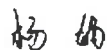


北京首创股份有限公司 2020 年公开发行永续期公 司债券信用评级报告

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 07 月 03 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 and 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）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评级结果维持、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]2324D 号

北京首创股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“北京首创股份有限公司 2020 年公开发行永续期公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月三日



发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	偿付顺序	发行目的
北京首创股份有限公司	不超过 20 亿元 (含 20 亿元)	基础期限不超过 5 年(含 5 年), 在约定的基础期限期末及每一个周期末, 公司有权行使续期选择权, 按约定的基础期限延长 1 个周期; 公司不行使续期选择权则全额到期兑付	在公司不行使递延支付利息的情况下, 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	本次债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债券和其他债务	拟用于补充营运资金及置换存量有息负债

评级观点: 中诚信国际评定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; 评定“北京首创股份有限公司 2020 年公开发行可续期公司债券”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融资渠道相对畅通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(%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
公司(2019)	2,804.58	31.38	798.72	64.68	149.07	10.92	33.33
重庆水务(2019)	610.81	17.44	217.13	30.13	56.39	16.66	22.42
深圳水务(2018)	1,250.63	32.29	233.45	54.73	87.65	6.99	14.55

注: 1、“重庆水务”为“重庆市水务资产经营有限公司”简称, “深圳水务”为“深圳市水务(集团)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

■ **产业链较为完整, 技术实力较强。**公司产业链覆盖供水、污水处理、综合水治理、水务建设、固废处理等, 产业链完整, 行业协同效应较强。此外, 公司科研技术实力较强, 为业务发展奠定了坚实基础。

■ **经营业绩稳步增长。**随着业务规模的不断扩张, 近年来, 公司收入规模及利润规模均持续增长, 盈利情况良好。

■ **融资渠道相对畅通。**公司债权融资方式丰富, 同时作为上市公司, 公司亦拥有畅通的股权融资渠道, 为项目建设资金需求提供了良好保障。

关注

■ **政策风险。**水务行业及环保行业具有投资金额大、回收周期长、回报率相对较低等特点, 因此公司在建设或收购项目后, 价格能否及时调整、地方财政或其他下游回款方能否及时支付款项对其收益有一定影响。

■ **未来投资规模较大, 面临一定投融资压力。**目前公司有息债务规模较高, 且在建项目尚需投资规模较大, 未来随着业务规模的扩张和项目的不断推进, 公司投融资压力或将进一步加大。

评级展望

中诚信国际认为, 北京首创股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司运营范围或运营项目大幅减少, 运营成本超预期上涨, 对子公司管控能力显著弱化, 债务压力大幅攀升等。

发行主体概况

历史沿革：首创股份成立于 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”）作为主发起人，联合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共同发起设立。2000 年，公司面向社会公众公开发行 3 亿 A 股并在上海证券交易所上市，股票代码为 600008，2006 年 4 月公司完成股权分置改革。2015 年 1 月，公司非公开发行股票 2.10 亿股，募集资金 20.55 亿元。2016 年 4 月，公司通过年度股东大会决议，以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股，增加股本 24.10 亿股。2018 年 11 月，公司非公开发行股票 8.65 亿股，募集资金 26.90 亿元。

产权结构：截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和股本均为 56.85 亿元，其中首创集团对公司直接持股 46.06%，为公司控股股东，其余股东持股比例较低且分散；北京市人民政府为公司实际控制人。

业务范围：公司主营业务主要包括供水、污水处理、环保建设及垃圾处理，其中供水及污水处理业务主要由项目所在地子公司负责，环保建设业务亦通过下属多个子公司运作，垃圾处理业务主要通过控股子公司首创（香港）股份有限公司（以下简称“首创香港”）及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”）开展。此外，首创香港下属控股子公司首创环境控股有限公司（以下简称“首创环境”）为上市公司。

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 2020 年公开发行可续期公司债券
债券期限	本次债券基础期限不超过 5 年（含 5 年），本次债券在每个约定的周期末附公司续期选择权，于公司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。
发行规模	本次债券规模不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），可选择一次或分期发行，具体发行规模根据公司资

	金需求情况和发行时市场情况，在上述范围内确定。
超额配售选择权	公司和簿记管理人将根据网下申购情况，决定是否行使超额配售选择权。
债券利率及其确定方式	本次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。 本次债券首个计息周期的票面利率通过簿记建档方式确定。首个计息周期末，如果公司选择延长债券期限，则从第 2 个计息周期开始，其后每个计息周期以当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点重置一次票面利率。
公司续期选择权	每不超过 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本次债券期限延长 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次债券。公司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。
递延支付利息权	本次债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司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。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。 递延支付的金额按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。
强制付息事件	付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息： (1) 向普通股股东分红； (2) 减少注册资本。
利息递延下的限制事项	若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为： (1) 向普通股股东分红； (2) 减少注册资本。
偿付顺序	本次债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债券和其他债务
公司赎回选择权	(1) 公司因税务政策变更进行赎回 (2) 公司因会计准则变更进行赎回 除以上两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本次债券。
债券票面金额和发行价格	本次债券票面金额为 100 元，按面值平价发行
还本付息方式及支付金额	本次债券采用单利按年计息，不计复利。在公司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。本次债券于每年的付息日向投资者支付的利息金额为投资者截至付息债权登记日收市时所持有的本次债券票面总额与对应的票面利率的乘积；于兑付日向投资者支付的本息金额为投资者截至兑

付债权登记日收市时所持有的本次债券最后一期利息及所持有的债券票面总额的本金。

募集资金用途	本次债券的募集资金扣除发行费用后拟用于补充营运资金及置换存量有息负债。
--------	-------------------------------------

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 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 2020 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冲击的背景下，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：尽管当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。

行业分析

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年年底以前，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。除下表所列类别外，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 2：2017 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评价结果显示，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，但配套管网建设落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%；地级及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%；地级及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，但配套管网建设落后制约了处理能力的释放。各类法律 and 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 3：2018 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、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。

业务运营

公司水处理能力位居国内水务行业前列，行业地位突出；产业链较为完整，行业协同效应显现；注重技术创新与技术提升，专利成果丰硕；融资渠道相对畅通，财务弹性较好

凭借十余年的发展经验，公司已成为目前国内水务行业规模最大、运营管理能力领先、产业链拓展最为完善的公司之一。目前，公司水务投资和工程项目分布于 27 个省、市、自治区，覆盖范围超过 100 个城市，并在湖南、山东、安徽等省份实现了区域竞争优势。截至 2019 年 12 月 31 日公司合计拥有约 2,804 万吨/日的水处理能力，位居国内水务行业前列。

公司业务覆盖供水、污水处理、综合水治理、水务建设及固废处理等板块，产业链较完整。同时，公司发挥行业协同效应，与固废业务下属公司首创环境联合中标项目。此外，公司还开展京通快速路收费及饭店运营等业务，收入来源多元。近年来，主营业务发展势头良好，带动公司营业总收入持续、快速增长。

表 4：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019
垃圾处理	30.23	34.09	39.33

环保建设	28.21	48.42	57.65
污水处理	15.75	19.96	25.73
自来水生产销售	12.36	15.82	20.28
其他	6.30	6.26	6.08
合计	92.85	124.55	149.07
占比	2017	2018	2019
垃圾处理	32.56%	27.37%	26.38%
环保建设	30.38%	38.87%	38.67%
污水处理	16.97%	16.03%	17.26%
自来水生产销售	13.31%	12.70%	13.61%
其他	6.78%	5.03%	4.08%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供

公司多年来承担国家专项课题，并与各高校、科研院所广泛合作，形成了自身强大的技术优势，产、学、研、用的有机结合，有利于加强技术创新体系和加速科技成果转化，从而提升公司自主创新和业务服务能力。此外，公司初步实现了对下属公司项目的统一化、网络化、实时化和集团化管理，为公司今后的区域化和规模化拓展提供了有力的技术平台支持。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有授权专利 215 项，其中发明专利 29 项，外观设计专利 5 项，实用新型专利 181 项。

公司与国内外多家大型银行构建了长期的战略合作关系，同时公司是国内上市公司，直接融资渠道相对畅通，财务弹性较好，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。

公司供水能力不断提升，带动供水量及供水收入平稳增长；同时公司注重加强成本管理，并与项目所在地政府积极沟通水价调整，2019 年管控效果显现，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: 2017 年~2019 年, 公司自来水销售收入分别为 12.36 亿元、15.82 亿元和 20.28 亿元, 业务毛利率分别为 26.29%、24.07%和 29.18%, 得益于售水量的提升, 收入不断增长, 但业务毛利率有所波动, 公司在加强自身节能消耗和成本管理同时, 积极与当地政府沟通, 探讨水价的适时调整。2019 年, 因部分存量项目水价调整以及公司成本控制, 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 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)	产销差率
2017	1,217.58	8.33	7.01	15.82%
2018	1,402.92	10.11	8.58	15.14%

表 7: 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
湘西凤凰县城乡给排水工程 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
合计	--	--	38.86	17.76	72.00

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

近年来污水处理业务运行稳健, 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

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 6: 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。

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。2017 年~2019 年, 公司污水处理收入分别为 15.75 亿元、19.96 亿元和 25.73 亿元, 公司业务毛利率分别为 34.48%、31.24%和 34.79%, 收入受益于保底水量和价格调整持续增

长，业务毛利率受每年折旧、摊销、人工等成本，以及项目价格调整、增值税率变化影响而有所波动。

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 8：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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：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

表 10：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
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
合计			56.50	20.59	88.55

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

综合水治理业务有利于拓宽产业链布局，但该板块业务多以 PPP 模式开展，回款期长，对公司资金形成一定占用

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

2	安徽	169.60
3	湖南	157.67
4	山西	84.50
5	广东	75.50
合计	--	664.17

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。

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 11：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
福建省仓山龙潭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
合计	--	--	--	--	175.13	--	73.13	33.60

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；近年来，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：2017 年~2019 年，公司环保建设业务收入分别为 28.21 亿元、48.42 亿元和 57.65 亿元，近年来持续快速增长，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；业务毛利率分别为 27.14%、27.59% 和 23.03%，2019 年毛

利率下降，主要由于当期运营的部分项目毛利率偏低。

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 12：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

公司固废业务已延伸至海外，总体经营稳健；近年来，由于毛利率较低的清运收入占比上升，该板块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：2017年~2019年，受益于垃圾处理量的增长，公司垃圾处理业务收入分别为30.23亿元、34.09亿元和39.33亿元，业务毛利率分别为33.42%、32.40%和31.49%，由于毛利率相对偏低的清运项目业务占比上升，近年来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。

表 13：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，2017年~2019年，湖南首创垃圾处理量总体保持波动上涨趋势。其中2018年，因部分项目到期后移交政府，不再纳入合并范围，导致处理能力及处理量均有所下降。

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）
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，2017年~2019年，京通快速路通行费收入分别为3.34亿元、3.48亿元和3.36亿元，累计车流量分别为0.45亿辆、0.46亿辆和0.45亿辆，征费流量分别为0.40亿辆、0.42亿辆和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。

战略规划及管理

未来仍将继续以水务及环保产业为主业，强化区域规模效应

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。

法人治理结构完善，内控制度基本涵盖了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高

治理结构：股东大会是公司的权利机构，决定公司相关事宜。公司设立董事会，董事会由11名董事组成，其中独立董事不低于董事会成员的1/3，董事会设董事长1人，董事由股东大会选举或更换，董事任期三年，但独立董事的连任时间不得超过六年。公司设经理1名，由董事会聘任或解聘，任期三年，可连聘连任。公司设立监事会，监事会由3名监事组成，设监事会主席1名，任期三年，可连选连任。监事会主席由全体监事过半数选举产生。总体来看，公司建立起了比较健全的治理结构。

管理制度：公司实行董事会领导下的总经理负责制，并设立了董事会办公室，经营层下设投资管理部、战略采购中心、运营中心、项目中心、市场发展部、技术中心、办公室、人力资源部、财务管理中心、法律部、审计部、党群工作部、纪检监察室、信息

中心及生态环境事业部等，各部门独立运行、权责明晰。为加强内部控制，防范经营风险，公司按照《公司法》、《上市公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件的要求，根据业务实际情况，建立了较为完善的内部控制制度管理体系，内控制度贯穿于公司生产经营管理活动的各层面和各个环节并得到有效执行，基本达到内部控制的整体目标。

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。

盈利能力

近年来公司收入不断增长，营业毛利率基本稳定，获现能力持续增强，但期间费用占比较高，盈利指标一般

近年来公司业务快速发展，收入规模持续增长。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一定波动态势，但整体波动幅度不大。

表 15：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

项目	2017	2018	2019
垃圾处理	33.42	32.40	31.49
环保建设	27.14	27.59	23.03
污水处理	34.48	31.24	34.79
自来水生产销售	26.29	24.07	29.18
其他	43.09	62.45	59.66
合计	31.39	30.80	29.62

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，构成公司利润的最主要来源。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 16：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

公司资产质量良好，但财务杠杆率处于高水平，一定程度上限制了再融资能力；2018 年公司对债务结构进行了很大优化，使债务结构与资金回流更为匹

配

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 17：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
总资产	509.94	689.88	798.72	833.84
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
流动负债	183.66	172.27	181.66	185.09
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
非流动负债	154.94	279.79	334.91	364.94
总债务	235.72	305.30	348.94	398.79
总负债	338.60	452.06	516.58	550.02
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
所有者权益合计	171.34	237.82	282.14	283.82
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

公司经营活动净现金流持续保持大幅净流入，但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、FFO 和经营活动净现金流情况良好，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 18：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

公司备用流动性充足，能够对整体偿债能力提供支持；截至 2019 年末，公司受限资产及对外担保规模均较小

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，公司受限资产账面价值 1.76 亿元，系各类保证金以及其他冻结款项，受限规模较小。

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 2020 年公开发行可续期公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

一
评

评

DO

中诚信国际关于北京首创股份有限公司 2020 年公开发行永续期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（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要素，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。

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，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中披露。

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，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。

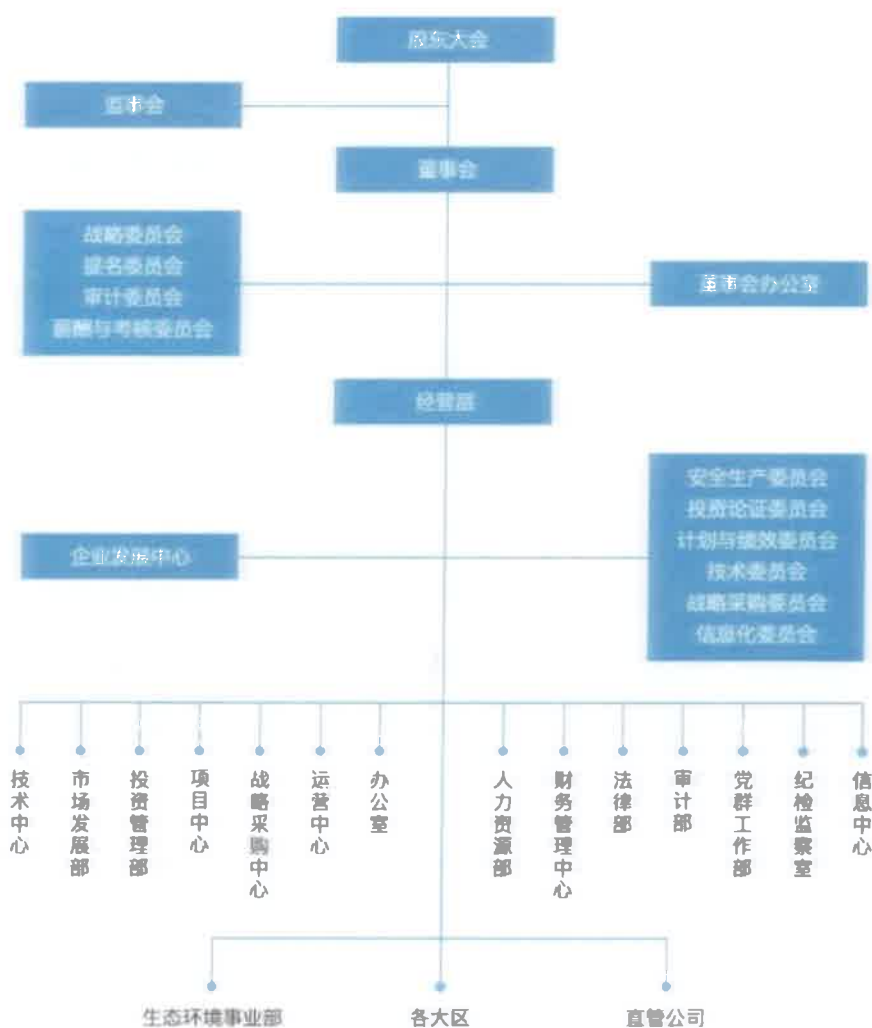
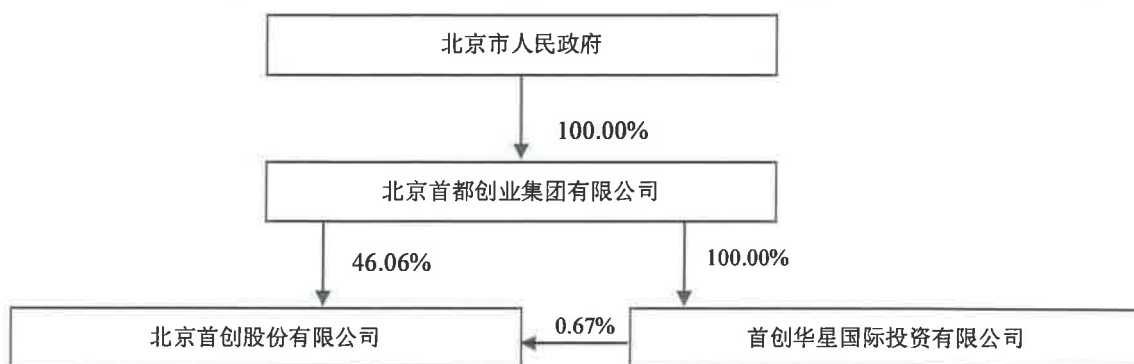
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 07 月 03 日

附一：北京首创股份有限公司股权结构图及组织结构图（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+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-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
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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)
偿债能力	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
	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)
偿债能力	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
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。

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

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



盛雪, 证件号码:110101198911150020, 于2012年12月02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.sci.cn信息一致

2012121100023501



2012年12月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



盛雪, 证件号码:110101198911150020, 于2019年12月01日参加发布证券研究报告
业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.sci.cn信息一致

201912110000114384740110

000



2019年12月

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



杨娟，证件号码:142703199209090926，于2012年09月22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信息一致

2012095109366801

2012年09月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



杨娟，证件号码:142703199209090926，于2014年06月22日参加证券投资基金考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20140751355062051

2014年06月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



杨娟，证件号码:142703199209090926，于2019年12月01日参加发布证券研究报告业务考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



201912110000114432100110000

2019年12月



营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司
类型 有限责任公司(中外合资)
住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
法定代表人 闫衍
注册资本 人民币3266.67万元
成立日期 1999年08月24日
营业期限 1999年08月24日至 2024年08月23日
经营范围 证券市场资信评级业务; 债券、基金金融机构评级业务及相关信息服务。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。)



在线扫码获取详细信息

此件与原件一致, 仅限北京首创股份有限公司2020年公开发行永续期公司债券信用评级报告使用, 再次复印无效。

登记机关

2017 年 08 月 01 日

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。

此件与原件一致，仅限北京首创股份有限公司2020年公开发行公司债券信用评级报告使用，再次复印无效。



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信国际信用评级有限责任公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：闫衍
注册地址：北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
编号：ZPJ 012

中国证券监督管理委员会(公章)

