

# 北京首创股份有限公司 2016 年公开发行公司债券

## 跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 05 月 26 日

## 声 明

- 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。
- 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。
- 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。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 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。
- 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。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 0342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“16 首股债”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**

**二零二零年五月二十六日**

**评级观点：**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”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 首股债”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司水务板块行业地位突出；产业链较为完整，技术实力较强；经营业绩稳步增长及相对畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到可能出现的政策风险及公司目前较高的债务压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

首创股份（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	509.94	689.88	798.72	833.84
所有者权益合计（亿元）	171.34	237.82	282.14	283.82
总负债（亿元）	338.60	452.06	516.58	550.02
总债务（亿元）	235.72	305.30	348.94	398.79
营业总收入（亿元）	92.85	124.55	149.07	29.26
经营性业务利润（亿元）	8.45	11.59	14.35	1.85
净利润（亿元）	7.02	8.16	10.92	1.08
EBITDA（亿元）	29.98	38.22	45.26	--
经营活动净现金流（亿元）	24.89	32.95	33.33	5.93
收现比(X)	0.89	0.80	0.89	1.45
营业毛利率(%)	31.39	30.80	29.62	31.60
应收类款项/总资产(%)	11.22	12.74	13.78	14.42
资产负债率(%)	66.40	65.53	64.68	65.96
总资本化比率(%)	57.91	56.21	55.29	58.42
总债务/EBITDA(X)	7.86	7.99	7.71	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.02	2.75	2.94	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2020 年一季度财务报表未经审计；2、将公司“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算，将“一年内到期的非流动负债”中的无息负债调出短期债务核算，将“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；3、2019 年末及 2020 年 3 月末，总债务指标中包含利息；4、公司未提供 2020 年一季度现金流量补充表，相关指标失效。

## 正面

**■ 水务板块行业地位突出。**随着新增项目投入运营，公司供水及污水处理指标逐年提升，处于行业前列。

## 同行业比较

部分水生产和供应业公司主要指标对比表							
公司名称	设计处理能力 (万立方米/日)	年实际处理量 (亿立方米)	资产总额 (亿元)	资产负债率(%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
首创股份（2019）	2,804.58	31.38	798.72	64.68	149.07	10.92	33.33
深圳水务（2018）	1,250.63	32.29	233.45	54.73	87.65	6.99	14.55
重庆水务（2018）	770.13	20.60	1,002.45	48.30	109.25	17.32	43.70

注：1、“深圳水务”为“深圳市水务（集团）有限公司”简称；“重庆水务”为“重庆市水务资产经营有限公司”简称；2、设计处理能力及年实际处理量指标为自来水及污水处理业务相关指标加总，其中自来水年实际处理量统计的是年供水总量；3、公司“设计水处理能力”指标含参股企业数据，“年实际处理量”指标仅统计控股企业数据。

资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
16 首股债	AAA	AAA	10.00	2016/07/07~2021/07/07

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“16首股债”发行金额10亿元，期限5年，募集资金拟全部用于补充流动资金。截至本报告出具日，募集资金已按照规定用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较上年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负

面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有的冲击背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管目前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限

制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为**，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 行业及区域经济环境

**我国人均水资源短缺且分布不均，近年水环境污染整治初见成效；未来优化水资源配置格局以及改善用水水质依然是供水行业的发展重点**

我国水资源具有人均水资源短缺、分布不均匀等特点。在水资源量上，2018年，我国水资源总量为27,462.5亿立方米，与多年平均值基本持平，比2017年减少4.5%；人均水资源量仅为2,008立方米，比2017年减少3.31%，按照水资源稀缺程度标准，人均水资源介于2,000~3,000立方米之间为轻度缺水；供水总量6,015.5亿立方米，比2017年减少0.46%。在分布上，我国水资源呈夏秋多、冬春少，南方多、北方少的分布，在宁夏、甘肃、陕西等西北地区，以及河南、山东、山西、河北等中部地区水资源量极为匮乏。

大力推进南水北调等引水工程和节水是满足不同地区用水需求的主要渠道。南水北调系通过规划东线、中线和西线三条调水线路与长江、黄河、淮河和海河四大江河建立联系，构成以“四横三纵”为主体的总体布局，以利于实现中国水资源南北调配、东西互济的合理配置格局。

节水方面，2017年1月，国家发展改革委、水利部和住房城乡建设部联合发布《节水型社会建设

“十三五”规划》（发改环资【2017】128号），该规划将节水措施具体到农业、工业、城市用水、非常规水源利用等各个板块；以及东北、华北、西北、西南、华中、东南等各个区域，目标明确，措施有力。

在水资源不足的情况下，我国水环境污染也较为严重。为解决相关问题，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，以下简称“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。

在法律层面上，2018年1月1日，新修正的《中华人民共和国水污染防治法》正式实施，该法规明确了责任主体（县级以上人民政府），规定水环境质量标准与水污染物排放标准，扩大水污染的监控范围，提倡公众参与和信息公开，加大了惩罚力度，使水资源管理从法律层面上得到了较高保障。

随后2018年3月，生态环境部（原环境保护部）和水利部联合发布《全国集中式饮用水水源地环境保护专项行动方案》（环环监【2018】25号），其中明确要求2019年年底前，所有县级及以上城市完成水源地环境保护专项整治。2019年5月和9月，生态环境部先后两次开展水源地专项督查，确保水源地整治任务完成。

在强有力的法律和措施下，我国水质不断提升。

除表 1 所列类别外，2018 年，我国共评价 1,045 个集中式饮用水水源地水质，全年水质合格率在 80% 及以上的水源地占评价总数的 83.5%，较 2017 年上升 1.2 个百分点；共评价 6,779 个水功能区，满足水域功能目标的占评价总数的 66.4%，较 2017 年上升 3.9 个百分点。

**表 1：2017 年和 2018 年我国部分类别水质情况(%)**

类别	I~III类占比		IV~V类占比		劣V类占比	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
河流水质	78.5	81.6	13.2	12.9	8.3	5.5
湖泊水质	26.0	25.0	54.5	58.9	19.5	16.1
水库水质	86.4	87.3	11.3	10.1	2.3	2.6
省界断面水质	67.0	69.9	20.1	21.1	12.9	9.0
浅层地下水水质	--	23.9	--	29.2	--	46.9

注：2017 年浅层地下水质量综合平均价结果显示，水质优良的测站比例为 0.9%，水质良好的测站比例为 23.5%，无水质较好的测站，水质较差的测站比例为 60.9%，水质极差的测站比例为 14.6%。

资料来源：2017 年和 2018 年中国水环境公报，中诚信国际整理

总的来看，水资源分布不均匀和水环境治理是关系国计民生的重要课题，未来优化水资源配置格局以及改善用水水质依然是供水行业的发展重点。

**近年来，我国污水处理能力大幅提升，但配套管网建设滞后制约了处理能力的释放；“十三五”期间，新建污水处理设施、配套管网、现有污水处理设施和管网改造、雨污河流管网改造仍是行业的发展重点**

在环保产业投资高速增长的带动下，我国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。2015 年~2018 年末，我国城市污水处理厂日处理能力从 16,065.40 万立方米增加到 18,145.22 万立方米，县城污水处理厂日处理能力从 2,999.00 万立方米增加到 3,367.00 万立方米，城市和县城的污水处理率也持续上升。但是，污水配套管网建设相对滞后，导致污水处理厂运行负荷不高，污水处理能力大量闲置，同时部分处理设施不能完全满足环保新要求，多数污泥尚未得到无害化处理。

2016 年 12 月，国家发展改革委和住房城乡建设部联合印发《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》(以下简称“《规划》”)。《规划》

提出污水处理设施建设要“提质增效”、“泥水并重”、“再生利用”，到 2020 年，城市污水处理率达到 95%；地级以上城市污泥无害化处理率达到 90%，其他城市达到 75%，县城力争达到 60%；地级以上城市建成区黑臭水体比例控制在 10% 以内；再生水利用率进一步提高，京津冀地区不低于 30%，缺水城市不低于 20%，其他城市和县城力争达到 15%。“十三五”期间将新增污水管网 12.59 万公里，老旧污水管网改造 2.77 万公里，合流制管网改造 2.88 万公里，新增污水处理设施规模 5,022 万立方米/日，提标改造污水处理设施规模 4,220 万立方米/日，新增污泥（以含水 80% 湿污泥计）无害化处置规模 6.01 万吨/日，新增再生水利用设施规模 1,505 万立方米/日，新增初期雨水治理设施规模 831 万立方米/日。“十三五”城镇污水处理及再生利用设施建设共需投资约 5,644 亿元，其中完善污水收集系统、提升污水处理设施能力、污泥无害化处理及再生水利用是污水处理行业发展的主要任务。

中诚信国际认为，在经历了大规模的污水处理厂建设后，设市城市现有的污水处理能力基本能够满足需要，但配套管网建设滞后制约了处理能力的释放。各类法律和政策的颁布，将为我国污水处理行业发展提供有力的政策保障。

**我国水价处于较低水平且各地差异较大，建立反映供水成本、激励提升供水质量的价格形成和动态调整机制是水价调整的发展方向**

水务行业具备很强的公益性、基础性和战略性，关系居民生活、企业生产和生态环境保护。因此，与完全竞争行业相比较，水务行业受到更多的政府市场监管的影响。其中，水价是政府宏观调控的主要手段。我国水价改革大致经历了公益性无偿供水、政策性低价供水、按成本核算计收水费和按商品价格管理四个阶段。总体来看，水价改革呈现价格水平不断上升、水价分类不断简化、逐步推行阶梯式水价等特征。

2013 年 12 月，国家发展改革委和住房城乡建

设部联合出台《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》(发改价格【2013】2676号),对全面实行城镇居民阶梯水价做出部署,要求2015年底前,设市城市原则上全面实行居民阶梯水价制度。

2015年1月,国家发展改革委、财政部和住房城乡建设部联合发布《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》(发改价格【2015】119号)。通知要求合理制定和调整收费标准,规定了城市污水处理收费的最低标准,并实行差别化收费政策,鼓励社会资本投入。通知强调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。污水处理收费定价程序较自来水收费相对简化,有利于提高污水处理市场化程度和处理效率。

2018年6月,国家发展改革委出台《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》(发改价格规【2018】943号),要求建立健全补偿成本、合理盈利、激励提升供水质量、促进节约用水的价格形成和动态调整机制,保障供水工程和设施良性运行,促进节水减排和水资源可持续利用。要求加快构建覆盖污水处理和污泥处置成本并合理盈利的价格机制,推进污水处理服务费形成市场化,逐步实现城镇污水处理费基本覆盖服务费用。

中诚信国际认为,阶梯水价的实行对提高“全民节水”意识起到了一定的积极作用,但归根结底更多地是一种“计费模式”的转变,切实做到水务企业成本的彻底审计和完全公开,才是提高水价的资源配置能力、缓解我国水资源供需矛盾的关键着眼点。

### **水务行业中国有企业仍占据主导地位,外资和民营企业为辅;部分以PPP模式参与环境综合治理工程的水务企业资本支出压力增大**

由于水务行业的公共属性,各地多以地方国有控股水务公司运营当地供排水及水利设施投资等业务。同时,经过多年的发展,在国有水务企业凭

借其资金、资源优势不仅具备较强的异地扩张能力,而且通过水务衍生行业的拓展,逐渐成为全国性的综合服务商。以北京首创股份有限公司(以下简称“首创股份”)、北控水务集团有限公司(以下简称“北控水务”)为代表的国有企业,在传统供水和污水处理行业占据较高的市场份额,市场格局较为稳定,仍占据市场主导地位;以深圳市水务(集团)有限公司(以下简称“深圳水务”)为代表的区域供水企业积极拓展异地供排水业务;以Veolia Environnement(以下简称“威立雅环境”)为代表的外资企业和北京碧水源科技股份有限公司(以下简称“碧水源”)为代表的一批具有技术优势的民营企业在行业中亦稳步发展。

**表2: 2018年我国水务市场龙头企业概况**

公司	供水能力 (万立方米/日)	污水处理能力 (万立方米/日)	水务总收入 (亿元)
北控水务	822.27	1,344.35	69.87
首创股份	1,402.92	1,226.00	35.78
深圳水务	812.60	367.90	70.78
威立雅环境	供水量超90亿立方米/年 污水处理量超50亿立方米/年		
碧水源	超过200家合资公司,处理能力超过2,000万吨/日		

资料来源: 中诚信国际整理

水务企业的核心竞争优势在于其水费收入的稳定性,近年来水务企业跑马圈地,传统的供水和污水处理领域的项目基本布局完毕。在政策的引导下,水务企业的投资重点逐步转向以PPP模式参与环境综合治理工程,基础设施投资加剧,水务企业投融资压力亦逐步上升。但不同于传统供水和污水处理项目布局,新开发项目存在区域经济体量有限,综合财力较弱的问题,近两年大力发展的水环境综合治理项目主要依赖于政府购买服务的方式。

截至2020年3月末,财政部PPP项目库中,项目总数为12,667个,其中水利建设项目数量为562个,占库内项目总数的4.44%;库内项目总投资金额为181,282.20亿元,其中水利建设项目的投资总额为4,812.65亿元,占库内项目总投资金额的2.65%。库内水利建设类PPP项目以黑臭水体综合整治、海绵工程、流域治理等工程项目为主。

因水环境综合治理的投资模式区别于传统水务项目，前期投入大、回款期长，以及其项目资金回笼对地方政府财政实力和支付意愿依赖程度较高，参与水环境治理项目程度较高的水务企业存在较高的资金压力。在我国地方政府债务压力大的大环境下，大量承接该类项目的水务企业的现金回流不确定性加大，后期现金回流情况值得关注。

中诚信国际认为，资本实力、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水务企业具备较强的竞争优势，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。在 PPP 模式的政策环境引导下，水务公司以 PPP 模式参与环境综合治理工程的力度加大，部分企业资本支出压力增大，其回款情况主要依赖于地方政府的财力和支付意愿，企业的现金回流情况亦存在较大压力。

## 近期关注

**2019 年公司供水能力不断提升，带动供水量及供水收入平稳增长，并在水价调整和成本控制上双管齐下，使得盈利能力有所回升**

**运营主体：**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 VEOLIA EAU-COMPAGNIE GENERALE DES EAUX 合资成立通用首创水务投资有限公司（以下简称“通用首创”），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。

**盈利情况：**2019 年，公司自来水销售收入为 20.28 亿元，得益于售水量的提升，收入不断增长；业务毛利率为 29.18%，因部分存量项目水价调整以及成本控制，毛利率有所回升。

**运营指标：**随着公司供水项目的增加和原有项目的扩建，公司供水能力不断提升，其中 2018 年增长显著，主要系当期公司通过股权收购，将成都金强自

来水有限责任公司、芜湖首创水务有限责任公司纳入合并口径，经营范围扩张。截至 2020 年 3 月末，公司参控股供水项目共 38 个，控股项目中，公司合计供水能力前五大省份分别为安徽、江苏、河北、四川和内蒙古，供水能力合计为 730.36 万吨/日。随着供水能力的提高，公司控股企业的供水量和售水量亦呈平稳增长趋势。由于公司管理水平的提升，近年来产销差率不断降低。

表 3：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)	产销差率
2017	1,217.58	8.33	7.01	15.82%
2018	1,402.92	10.11	8.58	15.14%
2019	1,417.01	11.69	9.97	14.85%
2020.3	1,417.01	2.71	2.40	--

注：公司供水能力含参股企业数据，供水量与售水量为控股企业数据。  
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2020 年 3 月末公司主要控股供水厂分布情况

序号	所在省份	供水能力 (万吨/日)
1	安徽	268.50
2	江苏	127.80
3	河北	117.10
4	四川	115.96
5	内蒙古	101.00
合计	--	730.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**供水价格：**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权协议申请调价。公司自来水项目遍布全国，各地水价存在一定差异。分片区来看，2019 年，华北地区平均水价为 2.45 元/吨，华东地区为 2.05 元/吨，中南地区为 2.97 元/吨，西南地区为 1.84 元/吨。

**项目建设：**截至 2019 年末，公司在建供水项目共 17 个，预计总投资 60.59 亿元，已投资 32.69 亿元，项目建成后预计可新增供水能力约 126.44 万吨/日。公司供水板块在建项目主要采用 BOT 及 PPP 等模式开展，部分工程建设任务由环保建设板块子公司负责实施，相关工程施工收入计入环保建设收入。

表 5：截至 2019 年末公司部分在建供水项目（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	0.54	12
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	1.63	3
湖南省湘西土家族苗族自治州龙山县城乡安全饮水工程 PPP 项目	2019/8/30	湖南湘西自治州	8.11	4.27	15
安徽省芜湖市繁昌县供水有限责任公司 70% 股权收购项目	2018/12/8	安徽省芜湖市	1.10	0.90	10
安徽省铜陵市枞阳县农村自来水并网 PPP 项目	2018/9/10	安徽省铜陵市	12.78	4.46	13
湘西凤凰县城镇给排水工程 PPP 项目	2017/10/8	湖南省湘西自治州	9.87	3.85	9
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	2.70	2.11	10
<b>合计</b>	--	--	<b>38.86</b>	<b>17.76</b>	<b>72.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2019 年，污水处理业务继续稳健运行，随着新项目建设的陆续推进，未来公司污水处理能力仍将继续增强，但大量建设任务也给公司带来一定的资本支出压力**

**盈利情况：**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。2019 年，公司污水处理收入为 25.73 亿元，业务毛利率为 34.79%，收入受益于保底水量和价格调整持续增长，业务毛利率受污水处理量增加、价格调整、增值税税率下调影响有所增长。

**运营指标：**近年来公司污水处理能力不断提升。截至 2020 年 3 月末，公司参控股污水处理项目共 155 个，控股项目中，公司合计供水能力前五大省份分别为山东、安徽、湖南、山西和广东，污水处理能力合计为 664.17 万吨/日。随着污水处理能力的提高，公司污水处理量亦持续快速增长。

表 6：近年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)
2017	1,090.04	15.69
2018	1,226.00	17.52
2019	1,387.57	19.69
2020.3	1,409.57	5.12

注：公司处理能力含参股企业数据，处理量为控股企业数据。

表 8：截至 2019 年末公司部分在建污水处理厂项目（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	1.23	10.00
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	10.08	30.00
贵州省六盘水市水城县城镇污水处理一体化 PPP 项目	2018/5/8	贵州省六盘水市	10.89	0.93	9.55
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	4.36	3.40	10.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：公司主要控股污水处理厂分布情况

序号	所在省份	污水处理能力（万吨/日）
1	山东	176.90
2	安徽	169.60
3	湖南	157.67
4	山西	84.50
5	广东	75.50
<b>合计</b>	--	<b>664.17</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**污水处理价格：**公司业务遍布全国，各地污水处理价格差异较大。分片区来看，2019 年，华北地区平均水价为 1.47 元/吨，华东地区为 1.17 元/吨，中南地区为 1.09 元/吨，东北地区为 1.38 元/吨，西南地区为 1.64 元/吨，西北地区为 0.80 元/吨。公司主要客户是地方政府，每年污水处理价格按特许经营协议及实际情况有所调整。

**项目建设：**截至 2019 年末，公司在建污水处理项目共 67 个，预计总投资 143.59 亿元，已投资 72.16 亿元，项目建成后预计可新增污水处理能力约 177.2 万吨/日。公司污水处理板块在建项目主要采用 BOT 及 PPP 等模式开展，部分工程建设任务由环保建设板块子公司负责实施，相关工程施工收入计入环保建设收入。

河南省漯河市舞阳县水务基础设施综合建设 PPP 项目	2018/10/5	河南省漯河市	9.40	2.00	7.00
山东省临沂市第二污水处理厂扩建工程及配套管网工程 PPP 项目	2019/12/15	山东省临沂市	4.83	0.02	5.00
湖南省株洲市河西污水处理厂二期及配套管网工程 PPP 项目	2019/6/30	湖南省株洲市	4.27	2.69	7.00
安徽省淮南市石姚湾净水厂（含中水和污泥处理中心）及配套管网项目	2019/10/25	安徽省淮南市	7.62	0.24	10.00
<b>合计</b>	--	--	<b>56.50</b>	<b>20.59</b>	<b>88.55</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 2019 年综合水治理项目仍处于建设期，未产生相应回款，且面临较大投资压力

**运营模式：**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；随着 PPP 模式（政府与社会资本合作）在全国的推广，公司以 PPP 模式进行城市综合水治理的项目逐年增加。其具体模式为公司与当地政府机构出资代表合作成立项目公司，项目公司与当地政府机构签订水综合治理协议，确定综合治理的具体内容；在实际执行时，按照明细项目的性质不同，分别确

定付费方式。截至 2020 年 3 月末，公司综合水治理 PPP 项目仍在建设期，尚未产生回款。

**项目建设：**截至 2019 年末，公司主要在建项目分布在北京、广东、宁夏、江苏、甘肃、湖南、福建、四川、海南及安徽 10 个省份，项目回款方主要为项目所在地的住建部门或水利部门。截至 2019 年末，公司综合水治理在建项目总投资共 202.47 亿元，已完成投资额 76.04 亿元，项目投资规模较大，给公司带来一定资本支出压力，此外 PPP 项目回款周期较长，对资金形成一定占用。

表 9：截至 2019 年末公司主要 PPP 综合水治理项目情况（亿元、%）

项目名称	是否入库	公司持股比例	合同签订方	建设周期	总投资	资本金占比	已投资	2020 年计划投资
内江市沱江流域水环境综合治理 PPP 项目	是	39.97	内江市住房和城乡建设局	3 年	66.45	20	12.16	12.50
宁夏回族自治区固原市海绵城市建设 PPP 项目	是	80	固原市住房和城乡建设局	45 个月	29.88	20	23.16	2.80
福建省仓山龙津阳岐水系综合治理及运营维护 PPP 项目	是	51	福州市城乡建设委员会	38 个月	24.26	25	20.61	2.07
临澧县安全饮水工程 PPP 项目	是	70	临澧县水利局	48 个月	19.41	27	11.28	3.00
淮安区黑臭水体综合整治 PPP 项目	是	65	淮安区住房和城乡建设局	28 个月	14.80	20	3.06	2.89
北京市顺义区农村治污（东部片区）工程 PPP 项目	是	19	北京市顺义区水务局	36 个月	14.71	15	2.56	6.50
淮南市潘集区泥河流域水环境综合治理 PPP 项目	是	90	淮南市水利局	24 个月	5.62	20	0.30	3.84
<b>合计</b>	--	--	--	--	<b>175.13</b>	--	<b>73.13</b>	<b>33.60</b>

注：1、内江市沱江流域水环境综合治理 PPP 项目，公司系第一大股东，可实际控制该项目；2、北京市顺义区农村治污（东部片区）工程 PPP 项目，公司非第一大股东，但可对该项目实施实际控制。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 环保建设业务与水务板块业务扩张的关联性较强；公司不断加强自有项目管理，环保建设业务稳定开展

**运营主体及资质：**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等负责开展，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。公司环保建设业务主要是为公司水务板块中标的 PPP 及 BOT 项目提供工程建设服务，项目分布于 23 个省、

市、自治区，超过100个城市。

**盈利情况：**2019年，公司环保建设业务收入为57.65亿元，较上年继续增长，主要因公司加强了工程管理，建立工程统管直营平台，建设项目快速增长所致；业务毛利率为23.03%，较2018年下降，主要由于当期运营的横港取水口及配套供水迁建工程项目、宁河农村污水一期项目、运城经开区城东污水扩建项目、鹰潭城南污水厂扩容提标等项目毛利率偏低。

**经营概况：**2019年，公司深化工程事业部、大区工程分部、项目公司三级管理架构，通过专业管理培训提高团队人员能力；加强工程进度管理，优化设计管理、造价管理、招采管理、风控管理，完善工程财务体系，持续提升工程建设能力。2018年及2019年，公司新拓展的供水及污水处理等水务项目增加，环保工程项目新签合同数及合同金额较2017年显著增多。2019年，公司共结算环保建设项目48个，均为公司内部BOT及PPP项目，其中承接总承包项目数量为29个，EPC项目数量为1个，土建项目数量为18个。

表 10：公司水务工程建设情况（个、亿元）

年度	新签合同数	新签合同金额
2017	30	11.68
2018	81	48.28
2019	66	40.54
2020.3	9	5.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 2019年，公司固废业务总体经营稳健，但由于毛利

表 11：近年首创环境垃圾处理情况（不含海外公司业务）

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）
2017	10,468.00	132.00	24,954.80	20,515.41
2018	12,026.00	312.75	29,509.79	23,847.92
2019	12,031.00	396.80	38,893.89	31,600.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

湖南首创旗下垃圾处理项目以填埋为主，截至2020年3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。垃圾处理量方面，2018年，因部分项目到期后移交政府，不再纳入合并范围，导致处理能力及

## 率较低的清运收入占比上升，业务毛利率略有下降

**运营主体：**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首创环境及湖南首创。

**盈利情况：**2019年，公司垃圾处理业务收入39.33亿元，较2018年有所增长，主要系受益于垃圾处理量增加；同期，业务毛利率为31.49%，由于毛利率相对偏低的清运项目业务占比上升，2019年，该业务盈利能力略有下降。

**运营指标：**截至2019年末，公司通过子公司首创香港有限公司持有首创环境45.11%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），当前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、中端、后端一体化处置核心业务；同时形成了厌氧处理和危废处置业务作为支线业务同步发展；电子废弃物拆解、非正规填埋场治理和建筑垃圾资源化处理业务作为辅助业务协同发力的产业格局。近年来，首创环境发展较快，垃圾处理规模及发电规模均显著增长；此外，2018年及2019年，首创环境分别实现电子废弃物拆解量214万台和314万台，拆解能力亦不断提升。截至2019年末，首创环境在国内的在建项目共20个，计划总投资77.18亿元，已完成投资额67.55亿元。整体来看，首创环境固废处理业务运营稳健，各项运营指标持续上升。

处理量均有所下降，2019年处理量又有回升。

表 12：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）
2017	1,710	56.54
2018	1,390	51.15
2019	1,390	64.79
2020.3	1,390	13.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

海外拓展方面，2015年，公司通过首创香港收购了BCG NZ Investment Holding Limited（以下简称“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公司成为公司的控股子公司。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，市场份额超过30%，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）。截至2019年末，BCG NZ公司总资产为61.40亿元，2019年实现收入为23.48亿元。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。

2015年7月，首创香港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，拥有各种类型的处理设施，持有国家环境署（NEA）发放的全方位垃圾收集服务牌照，有能力收集并处理各类工业危废，业务领域涵盖有毒工业废物处理、工商业废物处理、医疗废物处理、综合废物管理、市政污泥处理、贵金属回收等。截至2019年末，ECO公司总资产为7.16亿元，2019年实现收入为3.38亿元。

### 京通快速路盈利状况良好；饭店服务业务停工装修，目前尚未恢复运营

公司其他业务主要包括快速路业务和饭店经营业务等。

**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较为稳定且营业毛利率均保持在60%左右，是公司利润重要的有益补充，2019年，京通快速路通行费收入为3.37亿元，累计车流量为0.45亿辆，征费流量为0.42亿辆。2019年通行费收入有所减少，原因是ETC通行车辆折扣政策调整和外埠车辆进京管控政策影响。

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。2017年，公司收到京通快速路补贴收入为1.41亿元；自2018年起，公司不再收到相关补贴。

**新大都饭店：**新大都饭店是一家四星级涉外饭店，地理位置优越。2017年，公司饭店经营业务实现收入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，目前仍未恢复运营，故自2018年始公司未实现饭店经营收入。

## 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2017年~2019年财务报告以及未经审计的2020年一季度财务报表。公司各期财务报表按新会计准则编制，各期数据均使用当期财务报表期末数或当期数。

### 盈利能力

**2019年，公司收入持续增长，营业毛利率基本稳定，但EBIT和EBITDA利润率，总资产收益率等盈利指标略有下滑**

近年来公司业务快速发展，收入规模持续增

加。其中，受益于国家政策对环保行业的倾斜、公司项目获取能力的逐年增强以及股权并购，环保项目建设量持续增加，收入规模也相应快速增长。其余板块随着产能提升，收入亦平稳增长。近年来，公司毛利率均在 30% 左右，整体维持稳定。其中，垃圾处理板块毛利率持续下降，主要系毛利率偏低

垃圾清运等业务比重上升；环保建设板块 2019 年毛利率有所下降，系当期部分项目盈利空间较窄；其他板块的毛利率近两年较高，主要系盈利较强的京通快速路收入占比提升；其余板块毛利率均呈现出一定波动态势，但整体波动幅度不大。

**表 13：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）**

项目	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
垃圾处理	30.23	33.42	34.09	32.40	39.33	31.49
环保建设	28.21	27.14	48.42	27.59	57.65	23.03
污水处理	15.75	34.48	19.96	31.24	25.73	34.79
自来水生产销售	12.36	26.29	15.82	24.07	20.28	29.18
其他	6.30	43.09	6.26	62.45	6.08	59.66
<b>合计</b>	<b>92.85</b>	<b>31.39</b>	<b>124.55</b>	<b>30.80</b>	<b>149.07</b>	<b>29.62</b>

资料来源：财务报表

近年来，由于规模扩张，人员负担加重，导致管理费用增长；业务拓展同时增加了债务融资规模，使得近年来财务费用持续增加，上述因素共同推高了公司期间费用。受益于营业总收入的快速提升，公司期间费用率呈下降趋势，但结合营业毛利率来看，公司期间费用率仍较高。

公司利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益。受益于水务及环保主业业绩的提升，经营性业务利润大幅提高，构成公司利润的主要来源。此外，投资收益对公司利润形成一定补充，投资收益主要来自合营企业通用首创、Transwaste Canterbury Limited，以及联营企业北京首创热力股份有限公司和青岛首创瑞海水务有限公司权益法下确认的投资收益。公司每年根据账龄对应收账款、其他应收款和长期应收款计提坏账准备，对利润有所侵蚀。

盈利指标方面，近年来公司 EBIT 和获现能力不断增强，但从相关利润率及总资产收益率来看，公司盈利指标一般。

**表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	22.55	27.17	28.93	7.09
期间费用率	24.28	21.82	19.41	24.24
经营性业务利润	8.45	11.59	14.35	1.85
资产减值损失	0.16	0.44	0.0002	0.00

信用减值损失	--	--	0.47	0.04
投资收益	2.00	2.16	1.96	0.23
利润总额	9.72	12.79	15.99	1.96
EBIT	18.37	24.15	27.65	4.94
EBITDA	29.98	38.22	45.26	--
EBIT 利润率	19.78	19.39	18.55	16.87
EBITDA 利润率	32.29	30.69	30.36	--
总资产收益率	4.05	4.03	3.71	2.42

注：1、公司未提供 2020 年一季度财务报表现金流量补充表，相关指标失效；2、季报中总资产收益率为年化数据。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**2019 年末，公司资产质量无重大变化，财务杠杆率仍处于高水平，一定程度上限制了再融资能力**

经营规模逐年扩大带动资产总额稳步增加。公司房屋建筑物、机器设备及管网等资产计入固定资产，水务及固废业务的特许经营权计入无形资产，承接的水务及综合水治理等尚在建设期的 PPP 项目计入在建工程，固废处理特许经营权计入长期应收款。2020 年 3 月末，上述四项资产规模合计占公司资产总额比例为 71.63%。随着运营项目增加，应收账款呈现逐年小幅增长趋势，考虑到主营业务下游客户付费有一定滞后期，应收账款规模目前处于合理水平。

负债方面，2020 年 3 月末，除有息债务外，公司负债主要为应付账款中应付工程建设单位的

BOT 工程建设款及应付分包方的工程款；预计负债主要为预计大修更新改造款。

债务方面，2020 年 3 月末，公司债务以长期债务为主，有息债务包括长短期借款、一年内到期的非流动负债、应付债券、其他流动负债中的超短期融资券和长期应付款中应付融资租赁款和资产支持专项计划款。总体上看，公司债务结构合理，以长期债务为主的债务结构符合公司所处行业特征。

所有者权益方面，近年来，受益于非公开发行股票、发行永续债（含永续中票）及吸收少数股东资本，公司所有者权益合计金额不断增长。2017 年~2019 年，公司年度分配预案含税现金分红总额分别为 3.86 亿元、4.55 亿元和 4.55 亿元。2018 年和 2019 年，公司分别按 2017 年和 2018 年含税预案现金分红总额进行了利润分配。

**表 15：近年来公司主要财务情况（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	40.95	61.15	37.50	49.47
应收账款	22.81	28.70	37.71	39.84
长期应收款	22.47	42.20	56.59	64.12
固定资产	48.98	53.12	58.19	56.66
在建工程	109.32	161.46	201.55	195.71
无形资产	172.60	224.16	269.36	280.82
<b>总资产</b>	<b>509.94</b>	<b>689.88</b>	<b>798.72</b>	<b>833.84</b>
短期借款	52.48	25.56	13.68	39.73
应付账款	40.68	64.01	83.82	68.50
一年内到期的非流动负债	46.75	20.50	29.15	23.75
<b>流动负债</b>	<b>183.66</b>	<b>172.27</b>	<b>181.66</b>	<b>185.09</b>
长期借款	108.41	183.57	220.80	238.98
应付债券	16.53	58.47	70.80	81.71
预计负债	13.79	17.37	20.56	21.62
<b>非流动负债</b>	<b>154.94</b>	<b>279.79</b>	<b>334.91</b>	<b>364.94</b>
<b>总债务</b>	<b>235.72</b>	<b>305.30</b>	<b>348.94</b>	<b>398.79</b>
<b>总负债</b>	<b>338.60</b>	<b>452.06</b>	<b>516.58</b>	<b>550.02</b>
股本	48.21	56.85	56.85	56.85
其他权益工具	44.00	64.00	100.00	100.00
资本公积	6.08	23.91	23.93	23.93
未分配利润	20.27	20.73	21.71	22.85
少数股东权益	46.55	62.17	68.93	69.52
<b>所有者权益合计</b>	<b>171.34</b>	<b>237.82</b>	<b>282.14</b>	<b>283.82</b>
短期债务/总债务	43.68	18.18	13.93	17.36
资产负债率	66.40	65.53	64.68	65.96
总资本化比率	57.91	56.21	55.29	58.42
资产负债率*	75.03	74.80	77.20	77.95
总资本化比率*	68.72	68.00	71.14	73.07

注：1、2019 年末及 2020 年 3 月末，总债务指标中包含利息；2、“资产

负债率\*”、“总资本化比率\*”两项指标系将其他权益工具调整至有息债务口径后计算的比率。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆率方面，公司财务杠杆率相对较高，近年来资产负债率在 65% 左右波动，总资本化比率维持在 55% 左右，若考虑永续债（含永续中票）纳入有息债务核算，则公司 2020 年 3 月末资产负债率及总资本化比率将升至 70% 以上，财务杠杆较高，偿债压力较大，且一定程度上限制了公司的再融资能力。

## 现金流及偿债能力

**2019 年，公司经营活动净现金流持续保持大幅净流入，同时资本支出规模持续攀升，融资及偿债压力相应增加；相关指标对利息覆盖倍数尚可**

公司经营活动现金流入流出均与经营活动相关，现金流入主要为收到的主营业务回款和往来款等，现金流出主要为支付的设备采购款、工程劳务款、人员工资、日常费用性支出及往来款等，近年来均保持大额净流入。收现比方面，2017 年~2019 年公司收现比均小于 1，主要是受新增项目运营初期回款周期尚不稳定及部分污水处理项目受当地财政支付能力影响回款周期较长等因素影响，2020 年一季度收现比升至 1.45，主要系当期主营业务回款增加，同时首创环境 2019 年拆解补贴收入延至 2020 年初收回。付现比方面，由于应付设备款、BOT 工程款及分包工程款等款项有一定滞后，2017 年~2019 年付现比均小于 1，2020 年一季度，因部分款项予以结算，付现比升至 1.23 倍。

投资活动现金流方面，公司每年均保持一定的项目投资支出，且逐年有所增长，投资活动净现金流表现为大额净流出，且净流出规模不断增加。

筹资活动现金流方面，近年现金流入主要来自吸收投资、银行借款和发行债券，其中 2017 年吸收投资收到的现金来自非公开发行可续期绿色公司债及少数股东投资，2018 年来自非公开发行股票，2019 年来自发行可续期公司债及少数股东投资，

2020年一季度来自少数股东投资；筹资活动现金流出主要是偿付债务本息及分配股利。

到期债务方面，2020年公司需偿还各类债务共计48.61亿元，有一定的短期债务压力。

偿债指标方面，近年来公司获现能力和FFO情况良好，均可以对利息支出形成覆盖，但2020年3月末公司短期债务较多，货币资金/短期债务指标低于1，面临一定短债压力。

**表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	24.89	32.95	33.33	5.93
投资活动净现金流	-70.20	-90.54	-113.15	-38.64
其中：资本支出	74.50	92.55	116.74	32.92
筹资活动净现金流	57.88	78.72	55.88	44.84
其中：吸收投资收到的现金	32.20	56.18	55.76	0.65
收现比	0.89	0.80	0.89	1.45
付现比	0.50	0.46	0.57	1.23
总债务/EBITDA	7.86	7.99	7.71	--
EBITDA 利息覆盖倍数	3.02	2.75	2.94	--
FFO	28.68	33.83	39.52	--
FFO/总债务	0.12	0.11	0.11	--
FFO 利息覆盖倍数	2.89	2.43	2.57	--
货币资金/短期债务	0.40	1.10	0.77	0.71

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2019年末，公司备用流动性充足，能够对整体偿债能力提供支持；受限资产主要为自来水及污水处理收费权；对外担保规模较小**

公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，截至2019年末，公司共获得银行授信总额430.57亿元，其中未使用额度402.40亿元，为公司提供了很强的备用流动性支持。此外作为上市公司，公司股权融资渠道相对畅通，旗下的首创环境亦具备在香港资本市场融资能力。

受限资产方面，截至2019年末，公司受限货币资金账面价值1.76亿元，系各类保证金以及其他冻结款项，此外，公司将部分自来水及污水处理等收费权等用于质押借款。

对外担保方面，截至2019年末，公司对外担保余额为3.49亿元，占当期所有者权益合计的比重为1.24%，被担保公司通用首创为公司合营公司，经营

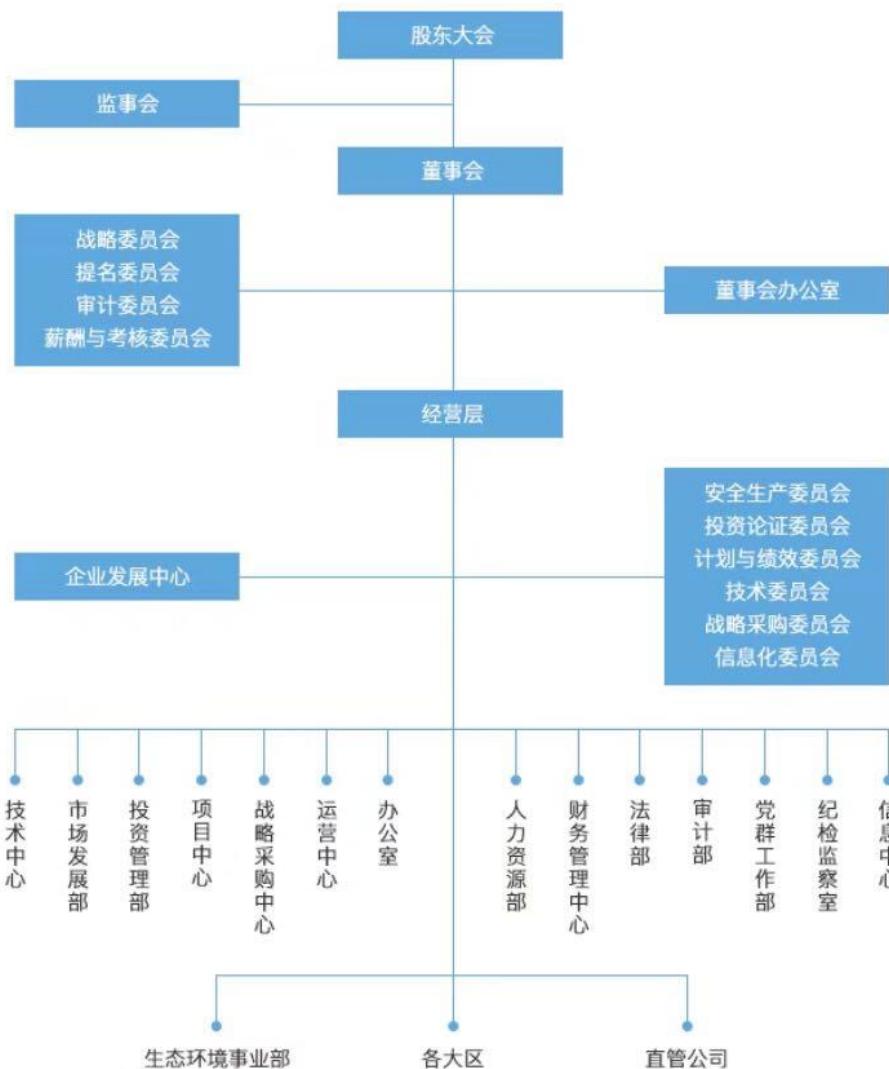
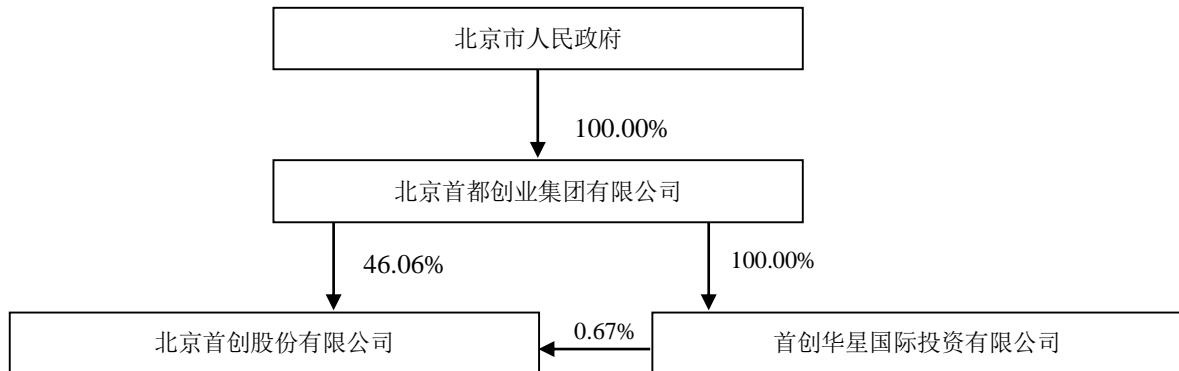
状况良好，公司代偿风险很小。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》和《企业历史违约记录情况表》，截至2020年1月7日，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 评级结论

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“16首股债”的债项信用等级为**AAA**。

## 附一：北京首创股份有限公司股权结构图和股权结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：北京首创股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据 (单位: 万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	409,462.65	611,538.13	374,950.50	494,722.41
应收账款	228,104.71	287,022.89	377,071.27	398,386.34
其他应收款	119,118.50	170,018.01	157,239.14	163,220.80
存货	65,163.33	78,361.26	112,492.14	35,628.87
长期投资	262,445.82	269,866.46	274,532.32	274,823.93
在建工程	1,093,249.49	1,614,626.92	2,015,547.57	1,957,130.29
无形资产	1,725,986.48	2,241,580.48	2,693,629.04	2,808,213.76
总资产	5,099,430.84	6,898,794.75	7,987,235.63	8,338,419.94
其他应付款	194,109.37	259,069.09	180,295.41	200,514.47
短期债务	1,029,731.07	555,075.67	486,098.26	692,416.23
长期债务	1,327,474.58	2,497,921.66	3,003,339.48	3,295,437.57
总债务	2,357,205.65	3,052,997.33	3,489,437.74	3,987,853.80
总负债	3,386,014.57	4,520,558.06	5,165,789.29	5,500,208.83
费用化利息支出	86,476.53	113,620.35	116,650.20	29,753.16
资本化利息支出	12,802.68	25,567.97	37,210.65	5,307.74
实收资本	482,061.41	568,544.82	568,544.82	568,544.82
少数股东权益	465,502.95	621,725.35	689,263.08	695,229.50
所有者权益合计	1,713,416.27	2,378,236.68	2,821,446.33	2,838,211.10
营业总收入	928,502.08	1,245,536.30	1,490,727.36	292,647.94
经营性业务利润	84,454.81	115,870.15	143,482.16	18,505.26
投资收益	19,961.44	21,576.40	19,565.18	2,298.95
净利润	70,214.67	81,561.78	109,151.15	10,825.55
EBIT	183,664.74	241,496.67	276,504.58	49,376.97
EBITDA	299,798.91	382,224.83	452,598.08	--
销售商品、提供劳务收到的现金	822,911.72	996,798.28	1,329,855.55	423,455.72
收到其他与经营活动有关的现金	87,013.84	107,033.14	63,272.19	17,123.30
购买商品、接受劳务支付的现金	316,271.04	395,645.54	593,668.15	246,470.79
支付其他与经营活动有关的现金	91,948.79	87,024.62	107,854.28	25,455.34
吸收投资收到的现金	322,001.39	561,759.72	557,606.03	6,507.36
资本支出	744,982.68	925,522.15	1,167,363.98	329,197.54
经营活动产生现金净流量	248,925.79	329,501.12	333,338.60	59,281.50
投资活动产生现金净流量	-702,017.23	-905,416.77	-1,131,450.41	-386,443.28
筹资活动产生现金净流量	578,832.60	787,168.02	558,805.52	448,369.34
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	31.39	30.80	29.62	31.60
期间费用率(%)	24.28	21.82	19.41	24.24
应收类款项/总资产(%)	11.22	12.74	13.78	14.42
收现比(X)	0.89	0.80	0.89	1.45
总资产收益率(%)	4.05	4.03	3.71	2.42
资产负债率(%)	66.40	65.53	64.68	65.96
总资本化比率(%)	57.91	56.21	55.29	58.42
短期债务/总债务(X)	0.44	0.18	0.14	0.17
FFO/总债务(X)	0.12	0.11	0.11	--
FFO 利息倍数(X)	2.89	2.43	2.57	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.51	2.37	2.17	1.69
总债务/EBITDA(X)	7.86	7.99	7.71	--
EBITDA/短期债务(X)	0.29	0.69	0.93	--
货币资金/短期债务(X)	0.40	1.10	0.77	0.71
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.02	2.75	2.94	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2020年一季度财务报表未经审计；2、将公司“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算，将“一年内到期的非流动负债”中的无息负债调出短期债务核算，将“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；3、2019年末及2020年3月末，总债务指标中包含利息；4、公司未提供2020年一季度现金流量补充表，相关指标失效；5、季报中总资产收益率为年化数据。

## 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 / 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项
	长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项
	总债务 = 长期债务 + 短期债务
	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 + 所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产 = (应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 总资产
盈利能力	营业成本合计 = 营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金成本 + 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 + 分保费费用
	营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本合计) / 营业总收入
	期间费用合计 = 财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用
	期间费用率 = (销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用) / 营业总收入
	经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本合计 - 税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 研发费用 - 财务费用 + 其他收益
	EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 费用化利息支出
	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
	总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额
	EBIT 利润率 = EBIT / 当年营业总收入
	EBITDA 利润率 = EBITDA / 当年营业总收入
现金流	FFO (营运现金流) = 经营活动净现金流 - 营运资本的减少 (存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加)
	收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数 = FFO / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 = 经营活动净现金流 / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

注：“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、分保费费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	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。
<b>C</b>	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。

中长期债券等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	不能偿还债券。

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。

短期债券等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。