



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2016] G272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2016年公开发行公司债券”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。



北京首创股份有限公司 2016 年公开发行公司债券信用评级报告

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
发行总额	不超过10亿元（含10亿元）
债券期限	5年
债券利率	本次债券为固定利率债券，本次债券的最终票面利率由发行人与主承销商根据网下利率询价情况在询价区间范围内协商确定
偿还方式	本次债券采用单利按年计息，不计复利。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

概况数据

首创股份	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	97.97	84.73	118.00
总资产（亿元）	242.84	307.59	361.25
总债务（亿元）	105.65	131.48	183.70
营业总收入（亿元）	42.31	66.42	70.61
营业毛利率（%）	39.71	30.74	32.30
EBITDA（亿元）	20.59	23.02	23.34
所有者权益收益率（%）	8.66	10.36	5.94
资产负债率（%）	59.65	72.45	67.33
总债务/EBITDA（X）	5.13	5.71	7.87
EBITDA 利息倍数（X）	2.98	2.99	3.37

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、2013~2015 年长期应付款调整至长期债务。

分析师

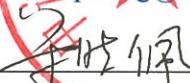
张 和 hzhang@ccxr.com.cn



涂楠坤 nktu@ccxr.com.cn



梁亮刚 xpliang@ccxr.com.cn



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 24 日

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 2016 年公开发行公司债券”信用级别为 **AAA**，该级别反映了本次债券的信用质量极高，信用风险极低。

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，该级别反映了发行主体首创股份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。中诚信证评肯定了水务行业趋势向好、突出的行业地位、股东支持力度较强以及较为通畅的融资渠道等正面因素对公司业务发展和信用质量的支持。同时，中诚信证评也关注到公司资本支出压力较大和水务行业面临一定政策性风险等因素对其整体信用状况的影响。

正面

- 行业发展趋势向好。随着中国城市化水平的提高、人口持续增加和对环保的日益重视，国内水价形成机制和相关立法逐渐完善，水务行业发展前景向好。
- 突出的行业地位。截至 2015 年末，公司合计拥有约 1,900 万吨/日的水处理能力，服务人口超过 4,000 万人，位居国内水务行业前列。
- 股东支持力度较强。公司是北京首都创业集团有限公司旗下从事水务业务的上市公司，实际控制人为北京市国资委，公司在项目资源获取、开发资金等方面能够得到集团的大力支持。
- 融资渠道畅通。截至 2015 年末，公司共获银行授信额度 250.00 亿元，已使用 24.60 亿元，未使用额度 225.40 亿元，备用流动性充足。另外，此外，公司亦通过发行中期票据、境外人民币债券以及超短期融资券等方式获得优于市场利率水平的资金储备。



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。

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对象构成委托关系外，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评级对象提供，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。

概 况

发债主体概况

北京首创股份有限公司(以下简称“公司”或“首创股份”)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2015年12月31日,首创集团直接及间接共持有公司54.62%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2015年12月31日,公司的水务投资、工程项目分布于全国18个省、市、自治区,共计64个城市,已经基本形成了全国性布局,合计拥有约1,900万吨/日的水处理能力,服务人口超过4,000万人。

截至2015年12月31日,公司资产总额361.25亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计118.00亿元,资产负债率为67.33%;2015年公司实现营业收入70.61亿元,净利润7.01亿元,经营活动净现金流10.07亿元。

本次债券概况

表1：本次债券基本条款

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 2016 年公开发行公司债券
发行规模	不超过10亿元(含10亿元)
债券期限	5年
债券利率	本次债券为固定利率债券,本次债券的最终票面利率由发行人与主承销商根据网下利率询价情况在询价区间范围内协商确定
偿还方式	本次债券采用单利按年计息,不计复利;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
募集资金用途	本次债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于补充流动资金

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

行业分析

水务行业概况

水务行业是关系国计民生的公用事业行业,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。

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。

从行业的竞争格局来看,区域垄断特征明显,但从全国范围来看,行业集中度较低,未来有进一步集中的趋势。一方面在各地水务事业刚刚起步时,主要是由政府作为投资主体,通过前期的管网铺设已经在城镇大部分地区进行了覆盖,后期主要是管网方面的设备维护和更新,因此行业呈现出了以市、县为单位的区域垄断布局。另一方面作为公用事业,水务行业具有初始投资大、投资回收周期长、资金沉淀性强等特点,所以行业进入门槛较高,

这也是造成该行业区域垄断特征明显的因素之一。因此从全国范围来看，中国的水务行业集中度较低，随着中国水务市场的开放度日益提高，市场主体逐渐增加，行业有进一步集中的趋势。一方面，外资以及民营资本凭借资金、技术、管理方面的优势高价收购股权、特许运营权逐步控制中小型城镇的水务市场，另一方面，国有大型水务企业也凭借资金和运营方面的优势跨地区拓展市场，目前水务市场仍以国有企业为主导，但是市场份额已经逐渐向国有大型水务企业集团以及外资企业、优势民营企业集中。目前水务行业竞争主体包括以北控水务集团、首创股份为代表的国有企业，以桑德环境、国祯环保为代表的民营企业和以威立雅、苏伊士为代表的外资企业。中诚信证评认为，资本实力或融资能力、运营管理能力和政府资源仍然是决定水务企业竞争实力的关键要素，资金实力雄厚、水务产业链完整、运营经验丰富的国有大型水务企业集团具备较强的市场竞争优势，技术领先、融资渠道畅通的民营水务企业亦能够在激烈的市场竞争中占据一席之地。

城市供水

从人均水资源占有情况来看，中国水资源较为匮乏。按照第六次全国人口普查数据计算，人均水资源量为 2,125 立方米，不足世界平均水平的三分之一。水资源短缺已成为制约中国经济和社会可持续发展的重要因素，我国水资源相对比较匮乏。

供应方面，2006~2015 年，中国供水总量呈现出稳步上升的态势。从来源的角度来看，用水主要来源于地表水和地下水两部分，其中地表水是供水的主要来源，其供给量占供水总量的 80% 左右。从历年供水量看，中国供水总量平稳增长，生产用水波动不大，生活用水呈现上涨态势。根据中国工程院《中国可持续发展水资源战略研究报告》，随着人口增长，城市化发展和经济发展，中国供水行业将保持稳定增长，到 2030 年，中国国民经济用水需求量将达到 7,000 亿至 8,000 亿立方米。其中，城市供水需求增长将领先于其他用水需求量的增长。

需求方面，2015 年全年总用水量 6,180 亿立方米，比上年增长 1.4%。其中，生活用水增长 3.1%，工业用水增长 1.8%，农业用水增长 0.9%，生态补水增长 1.7%。万元国内生产总值用水量 104 立方米，比上年下降 5.1%。万元工业增加值用水量 58 立方米，下降 3.9%。近年自来水用量基本稳定，自来水供应可分为居民生活用水和生产经营用水（包括工业用水、行政事业用水、经营服务用水和特种行业用水），其中工业用水是用水主体。2015 年 1~10 月累计中国自来水生产量为 452.34 亿立方米，同比增长 2.06%。

水价方面，从定价模式来看，中国水价仍然由各地物价局举行价格听证会的方式决定，但是自来水价格正在逐步实现市场化调整。2014 年 1 月 3 日，国家发改委和住建部联合出台了《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》，对全面实行城镇居民阶梯水价做部署，要求设市城市原则上全面实行居民阶梯水价制度。随后，水利部、发改委、工信部等十部门于 2 月 13 日联合印发了《实行最严格水资源管理制度考核工作方案》，启动了最严格水资源考核问责制，进一步保障了阶梯水价制度在全国范围内的推行，完善水价形成机制，促进水价调整工作规范化、透明化的进程不断加快。伴随着经济的不断发展和供水成本的不断提升，中国自来水价格也不断上涨。据统计，目前全国 36 个大中城市，居民生活用水（自来水）价格平均为 2.08 元/吨，其中 36% 的城市水价在 2 元~3 元/吨，8% 的城市水价高于 3 元/吨。为体现水资源的稀缺性，充分发挥水价的调节作用，国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度，居民生活用水采用阶梯式水价制度。

从全球角度看，中国水价远远低于国际水平。水费支出占居民可支配收入的比重（以下简称水费收入比）是世界上最主要的水价衡量指标之一。全球范围内的水费收入比一般在 2%~5% 之间，原中国建设部在《城乡缺水问题研究》中明确指出，为促进公众节约用水，水费收入比达到 2.5%~3% 为宜。而从现状看，现行水价远未达到上述标准。以全国水价较高的北京市为例，其用水家庭支出占家

庭收入的比重也仅为 1.8%，全国平均水平仅在 1% 左右，基本没有体现自来水的稀缺资源价值。从长期来看，基于水资源的稀缺性和中国城市化水平的不断提升带来的自来水需求量的加大，自来水价格仍将长期处于上行通道。

综合以上分析，中诚信证评认为在中国城市化进程以及工业化进程加速推动下，未来用水量将保持稳步上升趋势，并且随着水价改革逐步落实，中国自来水供应价格仍具备一定的上涨空间，因此长期来看，中国供水行业仍将保持稳定增长。

污水处理

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，其中生活污水是污水处理的主体，占到全国污水排放总量的 60% 以上。未来随着中国人口数量的不断增加、城市化进程的继续推进和人民生活水平的提高，城镇生活污水排放量将平稳增长，成为新增污水排放量的主要来源。

近年来，随着全国各大城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力明显提升，行业进入高速扩张期。2012 年 4 月 19 日，国务院办公厅印发国家发改委、住建部、环保部编制的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》。根据该规划，到 2015 年，城市污水处理率将达到 85%，污水处理率进一步提高，到 2013 年末，这一目标已超前达成。根据住房城乡建设部发布《关于全国城镇污水处理设施 2015 年第三季度建设和运行情况的通报》，截至 2015 年 9 月底，全国设市城市、县（以下简称城镇，不含其它建制镇）累计建成污水处理厂 3,830 座，污水处理能力达 1.62 亿立方米/日。全国设市城市建成运行污水处理厂共计 2,163 座，形成污水处理能力 1.33 亿立方米/日。全国已有 1,437 个县城建有污水处理厂，占县城总数的 88.8%；累计建成污水处理厂 1,667 座，形成污水处理能力 0.29 亿立方米/日。截至 2015 年 12 月末，城市污水处理厂日处理能力比上年末增长 5.3%，城市污水处理率达到 91.0%，城市生活垃圾无害化处理率达到 92.5%。城市污水处理行业快速发展，污水处理能力和处理率大幅提高，但是

排水管网建设、污水排放标准还有很大的提升空间。

污水处理收费方面，由于污水处理行业较早开始市场化运作，相对于自来水价格，污水价格更多采取市场定价方式。根据中国水网公布的最新数据，截至 2015 年 10 月，居民生活污水处理费排名前十的城市包括南京、北京、上海等地，价格处于 1.3~1.5 元/吨之间。

污水处理行业是典型的公用事业，因此其主要驱动因素是产业政策。近年来，国家政策不断向行业倾斜。根据《全国城镇供水设施改造与建设“十二五”规划及 2020 年远景目标》，涉及水厂改造、管网改造、新建管网、新建水厂、水质检测监管、供水应急能力建设等多个领域。

2014 年 6 月，根据财政部《自来水小型水电等将统一执行 3% 增值税率》，会议决定，从 2014 年 7 月 1 日起，将自来水、小型水利发电等特定一般纳税人适用的增值税 6%、5%、4%、3% 四档征收率合并为一档，统一执行 3% 的征收率。该政策有助于减轻水务公司税负，增强水务公司盈利能力。

2015 年 1 月 26 日国家发改委、财政部、住建部三部委联合下发《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》污水处理收费标准应按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，综合考虑本地区水污染防治形势和经济社会承受能力等因素制定和调整。收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。2016 年底前，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元；县城、重点建设镇原则上每吨应调整为居民不低于 0.85 元，非居民不低于 1.2 元。已经达到最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准。未征收污水处理费的市、县和重点建设镇，最迟应于 2015 年底前开征，并在 3 年内建成污水处理厂投入运行。2015 年 2 月 19 日最新的全面推行居民阶梯水价制度，也是利好于水务板块整体，未来水资源价格可能会出现持续上涨，由此对整体板块形成长期利好。

2015年4月，根据《国务院关于印发水污染防治行动计划的通知》（国发〔2015〕17号），一方面要求全面控制污染物排放，取缔“十小”企业，全面排查装备水平低、环保设施差的小型工业企业，2016年底前，全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸、制革、印染、染料、炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等严重污染水环境的生产项目；另一方面要求完善收费政策，修订城镇污水处理费、排污费、水资源费征收管理办法，合理提高征收标准，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，该政策有望提高公司污水处理环节盈利能力。

表2：污水处理行业政策

时间	政策名称	主要条款
2014年6月	《自来水小型来水、小型水利发电等特定水电等将统一执行3%增值税率》	从2014年7月1日起，将自《自来水小型来水、小型水利发电等特定水电等将统一执行3%增值税率》一般纳税人适用的增值税率合并为一档，统一执行3%的征收率。
2015年1月	《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》	污水处理收费标准应按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，综合考虑本地区水污染防治形势和经济社会承受能力等因素制定和调整。收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。
2015年4月	《国务院关于印发水污染防治行动计划的通知》	①要求全面控制污染物排放，取缔“十小”企业，全面排查装备水平低、环保设施差的小型工业企业；②要求完善收费政策，修订城镇污水处理费、排污费、水资源费征收管理办法。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

中诚信证评认为，污水处理行业正处于快速发展阶段，污水处理总量节节攀升，未来行业具有良好的发展前景，但势必会带动大批行业投资，行业竞争也将加剧。

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，2015年1~11月中央财政节能环保支出达到3,692亿元，同比增加35%。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，推进烟气脱硫脱销、城镇污水垃圾处理、危险废弃物处理处置等污染设施建设运营的专业化、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。“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%。

除生活垃圾外，工业生产中还产生了大量的工业固体废物。2014年，我国244个大、中城市一般工业固体废物产生量达19.2亿吨，其中，综合利用量12.0亿吨，处置量4.8亿吨，贮存量2.6亿吨，倾倒丢弃量13.5万吨。《国民经济和社会发展第十二个

五年规划纲要》明确要求，到2015年，我国工业固体废物综合利用率要达到72%。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。

在政策利好的推动下，固废处理行业多个细分市场发展快速，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。

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年、2012年、2013年和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。

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。

竞争优势

突出的行业地位以及良好的品牌影响力

近年来，公司及下属公司持续通过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。目前，公司的水务投资、工程项目分布于全国18个省、市、自治区，共计64个城市，已基本形成了全国性布局，在湖南省、山东省等地实现了一定的地域优势，形成了规模效应，并向乡镇实现了纵深化拓展。公司合计拥有约1,900万吨/日的水处理能力，服务人口超过4,000万人，位居国内水务行业前列。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，已在全国14个省市和新西兰、新加坡开展业务，并已具有一定规模。在品牌影响力方面，公司自2003年以来，每年均获得“水业十大影响力企业”称号，具有广泛的品牌影响力。

股东方支持

公司的控股股东为首创集团，首创集团是北京市国资委所属的大型国有集团公司。近年来首创集

团逐步构建了以水务为核心的基础设施产业、以城市住宅开发建设为核心的房地产业、以投行并购业务为核心的金融服务业三大核心主业，并辅以工业、贸易、旅游酒店三小板块。目前首创集团已成为具有很强市场竞争实力和可持续发展能力的大型产业投资控股公司。

作为首创集团水务业务的平台和载体，公司可依托与首创集团其他业务版块的协同互动，充分发挥集团协同效应。同时，首创集团资本实力雄厚，公司在业务拓展、开发资金等方面可得到首创集团的有力支持。

较强的融资能力

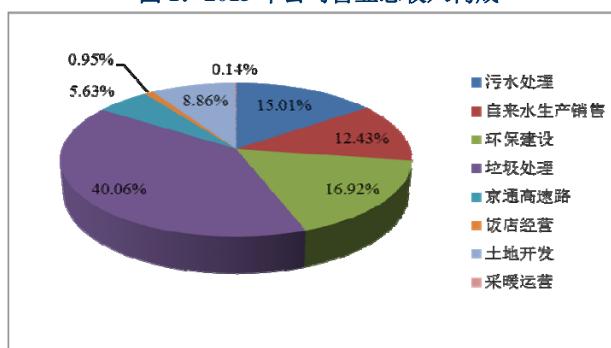
目前公司与国内外多家大型银行构建立了长期的战略合作关系，截至 2015 年 12 月 31 日，公司已获得国家开发银行、中国建设银行、中国银行等多家银行共计 250.00 亿元的授信额度，尚有 225.40 亿元额度未使用。此外，公司亦通过发行中期票据、境外人民币债券以及超短期融资券等方式获得优于市场利率水平的资金储备。

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

公司主要业务为环保业务，业务范围涵盖传统水务项目以及其水务产业链细分领域、固废处理、水环境治理等。近年来，随着业务的不断扩张，公司营业收入规模呈现上升态势。2015 年，公司全年实现营业收入 70.61 亿元，较上年度同比上升 6.32%。水务、固废等环保业务是公司收入和利润的主要来源，2015 年水务、固废业务合计贡献营业收入 59.13 亿元，占比 84.42%。

图 1：2015 年公司营业总收入构成



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、污水处理和水务工程建设三个方面。截至 2015 年末，公司在全国范围内在 64 个城市拥有水务项目，合计拥有约 1,900 万吨/日的水处理能力，服务人口超过 4,000 万人。

供水

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。截至 2015 年末，公司拥有供水项目 15 个，主要分布于安徽马鞍山、铜陵、淮南，江苏徐州，浙江余姚，山西临猗，河北秦皇岛，辽宁盘锦，内蒙古包头，陕西渭南、宝鸡，以及深圳。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，2014~2015 年末分别为 933.33 万立方米/日以及 1,034.10 万立方米/日。

2013~2015 年，供水量分别为 16.10 亿立方米、15.50 亿立方米和 16.56 亿立方米；同期售水量分别为 13.07 亿立方米、13.01 亿立方米和 13.85 亿立方米，产销差率为 18.84%、16.06% 和 16.36%。从供水价格来看，2011 年以来，余姚、铜陵以及淮南项目有一定水价下调，其余项目供水价格较为稳定。

表 3：2013 年~2015 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(%)
2013	830.30	16.10	13.07	18.84
2014	933.33	15.50	13.01	16.06
2015	1,034.1	16.56	13.85	16.36

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

污水处理

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。截至2015年末，公司拥有37个污水处理项目，形成一定区域优势。随着污水项目的持续扩张，公司污水处理能力不断提升，2013~2015年分别为671万立方米/日、850万立方米/日和844.44万立方米/日；同期，公司污水处理量分别为15.90亿立方米、16.94亿立方米和16.10亿立方米。

公司于2014年将其持有的北京京城水务有限责任公司（以下简称“京城水务”）51%股权转让给北京城市排水集团有限责任公司（以下简称“北京排水”），转让价款为22.71亿元。截至2015年末，公司已全额收到股权转让款，工商变更已完成。截至2015年末，公司污水处理能力为844.44万立方米/日。

表4：2013年~2015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)
2013	671	15.90
2014	850	16.94
2015	844.44	16.10

注：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，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。

截至2015年末，公司在建污水处理项目13个，项目建成后可新增污水处理能力约87万立方米/日。

水务工程建设

公司的水务工程建设致力于市政与环境工程领域。截至2015年末，公司具备相关资质包括工程咨询（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）。

公司在水务工程建设方面采用总包、咨询、采购以及分包等多种服务形式。2013~2015年，公司新签合同额分别为3.31亿元、4.32亿元和46.5亿元。

表5：2013年~2015年公司水务工程建设情况

年度	新签合同数(个)	新签合同金额(亿元)
2013	49	3.31
2014	28	4.32
2015	25	46.5

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，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，使得公司在水务行业中的影响力不断加强。另一方面，各地水价调整时间与力度存在不确定性，水务投资面临一定政策风险，对此应保持关注。

固废处理

除传统水务业务外，公司还积极拓展固废处理业务，通过投资、收购等方式扩大在固废处理行业的影响。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”）、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”）。

湖南首创以TOT、BOT模式运营7个固废处理项目，截至2015年末已有6个项目处于运营状态。截至2015年末，湖南首创垃圾处理能力1,260吨/日，2013年~2015年，湖南首创垃圾处理量分别为22.72万吨、31.36万吨和33.34万吨，呈现较快增长。

表6：截至2015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	153.00
岳阳垃圾填埋场	2013.08	29	180.45
凤凰垃圾填埋场	2014.01	28	172.00
华容垃圾填埋场	2012.01	26	165.00
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	2015.08	30	56.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表7：2013年~2015年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)
2013	1,610	22.72
2014	1,610	31.36
2015	1,260	33.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2015 年末，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 51.51% 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 2015 年末，首创环境下属已运营生活垃圾焚烧发电项目以及生活垃圾填埋项目的垃圾处理能力共计为 3,947.00 吨/日；此外，首创环境持有苏北废旧汽车家电拆借再生利用厂 55% 股份，该

项目拥有年拆解废旧家电 200 万台、报废汽车 5 万台的能力。

截至 2015 年末，首创环境有北京董村分类垃圾综合处理厂、南昌泉岭生活垃圾焚烧发电厂和扬州餐厨垃圾处理等 8 个在建以及拟建项目。项目建设计划的实施使首创环境面临一定的投融资压力，2016~2018 年公司计划分别投资 5.65 亿元、3.05 亿元和 0.47 亿元。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 8：2013 年~2015 年首创环境运营情况

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）
2013	2,525	43.32	11,207.08	9,210.04
2014	3,455	55.29	13,103.80	10,853.92
2015	3,947	96.00	20,226.58	15,921.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 9：截至 2015 年末首创环境在建、拟建项目情况

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)		
					2016	2017	2018
北京董村分类垃圾综合处理厂	60%	930	3.10	2.40	0.50	0.20	-
南昌泉岭生活垃圾焚烧发电厂	100%	1,200	6.00	6.00	-	-	-
惠州生活垃圾焚烧发电项目（新建）	97.85%	1,600	7.00	0.026	0.50	待定	待定
贵州都匀生活垃圾焚烧发电项目	95%	600	3.47	0.70	1.50	1.20	-
湖北潜江生活垃圾焚烧发电项目	85%	600	2.60	0.05	1.50	0.80	0.30
扬州餐厨垃圾处理项目	100%	200	1.50	1.20	0.20	0.10	-
新乡生活垃圾焚烧发电厂	70%	1,500	6.00	0.20	0.50	待定	待定
杭州萧山餐厨垃圾处理项目	70%	200	3.00	0.071	0.95	0.75	0.17
合计		6830	32.67	10.65	5.65	3.05	0.47

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年 5 月，公司通过首创香港收购了由首创华星持有位于新西兰的 BCG NZ 公司 65% 股权，收购价款为 2.93 亿美元。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，业务涵盖了废弃物收运、中转与分选、填埋处理、建筑垃圾、沼气发电、废液处理、环卫特种车辆设计与维护等全产业链，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）。

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，进一步增强在境外固废领域的实力及影响力。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。

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，成为公司新的盈利增长点。与此同时，公司于海外并购亦取得一定成绩。

其他业务

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逐年提升，2014~2015年分别实现通行费收入3.77亿元和3.94亿元，且营业毛利率均保持在66%以上，是公司利润的有效补充。

同时，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，通行费收入越高，公司获得的补贴收入越低，因此2014~2015年公司收到京通快速路补贴收入分别为1.68亿元和1.52亿元。

总体来看，京通快速路盈利相对稳定，同时考虑到北京市每年给予公司一定的补贴，收费公路业务为公司带来稳定的现金流和良好的收益，是公司利润的有效补充。

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%：35%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%。西海岸新区南片区一期土地一级开发项目土地总面积6,608亩，总投资53.00亿元，截至2015年末已完成投资19.95亿元。

表 10：截至 2015 年末公司土地一级开发情况

总面积(亩)	可出让面积(亩)	总投资(亿元)	建设期	已投资(亿元)	已出让(亩)
西海岸新区南片区一期土地一级开发项目	6,608.00	3,000.00	52.60	2011~2017	19.95
合计	6,608.00	3,000.00	52.60	-	149.50

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016~2017年，公司计划在西海岸新区二期项目分别投资3亿元和4亿元，并分别出让土地面积1,050亩和300亩。

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，公司逐步退出该项业务。目前，公司在建项目首创·成南郡位于四川省彭山县，项目总投资24.79亿元，建设期为2009~2018年，截至2015年末已投资9.52亿元。该项目最终完工后，公司将不再从事经营性的土地二级开发业务。

总体看，公司未来土地出让或存在一定不确定性。同时，公司为了避免首创集团内部的同业竞争问题，正逐步退出二级开发业务，加之在建房地产规模不大，风险总体可控。

饭店服务

首创股份下属新大都饭店是一家四星级饭店，

地理位置优越。该酒店总建筑面积7.87万平方米，拥有客房471间。近年来，该饭店配合公司策略不断进行转型，未来将逐步不再对外营业，只服务于公司内部需求。2014~2015年，新大都饭店贡献营业收入0.73亿元和0.66亿元，同期入住率分别为53.63%和54.26%。

战略规划

公司专注中国水务市场的投资和运营管理，努力发展成为具有一定的产业规模和服务品牌的世界级民族水务领先企业。公司的责任是通过提供优质的供水和污水处理服务，满足政府要求，超越公众期望。

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。

2016年，公司将紧密关注宏观经济、产业政策、行业技术等方面动态，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。但中诚信证评也关注到，在投资计划的逐步实施过程中，公司面临较大的投融资压力。

公司管治

治理结构

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 11 名董事组成，其中独立董事 4 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。公司监事会由 3 名监事组成，其中 1 名为职工代表监事。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。

管理水平

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。

财务分析

以下分析基于经致同会计师事务所（特殊普通合伙）（原名为“北京京都天华会计师事务所有限责任公司”）审计并出具的标准无保留意见的2013~2015 年审计报告。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

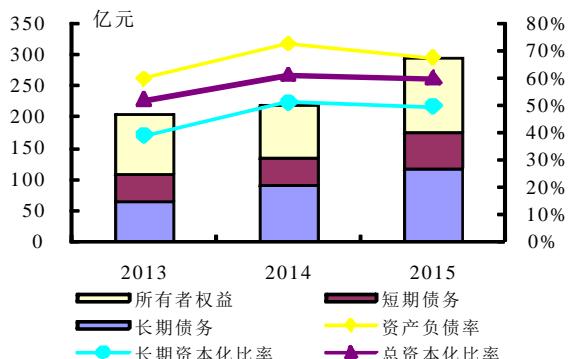
资本结构

受益于近年来公司业务发展不断扩大，公司资产规模逐步提升，截至 2013~2015 年末，公司总资产分别为 242.84 亿元、307.59 亿元和 361.25 亿元，近三年复合增长率为 21.97%。同时公司对外融资需求也不断增大，公司负债总额分别为 144.86 亿元、222.86 亿元和 243.25 亿元，负债规模不断上升。受益于公司增发股本，所有者权益分别为 97.97 亿元、84.73 亿元和 118.00 亿元，呈现波动性上升的趋势。

财务杠杆方面，2013~2015 年末，公司资产负债率分别为 59.65 %、72.45% 和 67.33%，总资本化比率分别为 51.89 %、60.54% 和 58.78%。受益于所有者权益的较快提升，公司财务杠杆呈波动性下降的态势。



图 2：2013~2015 年公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产构成方面，截至 2015 年末公司流动资产和非流动资产分别为 140.74 亿元和 220.51 亿元，占总资产的比重分别为 38.96% 和 61.04%。公司非流动资产主要由无形资产、固定资产和商誉构成，上述三者分别占非流动资产的 46.50%、21.08% 和 12.17%。截至 2015 年末，公司无形资产为 102.54 亿元，主要系土地使用权、污水处理特许经营权、自来水经营权、垃圾处理特许经营权、废弃电器拆解特许经营权和发电特许经营权等。固定资产为 46.48 亿元，主要系房屋及建筑物、机器设备和管网等。商誉为 26.83 亿元，主要系投资 BCG NZ Investment Holding Limited (新西兰公司) 形成商誉 17.00 亿元、投资 ECO Industrial Environmental Engineering Pte Ltd (新加坡 ECO 公司) 形成商誉 6.39 亿元、投资首创环境控股有限公司形成商誉 3.09 亿元以及投资苏州首创嘉净环保科技股份有限公司形成商誉 0.19 亿元等。

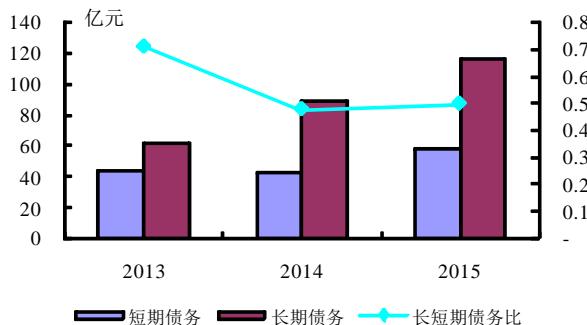
截至 2015 年末公司流动资产为 140.74 亿元，占总资产的比重分别为 38.96%。公司流动资产主要由货币资金、存货和预付账款组成。截至 2015 年末，公司货币资金为 39.20 亿元，占流动资产的比重为 27.85%。公司存货为 39.07 亿元，占流动资产的比重为 27.76%，主要系建造合同形成的已完工未结算资产 20.16 亿元、开发成本 11.54 亿元、工程劳务成本 3.03 亿元和开发产品 2.89 亿元等。预付款项为 21.79 亿元，占流动资产的比重为 15.49%，按照账龄分析，其中 1 年以内为 18.50 亿元，占比为 84.90%，1 至 2 年的为 2.52 亿元，占比为 11.56%；2 至 3 年的为 0.09 亿元，占比为 0.43%；3 年以上

的为 0.68 亿元，占比为 3.11%；其中账龄超过 1 年的重要预付款项，主要为尚未完工的预付 BOT 等项目工程款。

负债方面，公司非流动负债占比较高。截至 2015 年末公司非流动负债为 128.34 亿元，占总负债的比例为 52.76%，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券组成，其中，长期借款为 81.93 亿元。同期应付票据为 28.49 亿元，主要为公司发行的中期票据、非公开定向债务融资工具及美元私募债等。截至 2015 年末，公司流动负债为 114.91 亿元，主要由短期借款、其他应付款、应付账款和预收款项构成，其中，短期借款为 27.65 亿元，占流动负债的比重为 24.06%；其他应付款为 13.60 亿元，占流动负债的比重为 11.83%，主要系自来水代征款和各项附加、财政往来和政府专项拨款以及股权等资产转让款等；应付账款为 13.54 亿元，占流动负债的比重为 11.78%；预收款项为 11.53 亿元，占流动负债的比重为 10.03%，主要系预收工程款及土地二级开发预收款，其中预收款项中预售房产收款主要系成南郡项目 0.53 亿元、首创 I HOME 项目 0.61 亿元和铂悦公寓 0.10 亿元。

截至 2013~2015 年末，公司总债务分别为 105.65 亿元、131.48 亿元和 183.70 亿元，其中 2014 年公司共计发行 12 亿元中期票据和 10 亿元首创香港人民币公募债使得长期债务显著增加。公司 2015 年债务增长主要系子公司首创香港同一控制下合并 BCG NZ 公司 2014 年带入华星 28 亿元长期借款，以及公司下属子公司首创香港新增长期借款 10 亿元所致，截至 2015 年末，公司短期债务 67.87 亿元，长期债务 115.83 亿元。截至 2013~2015 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.71 倍、0.48 倍和 0.59 倍，公司债务结构主要以长期债务为主，短期债务压力相对较小。整体看来，公司的债务期限结构与业务发展资金需求较为匹配。

图 3：2013~2015 年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

总的看来，近年来随着公司自身业务规模不断扩大，公司资产、负债规模呈现提升的趋势，但得益于所有者权益的较快增长，公司财务杠杆比率有所波动性下降；同时债务期限结构保持良好，短期偿债压力相对较小，公司资本结构较为稳健。但中诚信证评注意到，公司未来仍存在较大的资本支出压力，逐步释放的融资需求或将对公司财务结构稳定性造成一定影响。

盈利能力

受益于公司环保建设和垃圾处理板块业务收入逐渐上升所致，公司近年来营业收入不断增长，

2013~2015 年公司分别实现营业总收入 42.31 亿元、66.42 亿元和 70.61 亿元。分板块看，垃圾处理、环保建设、污水处理和自来水生产销售收入为公司收入的主要来源，2015 年，垃圾处理、环保建设、污水处理和自来水生产销售分别实现营业收入 28.06 亿元、11.85 亿元、10.51 亿元和 8.71 亿元，占当年主营业务收入的 40.06%、16.92%、15.01% 和 12.43%。其中 2015 年环保建设营业收入较上年增加 145.24%，主要是子公司首创爱华（天津）市政环境工程有限公司水务工程收入增加所致；垃圾处理营业收入较上年增长 52.61%，主要是子公司首创香港收购新西兰 BCG NZ 公司后将其并入垃圾填埋及焚烧业务收入增加所致；而土地开发营业收入较上年减少 61.66%，主要是本年土地一级开发业务二期项目结转收入减少所致。

毛利率方面，2013~2015 年公司营业毛利率分别为 39.71%、30.74% 和 32.30%，受益于主营业务中收入占比较大的垃圾处理和污水处理业务毛利率较高，公司营业毛利率保持较高水平。

表 11：2013~2015 年公司主营业务板块收入情况

单位：亿元

业务板块	2013			2014			2015		
	营业收入	毛利率	占比	营业收入	毛利率	占比	营业收入	毛利率	占比
污水处理	13.55	47.71%	32.53%	13.91	45.38%	21.23%	10.51	43.33%	15.01%
自来水生产销售	9.26	22.17%	22.22%	7.62	24.42%	11.63%	8.71	28.38%	12.43%
环保建设	6.45	34.29%	15.47%	4.83	32.05%	7.37%	11.85	28.51%	16.92%
垃圾处理	0.35	47.09%	0.84%	18.38	24.48%	28.05%	28.06	30.84%	40.06%
京通快速路通行费	3.54	69.03%	8.49%	3.77	66.44%	5.74%	3.94	66.66%	5.63%
饭店经营	1.00	76.05%	2.40%	0.73	86.12%	1.12%	0.66	85.35%	0.95%
土地开发	7.36	29.36%	17.67%	16.19	14.11%	24.71%	6.21	1.25%	8.86%
采暖运营	0.16	22.52%	0.37%	0.10	31.74%	0.16%	0.10	30.23%	0.14%
合计	41.67	39.71%	32.52%	65.55	30.74%	100%	70.04	32.30%	100%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用分别为 10.75 亿元、13.63 亿元和 16.63 亿元，占营业收入比重分别为 25.41%、20.51% 和 23.54%。期间费用主要体现为管理费用与财务费用，其中业务规模的扩大导致 2014 年管理费用有所增长，而债务规模的扩大导致财务费用持续上升。2015 年管理

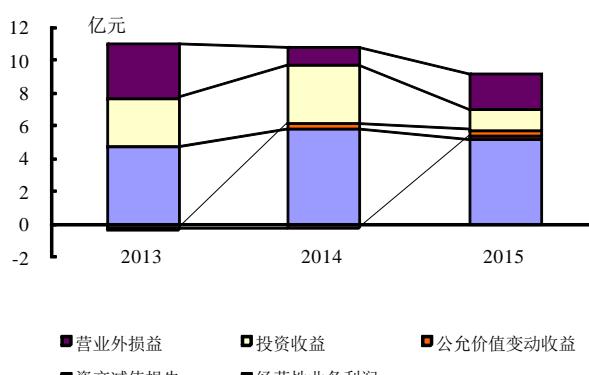
费用为 10.61 亿元，较上期增加 38.72%，主要系公司合并新西兰 BCG NZ 公司和新加坡 ECO 公司所致；财务费用与去年基本持平。

表 12：2013~2015 年公司期间费用分析

项目	2013	2014	2015
销售费用	0.68	0.43	0.50
管理费用	6.17	7.65	10.61
财务费用	3.90	5.54	5.51
三费合计	10.75	13.63	16.63
营业收入	42.31	66.42	70.61
三费收入占比	25.41%	20.51%	23.54%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2013~2015 年，公司实现利润总额分别为 10.94 亿元、10.75 亿元和 9.24 亿元，呈现小幅下降的态势，公司利润总额主要来源于经营性业务利润、投资收益和营业外损益，2013~2015 年公司分别实现经营性业务利润 4.77 亿元、5.93 亿元和 5.22 亿元。同期实现投资收益 3.00 亿元、3.60 亿元和 1.30 亿元，其中 2013 年公司处置长期股权投资产生投资收益 2.92 亿元，主要是因为公司全资子公司北京水星投资管理有限责任公司出售部分土地二级开发子公司股权，2014 年公司处置长期股权投资产生投资收益 2.74 亿元，主要源于公司转让所持有的北京市绿化隔离地区基础设施开发建设有限公司 51.28% 股权。2013~2015 年公司营业外损益分别为 3.36 亿元、1.10 亿元和 2.17 亿元，主要由政府每年给予公司的京通快速路、水务营运和管网铺设建设等项目补贴构成。

图 4：2013~2015 年公司利润总额构成


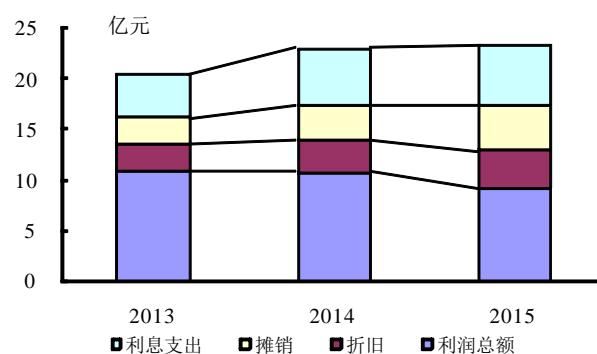
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司盈利能力良好，未来随着公司水务和垃圾处理业务的扩张，公司盈利能力有望得以巩固，盈利水平将继续提升。

偿债能力

从 EBITDA 获现能力看，利润总额、利息支出、摊销和折旧为公司 EBITDA 主要构成，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 20.59 亿元、23.02 亿元和 23.34 亿元，同期公司利润总额分别为 10.94 亿元、10.75 亿元和 9.24 亿元，利息支出分别为 4.35 亿元、5.65 亿元和 5.84 亿元，摊销分别为 2.65 亿元、3.27 亿元和 4.48 亿元，折旧分别为 2.66 亿元、3.35 亿元和 3.78 亿元。

经营活动现金流方面，2013~2015 年公司经营活动净现金流分别为 1.07 亿元、6.37 亿元和 10.07 亿元，呈上升趋势。其中 2013 年经营活动净现金流较小是因为公司规模扩张导致现金流出增加较多。2014 年经营活动净现金流增加系收到的其他与经营活动有关的现金增加以及本期购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。2015 年经营活动产生的现金流量净额为 10.07 亿元，较上期发生额增加 57.97%，主要为子公司首创香港新增合并新西兰 BCG NZ 公司增加 1.5 亿元经营活动产生的现金流量净额，新增合并新加坡 ECO 公司增加 0.48 亿元经营活动产生的现金流量净额，新增合并河南首创新汇建设工程有限公司增加 0.81 亿元经营活动产生的现金流量净额。

图 5：2013~2015 年公司 EBITDA 构成


资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2013~2015 年公司总债务/EBITDA 分别为 5.13 倍、5.71 倍和 7.87 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 2.98 倍、2.99 倍和 3.37 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保证程度较好。从经营活动现金流对债务本息的保证程度来看，2013~2015 年经营活动净现金流/总债务分别为 0.01 倍、0.05 倍和 0.05 倍，同期经

营净现金流/利息支出分别为 0.15 倍、0.83 倍和 1.46 倍，公司经营活动净现金流对债务本息的保障程度尚可。考虑其公司显著的行业地位、良好的盈利能力以及雄厚的股东背景，公司整体偿债能力极强。

表 13：2013~2015 年公司偿债能力分析

财务指标	2013	2014	2015
总债务（亿元）	105.65	131.48	183.70
EBITDA（亿元）	20.59	23.02	23.34
资产负债率（%）	59.65	72.45	67.33
总资本化比率（%）	51.89	60.81	60.89
经营活动净现金流（亿元）	1.07	6.37	10.07
EBITDA 利息倍数（X）	2.98	2.99	3.37
总债务/EBITDA（X）	5.13	5.71	7.87
经营净现金流/总债务（X）	0.01	0.05	0.05
经营净现金流/利息支出（X）	0.15	0.83	1.46

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

银行授信方面，公司与银行合作良好，截至 2015 年末，公司共获银行授信额度 250.00 亿元，已使用 24.60 亿元，未使用额度 225.40 亿元，有充足的备用流动性。

对外担保方面，截至 2015 年末，公司无对外担保。此外，公司无影响业务经营的重大未决诉讼事项。

整体来看，由于公司近年业务较好，资产与负债规模持续增长，财务杠杆水平呈现波动性下降的态势，资本结构较为合理。公司垃圾处理、环保建设和自来水生产销售规模保持增长态势，尤其是公司垃圾处理和环保建设业务增速显著，对债务本息保持较高水平的覆盖能力。未来发展空间广阔，公司实际竞争实力强，偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评定北京首创股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“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**。

关于北京首创股份有限公司 2016年公开发行公司债券的跟踪评级安排

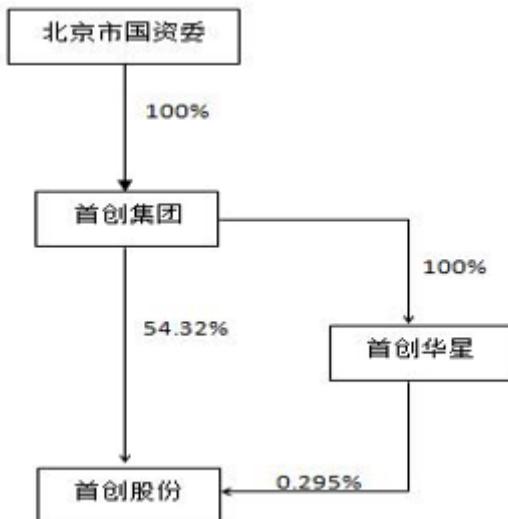
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日起（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次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。此外，自本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

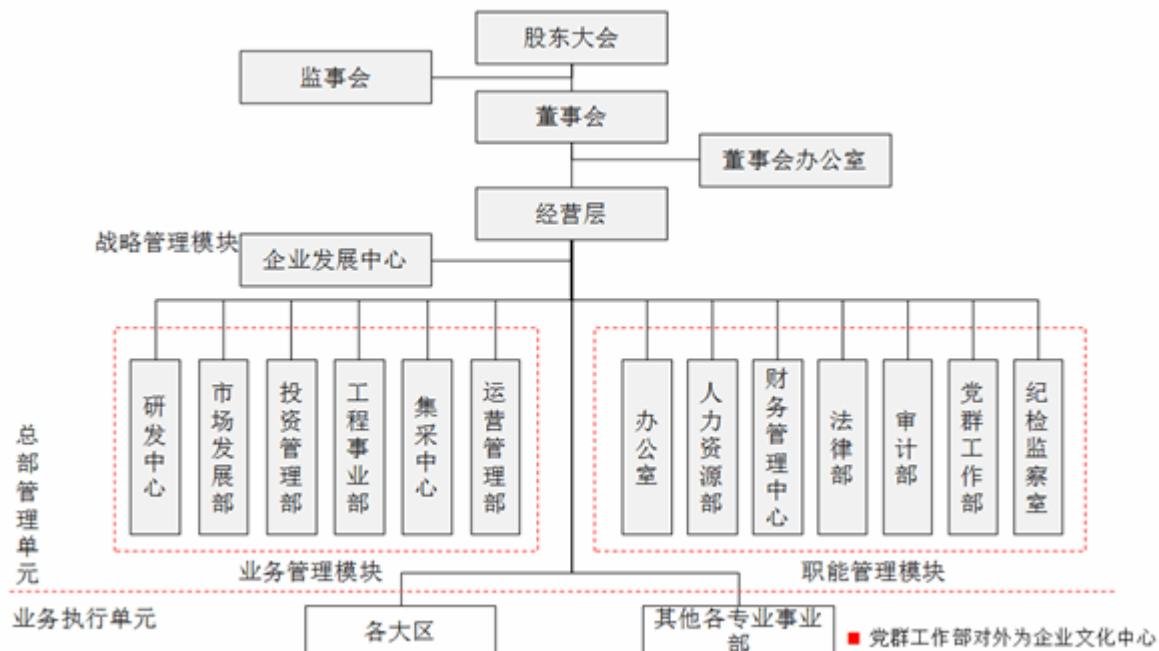
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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 2015 年 12 月 31 日）



附二：北京首创股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



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）	2013	2014	2015
货币资金	326,527.85	349,961.07	392,016.26
应收账款净额	136,747.03	110,073.20	136,218.45
存货净额	252,862.00	349,778.78	390,726.84
流动资产	1,019,797.47	1,186,635.41	1,407,379.32
长期投资	156,159.04	179,396.02	180,425.78
固定资产合计	531,582.89	488,132.05	562,241.50
总资产	2,428,371.69	3,075,904.91	3,612,520.02
短期债务	438,903.25	425,546.07	678,680.84
长期债务	617,612.12	889,242.78	1,158,276.99
总债务	1,056,515.37	1,314,788.85	1,836,957.83
总负债	1,448,625.28	2,228,585.18	2,432,488.94
所有者权益（含少数股东权益）	979,746.41	847,319.72	1,180,031.09
营业总收入	423,065.36	664,178.94	706,149.35
三费前利润	155,226.18	195,578.18	218,439.53
净利润	84,836.72	87,753.40	70,138.75
投资收益	29,987.92	36,026.29	12,953.69
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	205,936.64	230,231.48	233,352.82
经营活动产生现金净流量	10,689.86	63,727.28	100,672.53
投资活动产生现金净流量	74,922.51	-531,677.41	-561,238.24
筹资活动产生现金净流量	-16,556.19	510,614.83	501,364.00
现金及现金等价物净增加额	68,672.49	41,860.20	38,782.71
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	39.71	30.74	32.30
所有者权益收益率（%）	8.66	10.36	5.94
EBITDA/营业总收入（%）	48.68	34.66	33.05
速动比率（X）	1.02	0.68	0.88
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.05	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.02	0.15	0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	0.15	0.83	1.46
EBITDA 利息倍数（X）	2.98	2.99	3.37
总债务/EBITDA（X）	5.13	5.71	7.87
资产负债率（%）	59.65	72.45	67.33
总资本化比率（%）	51.89	60.81	60.89
长期资本化比率（%）	38.66	51.21	49.53

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、2013~2015 年长期应付款调整至长期债务。

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+其他一年内到期的付息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期付息债务

总债务=长期债务+短期债务=长期借款+应付债券+其他长期付息债务+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+其他一年内到期的付息债务

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=(营业总收入-(营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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))/营业总收入

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)/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益(含少数股东权益)

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)

净负债率=(总债务-货币资金)/所有者权益

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。



营业 执 照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201604010163

名 称 中诚信证券评估有限公司
类 型 一人有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住 所 青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室
法定代表人 关敬如
注 册 资 本 人民币 5000.0000 万元整
成 立 日 期 1997 年 8 月 20 日
营 业 期 限 1997 年 8 月 20 日 至 2017 年 8 月 19 日
经 营 范 围 证券市场资信评级，贷款企业资信等级评估，企业资信评价服务，企业形象策划，企业咨询服务，电子高科技产品开发经营，附一分支。
【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年 04月 01日



中华人 民共 和 国
证 券 市 场 资 信 评 级 业 务 许 可 证

公司名称：中诚信证券评估有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：关敬如
注册地址：北京市西城区新街口外大街59号1幢9668室
编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



涂楠坤，证件号码:360403198810201517，于2015年06月27日参加证券
市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201507312332411031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



涂楠坤，证件号码:360403198810201517，于2015年06月27日参加证券
投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201507312447025031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



梁晓佩，证件号码:410402198604185526，于2012年12月02日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn的信息一致

2012123104358604



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



梁晓佩，证件号码:410402198604185526，于2010年03月06日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn的信息一致

2010033103561801



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



张和，证件号码:32028219890713256X于2013年03月23日参加证券
市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2013043113573301

2013年03月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



张和，证件号码:32028219890713256X于2013年12月01日参加证券
投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20131231322766031

2013年12月

