



# 信用等级通知书

[2017]跟踪0435

信评委函字

号

## 北京首创股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；

维持“14首创MTN001”、“14首创MTN002”、“14首创MTN003”、“15首创MTN001”和“16首创股MTN001”的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十九日

## 北京首创股份有限公司 2017 年度跟踪评级报告

受评对象 北京首创股份有限公司  
 本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定  
 上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

### 存续期内债务融资工具列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
14 首创 MTN001	6	2014.10.14~2017.10.14	AAA	AAA
14 首创 MTN002	3	2014.11.17~2017.11.17	AAA	AAA
14 首创 MTN003	3	2014.11.17~2017.11.17	AAA	AAA
15 首创 MTN001	10	2015.11.16~2020.11.16	AAA	AAA
16 首创股 MTN001	10	2016.7.22~2021.7.22	AAA	AAA

### 概况数据

首创股份 (合并口径)	2014	2015	2016	2017.3
总资产 (亿元)	251.74	361.25	396.35	428.12
所有者权益合计 (亿元)	78.01	118.00	136.15	141.31
总负债 (亿元)	173.73	243.25	260.20	286.81
总债务 (亿元)	131.48	178.29	184.09	200.82
营业总收入 (亿元)	55.89	70.61	79.12	17.69
净利润 (亿元)	6.88	7.01	6.46	1.23
EBIT (亿元)	14.38	15.08	17.14	-
EBITDA (亿元)	19.82	23.34	27.72	-
经营活动净现金流 (亿元)	3.42	10.07	29.58	0.13
营业毛利率 (%)	30.68	32.30	32.94	33.75
总资产收益率 (%)	5.81	4.51	4.53	-
资产负债率 (%)	69.01	67.33	65.65	66.99
总资本化比率 (%)	62.76	60.17	57.48	58.70
总债务/EBITDA(X)	6.63	7.64	6.64	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.57	3.37	3.49	-

注：1、公司各期财务报告均按照新会计准则编制；

2、将 2016 年度财务报表“其他流动负债”中的超短期融资券纳入短期债务核算；

3、公司未提供 2017 年一季度财务性利息支出和资本化利息支出金额以及现金流量补充表，相关指标失效；

4、为反映公司在跟踪期内财务状况的变化，各期财务数据均未采用追溯调整数据。

### 分析师

项目负责人：曹 润 rcao@ccxi.com.cn  
 项目组成员：何 川 che@ccxi.com.cn  
 魏兰兰 llwei@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877  
 传真：(010)66426100

2017 年 6 月 29 日

### 基本观点

中诚信国际维持北京首创股份有限公司（以下简称“首创股份”或“公司”）的主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；维持“14 首创 MTN001”、“14 首创 MTN002”、“14 首创 MTN003”、“15 首创 MTN001”和“16 首创股 MTN001”的信用等级 AAA。

中诚信国际肯定了公司水务板块持续发展，产业链进一步延伸、固废处理业务将成为公司新的盈利增长点、畅通的融资渠道等对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司的资本支出压力较大、水务项目经营面临一定政策风险等因素对公司整体信用状况的影响。

### 优 势

- **水务行业前景持续向好。**随着国民经济持续发展、城镇化进程加快、城市用水普及率提高及国家对环保的日益重视，水务行业具有长期向好的发展前景。近几年国内各大城市水价上调趋势明显，将有效提升水务行业整体的盈利水平。
- **水务板块持续发展，产业链进一步延伸。**截至 2016 年末，公司在全国 19 个省、市、自治区，共计 78 个城市拥有水务项目，全国性布局趋势愈发完善，在湖南省、山东省等地形成了规模化效应，并向乡镇进一步纵向拓展，具有明显的地域优势。公司合计拥有约 1,988 万立方米/日的水处理能力，服务人口超过 4,000 万人。
- **境内外同时推进固废处理业务，构成公司新的盈利增长点。**随着已有项目的投产运营和垃圾处理项目的持续并购，同时依靠公司在水务方面的协同效应，固废处理业务将获得较快发展，目前已成为公司新的盈利增长点。
- **畅通的融资渠道。**截至 2016 年末，公司在各家银行的未使用授信额度 217.88 亿元，充足的备用流动性很大程度上增强了公司的财务弹性；同时，作为上市公司，公司拥有畅通的股权融资渠道，并且公司控股的首创环境控股有限公司（以下简称“首创环境”）具备在香港资本市场融资能力。此外，2017 年 3 月公司董事会审议通过 A 股市场上非公开定向增发，未来资本实力将会得到进一步增强。

### 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，因此公司在并购项目后，水价能否及时调整、地方财政能否及时支付水费对其收益有一定影响。
- **面临较大的资本支出压力。**根据公司的发展战略，未来几年公司仍处于扩张期，水务、固废项目并购及并购后系统改造等投资性支出将保持在较高水平。

## 声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用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，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

七、本次评级结果自评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《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，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

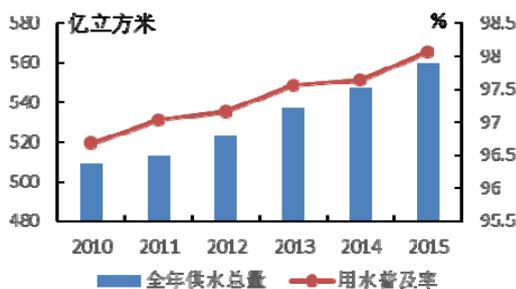
根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际对存续的“14 首创 MTN001”、“14 首创 MTN002”、“14 首创 MTN003”、“15 首创 MTN001”和“16 首创股 MTN001”进行定期跟踪评级。

## 近期关注

### 城市供水能力趋于饱和，我国将实行最严格的水资源管理制度，提高用水效率、改善用水水质成为供水行业的发展趋势

在节约用水的发展目标下，我国加快城市供水管网的建设和改造，在扩大供水服务范围、提高用水普及率的同时，降低了供水管网漏损，促进了城市节水。2010 年~2015 年，我国设市城市供水管道长度从 53.98 万公里增加到 71.02 万公里，相应地，用水普及率从 96.68% 提高到 98.07%。尽管城市人口增长和用水普及率提高带动了用水需求的增加，但我国城市供水总量一直保持着低速增长，主要得益于节水工作的开展，用水效率的提高在很大程度上抵消了用水需求增加的压力。

图 1：2010 年~2015 年我国城市供水总量、用水普及率



资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

2011 年中央 1 号文件指出，我国将实行最严格的水资源管理制度，包括用水总量控制制度、用水效率控制制度、水功能区限制纳污制度、水资源管理责任和考核制度等。因此，在现有供水能力基本满足生产、生活用水需要的情况下，供水总量将保持相对稳定的水平，而供水效率和供水水质还有很大的提升空间。

近年来，国家颁布一系列措施强化水资源管理，提高用水质量。2015 年 4 月 16 日，国务院正式

发布《水污染防治行动计划》（国发[2015]17 号），即“水十条”。“水十条”是我国目前最严格的水资源管理制度，内容包括用水总量控制制度、用水效率控制制度、水功能区限制纳污制度、水资源管理责任和考核制度等，包含 10 条 35 款、76 项 238 条具体措施。计划提出，到 2020 年，全国用水总量控制在 6,700 亿立方米以内，全国公共供水管网漏损率控制在 10% 以内；全国水环境质量将得到阶段性改善，污染严重水体将大幅度减少，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 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），这是《水污染防治法》施行 8 年以来的首次大规模修订。该法规在继承了新环保法、“水十条”中部分原则基础上明确了责任主体（县级以上人民政府）、提倡公众参与和信息公开，扩大了水污染的监控范围，加大了惩罚力度。法规还对水环境质量标准与水污染物排放标准进行了严格规定，使水资源管理从法律层面上得到了较高保障。

### 为遏制环境状况总体恶化的趋势，我国环保产业投资持续增长

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。2015 年，我国环境污染治理投资为 8,806.3 亿元，占国内生产总值的比重为 1.28%。

图 2：2010 年~2015 年我国环境污染治理投资情况



资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

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、公共安全和社稳定的重要因素之一。2011 年 12 月 15 日，国务院印发的《国家环境保护“十二五”规划》明确指出，保护环境是我国的基本国策。“十二五”期间，我国将主要污染物排放总量显著减少作为经济社会发展的约束性指标，着力解决环境问题。为了实现“十二五”环境保护目标，我国将积极实施各项环境保护工程，全社会环保投资需求约 3.4 万亿元，其中八项重点工程<sup>1</sup>投资需求约 1.5 万亿元。

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。

总体来看，在经济增长的环境约束日趋强化的背景下，环境保护工作的重要性与日俱增。在环保产业投资高速成长的带动下，污水处理、固废处理等子行业将得到快速发展。

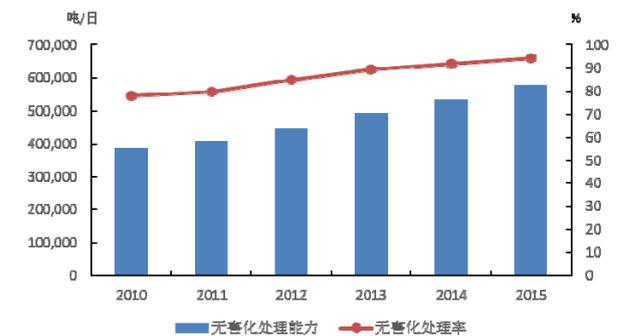
### 在国家环保产业政策向好的带动下，一系列固废处理有关规划出台，将推动固废处理行业快速发展

<sup>1</sup> 主要污染物减排工程、改善民生环境保障工程、农村环保惠民工程、生态环境保护工程、重点领域环境风险防范工程、核与辐射安全保障工程、环境基础设施公共服务工程、环境监管能力基础保障及人才队伍建设工程

固体废物包括生活垃圾、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。

2010~2015 年，我国生活垃圾无害化处理能力从 38.76 万吨/日增长到 57.69 万吨/日，复合增长率为 8.28%。但面对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，截至 2015 年末，我国生活垃圾无害化处理厂 890 座，其中采用卫生填埋方式建造的垃圾处理厂 640 座，占 71.91%。随着生活垃圾处理设施投资的增加，堆肥、焚烧等处理工艺的引进以及生活垃圾处理的市场化，我国生活垃圾处理的市场潜力将得到有效释放。“十二五”期间，我国计划新增生活垃圾无害化处理能力 58 万吨/日，到 2015 年，全国生活垃圾无害化处理能力达到 87.1 万吨/日，基本形成与生活垃圾产生量相匹配的无害化处理能力规模；且选用焚烧技术的达到 35%，东部地区选用焚烧技术的达到 48%。

图 3：2010 年~2015 年我国生活垃圾无害化处理情况

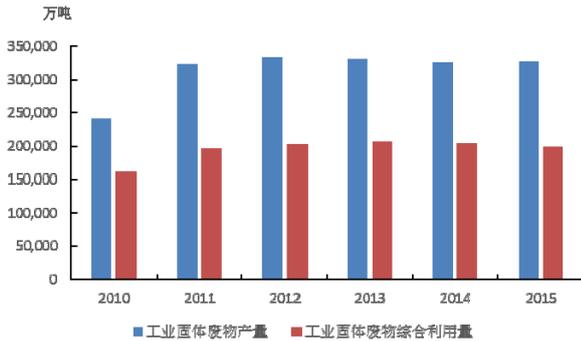


资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

除生活垃圾外，工业生产中还产生了大量的工业固体废物。2015 年，我国一般工业固体废物产生量为 327,079 万吨。尽管工业废物的产生量逐年增加，但工业废物污染防治设施的建设相对滞后，尤其是危险废物没有实现完全的贮存和处置，严重威胁着环境安全和人体健康。目前，我国在北京、天

津、上海、重庆、安徽等省（区、市）规划了 31 座国家级综合性危险废物集中处理基地。2012 年 10 月 8 日，环保部、发改委、工信部、卫生部联合下发《“十二五”危险废物污染防治规划》，阐明“十二五”期间我国危险废物污染防治的目标和任务，将带动危险废物处置利用行业的快速发展。

图 4：2010 年~2015 年我国工业固体废物产生及综合利用量



资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

综上，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。

### 垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理等固废处理行业的细分市场较快

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，包括垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理、环境修复、垃圾渗滤液处理等。

垃圾焚烧发电方面，《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》提出，到 2015 年，生活垃圾无害化处理能力中选用焚烧技术的将达到 35%，其中东部地区将达到 48%。在此背景下，有关垃圾焚烧发电的地方性政策法规相继出台，明确因地制宜地发展垃圾焚烧发电。例如，《云南省“十二五”垃圾焚烧发电规划》要求，“十二五”期间，全省在现有 4 座垃圾焚烧发电厂的基础上，再新建 12 座垃圾焚烧发电厂；《广东省生活垃圾无害化处理设施建设“十二五”规划》也要求，“十二五”期间，全省将建设 36 个垃圾焚烧发电项目。2012 年 4 月 10 日，国家发改委下发《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，将全国垃圾焚烧发电项目发电标杆电价定为 0.65 元/千瓦时，在一定

程度上保障了垃圾焚烧发电项目的收益。

餐厨垃圾处理方面，自 2010 年启动餐厨废弃物资源化利用和无害化处理城市试点工作以来，国家发改委已在 2011~2014 年分别公布了四批餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点城市，其中首批 33 个市（区），第二批 16 个城市，第三批 17 个城市、第四批 17 个城市，目前餐厨垃圾试点城市数量已达 83 个。

### 我国固废处理行业竞争日益激烈，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

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。

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。

从行业主要竞争主体来看，传统水务企业拓展产业链，通过涉足固废处理领域逐步向综合环境服务商转型。中国光大国际作为我国最早一批开始投资固废处理项目的水务企业之一，凭借其较早的经营史以及后期市场拓展的持续发力，在行业内占据有利地位；瀚蓝环境主营业务原为佛山市南海区范围内的水务和固废处理业务，2014 年通过收购创冠中国成功晋升我国固废处理行业第一梯队。此外，环保工程建设和设备制造等领域的企业涉足运营业务，实现从单一产业链向全产业链的发展，如桑德环境由传统 EPC 模式逐步转型为 EPC 与 BOT 并

行的模式，自 2011 年以来承接的固废处理 BOT 项目显著增多。

总体来看，固废处理行业的专业化程度较高，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。

## 水务板块平稳持续发展，公司通过多种方式开拓市场，产业链进一步完善

### 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等进行投资、对深圳市水务（集团）有限公司、渭南通创水务公司等进行参股投资。公司供水项目主要分布于安徽、江苏、浙江、山西、辽宁、内蒙古等地。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，2014 年~2016 年末分别为 933.33 万立方米/日、1,034.10 万立方米/日和 1,078.15 万立方米/日。从各供水项目情况来看，参股的深圳水务项目供水能力最大，占 2016 年末公司总供水能力的近一半。

近年来随着公司供水能力的提升，公司供水量和售水量持续增长，2014 年~2016 年，产销差率分别为 16.06%、16.36%和 12.86%。

表 1：2014 年~2016 年公司供水业务运营情况

年度	供水能力(万立方米/日)	供水量(亿立方米)	售水量(亿立方米)	产销差率(%)
2014	933.33	15.50	13.01	16.06
2015	1,034.10	16.56	13.85	16.36
2016	1,078.15	17.34	15.11	12.86

注：供水量和售水量数据包含参股公司  
资料来源：公司提供

供水价格方面，2011 年以来，除余姚、铜陵、淮南、包头项目的供水价格有一定调整外，公司其他项目供水价格基本没有调整。近年来能源、人工、原材料等价格持续上升，对公司供水业务盈利空间形成一定挤压，公司在加强自身节能消耗和成本管理同时，还在积极与当地政府沟通，探讨水价的适时调整。

### 污水处理

公司通过 BOT、收购兼并及委托运营等方式逐步开拓污水处理市场。截至 2016 年末，公司拥有 59 个污水处理项目。随着污水项目的持续扩张，公司污水处理能力不断提升，2014 年~2016 年末，公司污水处理能力分别为 850 万立方米/日、844 万立方米/日和 910 万立方米/日；同期，公司污水处理量分别为 16.94 亿立方米、16.10 亿立方米和 18.84 亿立方米。2015 年，因拥有 212 万立方米/日污水处理能力的北京京城水务有限责任公司（以下简称“京城水务”）于 2014 年末被协议转让给北京城市排水集团有限责任公司，公司 2015 年污水处理能力有所下降；2016 年，随着公司污水处理项目的增加和收购兼并步伐的加快，公司当期污水处理能力显著上升。

表 2：2014 年~2016 年公司污水业务运营情况

年度	污水处理能力(万立方米/日)	污水处理量(亿立方米)
2014	850	16.94
2015	844	16.10
2016	910	18.84

注：1、供水量和售水量数据包含参股公司；

2、公司于 2014 年 11 月转让京城水务，2014 年污水处理能力包括京城水务处理能力

资料来源：公司提供

与供水价格相比，公司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。

为适应需求端的变化，公司近年来逐步由传统的单一污水处理业务扩展至区域水综合治理。2016 年，公司与宁夏固原市政府签署了《固原市海绵城市建设 PPP 项目协议》，这是全国第二批海绵城市建设试点中第一个成功确定 PPP 合作模式的项目。该项目建设内容包括海绵型建筑小区、海绵型公园绿地、海绵型道路广场、水系生态修复项目、供排水管网、污水处理再生工程等。项目分两期建设，预计总投资约 50 亿元，一期为试点区项目，规划建设约 23 平方公里，已入选国家第二批海绵城市建设试点项目，总投资约 38 亿元，其中 29.88 亿元

采用 PPP（政府和社会资本合作）模式进行建设；二期为拓展区项目，规划建设约 10 平方公里，总投资约 12 亿元。新经营模式的引入更加适应当前市场需求和政策导向，有利于公司业务拓展。

## 水务工程建设及周边产业

公司的水务工程建设专注于市政与环境工程领域。目前，公司具备工程咨询（市政公用工程）甲级资质、环境保护设施运营甲级资质、市政给、排水设计乙级资质、环境工程（水污染防治工程）专业设计乙级资质（包括工程总承包、项目管理）。经过多年的经验积累，公司在水务工程建设方面的竞争实力逐步增强，业务范围逐渐扩展到国内主要省市，2014 年~2016 年公司水务工程建设业务收入分别为 4.83 亿元、11.85 亿元和 14.48 亿元，呈快速增长趋势，其中 2015 年该业务板块收入大幅增加主要系当年子公司首创爱华（天津）市政环境工程有限公司水务工程收入增加所致。公司在水务工程建设方面提供多种形式服务，包括工程总包、咨询、采购及分包等。

公司还通过股权收购等方式进一步延伸水务业务产业链。2016 年，公司以自有资金 3,400 万元收购武汉华信数据系统有限公司所持有的四川青石建设有限公司（以下简称“青石建设”）100% 股权，目前工商变更已完成。青石建设拥有建筑施工总承包一级、市政公用总承包一级资质，公司通过收购青石建设强化了其在市政工程施工领域的地位。此外，公司通过股权收购，进一步将业务拓展至中水回用及再生水、海水淡化、环保设备等，完善了集设计、工程、设备、投资和运营为一体的产业链架构，成为国内水务行业产业链拓展最为完善的公司之一。

水务投资方面，2016 年，公司出资设立水汇环境（天津）股权投资基金管理有限公司，注册资本 3,000 万元，公司持有其 100% 股权；同年，公司与北京海德黑科技股份有限公司、北控中科成环保集团有限公司、北京林大林业科技股份有限公司、启迪桑德环境资源股份有限公司共同投资设立中关村青山绿水基金管理有限公司，注册资本 5,000 万

元，其中公司以现金方式出资 1,000 万元，持有其 20% 股权。此外，公司还与山西省保障性安居工程投资有限公司、兴业国际信托有限公司、北京首创资本投资管理有限公司成立山西省改善城市人居环境 PPP 投资引导基金，一期规模为 16.10 亿元，其中公司出资 2.00 亿元，持有基金 12.42% 的份额；子公司北京首创资本投资管理有限公司作为普通合伙人，出资 0.10 亿元，持有 0.63% 的份额，目前已完成工商注册登记。公司通过参与成立三个不同类型的产业基金，分别实现与业内资源、地方政府资源、首创集团内部资源的合作，利用各方优势，加速产业基金的投资，在项目选择、专业孵化、项目退出等多方面为公司提供了强有力的资金支持。

总体来看，公司水务板块平稳较快发展，持续通过多种方式拓展市场，完善产业链，并设立产业基金加速投资，在水务行业中的地位和影响力更加巩固。另一方面，水务行业本身具有公益性和投资周期长等特征，鉴于国家经济增长具有周期性，各地水价调整的时间与力度存在不确定性，水务投资面临一定政策风险。同时，水务市场经过十几年的改革、发展，优质水务项目资源有所减少，更有限的市场空间和更激烈的竞争环境给公司业务的进一步扩张带来较大挑战。

## 公司积极推进固废处理业务项目建设和海外并购，固废业务发展速度较快，未来面临一定投融资压力

在水务业务稳步推进的同时，公司积极开拓固废处理业务，通过投资、收购等方式扩大在固废处理行业的影响力。目前，公司固废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”）和控股公司首创环境控股有限公司（以下简称“首创环境”）。

湖南首创以 TOT、BOT 模式运营 7 个固废处理项目，截至 2016 年末均处于运营状态。随着新建项目逐步投入运营，公司垃圾处理能力不断提升，截至 2016 年末，湖南首创垃圾处理能力 1,703 吨/日，2016 年垃圾处理量为 50.93 万吨，同比有所增长。

表 3: 截至 2016 年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)
醴陵垃圾填埋场	2010.10	25	67.60
岳阳垃圾填埋场	2013.08	29	153.25
凤凰垃圾填埋场	2014.01	28	172.00
华容垃圾填埋场	2012.01	26	136.00
湘西台儿冲垃圾填埋场	2010.03	26	70.00
张家界煤炭湾垃圾项目	2015.09	30	68.80
津市垃圾项目	2016.01	20	67.60

资料来源: 公司提供

截至 2016 年末, 公司通过首创香港等合计持有首创环境 44.95% 股份, 为其第一大股东。首创环境是香港联交所上市公司(股票代码: 03989.HK), 主要从事垃圾处理、电子拆解等环保业务。截至 2016 年末, 首创环境下属已运营的垃圾焚烧项目处

理能力为 5,195 吨/日, 当年垃圾处理量为 133.34 万吨; 此外, 首创环境持有淮安废旧汽车家电拆解再生利用厂 55% 股份, 该项目拥有年拆解废旧家电 511 万台、报废汽车 5 万台的能力。

截至 2016 年末, 首创环境还拥有都匀市生活垃圾焚烧发电、高安市垃圾焚烧发电等 5 个主要在、拟建项目, 处理能力合计为 3,400 吨/日, 项目总投资 21.75 亿元, 已完成投资 6.75 亿元, 2017 年和 2018 年公司计划分别投资 7.00 亿元、8.00 亿元, 后续仍面临一定的资金压力。另一方面, 随着上述项目逐步投入运营, 公司固废处理业务收入将持续增长。

表 4: 2014 年~2016 年首创环境运营情况(不含新西兰公司业务)

年度	垃圾处理能力(吨/日)	垃圾处理量(万吨)	发电量(万千瓦时)	售电量(万千瓦时)
2014	3,455.00	55.29	13,103.80	10,853.92
2015	3,947.00	96.00	20,226.58	15,921.12
2016	5,195.00	133.34	24,062.82	19,255.81

资料来源: 公司提供

表 5: 截至 2016 年末首创环境主要在建项目情况

项目名称	持股比例	处理能力(吨/日)	总投资(亿元)	已投资(亿元)	分年度投资计划(亿元)	
					2017	2018
都匀市生活垃圾焚烧发电项目	95%	600	2.78	1.28	1.50	-
高安市垃圾焚烧发电项目	60%	600	2.47	0.47	1.50	0.50
惠州市区垃圾焚烧发电项目(迁建)	100%	1,600	11.63	4.13	1.50	6.00
萧山餐厨废弃物资源化利用生产生物燃料项目	70%	200	1.87	0.87	1.00	-
宁波市世行贷款厨余垃圾处理厂 PPP 项目	60%	400	3.00	0.00	1.50	1.50
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>3,400</b>	<b>21.75</b>	<b>6.75</b>	<b>7.00</b>	<b>8.00</b>

资料来源: 公司提供

2015 年, 公司通过首创香港收购了 BCG NZ 公司 65% 的股权, 2016 年 9 月, 首创香港下属上市公司首创环境通过以股代价方式向卖方发行股票, 向首创股份同一控制下关联方首创华星国际投资有限公司收购 BCG NZ 公司 35% 的股权, 向首创香港收购 16% 的股权, 收购完成后, BCG NZ 公司成为公司的全资控股公司。BCG NZ 公司的全资下属公司 Waste Management NZ Limited 公司为新西兰废弃物处理行业排名第一的公司, 业务涵盖废弃物收运、中转与分选、填埋处理、建筑垃圾等全产业链, 业务范围遍及奥克兰、基督城、惠灵顿等新西

兰主要城市, 拥有或运营新西兰处理规模排名前 7 位垃圾填埋场中的 5 座、29 处垃圾转运站、17 座资源回收处理站以及 800 余辆垃圾收运专业车辆, 拥有 15 台发电机组(发电能力为 15 兆瓦)。BCG NZ 公司的成功收购带动公司垃圾处理业务收入显著提升, 极大地增强了公司的盈利能力和竞争力。2016 年, 公司实现垃圾收集及处理收入 30.86 亿元, 其中新西兰地区业务收入 21.01 亿元, 是公司固废板块的重要组成部分。

2015 年 7 月, 首创香港又收购了位于新加坡的 ECO 公司 100% 股权, 收购价款共计 23,576 万新加

坡元。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/日。

总体来看，随着已有项目的投产运营和垃圾处理项目的持续并购，同时依靠公司在水务方面的协同效应，固废处理业务将获得较快发展，目前已经成为公司新的盈利增长点。同时公司未来也将面临较大投融资压力。

## 京通快速路盈利状况良好；土地一、二级开发业务陆续退出

### 京通快速路

公司拥有的京通快速路于 1995 年 12 月建成通车，全长 18.4 千米，为全立交、全封闭、收费式快速路，公司拥有 30 年收费权。在北京东部地区经济快速发展及道路日趋拥挤的情况下，京通快速路通行费收入基本上保持稳定，2014 年~2016 年分别实现通行费收入 3.77 亿元、3.94 亿元和 3.93 亿元，且营业毛利率均保持在 60% 以上，是公司利润重要的有益补充。

除通行费收入外，京通快速路每年还享受北京市政府的专项补贴。根据北京市人民政府京政函[1999]38 号文件规定，自 1998 年 1 月 1 日起至 2017 年 12 月 31 日止，由北京市政府对京通快速路因客观因素造成的损失每年给予补贴。其中，1998 年至 2001 年间每年补贴 3.6 亿元；2002 年起，以年补贴收入 3.6 亿元和 1997 年京通快速路过路费收入 0.8 亿元为基数，按照以下公式计算补贴额：当年补贴额=3.6 亿元-(上年过路费收入-0.8 亿元)×70%。按此公式计算，公司通行费收入越高，获得的相应补贴收入越低，2014 年~2016 年公司收到京通快速路补贴收入分别为 1.68 亿元、1.52 亿元和 1.40 亿元。

总体来看，受益于京通快速路良好的盈利能力，同时北京市政府每年给予公司一定的补贴，收

费公路业务是公司稳定现金流和良好收益的重要保障，为公司的水务板块提供了资金支持。

### 土地一、二级开发

在土地一级开发方面，公司与海口市土地储备整理中心合作进行西海岸新区土地一级开发。根据合作协议，公司负责土地整理，并达到“三通一平”标准，开发完成后由土储中心进行招拍挂上市交易，土地出让收益由政府和公司按照 65% 和 35% 的比例进行分成，协议还规定公司土地一级开发的利润率上、下限分别为 25% 和 20%。西海岸起步区一级开发项目已于 2012 年开发完毕并实现出让；西海岸新区南片区一期土地一级开发项目土地总面积 6,300 亩，总投资合计 25.27 亿元，目前已经回收 21.51 亿元，剩余金额将于 2018 年 6 月 30 日前回收。近年来公司专注环保主业，逐步退出土地开发业务，公司于 2016 年 12 月与海口市人民政府签订了《海口市西海岸南片区一期土地一级开发合同书》的补充协议，中止了相关的土地开发协议，当年公司实现土地开发收入 5.28 亿元，同比下降 14.99%。公司通过此次土地一级开发共实现收益 4.65 亿元。公司未来暂无其他土地开发计划。

土地二级开发方面，为解决与母公司首创集团的同业竞争问题，公司正逐步退出该项业务。2013 年，公司将葫芦岛首创实业发展有限公司 78% 股权、葫芦岛首创投资发展有限公司 78% 股权、控股孙公司重庆海众房地产开发有限公司持有的重庆润智建设开发有限公司 100% 股权进行转让。经 2013 年 12 月 19 日召开的董事会临时会议审议通过，公司拟将持有的四川首创远大房地产开发有限公司、重庆海众房地产开发有限公司、贵州首创远大置业建设有限公司三家从事土地二级开发业务的下属公司股权予以处置，其中贵州首创远大置业建设有限公司已于 2014 年 3 月 28 日完成工商变更，公司名称变更为“贵州首创环境建设有限公司”，经营范围变更为水处理、垃圾处理等。目前，公司在建项目首创·成南郡项目位于四川省彭山县，项目总投资 28.43 亿元，建设期为 2009 年~2018 年，公司已计划该项目的转让事宜，并将不再对其进行

后续投入。公司陆续退出土地一、二级开发业务后，环保主业将更加突出，未来收入结构将有所精简，符合公司致力于在环保行业深耕细作的战略规划。

## 饭店服务

首创股份下属的新大都饭店是一家四星级涉外饭店，地理位置优越。2014年~2016年公司饭店经营业务收入分别为0.73亿元、0.66亿元和0.63亿元，总体上保持稳定。

## 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2014年~2016年财务报告以及未经审计的2017年一季度财务报表。公司以上各期财务报表均按照新会计准则编制。

## 资本结构

随着并表企业的增加及各业务战略布局的积极推进，公司资产规模也同步增长。2014年~2017年3月末，公司总资产分别为251.74亿元、361.25亿元、396.35亿元和428.12亿元。

公司资产主要以非流动资产为主，截至2017年3月末，公司非流动资产为281.10亿元，在资产总额中占比为65.66%，主要由无形资产、固定资产、商誉和长期股权投资构成。2014年~2017年3月末公司无形资产分别为68.46亿元、102.54亿元、129.04亿元和143.60亿元，主要由特许经营权和土地使用权构成，其中2015年末无形资产大幅增长主要因公司收购BCG NZ公司和ECO公司后，新增较多环保项目的特许经营权所致；同期，公司固定资产分别为29.26亿元、46.48亿元、48.04亿元和47.68亿元，主要由房屋及建筑物和管网构成，其中2015年末固定资产同比大幅增长主要系公司收购BCG NZ公司所致。长期股权投资方面，2014年~2017年3月末公司长期股权投资分别为12.48亿元、16.12亿元、19.25亿元和20.52亿元，主要系公司对从事水务和垃圾处理业务的国内外企业

的投资，2015年以来公司通过成立不同类型的产业基金，加快投资速度，使得公司长期股权投资规模不断扩大。商誉方面，2014年~2017年3月末，公司商誉分别为3.26亿元、26.83亿元、30.01亿元和29.38亿元，其中2015年大幅增长主要为收购BCG NZ公司产生的商誉。此外，2014年~2017年3月末，公司长期应收款分别14.41亿元、12.98亿元、15.97亿元和19.21亿元，主要为首创环境下的BOT项目根据保底价计算的应收类款项。

公司流动资产主要由预付款项、货币资金和应收账款构成。2014年~2017年3月末，公司预付款项分别为14.66亿元、21.79亿元、42.73亿元和57.12亿元，公司的预付款项主要用于核算尚未完工的BOT项目的工程款，随着近年来公司项目量的快速增加而持续增长。截至2016年末，公司货币资金32.07亿元，其中受限货币资金5.19亿元，主要为各类保证金以及其他冻结款项，受限规模较小，公司货币资金较为充裕；同期，公司应收账款为20.60亿元，同比增加51.22%，主要为应收各类主营业务款项，当期大幅增加主要因新增应收海口市政府土地开发项目款项以及公司因环保类业务扩张导致的应收账款增加。同时，受政府回购海口首创投资公司的一级土地开发项目影响，2016年末公司存货减少至11.93亿元，公司存货主要由工程劳务成本、水务工程建设和土地二级开发业务所形成的开发成本和开发成品构成。此外，截至2016年末，公司其他流动资产为14.77亿元，主要为购买的理财产品，2017年3月末因理财产品到期，其他流动资产大幅减少至4.90亿元。

随着新项目的建设投资及合并范围的扩大，公司负债规模相应增加，2014年~2017年3月末，公司负债总额分别为173.73亿元、243.25亿元、260.20亿元和286.81亿元。2016年末，公司流动负债107.69亿元，占当期总负债的41.39%。流动负债主要由一年内到期的非流动负债、应付账款和其他应付款构成，截至2016年末，公司一年内到期的非流动负债为29.56亿元；同期应付账款为19.12亿元，主要为应付BOT建设款、分包工程款和货款等；其他应付款为15.29亿元，系公司收到的往来

款、政府专项拨款和押金保证金，2017年3月末增长至19.95亿元。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2014年~2017年3月末，公司长期借款分别为46.30亿元、81.93亿元、112.41亿元和123.21亿元，近年来公司长期借款持续增长，其中2015年末增幅较快主要因公司当期收购BCG NZ公司所致。同期应付债券分别为41.12亿元、28.49亿元、16.94亿元和16.88亿元，其中2016年随着公司私募债、中期票据的偿还，当期应付债券同比大幅减少。

所有者权益方面，2014年~2017年3月末，公司所有者权益分别78.01亿元、118.00亿元、136.15亿元和141.31亿元。其中，2015年公司所有者权益的大幅增长，主要系公司非公开发行2.10亿股股票募集资金净额20.13亿元、成功发行10亿元永续中票计入其他权益工具，同时BCG NZ公司并表以及公司孙公司首创环境向其小股东增发使得公司少数股东权益显著增加；2016年公司发行永续中票10亿元计入其他权益工具，使得当期末所有者权益同比增加15.38%。截至2017年3月末，公司股本48.21亿元，其他权益工具20亿元，资本公积5.92亿元，未分配利润20.45亿元，与2016年末相比均变化不大。

图5：2014年~2017年3月公司资本结构分析

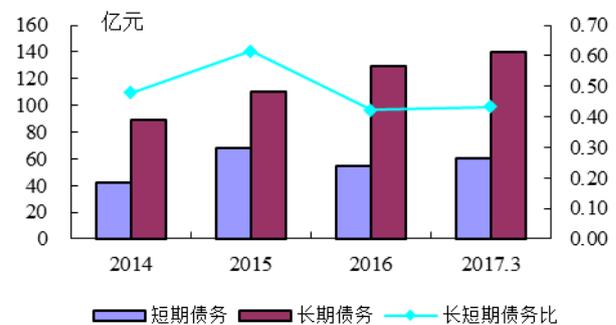


资料来源：公司财务报告

从财务杠杆来看，2014年~2017年3月末，公司资产负债率分别为69.01%、67.33%、65.65%和66.99%，总资本化比率分别为62.76%、60.17%、57.48%和58.70%，均呈现下降趋势。考虑到2016

年末公司所有者权益中包含永续债券20亿元，若将其纳入债务计算，则2016年末和2017年3月末公司资产负债率分别为70.70%和71.66%；同期，总资本化比率分别为63.73%和64.54%。从债务期限结构来看，近年公司债务以长期债务为主。2014年~2017年3月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.48倍、0.61倍、0.42倍和0.43倍。其中2015年公司成功发行10亿元短期融资券，同时大量应付债券和长期借款于一年内到期，导致长短期债务比显著增加。整体看来，长期债务为主的债务结构与公司业务发展资金需求较为匹配。

图6：2014年~2017年3月公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告

总体来看，随着业务范围及投资规模的持续扩张，公司资产和债务规模呈现逐步增长态势，债务结构也较为符合公司的业务特点。根据公司提出的战略目标，公司将继续进行环保类业务的投资，未来负债水平仍存在上行空间。

## 盈利能力

2014年~2016年，公司营业总收入分别为55.89亿元、70.61亿元和79.12亿元，其中2015年公司环保建设和垃圾处理业务收入显著增长，使得当期营业总收入同比增长26.34%。2017年1~3月，公司实现营业总收入17.69亿元。

从收入构成来看，公司主要的收入来自垃圾处理、环保建设、污水处理、自来水生产销售、土地一二级开发等板块。自2015年收购新西兰BCG NZ公司并入垃圾填埋及焚烧业务以来，公司垃圾收集及处理收入持续稳定增长，2016年公司实现垃圾收

集及处理收入 30.86 亿元；环保建设收入随着水务工程量的增加而呈现快速增长；2015 年受京城水务转让影响，公司污水处理收入由 2014 年的 13.91 亿元降至 10.51 亿元，但随着部分新建污水处理项目的投入运营，2016 年公司实现污水处理收入增至 12.05 亿元；近年来，随着供水能力的不断扩大，公司自来水生产销售持续稳定增长；公司土地开发收入主要受海口土地开发进度影响呈现很大的波动性，2016 年公司实现土地开发收入 5.28 亿元；公司京通快速路通行费收入规模比较稳定，2016 年实现收入 3.93 亿元。未来，公司将大幅收缩公司土地一、二级开发业务，收入结构也将相应变化。

毛利率方面，2014 年~2016 年公司毛利率分别为 30.68%、32.30% 和 32.94%，毛利率较为稳定。

2017 年 1~3 月，公司营业毛利率为 33.75%。2016 年，因污水、供水项目增加使得当期折旧和摊销等成本增幅快于收入增长，以及原水成本的上涨，使得当期公司污水处理、自来水生产销售毛利率较上年有所下降；2015 年因收购的新西兰 BCG NZ 公司营业毛利率较高，当期垃圾收集及处理业务毛利率大幅增至 30.84%，近两年来较为稳定；2016 年，随着公司承建的水务工程完工集中确认收入的增加，使得当期环保建设业务毛利率同比增长 6.79 个百分点至 35.30%；受 2016 年政府回购海口首创投资公司的一级土地开发项目影响，公司当期土地开发毛利率增至 21.39%，呈现很大的波动性；京通快速路通行费和饭店经营业务在近三年的毛利率整体保持高位稳定。

表 6：2014 年~2016 年公司分业务收入及毛利率

	2014		2015		2016	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
垃圾收集及处理	7.87	15.77	28.06	30.84	30.86	30.58
环保建设（水务建设）	4.83	32.05	11.85	28.51	14.48	35.30
污水处理	13.91	45.38	10.51	43.44	12.05	36.12
自来水生产销售	7.62	24.42	8.71	28.38	11.03	21.25
土地开发	16.19	14.11	6.21	1.25	5.28	21.39
京通快速路通行费	3.77	66.44	3.94	66.66	3.93	65.79
饭店经营	0.73	86.12	0.66	85.35	0.63	84.19
采暖经营	0.10	31.74	0.10	30.23	0.15	19.16
其他业务	0.86	85.30	0.57	76.34	0.73	75.71
<b>合计</b>	<b>55.89</b>	<b>30.68</b>	<b>70.61</b>	<b>32.30</b>	<b>79.12</b>	<b>32.94</b>

注：由于数据四舍五入的原因，分业务收入加总数与合计结果有微小差别  
资料来源：公司定期报告

期间费用方面，2014 年~2016 年公司三费合计分别为 11.97 亿元、16.63 亿元和 20.51 亿元，呈逐步上升态势；同期，三费收入占比分别为 21.41%、23.54% 和 25.93%。随着公司经营规模的不断扩大，管理费用持续较快增长。2017 年 1~3 月，公司期间费用合计为 5.19 亿元，三费收入占比上升至 29.32%，对公司的利润有一定的侵蚀。

表 7：2014 年~2017 年 3 月公司期间费用分析

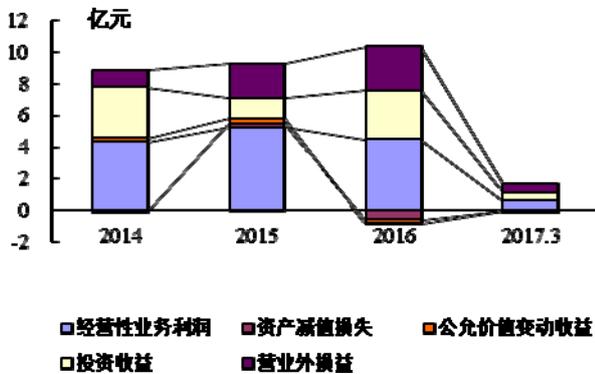
	2014	2015	2016	2017.3
销售费用（亿元）	0.43	0.50	0.45	0.14
管理费用（亿元）	6.01	10.61	12.53	3.30
财务费用（亿元）	5.53	5.51	7.54	1.74
三费合计（亿元）	11.97	16.63	20.51	5.19
营业总收入（亿元）	55.89	70.61	79.12	17.69
三费收入占比(%)	21.41	23.54	25.93	29.32

资料来源：公司财务报告

2014 年~2016 年公司利润总额持续增长，分别为 8.72 亿元、9.24 亿元和 9.49 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现利润总额 1.63 亿元。公司利润总额主要由经营性业务利润、营业外损益和投资收益构成。随着公司期间费用的较快增长，使得 2016 年公司经营性业务利润由 2015 年的 5.22 亿元减少至 4.45 亿元。2016 年营业外损益为 2.75 亿元，主要为公司收到的政府补助 2.70 亿元，其中京通快速路补贴 1.40 亿元、增值税即征即退 0.85 亿元。2014 年~2016 年，公司投资收益分别为 3.17 亿元、1.30 亿元和 3.10 亿元，其中因 2014 年公司收到北京市绿化隔离地区基础设施开发建设有限公司转让收益 1.74 亿元，2015 年无此项收入，使得当期投资

收益同比大幅减少, 2016 年公司实现投资收益同比增加 58.06%, 主要系公司转让持有的秦皇岛首创水务有限责任公司 50% 股权所致。

图 7: 2014 年~2017 年 3 月公司利润总额构成



资料来源: 公司财务报告

总体来看, 公司盈利能力良好, 业务收入也日趋多元化。未来随着公司水务和垃圾处理业务的扩张, 公司盈利能力的稳定性有望得以巩固, 盈利水平将继续提升。

## 现金流

经营活动方面, 2014 年~2016 年, 公司经营活动净现金流分别为 3.42 亿元、10.07 亿元和 29.58 亿元, 呈现大幅增长态势。其中, 2015 年经营性现金流量增加系公司当年较多的合并国内外公司所致; 2016 年因公司孙公司海口首创投资公司收到土地开发项目政府回购款, 当期经营活动净现金流大幅增长。2017 年 1~3 月, 公司经营活动净现金流为 0.13 亿元。

投资活动方面, 2014 年~2016 年, 公司投资活动净现金流分别为 -8.03 亿元、-56.12 亿元和 -38.88 亿元, 因污水、自来水及垃圾处理设施的较大投入, 公司投资活动现金流持续表现为净流出。其中, 2015 年, 因公司收购新西兰公司及新加坡 ECO 支付的现金较多, 使得当期投资活动净现金流流出规模较大; 2016 年投资活动现金流出主要为公司投资环保项目所致。2017 年 1~3 月, 公司投资活动净现金流为 0.46 亿元。

在筹资活动方面, 2014 年~2016 年, 公司筹资活动净现金流分别为 6.08 亿元、50.14 亿元和 -2.39

亿元。2014 年~2015 年, 公司的筹资活动产生现金流入分别为 98.24 亿元和 143.28 亿元, 包括借款、发行债券和非公开发行股票所收到的现金, 主要是为了应对公司投资方面的资金缺口并满足日常运营方面的资金需求, 公司筹资活动规模趋于增加。2016 年, 在公司经营活动收到的现金增加及投资资金压力的减小的影响下, 公司当期筹资活动现金流入有所减少, 同时因偿还到期债券, 筹资活动现金流出规模较大, 使得公司当期筹资活动现金流为净流出 2.39 亿元。2017 年 1~3 月, 公司筹资活动净现金流为 3.68 亿元。

表 8: 2014 年~2017 年 3 月公司现金流结构分析 (亿元)

	2014	2015	2016	2017.3
经营活动产生现金流入	43.10	67.72	100.48	20.76
经营活动产生现金流出	39.69	57.65	70.90	20.63
经营活动净现金流	3.42	10.07	29.58	0.13
投资活动产生现金流入	16.02	17.47	15.22	10.77
投资活动产生现金流出	24.05	73.60	54.10	10.30
投资活动净现金流	-8.03	-56.12	-38.88	0.46
筹资活动产生现金流入	98.24	143.28	130.59	35.42
其中: 吸收投资	0.25	39.53	15.53	2.48
借款	75.63	87.31	84.39	32.94
筹资活动产生现金流出	92.16	93.15	132.98	31.73
其中: 偿还债务	78.67	80.51	116.46	29.68
筹资活动净现金流	6.08	50.14	-2.39	3.68
现金及现金等价物净增加额	1.47	3.88	-11.26	4.29

资料来源: 公司财务报告

根据公司的发展战略和资本支出计划, 未来几年公司将保持较大的资本支出, 公司自身经营活动现金流难以完全满足资金需求, 需不断筹资弥补资金缺口。

## 偿债能力

近年来, 由于公司处于扩张期, 对外资本支出及融资力度不断加大, 债务规模总体呈现上升的态势, 2014~2016 年末公司总债务分别为 131.48 亿元、178.29 亿元和 184.09 亿元。从偿债能力指标来看, 2014 年~2016 年, 公司总债务/EBITDA 分别为 6.63 倍、7.64 倍和 6.64 倍, EBITDA 对总债务的偿付能力整体上较为稳定; 同期, EBITDA 对债务利息的保障能力逐步增强, 分别为 2.57 倍、3.37 倍和 3.49

倍。受益于公司经营活动现金流的逐步好转，经营活动净现金流对债务本息覆盖能力有所增强，2014年~2016年经营活动净现金流/总债务分别为0.03倍、0.06倍和0.16倍，经营活动净现金流利息保障系数分别为0.44倍、1.46倍和3.72倍。

**表 9：2014 年~2016 年公司偿债能力指标**

	2014	2015	2016
长期债务(亿元)	88.92	110.43	129.35
总债务(亿元)	131.48	178.29	184.09
净债务(亿元)	99.20	139.09	152.01
EBITDA(亿元)	19.82	23.34	27.72
经营活动净现金流利息保障系数(X)	0.44	1.46	3.72
EBITDA 利息倍数(X)	2.57	3.37	3.49
总债务/EBITDA(X)	6.63	7.64	6.64
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	0.06	0.16

资料来源：公司财务报告

公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，截至 2016 年末，公司共获得银行授信总额 241 亿元，其中未使用额度 217.88 亿元，能为公司提供一定的备用流动性支持。作为上市公司，公司拥有畅通的股权融资渠道；此外，公司控股的首创环境具备在香港资本市场融资能力，为债务偿还提供了较好保障。

从到期债务分布来看，2017 年公司需偿还各类债务共计 54.74 亿元，考虑到公司较为充足的备用流动性，公司偿债压力可控。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司对外担保余额为 7.02 亿元，占净资产的比重为 5.16%，公司担保风险较小。

受限资产方面，截至 2016 年末，公司受限资产账面价值 5.19 亿元，系各类保证金以及其他冻结款项，受限规模较小。

## 过往债务履约情况

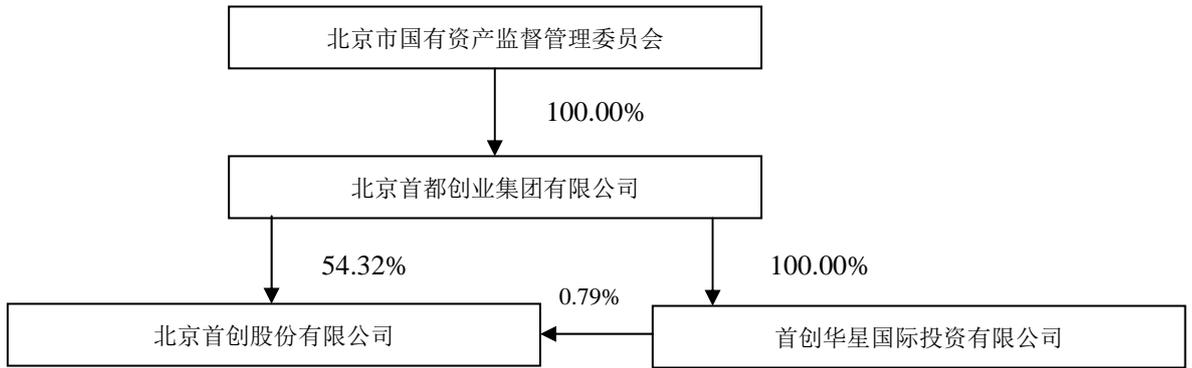
根据公司提供资料，公司最近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。

## 结 论

综上所述，中诚信国际维持北京首创股份有限

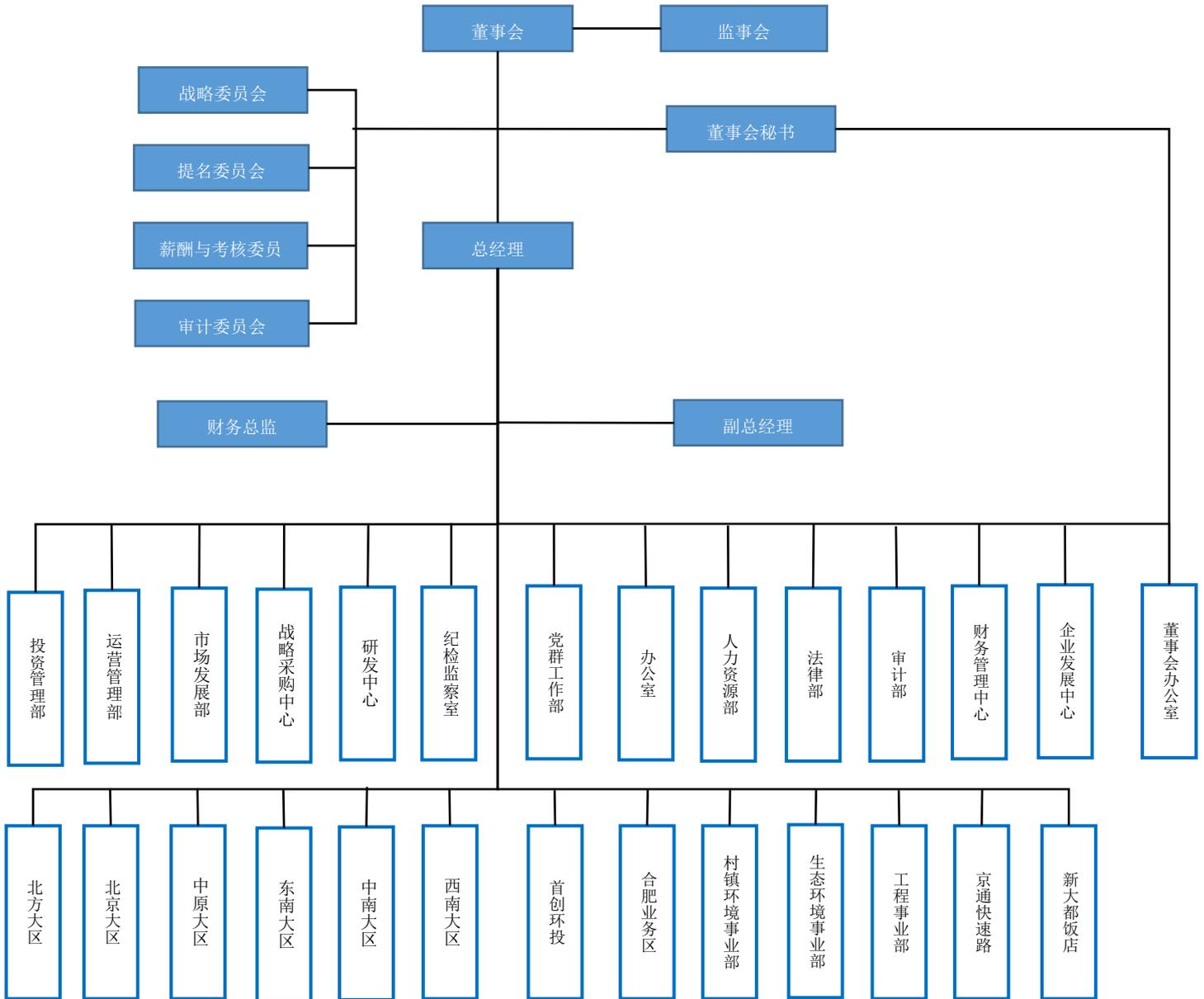
公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 首创 MTN001”、“14 首创 MTN002”、“14 首创 MTN003”、“15 首创 MTN001”和“16 首创股 MTN001”的信用等级为 **AAA**。

附一：北京首创股份有限公司股权结构图（截至 2016 年末）



资料来源：首创股份

附二：北京首创股份有限公司组织结构图（截至 2016 年末）



资料来源：首创股份

**附三：北京首创股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

财务数据(单位: 万元)	2014	2015	2016	2017.3
货币资金	322,835.16	392,016.26	320,717.87	356,221.93
交易性金融资产	8,826.63	12,059.36	8,007.62	6,952.95
应收账款净额	83,312.34	136,218.45	205,984.64	227,497.49
其他应收款	194,789.19	114,902.71	90,051.16	117,138.79
存货净额	348,900.73	390,726.84	119,279.71	129,698.48
可供出售金融资产	8,571.65	19,256.32	21,666.61	22,060.39
长期股权投资	124,811.01	161,169.46	192,504.41	205,186.93
固定资产	292,603.45	464,846.95	480,424.17	476,814.24
在建工程	70,839.63	97,364.60	144,446.79	143,951.06
无形资产	684,600.08	1,025,405.62	1,290,382.89	1,436,022.78
总资产	2,517,439.24	3,612,520.02	3,963,511.40	4,281,236.14
其他应付款	124,904.17	135,972.94	152,928.13	199,526.78
短期债务	425,546.07	678,680.84	547,358.06	607,273.94
长期债务	889,242.78	1,104,256.89	1,293,502.34	1,400,967.02
总债务	1,314,788.85	1,782,937.74	1,840,860.40	2,008,240.96
净债务	991,953.69	1,390,921.47	1,520,142.53	1,652,019.04
总负债	1,737,314.10	2,432,488.94	2,602,036.57	2,868,138.30
财务性利息支出	56,569.31	58,422.15	76,535.51	-
资本化利息支出	20,485.81	10,736.46	3,015.80	-
实收资本	220,000.00	241,030.71	482,061.41	482,061.41
少数股东权益	155,392.22	326,446.42	387,673.84	417,741.88
所有者权益合计	780,125.14	1,180,031.09	1,361,474.82	1,413,097.84
营业总收入	558,938.32	706,149.35	791,204.06	176,922.23
三费前利润	162,879.73	218,439.53	249,596.57	58,078.93
营业利润	76,236.56	70,654.46	67,324.42	10,621.64
投资收益	31,737.34	12,953.69	31,040.14	5,008.18
营业外收入	19,861.63	22,921.64	28,426.54	6,391.63
净利润	68,813.94	70,138.75	64,617.79	12,327.35
EBIT	143,764.94	150,809.67	171,408.16	-
EBITDA	198,184.89	233,352.82	277,240.33	-
销售商品、提供劳务收到的现金	370,351.05	623,966.13	922,561.07	192,437.60
收到其他与经营活动有关的现金	60,685.77	49,301.44	72,232.96	12,780.18
购买商品、接受劳务支付的现金	216,598.99	264,904.10	337,483.65	108,123.76
支付其他与经营活动有关的现金	65,845.31	103,890.02	116,948.99	29,079.69
吸收投资收到的现金	2,480.00	395,271.68	155,253.45	24,775.00
资本支出	170,513.45	246,703.72	446,225.13	85,417.90
经营活动产生现金净流量	34,193.46	100,672.53	295,819.34	1,330.30
投资活动产生现金净流量	-80,307.64	-561,238.24	-388,787.78	4,645.24
筹资活动产生现金净流量	60,759.60	501,364.00	-23,938.92	36,828.64
财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率(%)	30.68	32.30	32.94	33.75
三费收入比(%)	21.41	23.54	25.93	29.32
总资产收益率(%)	5.81	4.51	4.53	-
流动比率(X)	1.47	1.22	1.24	1.25
速动比率(X)	1.02	0.88	1.13	1.14
资产负债率(%)	69.01	67.33	65.65	66.99
总资本化比率(%)	62.76	60.17	57.48	58.70
长短期债务比(X)	0.48	0.61	0.42	0.43
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	0.06	0.16	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.08	0.15	0.54	-
经营活动净现金/利息支出(X)	0.44	1.46	3.72	-
总债务/EBITDA(X)	6.63	7.64	6.64	-
EBITDA/短期债务(X)	0.47	0.34	0.51	-
货币资金/短期债务	0.76	0.58	0.59	0.59
EBITDA 利息倍数(X)	2.57	3.37	3.49	-

注：1、公司各期财务报告均按照新会计准则编制；

2、将 2016 年度财务报表“其他流动负债”中的超短期融资券纳入短期债务核算；

3、公司未提供 2017 年一季度财务性利息支出和资本化利息支出金额以及现金流量补充表，相关指标失效；

4、为反映公司在跟踪期内财务状况的变化，各期财务数据均未采用追溯调整数据。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

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

营业毛利率 = (营业收入-营业成本)/营业收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

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))

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：主体信用等级的符号及定义

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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
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。

## 附六：中期票据信用等级的符号及定义

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

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。