



信用等级通知书

信评委函字[2019]G488-F2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拟发行的“北京首创股份有限公司2019年公开发行永续期公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年十一月二十七日

北京首创股份有限公司 2019年公开发行永续期公司债券（第二期）信用评级报告

债券级别 AAA
主体级别 AAA
评级展望 稳定
发行主体 北京首创股份有限公司
发行规模 本次债券总额不超过 50 亿元（含 50 亿元）。分期发行，第二期债券发行基础规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元），可超额配售不超过 10 亿元（含 10 亿元）。

债券期限 本期债券基础期限不超过 5 年（含 5 年）。其中，品种一为不超过 3 年（含 3 年）、品种二为不超过 5 年（含 5 年）。在每个约定的周期末附发行人续期选择权，于发行人行使续期选择权时延长 1 个周期，并在不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。

债券利率 本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。

付息方式 本期债券采用单利按年计息，不计复利。在发行人不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

偿付顺序 本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债券和其他债务。

发行人续期选择权 每不超过 5 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（即延长不超过 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。发行人应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

发行人赎回选择权 （1）发行人因税务政策变更进行赎回：发行人由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且发行人在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，发行人有权对本期债券进行赎回。（2）发行人因会计准则变更进行赎回：根据财政部《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（财会[2017]14 号）和《关于印发<

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“北京首创股份有限公司 2019 年公开发行永续期公司债券（第二期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券的安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体北京首创股份有限公司（以下简称“首创股份”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了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。中诚信证评肯定了公司所处行业环境良好、行业地位突出以及收入规模逐年增长等正面因素对公司信用质量的支持。同时，中诚信证评也关注到政策风险及公司债务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。

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 2019 年 6 月末，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 2,678.92 万吨/日的水处理能力，其中设计供水能力 1,406.92 万吨/日、污水处理能力 1,272.00 万吨/日，处于行业前列。
- 收入业绩稳步增长。近年来，公司业务有序推进，2016~2018 年公司实现营业收入分别为 79.12 亿元、92.85 亿元和 124.55 亿元，净利润分别为 6.46 亿元、7.02 亿元和 8.16 亿元；同

金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》的通知》(财会[2014]13号), 发行人将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正, 影响发行人在合并财务报表中将本期债券计入权益时, 发行人有权对本期债券进行赎回。

递延支付利息条款

本期债券附设公司延期支付利息权, 除非发生强制付息事件, 本期债券的每个付息日, 发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付, 且不受任何递延支付利息次数的限制; 前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如发行人决定递延支付利息的, 发行人应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。

担保方式

无担保

概况数据

首创股份	2016	2017	2018	2019.Q3
所有者权益(亿元)	136.15	171.34	237.82	240.44
总资产(亿元)	396.35	509.94	689.88	738.35
总债务(亿元)	187.30	235.72	305.30	355.65
营业总收入(亿元)	79.12	92.85	124.55	91.54
营业毛利率(%)	32.94	31.39	30.80	31.75
EBITDA(亿元)	27.72	29.98	38.22	-
所有者权益收益率(%)	4.75	4.10	3.43	3.71
资产负债率(%)	65.65	66.40	65.53	67.44
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

李龙泉 lqli@ccxr.com.cn

马慧桐 htma@ccxr.com.cn

秦羽璇 yxqin@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年11月27日

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。

概 况

发债主体概况

北京首创股份有限公司（以下简称“首创股份”或“公司”）于 1999 年 8 月 31 日由北京首都创业集团有限公司（以下称“首创集团”）、北京市国有资产经营公司、北京市综合投资公司、北京旅游集团有限责任公司、北京国际电力开发投资公司五家公司发起设立。2000 年，公司发行 3 亿 A 股并在上海证券交易所上市，股票代码为 600008，2006 年 4 月首创股份完成股权分置改革。截至 2019 年 9 月 30 日，首创集团直接持有公司 46.06% 的股权，北京市国资委为公司的实际控制人。

公司主营业务范围包括公用基础设施的投资及投资管理，主营业务为水务、固废等环保业务。截至 2019 年 6 月末，公司合计拥有约 2,678.92 万吨/日的水处理能力，服务人口超过 5,000 万人，处于行业前列。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司资产总额 689.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 237.82 亿元，资产负债率为 65.53%；2018 年，公司实现营业总收入 124.55 亿元，净利润 8.16 亿元，经营活动净现金流 32.95 亿元。

截至 2019 年 9 月 30 日，公司资产总额 738.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 240.44 亿元，资产负债率为 67.44%；2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 91.54 亿元，净利润 6.70 亿元，经营活动净现金流 16.97 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
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 2019 年公开发行可续期公司债券（第二期）
发行规模	本次债券总额不超过 50 亿元（含 50 亿元）。分期发行，第二期债券发行基础规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元），可超额配售不超过 10 亿元（含 10 亿元）。
债券期限	本期债券基础期限不超过 5 年（含 5 年）。其中，品种一为不超过 3 年（含 3 年）、品种二为不超过 5 年（含 5 年）。在每个约定的周期末附发行人续期选择权，于发行人行使续期选择权时延长 1 个周期，并在不行使续期选择权全额兑付时到期。

票面金额及发行价格 本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。

债券利率 本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。

发行人续期选择权 每不超过 5 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（即延长不超过 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。发行人应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

发行人赎回选择权 （1）发行人因税务政策变更进行赎回：发行人由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且发行人在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，发行人有权对本期债券进行赎回。（2）发行人因会计准则变更进行赎回：根据财政部《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（财会[2017]14 号）和《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会[2014]13 号），发行人将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响发行人在合并财务报表中将本期债券计入权益时，发行人有权对本期债券进行赎回。

递延支付利息条款 本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如发行人决定递延支付利息的，发行人应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。

还本付息方式 本期债券采用单利按年计息，不计复利。在发行人不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

偿付顺序 本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债券和其他债务。

担保方式 无担保

募集资金用途 本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充营运资金及归还银行贷款，其中不超过 17 亿元用于偿还公司银行借款。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

水务行业

水是人类赖以生存和发展的不可缺少的物质资源和战略性经济资源。水务行业是关系国计民生的公用事业行业，与人们日常工作、生产和生活关系密切，在国民经济中占有重要地位，是社会进步和经济发展的重要支柱，近年来行业在城市化进程

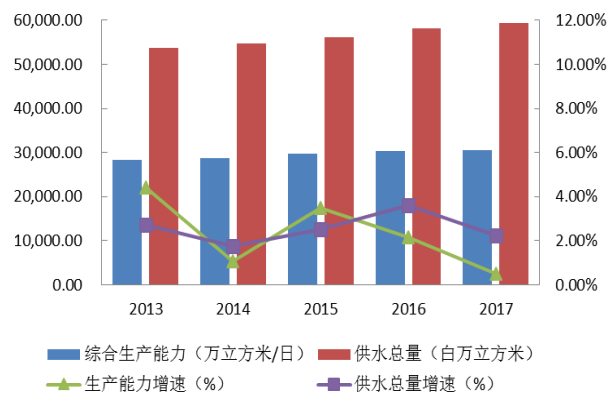
的推动下发展较快。

从水务行业的整个产业链布局来看，主要包括原水供应、自来水供应、污水处理、中水生产以及污泥处理等细分环节，其中原水和自来水供应属于传统公用事业，而污水处理、再生水以及污泥处理属于是近年来伴随着城市化进程以及工业化进程加快的新兴产物，属于朝阳行业。因此企业和居民日常生活中所缴纳的水费也是由产业链的各个环节费用构成，包括水资源费、自来水费、污水处理费、中水费等，其中水资源费通常是由自来水供水企业代收后上交国家；自来水费是自来水企业的主要收入来源，通常是由企业向用户终端收取，该费用包括了原水的生产成本、原水厂利润、自来水生产成本、自来水厂及管网利润及相关税费等；污水处理费也是由自来水企业代收后上交政府，再由政府拨付给污水处理企业，该费用通常是由政府和厂家协议确定。

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%。

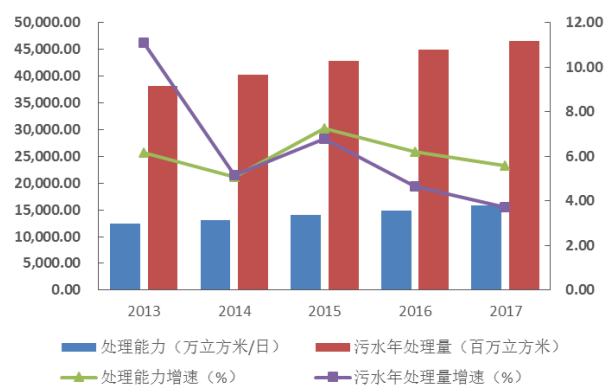
图1：2013~2017年城市供水总量与综合生产能力及其增速



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。

固废处理行业

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源环境约束的矛盾日益突出，环境保护面临越来越严峻的挑战。为了改善环境保护滞后于经济发展的局面，我国加大了环境保护工作力度，淘汰了一批高能耗、高污染的落后生产能力，加快了污染治理和城市环境基础设施建设。自 2007 年以来中央财政节能环保支出呈增长趋势，但当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题已经成为威胁人体健康、公共安全和社会稳定的重要因素之一。我国将积极实施各项环境保护工程，据环保部规划院测算，“十三五”全社会环保投资将达到 17 万亿元，是“十二五”的 3 倍以上；环保产业将成为拉动经济增长重要支柱。

围绕重点工程需求，我国将大力发展环保产业，推动以污水处理、垃圾处理、烟硫脱硝、土壤修复和环境监测为重点的装备制造业发展，推进烟气脱硫脱硝、城镇污水垃圾处理、危险废弃物处理处置等污染设施建设和运营的专业化、社会化、市场化进程。与此同时，我国将进一步完善环境经济政策，包括燃煤电厂烟气脱硫电价政策、排污收费制度等，以形成对环保产业的基础支撑。

固废处理规划方面，固体废弃物包括生活垃圾、工业固体废物等。根据《固体废物环境污染防治法》的规定，地方政府应当配套建设生活垃圾清扫、收集、储存、运输、处置设施，而产生工业固体废物的单位应当采取防治工业固体废物污染环境的措施。

目前我国生活垃圾无害化处理能力还不能满足人口总量的持续增长和城镇化进程的快速推进，垃圾分类、回收、处理和污染防治能力相对不足。且从技术路线来看，我国目前的生活垃圾处理以简单的卫生填埋为主。

除生活垃圾外，工业生产中还产生了大量的工业固体废物。在政策利好的推动下，固废处理行业多个细分市场快速发展，垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理等固废处理行业的细分市场发展较快。

固废处理行业在我国还是一个新兴的产业，随着环境问题的日益突出，固废处理行业紧跟污水处理行业，进入了高速发展时期。目前来看，我国固废处理行业的产业化程度和市场集中度较低，具备核心竞争力的企业较少。具备领先工艺、设备、技术和丰富运营经验的企业将占据优势地位。一方面，固废处理技术结合了物理、化学和生物等学科技术，具有技术复合型的特点，行业进入门槛较高。尤其是在工业废物处理领域，随着国家环保政策的逐渐完善，对工业废物处置、利用的标准不断提高，生产规模小、处理技术低的企业将被淘汰。另一方面，固废处理行业是一个实践性较强的产业，处理技术的应用需要经过长期的经验积累。对行业运行规律和发展模式的理解是进入固废处理行业的基本前提，项目经验不足成为潜在进入者面临的主要壁垒之一。

总体来看，国家环境保护产业政策向好，尤其是一系列固废处理设施建设、固废污染防治等规划的出台，使得固废处理行业面临良好的发展机遇；但随着行业内竞争日趋激烈，未来具备领先的处理技术、丰富的运营经验和很强的资本实力的企业将占据市场优势地位。

北京市区域经济

北京是中华人民共和国的首都，是全国的政治、经济和文化中心，积聚了大量的物质和文化资源，吸引了国内外众多大型企业落户。首都优越的区域优势和多年发展的积累，使得北京具有中央经济和总部经济的特征。2018年末，北京全市常住人口 2,154.2 万人，比上年末减少 16.5 万人；常住人口中，城镇人口 1,863.4 万人，占常住人口的比重为 86.5%。

近年来，北京市继续深入贯彻落实首都城市战略定位，大力推动京津冀协同发展，扎实推进疏功能、稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，经济社会保持平稳健康发展。2018年，北京市全年实现地区生产总值 30,320 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.6%。其中，第一产业增加值 118.7 亿元，下降 2.3%；第二产业增加值 5,647.7 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 24,553.6 亿元，增长 7.3%。三次产业构成由上年的 0.4:19.0:80.6，变化为 0.4:18.6:81.0。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为 14 万元。北京市的第三产业高度发达，服务型经济特征明显。

固定资产投资方面，2017年，北京市全年全社会固定资产投资 8,948.1 亿元，比上年增长 5.7%。2018年，北京市全年全社会固定资产投资比上年下降 9.9%。分产业看，第一产业投资比上年增长 8.9%；第二产业投资下降 43.2%；第三产业投资下降 6.3%，其中，信息传输、软件和信息技术服务业投资增长 31.2%，文化、体育和娱乐业投资增长 11.8%，科学研究和技术服务业投资增长 7.7%。

近年来，得益于区域经济的稳步增长，北京市全市一般公共预算收入呈稳步上升趋势，2016~2018年，北京市全市一般公共预算收入分别为 5,081.3 亿元、5,430.8 亿元和 5,785.9 亿元，税收

收入是其主要来源。受房地产宏观调控影响，北京市全市政府性基金收入下滑明显，2016~2018年，北京市全市政府性基金预算收入分别为1,316.5亿元、3,132.8亿元和2,009.3亿元。

2016~2018年，北京市全市一般公共预算支出分别为6,161.4亿元、6,540.5亿元和7,175.9亿元。同期，北京市全市政府性基金支出分别为1,625.3亿元、2,481.8亿元和2,531.7亿元。

财政平衡率方面，2016~2018年，北京市一般公共预算平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为82.47%、83.03%和80.63%，地方一般公共预算收入对一般公共预算支出的覆盖程度较高，但随着近年来支出的快速增长，财政平衡能力有所下降。

表 2：北京市地方财政收支情况

项目名称	2016	2017	2018
一般公共预算收入（亿元）	5,081.3	5,430.8	5,785.9
政府性基金收入（亿元）	1,316.5	3,132.8	2,009.3
一般公共预算支出（亿元）	6,161.4	6,540.5	7,175.9
政府性基金支出（亿元）	1,625.3	2,481.8	2,531.7
一般公共预算平衡率（%）	82.47	83.03	80.63

资料来源：北京市财政局，中诚信证评整理

总体来看，北京是全国的政治、经济和文化中心，首都区域优势明显，北京市 GDP 在全国省市区中居前列，经济实力较强。

竞争优势

突出的行业地位

近年来，公司及下属子公司持续通过 BOT、TOT、收购兼并等方式开拓水务市场，通过签约 PPP 项目等扩大市场区域。截至 2019 年 6 月末，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 2,678.92 万吨/日的水处理能力，服务人口超 5,000 万人，处于行业前列。

稳健的财务指标

近年来，公司主营业务稳步发展，现金流稳定。2016~2018 年，公司实现营业收入分别为 79.12 亿元、92.85 亿元和 124.55 亿元，净利润分别为 6.46 亿元、7.02 亿元和 8.16 亿元；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。目前公司与国内外多家大型银行构建了长期的战略合作关系，此外，公司是国内上市公司，直接融资渠道畅通，财务弹性较好，公司较强的融资能力有利于其保障项目建设资金的充足。同时，公司多渠道的融资模式也有助于其引进“期限长、规模大、成本低”的资金，优化债务结构，降低财务成本。

业务运营

公司业务包括垃圾处理、环保建设、污水处理、自来水生产销售等。2016~2018 年，公司实现营业收入分别为 79.12 亿元、92.85 亿元和 124.55 亿元。其中，水务处理业务是公司的核心业务，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。2016~2018 年，公司环保建设业务收入分别为 14.48 亿元、28.21 亿元和 48.42 亿元，污水处理业务收入分别为 12.05 亿元、15.75 亿元和 19.96 亿元，自来水生产和销售业务收入分别为 11.03 亿元、12.36 亿元和 15.82 亿元。同期，公司垃圾处理业务实现收入分别为 30.86 亿元、30.23 亿元和 34.09 亿元。公司其他业务主要包括京通快速路收费、采暖运营、饭店经营及土地开发业务等。2019 年 1~9 月，公司实现营业收入 91.54 亿元，营业毛利率为 31.75%，营业收入同比增长 20.25%。

表 3: 2016~2019.Q3 公司各业务板块营业收入情况

单位: 亿元、%

板块	2016			2017			2018			2019.1~9		
	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	27.86	30.44	31.31
环保建设	14.48	18.30	35.30	28.21	30.38	27.14	48.42	38.88	27.59	25.49	27.85	24.91
污水处理	12.05	15.23	36.12	15.75	16.97	34.48	19.96	16.03	31.24	18.83	20.58	34.37
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	14.60	15.95	30.27
其他	10.71	13.53	45.01	6.30	6.79	43.09	6.26	5.02	62.45	4.74	5.18	65.22
合计	79.12	100.00	32.94	92.85	100.00	31.39	124.55	100.00	30.80	91.54	100.00	31.75

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

水务业务

公司水务业务涵盖供水、污水处理和环保建设三个方面。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。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 2019 年 6 月末, 公司合计拥有约 2,678.92 万吨/日的水处理能力, 服务人口超 5,000 万人。

供水业务

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, 除直接持股外, 公司还与法国通用水务公司合资成立通用首创水务投资有限公司, 对宝鸡威创水务公司、深圳市水务(集团)有限公司和渭南通创水务公司等进行投资。

供水能力方面, 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。2016~2018 年末及 2019 年 6 月末, 公司供水能力分别为 1,078.15 万吨/日、1,217.58 万吨/日、1,402.92 万吨/日和 1,406.92 万吨/日。截至 2019 年 6 月末, 公司参控股供水项目共 38 个, 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 4: 截至 2019 年 6 月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

2016~2018 年, 公司供水量分别为 7.96 亿吨、8.33 亿吨和 10.11 亿吨, 售水量分别为 6.51 亿吨、7.01 亿吨和 8.58 亿吨; 同期产销差率分别为 18.19%、15.82% 和 15.14%, 随着公司运营管理水平的提高, 产销差率呈下降趋势。

表 5: 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
2019.1~6	1,406.92	5.59	4.74

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

供水价格方面, 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协议申请调价。按客户类型来看, 2018 年度, 公司居民用水平均水价为 1.89 元/吨, 非居民用水平均水价为 2.73 元/吨, 其他为 1.63 元/吨。按地区来看, 2018 年, 公司华北地区平均供水价格最高, 为 2.17 元/吨; 西南地区较低, 为 1.81 元/吨。

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能力约 200.15 万吨/日。

表 6: 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

污水处理业务

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。随着污水项目的持续扩张, 公司污水处理能力不断提升。2016~2018年末及2019年6月末, 公司污水处理能力分别为910.09万吨/日、1,090.04万吨/日、1,226.00万吨/日和1,272.00万吨/日。截至2019年6月末, 公司污水处理厂项目共133个, 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力合计为613.47万吨/日。2016~2018年, 公司污水处理量分别为13.73亿吨、15.69亿吨和17.52亿吨。

表 7: 截至 2019 年 6 月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	159.90
2	安徽	158.50
3	湖南	136.47
4	广东	81.10
5	山西	77.50
合计	-	613.47

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 8: 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
2019.1~6	1,272.00	9.36

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, 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。

表 9：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

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。公司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、工程咨询单位市政公用工程（给排水）甲级资质等。

公司水务工程主要由公司的下属子公司四川青石建设有限公司、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负责开展，承接的水务建设工程以PPP和BOT模式为主，项目分布于23个省、市、自治区，超过100个城市。

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。2016~2018年，公司水务工程新签合同数分别为39个、30个和81个，新签合同金额分别为32.00亿元、11.68亿元和48.28亿元；同期，公司该板块实现收入分别为14.48亿元、28.21亿元和48.42亿元，呈快速增长趋势。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。

表 10：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
2019.1~6	27	16.06

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，近年来，随着业务规模的不断拓展，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。

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。目前，公司垃圾处理业务的运营主体主要为下属全资子公司湖南首创投资有限责任公司（以下简称“湖南首创”）、控股公司首创环境控股有限公司（以下简称“首创环境”）、新西兰BCG NZ公司和新加坡ECO Industrial Environmental Engineering Pte Ltd公司（以下简称“ECO公司”）。

表 11: 公司垃圾处理业务运营情况

单位: 万元

类别	2016	2017	2018	2019.1~6
生活垃圾处理收入	249,291.83	257,725.20	273,650.93	201,940.06
一般工业固废及危险废弃物处理收入	29,975.28	22,300.93	29,742.48	44,263.29
电子产品废弃物和汽车回收拆解收入	28,151.47	22,281.49	30,688.65	32,429.98

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

首创环境(香港联交所上市公司, 股票代码: 03989.HK) 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”)等合计持有首创环境 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。

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, 2019年1~6月, 首创环境在国内新增了9个垃圾处理项目, 总投资规模约为28.70亿元, 新增年处理能力2,265万吨, 未来公司垃圾处理能力将进一步增强。截至2019年6月末, 首创环境在国内储备项目共73个(包括23个垃圾发电项目、9个垃圾填埋项目、7个厌氧处理项目、19个垃圾收集、储存及输送项目、8个危废综合处理项目、2个废弃电器拆解项目及5个生物质发电项目), 总投资约187亿元, 已投资62.7亿元, 设计年处理垃圾能力合计为1,599万吨, 年拆解电器及电子设备量为320万件。

运营管理方面, 截至 2019 年 6 月末, 首创环境运营、试运行项目达 45 个。2018 年, 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。

表 12: 首创环境运营情况(不含新西兰公司业务)

年度	垃圾处理量(万吨)	提供上网电量(万千瓦时)
2016	133.00	24,062.82
2017	132.00	20,515.40
2018	312.75	23,847.92
2019.1~6	191.90	17,940.25

资料来源: 首创环境年报, 中诚信证评整理

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 2019 年 9 月末, BCG NZ 公司总资产为 62.44 亿元, 2019 年 1~9 月公司实现收入为 17.79 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, 同时也是新加坡仅有的三家持有国家环境署(NEA)发放的全方位垃圾收集服务牌照的公司之一, 可收集废物包括有毒废物、腐蚀物、易燃物及工业公司产生的其他危险废弃物, 污泥处理能力可达 570 吨/天。截至 2019 年 9 月末, ECO 公司总资产为 6.14 亿元, 2019 年 1~9 月公司实现收入为 2.43 亿元。

湖南首创方面, 截至2019年6月末, 湖南首创以TOT、BOT模式在运营6个固废处理项目, 合计垃圾处理能力为1,390吨/日。此外, 醴陵综合项目已于2017年10月30日被政府正式回购。处理量方面, 2016~2018年, 湖南首创垃圾处理量分别为50.00万吨、56.54万吨和51.15万吨。

表 13: 截至 2019 年 6 月末湖南首创固废处理项目情况

项目名称	开始运营时间	运营期限(年)	处理价格(元/吨)
岳阳县填埋场	2013	29	153.25
华容县填埋场	2012	26	136.00
湘西台儿冲	2010	26	70.00
天津市首创	2016	10	67.60
张家界仁和	2015	30	68.80
凤凰首创	2014	29	172.00

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 14：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）
2016	1,703	50.00
2017	1,710	56.54
2018	1,390	51.15
2019.1~6	1,390	30.08

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来，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。

其他业务

公司其他业务主要包括快速路业务、饭店经营业务与采暖运营等。

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。2016~2018 年，京通快速路通行费收入分别为 3.93 亿元、3.34 亿元和 3.48 亿元。2018 年，京通快速路累计车流量为 0.46 亿辆，征费流量为 0.42 亿辆。2019 年 1~9 月，京通快速路通行费收入为 2.56 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。2016~2017 年，公司饭店经营业务实现收入分别为 0.63 亿元和 0.24 亿元。新大都饭店因战略转型其用途由酒店改为办公出租，已于 2017 年 4 月开始停工装修，自 2018 年始公司未实现饭店经营收入。

公司采暖运营业务由天保爱华（天津）热力有限公司开展，公司采暖运营业务主要分布区域是天津市开发区。2016~2018 年，采暖运营业务实现收入分别为 0.15 亿元、0.18 亿元和 0.14 亿元。2019 年 1~9 月采暖运营业务收入为 0.06 亿元。

公司管治

公司具有独立完整的业务及自主经营能力，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。公司股东大会的召集、召开等相关程序完全符合《公司章程》及《股东大会议事规则》的相关规定，能够确保所有股东尤其是中小股东的合法权益。

公司董事会由十一名董事组成，其中独立董事

不低于董事会成员的三分之一。董事会设董事长一名，副董事长一名至两名。董事会下设提名、审计、薪酬与考核、战略四个专门委员会，专门委员会成员全部由董事组成，审计委员会成员中有一名独立董事是会计专业人士。公司设经理一名，由董事会聘任或者解聘。公司监事会由三名监事组成，设主席一人。公司能够按照法律、法规、《公司章程》和《信息披露制度》的规定，真实、准确、完整地披露有关信息，并做好信息披露前的保密工作，确保所有股东均能公平、公正地获得信息。

公司按照各项法律法规及监管部门的要求，不断完善公司治理结构，及时修订和完善公司治理制度及内部控制制度，切实提高了公司规范运作水平。公司定期编制年度《内部控制自我评价报告》，并由审计机构出具了内部控制审计报告，进一步完善了公司内部控制制度。

总体来看，作为上市公司，公司拥有完善的内部治理结构，管理水平不断提升优化。

战略规划

公司专注中国水务市场的投资和运营管理，努力发展成为具有世界影响力的国内领先的城市环境综合服务商。

未来，公司将继续以水务及其他环保业务为主体，进一步提升投资规模和质量，保持国内的行业领先地位；在原有投资项目布点的基础上，充分利用下属项目公司在当地的优势，积极实施周边区域化拓展，巩固下属项目公司在当地的优势和影响力，形成区域化规模效应；通过强化运营管理、提升技术实力等方式打造核心竞争能力；通过完善与拓展产业链的方式向成为“具有世界影响力的国内领先的城市环境综合服务商”迈进，实现纵向一体化发展。

公司将紧密关注宏观经济、产业政策、行业技术等方面的动态，根据实际情况不断调整、优化战略导向，细化发展目标。合作模式方面，公司将持续与行业内各方主体保持紧密的沟通、积极参与行业标准的制定和优化、多方尝试互利共赢的合作新模式、共同倡导“绿色生活”的价值观，以期在未来与各方一起共同推动环保行业的良性发展，打造可

持续发展的社会环境。与此同时，公司也将致力于保持自身在行业中的领先地位、进一步提升行业敏锐度、打造行业示范项目，通过调整整体布局与规划、重点发展主营业务等方式，逐步实现公司价值的最大化。

总体来看，公司具备清晰的战略规划，为业务快速健康发展明确了方向。

财务分析

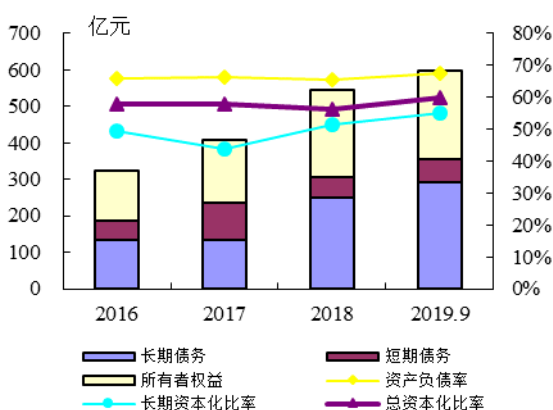
以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年度、2017年度和2018年度审计报告以及未经审计的2019年三季度财务报表。

资本结构

近年来，随着业务规模的扩展，公司融资需求增加，公司资产和负债规模呈上升趋势，2016~2018年末，公司总资产分别为396.35亿元、509.94亿元和689.88亿元；同期，总负债分别为260.20亿元、338.60亿元和452.06亿元。所有者权益方面，得益于公司非公开发行股份及永续债的发行，所有者权益稳步增长，2016~2018年末分别为136.15亿元、171.34亿元和237.82亿元。财务杠杆比率方面，2016~2018年末，公司资产负债率分别为65.65%、66.40%和65.53%；同期，总资本化比率分别为57.91%、57.91%和56.21%，基本保持稳定。

截至2019年9月末，公司总资产为738.35亿元，总负债为497.90亿元，所有者权益为240.44亿元，资产负债率为67.44%，总资本化比率为59.80%。

图3：2016~2019.Q3公司资本结构分析



资料来源：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%。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。2016~2018年末及2019年9月末，公司货币资金分别为32.07亿元、40.95亿元、61.15亿元和34.56亿元，2016~2018年，货币资金呈上升趋势，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。2016~2018年末及2019年9月末，应收账款分别为20.60亿元、22.81亿元、28.70亿元和32.01亿元，主要系应收污水处理费及自来水费等，账龄以1年内为主。2016~2018年末及2019年9月末，其他应收款分别为9.01亿元、11.93亿元、17.00亿元和18.96亿元，2018年末增长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。2016~2018年末及2019年9月末，其他流动资产分别为14.66亿元、8.84亿元、14.62亿元和19.21亿元，2017年末理财产品账面余额减少10.00亿元，以及受处于建设期的子公司取得的待抵扣进项税增加影响，公司其他流动资产有所波动。2019年9月末其他流动资产增加主要系公司对其合营企业通用首创水务投资有限公司的委贷及公司的子公司待抵扣进项税增加共同影响所致。

非流动资产方面，公司非流动资产主要由长期应收款、固定资产、在建工程和无形资产构成。2016~2018年末及2019年9月末，长期应收款分别为15.97亿元、22.47亿元、42.20亿元和45.98亿元，2018年同比增加87.82%主要系公司BOT特许经营权模式形成的应收款项增加所致。2016~2018年末及2019年9月末，固定资产分别为48.04亿元、48.98亿元、53.12亿元和55.97亿元，主要系房屋建筑物、机械设备和管网等。2016~2018年末及2019年9月末，在建工程分别为14.44亿元、109.32亿元、161.46亿元和182.64亿元，2017年变化较大，主要系2017年度审计过程中，将在建BOT项目从预付账款调整至在建工程列示，且近年来公司及子公司承接的PPP、BOT等项目建设支出不断增加。

2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，无形资产分别为 129.04 亿元、172.60 亿元、224.16 亿元和 252.33 亿元，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。

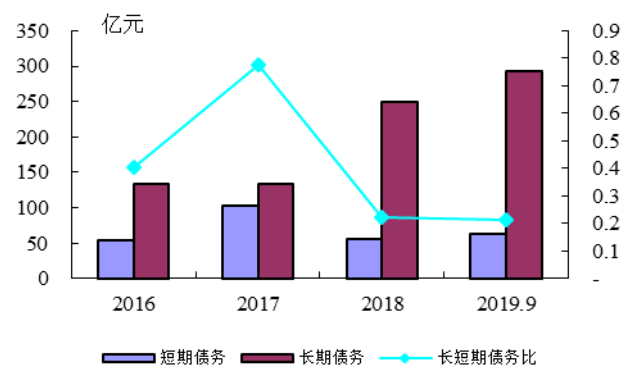
负债结构方面，公司负债以非流动负债为主。截至 2018 年末，公司流动负债为 172.27 亿元，占负债总额的 38.11%；公司非流动负债为 279.79 亿元，占负债总额的 61.89%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司短期借款分别为 10.18 亿元、52.48 亿元、25.56 亿元和 35.08 亿元，一年内到期的非流动负债分别为 29.56 亿元、46.75 亿元、20.50 亿元和 17.26 亿元，2018 年公司深入优化债务结构，短期借款和一年内到期的非流动负债大幅缩减。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司应付账款分别为 19.12 亿元、40.68 亿元、64.01 亿元和 55.71 亿元，主要系应付工程款；同期，其他应付款分别为 15.29 亿元、19.41 亿元、23.29 亿元和 27.15 亿元，近年呈上升趋势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。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，长期借款分别为 112.41 亿元、108.41 亿元、183.57 亿元和 213.63 亿元，应付债券分别为 16.94 亿元、16.53 亿元、58.47 亿元和 71.07 亿元，2018 年大幅增长主要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，还款来源为项目收益。2019 年 9 月末应付债券较上年末增加了 12.60 亿元，主要系公司发行了 12 亿元中期票据所致。利率区间为 3.70%~3.77%。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，预计负债分别为 10.40 亿元、13.79 亿元、17.37 亿元和 17.06 亿元，主要系预计大修更新改造以及弃置费用增加，此外 2018 年末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。

债务结构方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司总债务分别为 187.30 亿元、235.72 亿元、305.30 亿元和 355.65 亿元；其中，短期债务分别为

54.10 亿元、102.97 亿元、55.51 亿元和 62.44 亿元，长期债务分别为 133.20 亿元、132.75 亿元、249.79 亿元和 293.20 亿元。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.41 倍、0.78 倍、0.22 倍和 0.21 倍，公司债务结构有所优化。

图 4：公司长短期债务情况



资料来源：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

2016~2018 年，公司业务有序开展，分别实现营业总收入 79.12 亿元、92.85 亿元和 124.55 亿元。同期，公司营业毛利率分别为 32.94%、31.39% 和 30.80%。分板块看，同期，自来水生产和销售业务收入分别为 11.03 亿元、12.36 亿元和 15.82 亿元，毛利率分别为 21.25%、26.29%、24.07%；污水处理业务收入分别为 12.05 亿元、15.75 亿元和 19.96 亿元，毛利率分别为 36.12%、34.48%、31.24%，主要系新增污水项目投入运营，材料、人工等成本增幅较大导致该板块毛利率有所下滑；环保建设业务收入分别为 14.48 亿元、28.21 亿元和 48.42 亿元，主要系公司近两年加强工程管理，在建项目增多，建设期内根据工程进度确认收入使得环保建设业务收入大幅上升，同期该板块毛利率分别为 35.30%、27.14% 和 27.59%，2017 年增加了村镇污水建设工程承接数量，该类工程毛利较低，拉低了环保建设业务整体毛利率。公司垃圾处理业务实现收入分别为 30.86 亿元、30.23 亿元和 34.09 亿元，

毛利率分别为 30.58%、33.42% 和 32.40%。2019 年 1~9 月，公司实现营业收入 91.54 亿元，营业毛利率为 31.75%。

期间费用方面，2016~2018 年，公司期间费用合计分别为 20.51 亿元、22.55 亿元和 27.17 亿元，主要由管理费用和财务费用构成；同期，期间费用收入占比分别为 25.93%、24.28% 和 21.82%。受合并范围增加等因素影响，公司管理费用不断增加；随着公司融资规模增加，财务费用持续增长。2019 年 1~9 月，公司费用合计为 20.70 亿元，期间费用收入占比为 22.62%。

表 15：公司期间费用分析

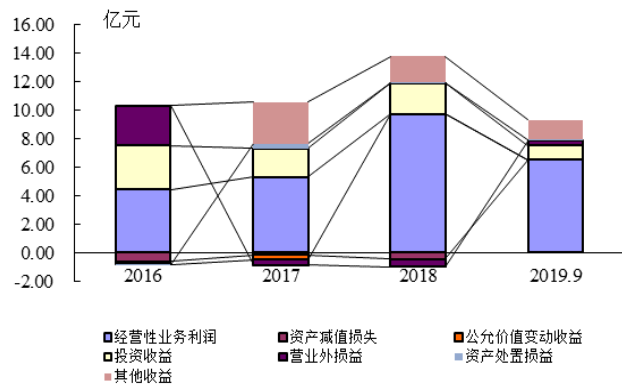
单位：亿元、%

项目	2016	2017	2018	2019.Q3
销售费用	0.45	0.60	0.17	0.14
管理费用	12.53	12.67	14.47	11.39
财务费用	7.54	9.12	12.25	8.95
研发费用	-	0.16	0.28	0.22
费用合计	20.51	22.55	27.17	20.70
营业总收入	79.12	92.85	124.55	91.54
期间费用收入占比	25.93	24.28	21.82	22.62

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016~2018 年，公司利润总额分别为 9.49 亿元、9.72 亿元和 12.79 亿元，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分别为 4.45 亿元、5.34 亿元和 9.75 亿元；投资收益分别为 3.10 亿元、2.00 亿元和 2.16 亿元。2016 年，营业外损益为 2.78 亿元，主要为政府补助，2017 年由于会计准则的变更，公司收到与日常经营相关的政府补助和财政补贴计入其他收益，2017~2018 年其他收益分别为 2.94 亿元和 1.84 亿元，主要系增值税即征即退金额和京通路快速路补贴收入。2019 年 1~9 月，公司实现利润总额为 9.88 亿元，经营性业务利润为 6.51 亿元，投资收益为 1.04 亿元，其他收益 1.38 亿元。

图 5：公司利润总额构成情况



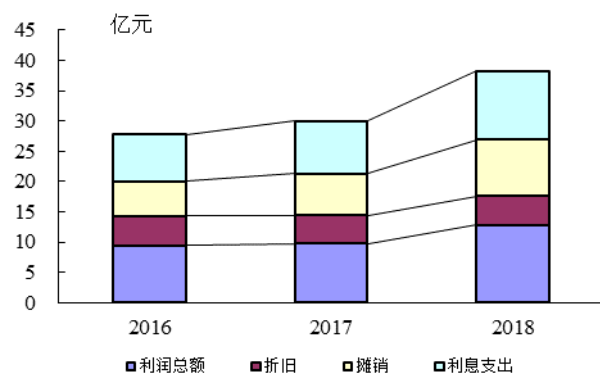
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

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，2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为 29.58 亿元、24.89 亿元和 32.95 亿元，处于良好水平；同期，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.16 倍、0.11 倍和 0.11 倍，经营活动净现金流/利息支出分别为 3.72 倍、2.51 倍和 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。

图 6：公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

获现能力方面，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 27.72 亿元、29.98 亿元和 38.22 亿元；同期，公司总债务/EBITDA 分别为 6.76 倍、7.86 倍和 7.99 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 3.49 倍、3.02 倍和 2.75 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力依然较强。

表 16: 公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
总资产(亿元)	396.35	509.94	689.88	738.35
总债务(亿元)	187.30	235.72	305.30	355.65
EBITDA(亿元)	27.72	29.98	38.22	-
资产负债率(%)	65.65	66.40	65.53	67.44
经营活动净现金流(亿元)	29.58	24.89	32.95	16.97
总资本化比率(%)	57.91	57.91	56.21	59.80
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	0.06
经营活动净现金/利息支出(X)	3.72	2.51	2.37	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

截至 2019 年 9 月末, 公司获得银行授信总额 410.35 亿元, 其中未使用的银行授信额度为 353.43 亿元, 公司备用流动性良好。

受限资产方面, 截至 2019 年 6 月末, 公司及下属子公司共计抵质押资产融资余额 97.10 亿元, 其中抵押资产融资余额 1.18 亿元, 抵押物主要系房产、自有设备等; 质押资产融资余额 95.92 亿元, 主要系部分污水处理、自来水收费权质押。

或有负债方面, 截至 2019 年 9 月末, 公司对外担保余额为 3.49 亿元, 占净资产比重为 1.45%, 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, 凡和葫芦岛不服一审判决于 2019 年 5 月 6 日向北京市高级人民法院提起上诉。截至 2019 年 9 月末, 本案尚处于二审审理中。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 2019 年 9 月末, 仲裁尚处于中止阶段。

总体看来, 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, 中诚信证评评定北京首创股份有限公司主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“北京首创股份有限公司 2019 年公开发行永续期公司债券(第二期)”信用等级为 **AAA**。

关于北京首创股份有限公司 2019年公开发行永续期公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

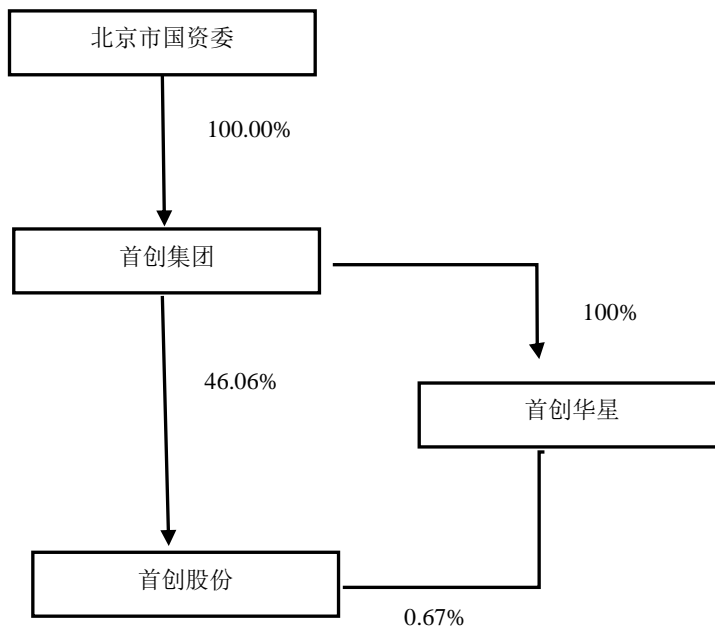
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人永续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否递延支付利息，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

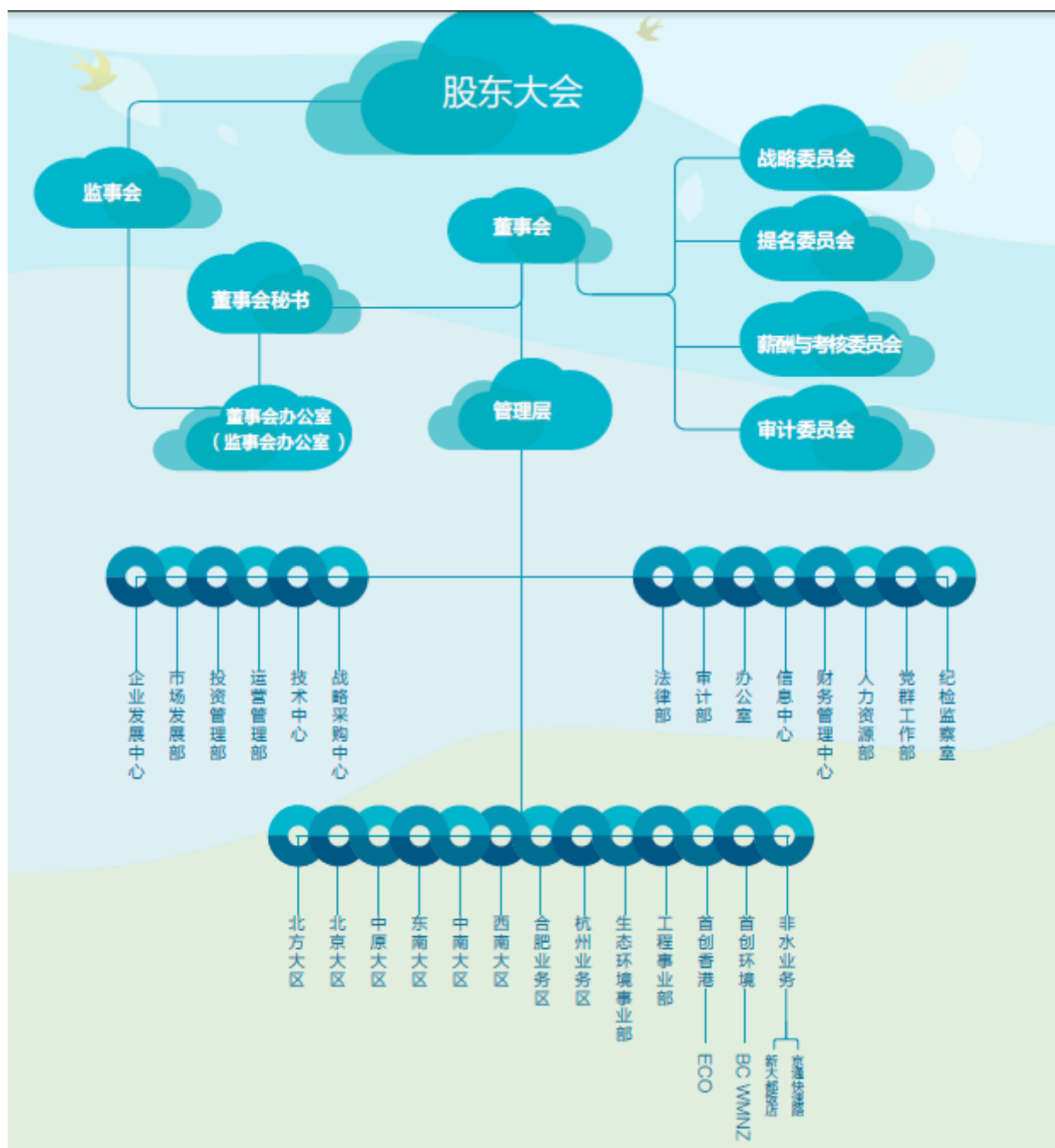
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：北京首创股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月 30 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 2019 年 9 月 30 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（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金	320,717.87	409,462.65	611,538.13	345,597.50
应收账款净额	205,984.64	228,104.71	287,022.89	320,129.24
存货净额	119,279.71	65,163.33	78,361.26	136,030.04
流动资产	1,331,743.47	933,444.83	1,389,678.64	1,271,344.89
长期投资	214,171.02	262,445.82	269,866.46	263,562.28
固定资产合计	624,870.96	1,583,025.98	2,219,473.27	2,459,659.03
总资产	3,963,511.40	5,099,430.84	6,898,794.75	7,383,456.01
短期债务	540,987.67	1,029,731.07	555,075.67	624,449.58
长期债务	1,332,041.55	1,327,474.58	2,497,921.66	2,932,031.64
总债务（短期债务+长期债务）	1,873,029.22	2,357,205.65	3,052,997.33	3,556,481.21
总负债	2,602,036.57	3,386,014.57	4,520,558.06	4,979,038.98
所有者权益（含少数股东权益）	1,361,474.82	1,713,416.27	2,378,236.68	2,404,417.03
营业总收入	791,204.06	928,502.08	1,245,536.30	915,375.74
三费前利润	249,596.57	278,857.13	369,240.79	272,158.57
投资收益	31,040.14	19,961.44	21,576.40	10,355.09
净利润	64,617.79	70,214.67	81,561.78	66,958.31
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	169,708.74
投资活动产生现金净流量	-388,787.78	-702,017.23	-905,416.77	-752,580.76
筹资活动产生现金净流量	-23,938.92	578,832.60	787,168.02	321,679.34
现金及现金等价物净增加额	-112,565.28	115,854.96	211,048.80	-264,492.09
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q3
营业毛利率（%）	32.94	31.39	30.80	31.75
所有者权益收益率（%）	4.75	4.10	3.43	3.71
EBITDA/营业总收入（%）	35.04	32.29	30.69	-
速动比率（X）	1.13	0.47	0.76	0.66
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.11	0.11	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.55	0.24	0.59	0.36
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	67.44
总资本化比率（%）	57.91	57.91	56.21	59.80
长期资本化比率（%）	49.45	43.65	51.23	55.12

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 / 所有者权益平均余额

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。