务规模增速较快。截至 2018 年末，公司总债务规模为 305.30 亿元，同比增长 29.52%，随着公司业务规模的扩展，以及已承接项目的不断推进，公司对资金的需求不断提升，未来公司债务规模或将进一步扩大。

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）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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

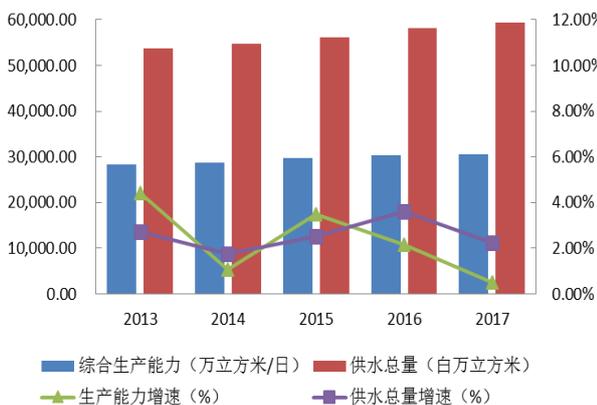
行业分析

2018年我国城市供水市场稳健增长,随着“水十条”等政策的陆续出台和实施,供水行业或将迎来新的发展机遇;污水处理行业亦稳步发展,且随着价格机制改革等政策的落实,将进一步助力污水处理行业的可持续发展。

2018年,我国供水行业发展较为稳定。根据国家统计局数据,2018年末我国城镇化率为59.58%,较上年末提高1.06个百分点,随着城镇化率的提高,用水量亦有一定程度的增长,2018年总用水量6,110亿立方米,比上年增长1.1%。其中,生活用水增长1.4%,公业用水增长0.6%,农业用水增长1.1%,生态补水增长3.8%。人均用水量439立方米,比上年增长0.6%。

城市供水总量呈现增长态势,由2013年的537.30亿立方米增长至2017年的593.76亿立方米。综合生产能力由2013年的28,373.40万立方米/日增长至2017年的30,475.00万立方米/日。城市用水普及率也随着城市化进程的推进持续增长,由2013年的97.56%增长至2017年的98.30%。

图1: 2013~2017年城市供水总量与综合生产能力及其增速

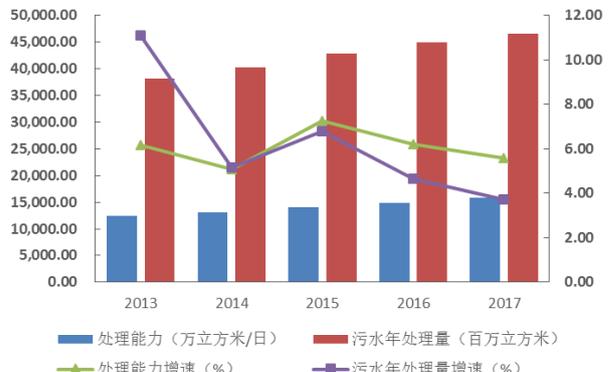


资料来源: 2017年城乡建设统计年鉴, 中诚信证评整理

近年来,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,城市污水处理能力由2013年的12,454.00万立方米/日增长至2017年的15,743.00万立方米/日,年均复合增长率为6.03%;城市污水处理量由2013年的381.89亿立方米增长至2017年的465.49亿立方米;城市污水排水管道由2013年的464,878公里增长至2017

年的630,304公里,年均复合增长率为7.91%。城市污水处理厂由2013年的1,736座增长至2017年的2,209座;城市污水处理率由2013年的89.34%增长至2017年的94.54%。

图2: 2013~2017年城市污水处理量和处理能力及其增速



资料来源: 2017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。

政策方面,2015年4月16日,国务院正式发布《水污染防治行动计划》(以下简称“水十条”),明确了今后国内水污染防治新方向和奋斗目标,提出将在污水处理、工业废水、全面控制污染物排放等多方面实行最严格环保制度,并落实严格考核问责,形成“政府统领、企业施治、市场驱动、公众

参与”的水污染防治新机制。“水十条”通过加大治污投资力度，大幅提升污染治理科技、环保装备研制和产业化水平等措施，可直接带动环保产业的提升发展，增加非农就业人口。

此外，为规范和加强水污染防治专项资金管理，提高财政资金使用效益，财政部、环境保护部依据“水十条”于2015年7月9日制定并印发了《水污染防治专项资金管理办法》，其中明确规定了用于支持水污染防治和水生态环境保护方面的专项资金实行专款专用。2015年10月12日，《中共中央、国务院关于推进价格机制改革的若干意见》（以下简称“《意见》”）出台，旨在深化重点领域价格改革，充分发挥市场决定价格作用。按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”原则，合理提高污水处理收费标准，城镇污水处理收费标准不应低于污水处理和污泥处理处置成本，探索建立政府向污水处理企业拨付的处理服务费用与污水处理效果挂钩调整机制，对污水处理资源化利用实行鼓励性价格政策。同时，积极推进排污权有偿使用和交易试点工作，完善排污权交易价格体系，运用市场手段引导企业主动治污减排。

2016年6月12日，环保部发布《水污染防治法（修订草案）》（征求意见稿）及其编制说明。这是《水污染防治法》施行8年以来的首次大规模修订，修订工作以改善水环境质量为核心，重点针对当前法律实施中存在的主要问题开展修订。2018年6月，国家发改委发布《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，要求建立有利于节约用水的价格机制，深入推进农业水价综合改革、深入推进农业水价综合改革、全面推行城镇非居民用水超定额累进加价制度、建立有利于再生水利用的价格政策；完善污水处理收费政策，建立城镇污水处理费动态调整机制、建立企业污水排放差别化收费机制、建立与污水处理标准相协调的收费机制、探索建立污水处理农户付费制度、健全城镇污水处理服务费市场化形成机制。

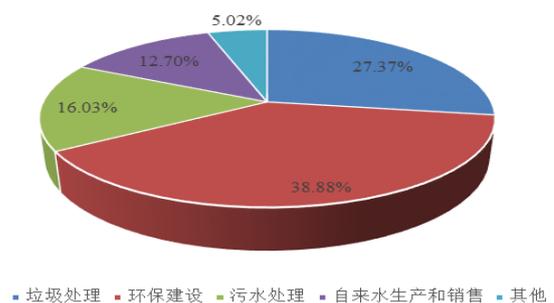
随着“水十条”等相关政策的出台实施及落地，水务行业有望迎来新的发展机遇。水务公司将通过加速外延扩张、提升管理水平增厚利润、选择股东

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。同时，随着污水处理费提升等政策的落实，污水处理行业整体运营环境不断改善，污水处理企业收入规模有望得到提升，盈利能力有望进一步增强。

业务运营

公司业务范围包括垃圾处理、环保建设、污水处理、自来水生产销售等。2018年，公司营业收入124.55亿元，同比增长34.14%；其中，垃圾处理业务实现收入34.09亿元，同比增长12.76%，占营业收入的27.37%；环保建设业务实现收入48.42亿元，同比增长71.68%，占营业收入的38.88%，主要系在建项目增加；污水处理业务实现收入19.96亿元，同比增长26.72%，占营业收入的16.03%，主要系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15.82亿元，同比增长28.02%，占营业收入的12.70%，主要系新增项目投入运营及存量项目销售量增加所致。公司其他业务主要包括京通快速路收费、采暖运营等，2018年公司其他业务实现收入6.26亿元，同比下降0.70%，占营业收入比重为5.02%。

图3：2018年公司业务收入占比情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着在建项目的不断推进，公司水务处理能力不断增强，水务处理量及相应收入持续提升。同时，公司在加强自有项目管理的同时不断推进水务板块项目扩张，工程建设能力持续提升，公司在水务行业中的影响力不断加强。

水务处理业务是公司的核心业务之一，也是目

前公司最具竞争实力、收入总额最高的业务，主要包括自来水生产销售、污水处理以及环保建设等。目前，首创股份已形成全国性的业务布局，公司水务投资、工程项目分布于 23 个省、市、自治区，超过 100 个城市，并在湖南、山东、安徽等地区实现了区域优势和规模效应，并向村镇市场进行纵深化拓展。截至 2018 年末，公司合计拥有约 2,628.92 万吨/日的水处理能力，服务人口超过 5,000 万人。

供水业务方面，截至 2018 年末，公司参控股供水项目共 38 个，合计供水能力 1,402.92 万吨/日。其中，公司控股项目合计供水能力前五大省份主要为安徽、江苏、河北、四川和内蒙古，前五大省份控股供水项目供水能力合计为 712.86 万吨/日。

表 1：截至 2018 年末公司主要控股供水厂分布情况

序号	所在省份	合计供水能力（万吨/日）
1	安徽	256.00
2	江苏	122.80
3	河北	117.10
4	四川	115.96
5	内蒙古	101.00
合计	-	712.86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3：截至 2018 年末公司主要在建供水项目

单位：亿元、万吨/日

项目名称	开工时间	归属地	总投资	已投资	项目处理能力
河南省新乡市新区供水厂二期扩建项目	2018/8/15	河南省新乡市	1.40	0.05	12.00
新乡延津县城第二供水及其管网工程建设项目	2017/9/6	河南省新乡市	2.90	1.66	3.00
安徽省淮南市第一水厂取水口上移项目	2017/7/20	安徽省淮南市	1.34	0.89	20.00
徐州邳州经济开发区工业水厂 PPP 项目	2016/9/8	江苏省徐州市	1.95	1.86	10.00
安徽省阜阳市颍上县城市地表水厂及配套管网一期建设工程 PPP 项目	2017/6/12	安徽盛阜阳市	2.72	1.93	18.00
安徽省宿州市泗县自来水厂资产转让及城市供水特许经营项目	2017/9/1	安徽盛宿州市	1.60	0.94	10.00
茂名市水东湾城区引罗供水 PPP 项目	2016/5/18	广东省茂名市	11.53	10.84	24.30
广元市白龙水厂一期工程	2016/12/15	四川省广元市	4.53	1.99	10.00
安徽省铜陵市铜陵首创第五水厂一期工程取水工程移址建设项目	2016/6/1	安徽省铜陵市	2.10	1.69	10.00
合计	-	-	30.07	21.85	117.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

污水处理方面，截至 2018 年末，公司参控股污水处理厂项目共 126 个，合计污水处理能力 1,226.00 万吨/日。其中，公司控股项目合计污水处理能力前五大省份主要为山东、安徽、湖南、广东和山西，前五大省份控股污水处理项目污水处理能

近年来，随着公司供水项目的增加和原有项目的扩建，公司供水能力不断增加。2018 年，公司供水量为 10.11 亿吨，同比增长 21.36%；售水量为 8.58 亿吨，同比增长 22.33%；产销差率为 15.14%，较上年下降 0.68 个百分点。

表 2：公司供水业务运营情况

年度	供水能力（万吨/日）	供水量（亿吨）	售水量（亿吨）
2016	1,078.15	7.96	6.51
2017	1,217.58	8.33	7.01
2018	1,402.92	10.11	8.58
2019.Q1	1,406.91	2.63	2.25

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 2018 年末，公司在建供水项目共 15 个，预计总投资 41.45 亿元，已投资 30.25 亿元，项目建成后预计可新增供水处理能力约 200.15 万吨/日。

力合计为 581.47 万吨/日。2018 年，公司控股企业污水处理量为 17.52 亿吨，同比增长 11.66%。

表 4: 截至 2018 年末公司主要控股污水处理厂分布情况

序号	所在省份	合计污水处理能力(万吨/日)
1	山东	154.90
2	安徽	138.50
3	湖南	129.47
4	广东	81.10
5	山西	77.50
合计	-	581.47

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 5: 公司污水业务运营情况

年度	污水处理能力(万吨/日)	污水处理量(亿吨)
2016	910.09	13.73
2017	1,090.04	15.69
2018	1,226.00	17.52
2019.Q1	1,240.21	4.54

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

表 6: 截至 2018 年末公司主要在建污水处理厂项目

单位: 亿元、万吨/日

项目名称	开工时间	归属地	总投资	已投资	项目处理能力
湖南省常德市皇木关污水处理厂扩建(二期)及一期提标工程 BOT 项目	2018/11/30	湖南省常德市	4.40	0.30	10.0
安徽省合肥市十五里河污水处理厂 PPP 项目	2018/11/1	安徽省合肥市	10.73	6.93	30.0
驻马店第四污水处理厂	2017/11/1	河南省驻马店市	2.33	1.60	7.5
石河子市一污提标改造工程&石河子市二污新建工程	2017/11/20	新疆维吾尔自治区石河子市	10.57	5.30	20.0&10.0
绍兴嵊新污水处理厂二期扩建 PPP 项目	2017/1/1	浙江省绍兴市	3.48	2.70	7.5
四川省眉山市仁寿县球溪河(仁寿段)流域水污染综合治理工程一期 PPP 项目	2017/6/28	四川省眉山市	8.88	3.96	22.68
湖南省凤凰县城乡给排水工程 PPP 项目	2017/10/8	湖南省湘西土家族苗族自治州凤凰县	9.87	1.93	8.94
宁波余姚市农村生活污水治理 PPP 项目	2015/8	浙江省宁波市	12.54	9.66	4.9
合计	-	-	62.80	32.38	121.52

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

环保建设业务方面, 公司的环保建设主要为水务工程建设, 致力于市政与环境工程领域。2018年, 公司深化工程事业部、大区工程分部、项目公司三级管理架构, 通过专业管理培训提高团队人员能力; 加强工程进度管理, 优化设计管理、造价管理、招采管理、风控管理, 完善工程财务体系, 持续提升工程建设能力。2018年, 公司环保建设业务实现收入48.42亿元, 同比增长71.68%。2018年, 公司共结转项目69个; 其中, PPP项目18个, BOT项目35个, BOO项目3个, ROT项目1个, PC项目12个。2018年, 公司环保建设业务新签合同81个, 合同金额

污水处理价格方面, 污水处理价格一般两年调整一次, 在处理规模上也约定有保底水量, 因而其盈利能力持续保持较高水平, 对公司发展形成良好支撑。2018年, 部分地区污水处理价格按特许经营协议及实际情况有所调整, 公司主要客户仍是地方政府。

截至2018年末, 公司在建污水处理项目共61个, 预计总投资237.59亿元, 已投资69.11亿元, 项目建成后预计可新增污水处理能力约218.50万吨/日。

48.28亿元, 较2017年大幅增长。

表 7: 公司水务工程建设情况

单位: 个、亿元

年度	新签合同数	新签合同金额
2016	39	32.00
2017	30	11.68
2018	81	48.28

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2018年, 公司固废处理业务发展良好, 处理能力进一步加强, 垃圾处理量稳步上升。

首创环境控股有限公司(香港联交所上市公司, 股票代码: 03989.HK, 以下简称“首创环境”)

作为公司开拓固废处理业务的主要平台，近年来在充分借鉴、吸收、消化境外公司固废处理先进经验的基础上，深度应用于国内同类型项目。公司通过下属全资子公司首创（香港）有限公司（以下简称“首创香港”）持有首创环境 45.11% 股份，为其第一大股东。目前，首创环境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、终端、后端一体化处置业务，此外，其他业务还包括厌氧处理业务、危废处置业务、电子废弃物拆解、非正规填埋场治理、建筑垃圾资源化处理业务等。

PPP模式仍是目前环保市场大力推广的主要模式，随着PPP政策的不断完善与深化，为固废环卫事业的市场化提供了有力支持。2018年，首创环境在国内新增11个垃圾处理项目，总投资约为21.20亿元，新增设计年处理生活垃圾能力224万吨，未来公司垃圾处理能力将进一步增强。截至2018年末，首创环境在国内储备项目共63个（包括20个垃圾发电项目、7个垃圾填埋项目、7个厌氧处理项目、17个垃圾收集、储存及输送项目、6个危废综合处理项目、2个废弃电器拆解项目及4个生物质发电项目），总投资约158亿元，已投资52亿元，设计年处理垃圾能力合计为1,365万吨，年拆解电器及电子设备量为320万件。

运营管理方面，2018年，首创环境运营、试运行项目达32个。其中，焚烧项目4个，填埋项目6个，收运及环境治理类项目15个，拆解项目2个，厌氧项目4个，危废运输项目1个。首创环境全年实现垃圾处理量为312.75万吨，拆解量为214.08万台，并完成766.68万平方米清扫工作，提供上网电量合计23,847.92万千瓦时。

海外市场方面，首创环境持有 BCG NZ Investment Holding Limited（以下简称“BCG NZ 公司”）的 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%。截至 2018 年末，BCG NZ 公司总资产为 60.07 亿元，2018 年，BCG NZ 公司生活垃圾（含餐厨垃圾）等处理量为 163.31 万吨，实现收入为 23.10 亿元。此外，公司通过首创香港持有位于新加坡的 ECO 公

司 100% 股权，ECO 公司是新加坡危废处理行业的领先者，是新加坡废物处理公司中唯一一家具有污泥处理能力的公司。截至 2018 年末，ECO 公司总资产为 5.88 亿元，2018 年，ECO 公司工业危废及污泥处理量为 28.60 万吨，实现收入为 2.99 亿元。

2018 年，公司生活垃圾（含餐厨垃圾）处理收入为 273,650.93 万元，同比增长 6.18%；一般工业固废及危险废弃物处理收入为 29,742.48 万元，同比增长 33.37%；电子产品废弃物和汽车回收拆解收入为 30,688.65 万元，同比增长 37.73%。公司垃圾焚烧发电量为 29,509.79 万千瓦时，同比增长 18.25%；同期上网电量为 23,847.92 万千瓦时，同比增长 16.24%。

表 8：公司垃圾处理业务运营情况

单位：万元、万千瓦时

类别	2017	2018	同比变化
生活垃圾处理收入	257,725.20	273,650.93	6.18%
一般工业固废及危险废弃物处理收入	22,300.93	29,742.48	33.37%
电子产品废弃物和汽车回收拆解收入	22,281.49	30,688.65	37.73%
发电量	24,954.80	29,509.79	18.25%
上网电量	20,515.41	23,847.92	16.24%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年度、2017 年度和 2018 年度审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

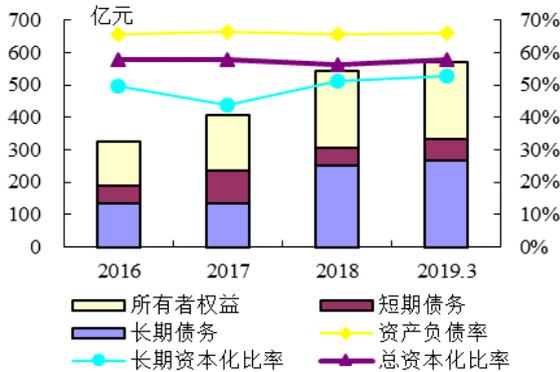
资本结构

2018 年，随着公司业务规模的扩展，公司规模大幅上升，截至 2018 年末，总资产同比增长 35.29% 至 689.88 亿元；与此同时，公司融资需求增加，负债规模同比增长 33.51% 至 452.06 亿元；得益于公司非公开发行股份及永续债的发行，所有者权益同比增长 38.80% 至 237.82 亿元。财务杠杆比率方面，截至 2018 年末，公司资产负债率和总资产本化比率分别为 65.53% 和 56.21%，基本保持稳定。

截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 705.79 亿元，总负债为 465.33 亿元，所有者权益为 240.46

亿元，资产负债率为 65.93%，总资本化比率为 58.03%。

图 4：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司财务报告，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 2018 年末，公司流动资产为 138.97 亿元，占总资产的比例为 20.14%；公司非流动资产为 550.91 亿元，占总资产的比例为 79.86%。截至 2018 年末，公司流动资产主要为货币资金、应收账款、其他应收款和其他流动资产构成，占流动资产的比例分别为 44.01%、20.65%、12.23% 和 10.52%。截至 2018 年末，公司货币资金为 61.15 亿元，同比增长 49.35%，主要系因公司业务发展需要通过银行借款及发行债券取得的现金，其中受限货币资金为 1.58 亿元，主要系各类保证金及其他冻结款项；应收账款为 28.70 亿元，同比增长 25.83%，主要系应收污水处理费及自来水费等，账龄以 1 年内为主；其他应收款为 17.00 亿元，同比增长 42.73%，主要系公司新收购子公司成都金强自来水有限责任公司带入约 7.80 亿元所致；其他流动资产为 14.62 亿元，同比增长 65.34%，主要系处于建设期的子公司取得的待抵扣进项税增加所致。

非流动资产方面，截至 2018 年末，公司非流动资产主要由长期应收款、固定资产、在建工程 and 无形资产构成，占非流动资产的比例分别为 7.66%、9.64%、29.31% 和 40.69%。其中，长期应收款为 42.20 亿元，同比增长 87.82%，主要系公司 BOT 特许经营权模式形成的应收款项增加；固定资产为 53.12 亿元，同比增长 8.47%；在建工程为 161.46 亿元，同比增长 47.69%，主要系公司及子公司承接的 PPP、BOT 等项目建设支出增加所致；无形资产为

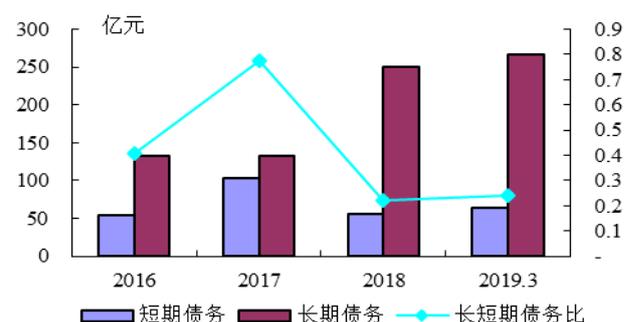
224.16 亿元，同比增长 29.87%，主要系对外购置及合并新增的污水处理特许经营权、自来水经营权、垃圾处理特许经营权增加所致。

负债结构方面，公司负债以非流动负债为主。截至 2018 年末，公司流动负债为 172.27 亿元，占负债总额的 38.11%；公司非流动负债为 279.79 亿元，占负债总额的 61.89%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018 年公司优化债务结构，短期借款同比减少 51.30% 至 25.56 亿元，一年内到期的非流动负债同比减少 56.15% 至 20.50 亿元；应付账款同比增长 57.36% 至 64.01 亿元，主要系应付工程款增加所致；其他应付款同比增长 19.97% 至 23.29 亿元，主要系往来款增加所致。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和预计负债构成。其中，长期借款同比增长 69.33% 至 183.57 亿元，应付债券同比增长 253.61% 至 58.47 亿元，系公司主营业务拓展需要，主要用于 PPP 等项目建设及归还短期借款；预计负债同比增长 25.99% 至 17.37 亿元，主要系预计大修更新改造以及弃置费用增加，此外新增预计诉讼事项支出 4,959.37 万元，主要系公司可能败诉的未决诉讼产生的预计负债。

债务期限结构方面，截至 2018 年末，公司总债务同比增长 29.52% 至 305.30 亿元，其中长期债务同比增长 88.17% 至 249.79 亿元，短期债务同比减少 46.10% 至 55.51 亿元。通过债务结构优化调整，截至 2018 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.22 倍，长期债务占比大幅上升。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 332.48 亿元，长短期债务比为 0.24 倍。

图 5：公司债务期限结构情况



数据来源：公司财务报告，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；同时，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，2018年公司实现营业收入124.55亿元，同比增长34.14%，营业毛利率同比下降0.60个百分点至30.80%。从细分业务看，

公司环保建设业务同比增长71.68%至48.42亿元，主要系在建项目增加。公司污水处理同比增长26.72%至19.96亿元，主要系新增运营项目及污水处理能力增加。公司自来水生产和销售同比增长28.02%至15.82亿元，主要系新增项目投入运营及存量项目销售量增加所致。2019年1~3月，公司实现营业收入为24.48亿元，营业毛利率为34.62%。

表9：公司各业务板块营业收入情况

板块	2016			2017			2018			2019.1~3		
	收入	占比	毛利率	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	30.86	39.00	30.58	30.23	32.56	33.42	34.09	27.37	32.40	9.20	37.58	38.12
环保建设	14.48	18.30	35.30	28.21	30.38	27.14	48.42	38.88	27.59	4.16	16.99	30.83
污水处理	12.05	15.23	36.12	15.75	16.97	34.48	19.96	16.03	31.24	5.68	23.19	34.81
自来水生产和销售	11.03	13.94	21.25	12.36	13.31	26.29	15.82	12.70	24.07	4.03	16.45	23.44
其他	10.71	13.53	45.01	6.30	6.79	43.09	6.26	5.02	62.45	1.42	5.78	54.04
合计	79.12	100.00	32.94	92.85	100.00	31.39	124.55	100.00	30.80	24.48	100.00	34.62

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从期间费用看，2018年公司期间费用合计同比增长20.49%至27.17亿元，主要系公司管理费用和财务费用增加所致。受合并范围增加等因素影响，公司管理费用同比增长14.21%至14.47亿元；随着公司融资规模增加，财务费用同比增长34.37%至12.25亿元。2018年，公司期间费用收入占比为21.82%，同比下降2.46个百分点。

表10：公司期间费用分析

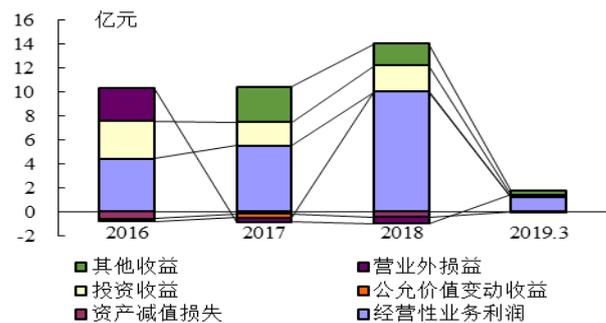
项目	2016			2017			2018		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
销售费用	0.45	0.60	0.17						
管理费用	12.53	12.67	14.47						
财务费用	7.54	9.12	12.25						
研发费用	-	0.16	0.28						
费用合计	20.51	22.55	27.17						
营业总收入	79.12	92.85	124.55						
期间费用收入占比	25.93	24.28	21.82						

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2018年，公司实现利润总额12.79亿元，同比增长31.58%，主要来自经营性业务利润、投资收益和政府补助。同期，公司经营性业务利润同比增长82.39%至10.04亿元，投资收益同比增长8.09%至

2.16亿元，增长主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益增加所致。2018年，其他收益为1.84亿元，主要系增值税即征即退金额。2019年1~3月，公司实现利润总额为1.77亿元。

图6：公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，随着业务规模的扩展，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。

偿债能力

从经营活动现金流看，2018年公司经营活动净现金流32.95亿元，处于良好水平；公司经营活动净现金流/总债务为0.11倍，经营活动净现金/利息支出为2.37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,2018 年公司 EBITDA 同比增长 27.49%至 38.22 亿元。2018 年,公司总债务/EBITDA 为 7.99 倍,EBITDA 利息保障倍数为 2.75 倍,公司 EBITDA 对债务本息的保障能力依然较强。

表 11: 公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务(亿元)	187.30	235.72	305.30	332.48
EBITDA(亿元)	27.72	29.98	38.22	-
资产负债率(%)	65.65	66.40	65.53	65.93
经营活动净现金流(亿元)	29.58	24.89	32.95	0.76
总资本化比率(%)	57.91	57.91	56.21	58.03
EBITDA 利息倍数(X)	3.49	3.02	2.75	-
总债务/EBITDA(X)	6.76	7.86	7.99	-
经营活动净现金/总债务(X)	0.16	0.11	0.11	0.01
经营活动净现金/利息支出(X)	3.72	2.51	2.37	-

资料来源:公司财务报告,中诚信证评整理

截至 2018 年末,公司获得银行授信总额 366.91 亿元,其中未使用的银行授信额度为 330.74 亿元,公司备用流动性良好。

受限资产方面,截至 2018 年末,公司抵质押资产融资余额为 80.53 亿元,其中,质押资产融资余额为 78.98 亿元,主要系部分污水处理、自来水收费权质押;抵押资产融资余额为 1.55 亿元,抵押物主要系房产、自有设备等。

或有负债方面,截至 2018 年末,公司对外担保余额为 4.72 亿元,占净资产比重为 1.98%,被担保对象为合营企业通用首创水务投资有限公司,整体风险相对可控。

或有事项方面,公司全资子公司凡和(葫芦岛)水务投资有限公司(以下简称“凡和葫芦岛”)因有关债务纠纷事宜被北京国际信托有限公司(以下简称“北京信托”)起诉,诉讼金额为人民币 5,585.50 万元。凡和葫芦岛系公司于 2014 年 12 月 19 日自凡和(北京)水务投资管理有限公司(以下简称“凡和北京”)收购。2019 年 1 月 25 日,北京市第三中级人民法院作出一审判决,由凡和葫芦岛向北京信托支付债权转让款 3,500 万元及利息。此外,凡和北京(申请人)依据 2014 年 12 月 19 日签署之《股权转让协议》,要求公司(被申请人)按照协议约

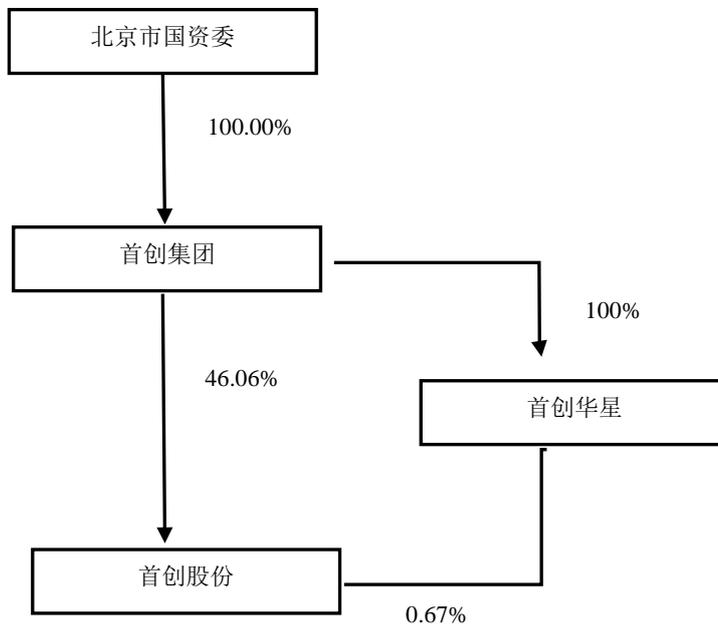
定支付第三期股权转让价款,第三期转让款 2,000 万元抵销申请人关联公司相关债务后,要求公司支付人民币共计 1,182.48 万元。鉴于法院审理的北京信托与凡和葫芦岛之间诉讼案尚未有审理结果,2018 年 12 月 24 日仲裁庭作出同意中止仲裁程序的函。截至目前,仲裁尚处于中止阶段。

总体看来,2018 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

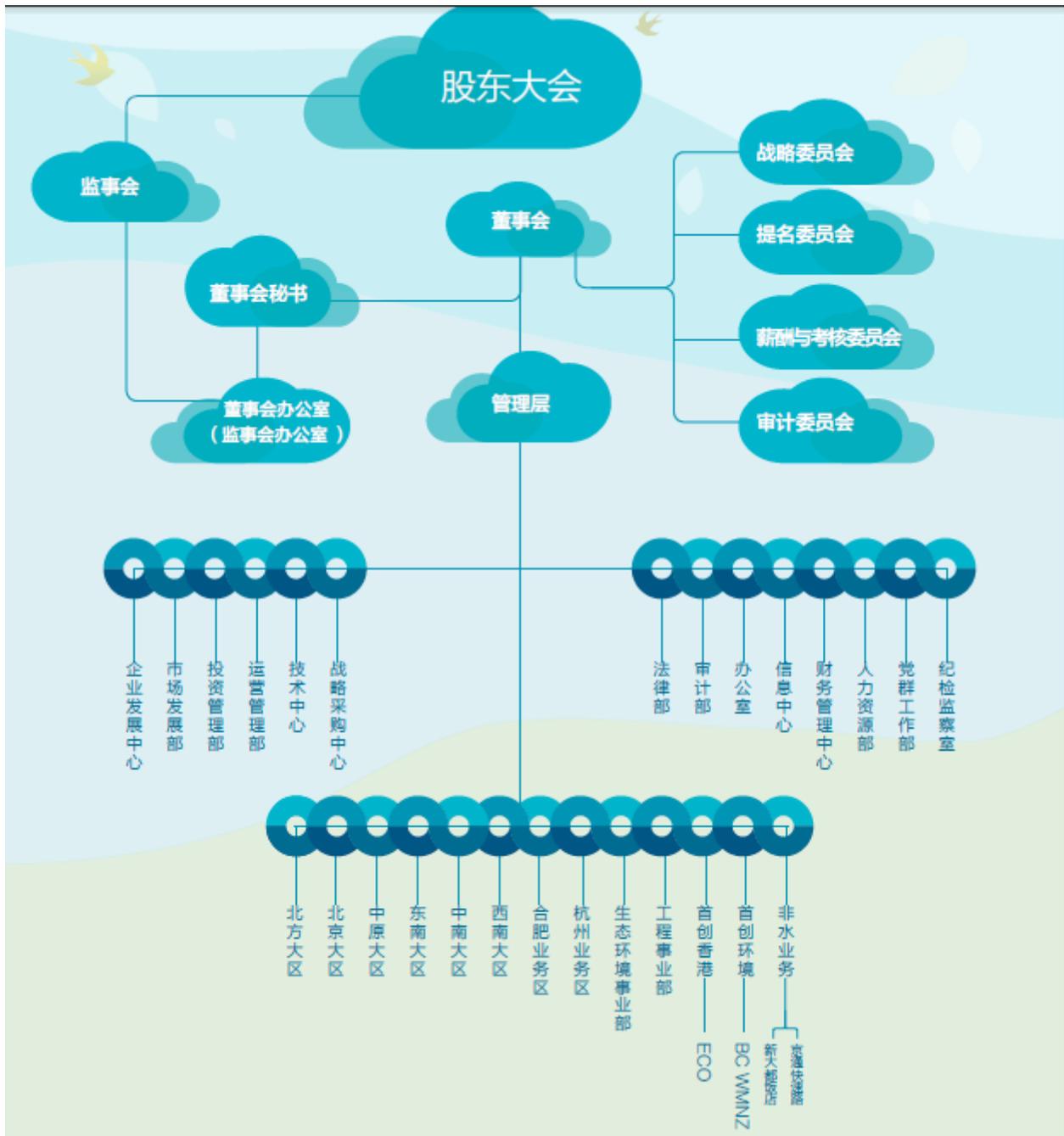
综上,中诚信证评维持北京首创股份有限公司主体信用等级为 **AAA**,评级展望稳定;维持“北京首创股份有限公司 2016 年公开发行公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：北京首创股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：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 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	320,717.87	409,462.65	611,538.13	551,639.63
应收账款净额	205,984.64	228,104.71	287,022.89	282,598.95
存货净额	119,279.71	65,163.33	78,361.26	99,164.20
流动资产	1,331,743.47	933,444.83	1,389,678.64	1,383,573.70
长期投资	214,171.02	262,445.82	269,866.46	269,502.36
固定资产合计	624,870.96	1,583,025.98	2,219,473.27	2,272,146.82
总资产	3,963,511.40	5,099,430.84	6,898,794.75	7,057,881.52
短期债务	540,987.67	1,029,731.07	555,075.67	652,544.68
长期债务	1,332,041.55	1,327,474.58	2,497,921.66	2,672,255.76
总债务（短期债务+长期债务）	1,873,029.22	2,357,205.65	3,052,997.33	3,324,800.43
总负债	2,602,036.57	3,386,014.57	4,520,558.06	4,653,303.63
所有者权益（含少数股东权益）	1,361,474.82	1,713,416.27	2,378,236.68	2,404,577.89
营业总收入	791,204.06	928,502.08	1,245,536.30	244,800.40
三费前利润	249,596.57	278,857.13	369,240.79	79,713.76
投资收益	31,040.14	19,961.44	21,576.40	1,897.44
净利润	64,617.79	70,214.67	81,561.78	11,358.18
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	277,240.33	299,798.91	382,224.83	-
经营活动产生现金净流量	295,819.34	248,925.79	329,501.12	7,637.36
投资活动产生现金净流量	-388,787.78	-702,017.23	-905,416.77	-325,522.91
筹资活动产生现金净流量	-23,938.92	578,832.60	787,168.02	261,047.96
现金及现金等价物净增加额	-112,565.28	115,854.96	211,048.80	-60,685.11
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	32.94	31.39	30.80	34.62
所有者权益收益率（%）	4.75	4.10	3.43	1.89
EBITDA/营业总收入（%）	35.04	32.29	30.69	-
速动比率（X）	1.13	0.47	0.76	0.76
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.11	0.11	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.55	0.24	0.59	0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	3.72	2.51	2.37	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.49	3.02	2.75	-
总债务/EBITDA（X）	6.76	7.86	7.99	-
资产负债率（%）	65.65	66.40	65.53	65.93
总资本化比率（%）	57.91	57.91	56.21	58.03
长期资本化比率（%）	49.45	43.65	51.23	52.64

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

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。