

信用评级公告

联合〔2022〕6520号

联合资信评估股份有限公司通过对昆明滇池投资有限责任公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持昆明滇池投资有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺，“19滇池投资MTN001”和“21滇池投资MTN001（绿色）”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十一日

昆明滇池投资有限责任公司 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
昆明滇池投资有限责任公司	AA+	稳定	AA+	稳定
19 滇池投资 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
21 滇池投资 MTN001 (绿色)	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 滇池投资 MTN001	10 亿元	10 亿元	2022/10/25
21 滇池投资 MTN001 (绿色)	10 亿元	10 亿元	2023/12/01

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 7 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	bbb	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构	3	
		偿债能力	5	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				6
项目投产				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

昆明滇池投资有限责任公司（以下简称“公司”）是云南省滇池流域水污染治理的唯一投资建设主体及昆明市最重要的污水处理企业。跟踪期内，昆明市经济保持增长，公司持续获得各级政府在资产注入、滇池治理专项资金拨付、财政补贴及专项债资金等方面的大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较弱、滇池治理业务公益性强、未来资本支出压力较大、短期偿付压力大以及存在或有负债风险等因素可能给其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司土地一级开发业务的有序开展、污水处理产能的不断扩大，公司经营有望持续稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“19 滇池投资 MTN001”和“21 滇池投资 MTN001 (绿色)”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

- 经营环境良好。**跟踪期内，昆明市经济稳步增长，财政实力很强。2021 年，昆明市地区生产总值和一般公共预算收入分别为 7222.50 亿元和 689.12 亿元，分别增长 3.7% 和 5.9%。
- 公司业务重要性突出，并持续获得有力的外部支持。**公司作为云南省滇池流域水污染治理唯一的投资建设主体，持续在资产注入、滇池治理专项资金拨付、财政补贴及专项债资金等方面的大力支持。2019—2021 年，公司分别获得中央、云南省、昆明市各级政府的滇池治理工程专项资金拨款资金 9.75 亿元、18.27 亿元和 20.85 亿元。其中公司将符合政府补助条件的专项资金拨款确认为其他收益，2019—2021 年分别确认政府补助 5.05 亿元、5.63 亿元和 8.00 亿元，计入“其他收益”科目。
- 污水处理区域竞争优势突出。**公司是昆明市最重要的污水处理企业，区域专营优势明显，污水处理业务为能公司带来稳定的收入。

分析师：张 依 黄杨宇宸
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

- 滇池治理业务公益性强，土地出让收入存在不确定性，项目投资压力较大。**滇池治理项目公益性强，公司主要通过财政拨款及政府配备的土地出让收益平衡资金投入，土地出让收入实现受政府出让计划、当地土地市场行情波动及结算周期的影响具有不确定性。项目投资规模大，公司面临较大投资压力。
- 资产流动性较弱。**公司资产以滇池治理及土地一级开发投入为主；应收类款项规模较大，对公司资金占用明显，公司资产流动性较弱。
- 短期债务规模上升快，短期偿付压力大。**2022年3月底，公司短期债务180.60亿元，较2020年底增长57.20%；现金短期债务比为0.08倍，考虑到现金类资产中包含使用受限的资金，公司短期偿付压力大。
- 存在或有负债风险。**公司对外担保规模大，2022年3月底对外担保余额107.92亿元，其中已担保企业存在1条被执行记录，担保比率为37.49%。
- 筹资活动现金流持续大幅净流出。**2021年及2022年1-3月，公司筹资活动现金流净额分别为-18.99亿元和-25.28亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产（亿元）	62.31	53.88	32.33	14.25
资产总额（亿元）	704.95	738.19	743.62	724.81
所有者权益（亿元）	284.67	287.32	287.87	286.81
短期债务（亿元）	101.79	114.88	203.78	180.60
长期债务（亿元）	250.33	275.54	193.92	191.83
全部债务（亿元）	352.12	390.42	397.70	372.44
营业总收入（亿元）	19.87	28.85	35.61	5.26
利润总额（亿元）	5.09	4.08	4.02	0.59
EBITDA（亿元）	14.27	13.64	15.10	--
经营性净现金流（亿元）	22.18	19.72	16.55	11.89
营业利润率（%）	6.49	10.54	10.90	26.49
净资产收益率（%）	1.15	1.15	1.16	--
资产负债率（%）	59.62	61.08	61.29	60.43
全部债务资本化比率（%）	55.30	57.61	58.01	56.49
流动比率（%）	213.00	208.51	126.61	127.15
经营现金流动负债比（%）	15.37	12.93	6.89	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.47	0.16	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	0.75	0.58	0.61	--
全部债务/EBITDA（倍）	24.68	28.63	26.34	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额（亿元）	617.68	637.94	633.49	625.63

所有者权益 (亿元)	206.92	206.54	204.61	203.21
全部债务 (亿元)	197.19	283.38	240.34	230.59
营业总收入 (亿元)	1.24	9.95	10.71	0.03
利润总额 (亿元)	-3.41	-0.31	0.29	-1.40
资产负债率 (%)	66.50	67.62	67.70	67.52
全部债务资本化比率 (%)	48.80	57.84	54.01	53.16
流动比率 (%)	115.65	124.31	96.92	96.14
经营现金流动负债比 (%)	26.15	22.80	3.11	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计； 2. 其他应付款中有息部分调整至短期债务；长期应付款中有息部分调至长期债务；

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 滇池投资 MTN001 (绿色)	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/11/03	张依 黄杨宇宸	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
19 滇池投资 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/07/27	张依 黄杨宇宸	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
19 滇池投资 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/07/09	文 中 马 颖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2018 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受昆明滇池投资有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为昆明滇池投资有限责任公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

昆明滇池投资有限责任公司 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于昆明滇池投资有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构和实际控制人、经营范围未发生变化。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，昆明市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“昆明市国资委”）持有公司 90% 的股份，云南省财政厅持有公司 10% 的股份，公司实际控制人为昆明市国资委。

截至 2022 年 3 月底，公司本部内设 16 个职能部门，包括董事会办公室、综合部、运营管理部、财务中心、结算中心、投资部、融资部、总工办、项目管理部、人力资源部、纪检监察室、督查室、党群工作部、法务审计部、宣传信息部、工会办公室。截至 2022 年 3 月底，公司拥有合并范围内子公司 11 家（包括 H 股上市公司昆明滇池水务股份有限公司，以下简称“滇池水务”）。

截至 2021 年底，公司资产总额 743.62 亿元，所有者权益 287.87 亿元（少数股东权益 14.64 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 35.61 亿元，利润总额 4.02 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 724.81 亿元，所有者权益 286.81 亿元（少数股东权益 14.15 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.26 亿元，利润总额 0.59 亿元。

公司注册地址：云南省昆明市西山区第一污水处理厂内办公楼；法定代表人：马振华。

三、跟踪评级债券概况及其募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见表 1，债券余额合计 20 亿元，募集资金均已按指定用途使用完毕。跟踪期内，公司已按时支付“19 滇池投资 MTN001”当期利息；截至本报告出具日，“21 滇池投资 MTN001（绿色）”尚未至还本付息日。

表 1 截至 2022 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
19 滇池投资 MTN001	10.00	10.00	2019/10/25	3 年
21 滇池投资 MTN001（绿色）	10.00	10.00	2021/12/02	2 年
合计	20.00	20.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增

加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速(4.57%)及疫情前2019年水平(7.20%)，接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，

猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般

公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材

料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下

简称“《43号文》”)颁布,城投企业的政府融资职能逐渐剥离,城投企业逐步开始规范转型。但是,作为地方基础设施投资建设运营主体,城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2021年以来,政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势,延续了“坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路,城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号),财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预〔2014〕351号),对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理,并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离,未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来,国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理,建立了地方政府举债融资机制,要求坚决遏制隐性债务增量,并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年开始,国内经济下行压力加大,2020年叠加新冠肺炎疫情的影响,基建投资托底经济的作用再次凸显,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时,政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持,发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年,随着国内疫情得到有效控制,宏观经济有序恢复,抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作,全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策,强调把防风险放在更加突出的位置,坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量,同时重申清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算,城投企业融资政策整体收紧。2021年4月,沪深交易所

收紧城投企业公司债发行审核条件,明确指出发行公司债券不得新增政府债务,并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月,银保监会发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门,从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理,并明确隐债主体认定标准,承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来,国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”,国内外环境复杂性不确定性加剧,宏观经济下行压力进一步加大,“稳增长”压力凸显。在此背景下,中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资,保证财政支出强度的同时加快支出进度等,通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月,中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》,强调金融机构要在风险可控、依法依规的前提下,加大对重点项目资金支持力度,合理购买地方政府债券,按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,不得盲目抽贷、压贷或停贷,保障在建项目顺利实施。2022年5月,中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》,对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署,为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看,积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时,政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月,财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例,再次强调了“坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路,进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

(3) 行业发展

在“稳增长”背景下,城投企业作为地方

政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 水务行业分析

水务行业主要包括自来水的生产和供应、污水处理及其再生利用、海水淡化处理以及其他水的处理、利用与分配等。水务行业对宏观经济运行周期的敏感度较低，属于弱周期性行业。由于涉及国计民生，公益性和区域垄断性特点突出。

(1) 水资源禀赋

2020年全国用水量有所下降，用水结构有所优化。我国人均水资源量低，水资源区域分布不均，南水北调成为缓解我国区域水资源短缺的重要方式。

我国水资源主要来源于地表水，根据

《2020年度中国水资源公报》，2020年地表水占水资源总量(31605.2亿立方米)的96.21%。2020年，全国用水总量和供水总量均为5812.9亿立方米，受新冠疫情、降水偏丰等因素影响，用水总量减少208.3亿立方米。其中，全国用水总量中生活用水、工业用水、农业用水分别占14.9%、17.7%、62.1%。

目前我国人均水资源量水平长期处于低位，不足世界平均水平的三分之一。受制于我国南北地理环境和气候差异因素，全国约五分之四的水资源集中分布在长江流域及以南地区，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源严重不足。其中，部分省份人均水资源量不足1000立方米/人，人均水资源量匮乏。南水北调成为缓解我国南北水资源不平衡问题的重要举措，通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮河、黄河、海河相互联接，改善华北、西北等水资源匮乏区域的供水问题。目前南水北调中线工程、南水北调东线工程(一期)已经完工并向北方地区调水，改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。

(2) 供水行业分析

城市化进程推动我国城市用水人口和供水总量逐年增长，城市用水普及率较高，2020年城市供水行业固定资产投资规模大幅提升，供水能力有所提升。近年来，我国重点城市居民生活用水价格整体呈现小幅上涨趋势。

近年来，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加。根据国家住房和城乡建设部《2020年城市建设统计年鉴》，2020年城市用水人口增至5.18亿人，同比增长2.70%。同期，城市供水能力达3.21亿立方米/日，较2019年增长3.88%。2020年，我国城市供水总量达629.54亿立方米，较2019年增长0.20%。用水结构中，生活用水占比最高，其次是生产用水和公共服务等方面用水。2020年，我国城市供水管道长度100.69万公里，较2019年增长9.43%；城市用水普及率进一步上升至98.99%。2020年，城市供水行业固定资产投资749.4亿

元，较 2019 年大幅上升 33.81%。我国城市供水行业处于平稳发展状态。

我国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。目前我国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定。水费征收范围包含居民生活用水、生产经营用水（工业用水、行政事业用水、经营服务用水）和特种行业用水三类。其中，居民生活用水水价整体最低，生产经营用水水价次之，特种行业用水水价最高。2021 年 9 月底，我国重点城市居民生活用水平均水价为 2.33 元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。从自来水价格排名来看，京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。

近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；不断推进居民生活用水阶梯计价制度，并在 2020 年底全面实行非居民用水超定额、超计划累进加价制度；要求合理提高征收标准，做到应收尽收。整体看，在政策指导下，我国城市供水水价将温和增长。

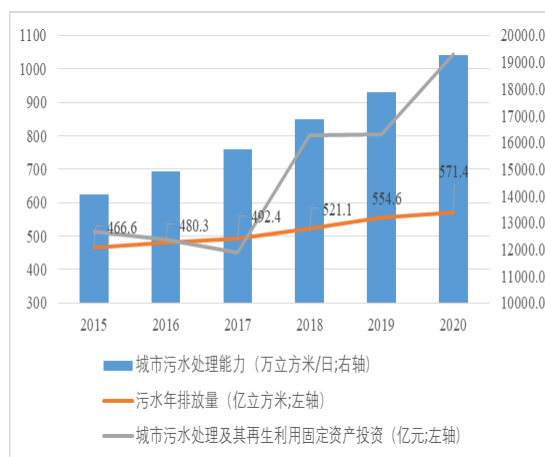
（3）污水处理行业分析

近年来，我国污水处理能力显著上升，但污水处理费仍处低位，受益于政策支持我国未来污水处理行业处于发展期。

污水处理分为工业废水处理和生活污水两大类，以生活污水为主。近年来，生活污水占全国污水排放总量的 60% 以上。2020 年，全国城市污水排放量 571.36 亿立方米，较 2019 年增长 3.01%。同期，全国城市污水处理能力 1.93 亿立方米/日，较 2019 年增长 7.86%，显著高于同期城市供水能力增速。2020 年，全国城市污水处理率增至 97.53%，同比增长 0.73 个百分点，城市污水处理率进一步上升。2020 年投资规模为 1043.4 亿元，同比增长 29.83%。2016—2020 年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计 3590.4 亿元，同期县城污

水处理及其再生固定资产投资 869.3 亿元²，较我国《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中各类城镇污水处理及再生利用设施投资 5600 亿元目标尚有较大空间。

图 1 我国城市污水处理相关数据变动情况



资料来源：联合资信根据国家住房和城乡建设部发布的《城市建设统计年鉴》整理

从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位。根据国家发改委《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），污水处理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。城市污水处理收费标准原则上居民应不低于 0.95 元/吨，非居民不低于 1.40 元/吨。2021 年，全国省会城市和计划单列市污水处理价格保持稳定。近年来，我国重点城市居民生活污水平均价格虽呈上升趋势，但该价格仅基本满足国家规定收费标准最下线，并且居民生活污水处理费排名靠后的城市例如拉萨、海口、深圳等地，污水处理价格处于 0.80 元/吨~0.90 元/吨，尚未满足国家规定最低收费标准 0.95 元/吨。整体看，污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

根据《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》，“十四五”期间，主要在补齐城

² 污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于统计局披露的《城乡建设统计年鉴》，城市污水处理及其再生利用固定资产投资中不包含县城污水处理及其再生固定资产投资，县城投资规模单独统计。乡镇污水处理及其

再生固定资产投资数据尚未披露，尚未统计在内

镇污水管网短板，提升收集效能；强化城镇污水处理设施弱项，提升处理能力以及推进污水资源化利用三方面推进设施建设；计划新增和改造污水收集管网 8 万公里，新增污水处理能力 2000 万立方米/日，新建、改建和扩建再生水生产能力不少于 1500 万立方米/日，新增污泥无害化处置设施规模不少于 2 万吨/日。随着“十三五”全国城镇污水处理体系的基本建立，“十四五”规划设施建设目标较“十三五”期间显著减少，建设内容更加注重“补短板”，预计相关固定资产投资金额会有所下降，而随着污水处理及再生利用设施的投资并投入运营，

城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业仍处于发展期。

(4) 行业政策

水务行业是典型的公用事业，为确保水务行业健康和可持续发展，国家有关部门制定了一系列政策和规划为其健康发展提供了保障。2020年以来，水务行业政策重点体现在用水提质增效，实施严格节水制度；加快城镇污水设施建设和污水排放检测，进一步释放污水处理产能；推进水费改革提升水务行业盈利空间；通过中央，地方和外部融资等方式保证项目建设资金等方面。

表 3 水务行业相关的主要政策、法规情况表

序号	名称	颁布单位
1	《水利改革发展“十三五”规划》(2016年12月)	国家发改委、水利部、住建部
2	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》(发改环资〔2016〕2849号)	国家发改委、住建部
3	《重点流域水污染防治规划(2016—2020年)》(环水体〔2017〕142号)	环境保护部
4	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》(环水体〔2017〕18号)	环境保护部、财政部
5	《关于修改〈中华人民共和国水污染防治法〉的决定》第二次修正(2017年6月27日)	全国人大常委会
6	《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式的通知》(财建〔2017〕455号)	财政部
7	《节水型社会建设“十三五”规划》(发改环资〔2017〕128号)	国家发改委、水利部、住建部
8	《城镇污水处理工作考核暂行办法》(建城〔2017〕143号)	住建部
9	《生态环境部贯彻落实〈全国人民代表大会常务委员会关于全面加强生态环境保护依法推动打好污染防治攻坚战的决定〉实施方案》(环厅〔2018〕70号)	生态环境部
10	《住房城乡建设部生态环境部关于印发城市黑臭水体治理攻坚战实施方案的通知》(建城〔2018〕104号)	住建部、生态环境部
11	《排污许可证申请与核发技术规范水处理(试行)》(HJ 978-2018)	生态环境部
12	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695号	国家发改委、水利部
13	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019—2021年)的通知	国家住房和城乡建设部、生态环境部、发展改革委
14	《关于推进农村生活污水治理的指导意见》(中农发〔2019〕14号)	中央农办、发改委等九部门
15	《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》(发改环资〔2020〕1234号)	国家发改委
16	《关于推进污水资源化利用的指导意见》(发改环资〔2021〕13号)	国家发改委
17	《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》(发改环资〔2021〕827号)	国家发改委、住建部
18	《城镇供水价格管理办法》(2021年10月)	国家发改委
19	《城镇供水定价成本监审办法》(2021年10月)	国家发改委

资料来源：联合资信整理

(5) 行业竞争和发展趋势

水务行业准入条件和行业壁垒较高，预期仍呈现区域垄断和行业龙头集中度提升并存的竞争格局。受城镇污水处理提质增效等政策

以及城市污水排放总量不断增长影响，未来，我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。

水务企业大致可分为国有水务企业（央企和地方国企）、外商投资水务企业和民营水务企业。其中，地方国有水务企业最为普遍，多为所在地方原事业单位改制形成，其业务结构相对单一，以服务所在区域供水和污水处理为主业，区域垄断性突出，是水务行业的主力军。央属水务企业基于雄厚的股东背景和资金实力，通过并购、合资、参控股、BOT和PPP等手段在全国范围内或国外异地扩张，获取供水和污水处理业务特许经营权，并通过水务衍生行业拓展成为投资型综合水务企业，进入壁垒较高。外资水务企业往往拥有先进的水务技术和较高的管理水平，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但进入中国水务市场数量较少，主要受工艺要求高以及成本效益问题的考量影响，该类技术在国内大范围推广过程中受到一定限制。民营水务企业所占市场份额较小，主要通过PPP模式在污水处理和水环境治理领域参与竞争，面临较大投融资和回款压力。

地方国有水务企业区域垄断性突出，实力较强的地方国有企业和央企等行业龙头利用资金和技术优势积极参与水务衍生行业投资及财政实力偏弱的区县城镇供排水项目。但水务行业涉及国计民生，竞争格局基本稳定，预期水务行业整体仍呈现区域垄断和行业龙头趋势。

受城镇污水处理提质增效等政策以及城市污水排放总量不断增长影响，未来，我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。PPP投资模式的转变推进了水务行业市场化改革，但同时应关注财力较弱区域污水处理费回款情况和PPP项目投资压力。“十四五”期间，通过智慧水务技术提升水务业务的竞争力，智慧水表、“供排污”一体化智慧管控系统有利于充分发挥协同管理效应，有效降低整体运营成本，将推动我国水务行业愈加成熟。

3. 滇池流域污水处理及水污染防治

近年来，国家连续多年将滇池作为重点治理项目并给予大力支持，未来昆明市政府将持续推动滇池水质的改善。

被誉为“高原明珠”的滇池是中国西南地区最大的湖泊，是昆明的“母亲湖”。随着滇池流域内经济发展和城市化进程的加快，人口数量急剧增长，滇池污染物产生量迅速增加，对昆明市人民群众生产生活造成了严重影响。

自“九五”以来，国务院连续五个五年将滇池纳入国家“三河三湖”重点污染治理项目，给予政策和财政资金的大力扶持，各级政府投入大量人力物力用于治理滇池。昆明市把滇池治理作为全市的“头号工程”“头等大事”和生态文明建设的标志性工程，突出“彻底截污、水体置换、生态建设”三大任务，全力推进滇池治理工作。

2021年2月22日，云南省常委、昆明市委书记程连元主持召开2021年滇池保护治理指挥部第一季度工作例会暨第一次河（湖）长会议，会议指出滇池保护治理“三年攻坚”行动和“十三五”规划收官，纳入国家考核断面的12条河道全部达到“十三五”规划水质目标要求，滇池全湖水质保持Ⅳ类。同时，会议强调2021年作为“十四五”规划的开局之年，将不断推动滇池保护治理向纵深发展，在围绕水环境质量改善这一核心目标下，持续推动滇池水质改善的同时从源头上减少滇池污染负荷；强化河道及支流沟渠综合整治，着力削减污染物总量，持续改善入湖河道水质，确保滇池保护治理各项目标任务全面完成。《滇池流域水环境保护治理“十四五”规划（2021-2025年）》提出，到2025年，水环境质量持续改善，水环境、水生态、水资源统筹推进格局初步形成；滇池草海和外海水质稳定达到Ⅳ类及以上，主要入湖河流水质达到Ⅳ类及以上。同时，明确了加强城市集中式饮用水水源保护、强化控源减排、优化水资源配置利用、水生态保护修复、推进水制度创新五大任务。

4. 区域经济环境

跟踪期内，昆明市经济稳步发展，财政实力持续增强，公司经营环境良好。

根据《2021年昆明市国民经济和社会发展统

计公报》，2021年，昆明市完成地区生产总值7222.50亿元，按可比价格计算，同比增长3.7%。其中，第一产业增加值为333.12亿元，同比增长6.9%；第二产业增加值为2287.71亿元，同比下降0.3%；第三产业增加值为4601.67亿元，同比增长5.4%；三次产业结构调整为4.6：31.7：63.7。

2021年，昆明市固定资产投资（不含农户）比2020年下降7.8%。分产业看，第一产业投资增长19.0%，第二产业投资增长3.5%，第三产业投资下降9.4%。从支柱板块看，工业投资增长3.3%，房地产投资下降5.1%。

根据《关于昆明市2021年地方财政预算执行情况报告和2022年地方财政预算草案的报告》，2021年，昆明市完成一般公共预算收入689.12亿元，较2020年决算数据增长5.9%，其中税收收入占比为78.54%；昆明市完成政府性基金预算收入451.1亿元，下降38.8%。同期，昆明市一般公共预算支出分为928.16亿元，较2020年决算数据增长6.1%，昆明市财政自给率为74.25%。截至2021年底，昆明市政府债务余额2149.00亿元。

根据《2022年1—3月昆明市国民经济主要经济指标》，2022年1—3月，昆明市实现地区生产总值1875.50亿元，同比增长3.2%，其中第一产业增加值为63.16亿元，同比增长3.9%；第二产业增加值为524.12亿元，同比增长4.2%；第三产业增加值为1288.22亿元，同比增长2.7%。同期，昆明市规模以上工业增加值同比增长3.7%；固定资产投资（不含农户）同比增长9.4%，其中房地产开发投资同比下降10.3%。2022年1—3月，昆明市实现一般公共预算收入178.65亿元，同比增长1.3%，其中税收收入114.00亿元；实现一般公共预算支出254.95亿元，同比增长13.6%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2022年3月底，公司注册资本和实收

资本均为50.00亿元，昆明市国资委持有公司90%的股份，云南省财政厅持有公司10%的股份，昆明市国资委为公司的实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司职能定位未发生改变。公司是云南省滇池流域水污染治理的唯一投资建设主体及昆明市最重要的污水处理企业，区域地位重要且在污水处理方面区域垄断优势明显。

公司是云南省滇池流域水污染治理的唯一投资建设主体及昆明市最重要的污水处理企业，主要负责滇池流域水污染防治项目建设及管理、昆明市污水处理和中水销售，并参与昆明市内部分区域的土地一级开发工作。污水处理业务方面，公司污水处理业务主要由控股子公司滇池水务负责经营，滇池水务拥有为期30年的特许经营资质（自2011年1月1日起至2041年12月31日止）。昆明市范围内的污水处理厂均由公司及滇池水务负责经营，公司污水处理业务具有区域垄断性，滇池水务已于2017年4月7日在香港联交所上市。

昆明市政府按照不同业务方向规划，设立九大投资公司，具体包括：公司、昆明市城建投资开发有限责任公司（以下简称“昆明城投”）、昆明产业投资有限责任公司（以下简称“昆明产投”）、昆明市交通投资有限责任公司（以下简称“昆明交投”）、昆明新都投资有限公司、昆明轨道交通集团有限公司、昆明市土地开发投资经营有限责任公司、昆明农业发展投资有限公司和昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司，具体情况见下表。各公司业务受昆明市国资委的统一协调管理，按照行业、区域分工。市辖区的土地一级开发整理范围划分是依照2010年发布的《昆明市政府关于推进土地一级开发整理全覆盖工作的通知》，昆明市内各投资公司被分配的区域不尽相同。总体看，公司在污水处理方面区域垄断优势明显，资产、权益规模与昆明市其他主要基础设施建设主体相比相对较小，债务负担相对重。

表 4 截至 2021 年底昆明市主要平台公司情况（单位：亿元）

公司名称	职能定位	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	全部债务	全部债务资本化比率 (%)
公司	云南省滇池流域水污染治理的唯一投资建设主体及昆明市最重要的污水处理企业	743.62	287.87	35.61	4.02	397.70	58.01
昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司	昆明市公租房建设及运营的唯一主体	501.08	200.18	4.89	3.24	210.03	51.20
昆明交投	昆明市重要的交通基础设施建设及运营主体	1762.13	748.29	456.17	17.85	546.94	43.23
昆明产投	昆明市产业投资、土地开发整理及园区基础设施建设的重要主体	989.91	414.33	123.73	5.01	268.10	39.29
昆明新都投资有限公司	负责昆明市呈贡新区基建及土地整理业务	/	/	/	/	/	/
昆明轨道交通集团有限公司	昆明市轨道交通投资建设和运营管理的最主要主体	1498.02	465.91	8.52	1.07	722.95	60.81
昆明市土地开发投资经营有限责任公司	昆明市土地一级开发、保障性住房建设和城市基础设施建设的运营主体	772.57	339.72	5.55	2.04	311.21	47.81
昆明农业发展投资有限公司	负责昆明市现代农业、水利基础设施建设、养老及殡葬产业等	/	/	/	/	/	/
昆明城投	昆明市重要的土地整理开发和基础设施建设主体	714.12	302.86	36.90	2.10	273.94	47.49

注：数据未获取以“/”表示；新都投资及昆明农发均无公开数据；公司全部债务及全部债务资本化比率为联合资信调整后的数据
资料来源：Wind，联合资信整理

3. 企业信用记录

公司过往信用状况良好，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：915301007670571339），截至 2022 年 6 月 2 日，公司本部不存在不良信贷或不良对外担保信息记录，企业信用记录良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10530101017030000），截至 2022 年 7 月 6 日，子公司滇池水务不存在不良信贷或不良对外担保信息记录，企业信用记录良好。

2000 年，昆明市政基础设施综合开发建设（集团）股份有限公司³（以下简称“市政集团”）向中国工商银行借款 4000 万元，昆明市城市排水公司（公司前身）为其提供了一年的信誉担保，市政集团未能按期偿还贷款。后期，中国工商银行将该笔债权转让予中国东方资产管理股份有限公司（以下简称“东方资产”）。根据 2021 年 12 月 14 日《中华人民共和国最高人

民法院民事判决书》（〔2021〕最高法民终 632 号），公司被判定为对该笔贷款及利息承担连带担保责任，2022 年 2 月 11 日，该笔诉讼已经进入强制执行阶段，公司作为被执行人执行标的金额为 1.01 亿元⁴，公司对上述债务承担连带清偿责任。截至 2022 年 6 月 30 日，公司已按照判决书向东方资产公司支付 0.50 亿元，未支付的执行款以及向市政公司追偿事宜尚在进一步协调沟通中。

截至 2022 年 7 月 6 日，联合资信未发现公司本部及子公司滇池水务被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司一名董事因涉嫌严重违纪违法被免去职务，董事长及部分董事暂时空缺。

根据公司 2021 年 9 月发布的公告，公司董事郭玉梅涉嫌严重违纪违法，正接受纪律审查和监察调查被免去董事职务。2021 年 12 月，公司新增董事曾锋先生。

公司董事长一职仍暂时空缺，空缺期间由

³ 昆明市政基础设施综合开发建设（集团）股份有限公司系民营企业

⁴ 执行标的包含利息及罚息，因而金额大于市政集团实际借款本金

公司党委副书记、董事兼总经理马振华先生主持公司董事会工作。截至 2022 年 6 月 30 日，公司董事到位 5 名，空缺 2 名。

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍为滇池治理、水务和土地一级开发，2021年营业总收入及毛利率均呈不同程度增长。

2021年，公司营业总收入同比增长23.44%，主要系污水处理收入及其他业务收入增长所致。其中，污水处理收入增加2.91亿元，主要系公司污水处理量增加所致；土地一级开发收入基本保持稳定，主要来自公司2020年出让呈贡片区内土地所确认的收入；中水及自来水销售收入同比下降26.44%，主要系中水及自来水厂建造收入减少所致。其他业务同比增长明显，主要系

①公司合并范围内新增昆明市水利水电勘测设计研究院有限责任公司（简称“水利水电勘测院”），管理及技术服务收入增长；②电力热力生产供应恢复至疫情前水平，电力热力生产供应收入增长；③公司收到排水清淤补助，项目管理费收入增长。

毛利率方面，2021年，公司综合毛利率同比略有上升。其中，污水处理毛利率同比下降1.72个百分点，仍保持较高水平；土地一级开发毛利率同比下降4.96个百分点，主要系昆明市政府以成本价收回公司早期整理的一处土地所致；中水及自来水销售业务毛利率同比上升6.87个百分点，主要系毛利率较低的工程建造业务收入占比下降所致；其他业务毛利率亏损程度有所减小，主要系公司收到排水清淤政府补助资金项目管理费收入大幅增长，而项目管理运营成本相对稳定。

2022年1—3月，公司营业总收入相当于2021年全年的14.77%。同期，公司综合毛利率为10.39%。

表 5 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
污水处理	12.76	44.25	45.34	15.67	44.00	43.62	2.60	49.46	41.99
中水及自来水销售	2.61	9.05	20.71	1.92	5.38	27.58	0.10	1.84	58.75
土地一级开发	9.95	34.49	16.13	9.92	27.86	11.17	0.00	0.00	--
其他业务	3.52	12.20	-128.30	8.10	22.75	-51.13	2.56	48.70	-23.44
合计	28.85	100.00	11.84	35.61	100.00	12.16	5.26	100.00	10.39

注：1. 公司其他业务收入包括项目管理费收入、管理及技术服务收入、电力热力生产供应收入、租赁收入等；2. 尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 滇池流域环境治理

滇池治理属于国家重点环境治理项目，投资规模大。公司是滇池治理唯一的投资建设主体，主要依赖财政拨款及土地出让收入返还平衡投入；在建项目未来投资规模大，存在较大的对外融资压力。

滇池治理是一项系统性的工程，公司近年来投入大规模资金进行工程建设，除了建设污水处理厂和再生水处理厂等设施进行污水处

理以及中水供应外，还通过建设大量工程从源头上对滇池污染进行治理，主要包括：（1）水源地保护：对流域内农村进行水土流失、生活污水及垃圾治理等，控制农业面源污染；（2）入滇河流治理：对盘龙江、洛龙河、船房河等入滇河流进行水环境综合治理，减少污染物流入滇池；（3）生态修复治理：开展“退田退塘、退人退房，还湖还湿地、还林”工作、建设湿地等工作，改善滇池生态环境。

公司主要通过自有资金、外部融资解决项

目建设资金需求，同时各级政府通过专项财政拨款对公司进行支持。2021年公司收到滇池治理项目专项财政拨款20.85亿元；2022年1—3月，公司未收到滇池治理项目专项财政拨款。

截至2022年3月底，公司主要在建滇池治理项目共12个，未来资本支出压力较大，详见下表。

表6 2022年3月底公司主要在建滇池治理项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	总投资	已投资	未来尚需投资
昆明主城西片调蓄池工程(二环路外)(续建)	3.85	3.85	0.00
昆明主城西片排水管网完善工程(二环路外西山区)(续建)	5.61	5.14	0.47
昆明主城南片排水管网完善工程(二环路外西山区)(续建)	3.68	3.36	0.32
昆明主城南片排水管网完善工程(二环路外度假区)(续建)	3.31	2.31	1.00
昆明主城北片排水管网完善工程(二环路外盘龙区)(续建)	4.82	3.82	1.00
昆明市第十四水质净化厂建设工程	18.49	14.90	3.59
昆明主城老旧排水管网改造及泵站建设工程	9.50	7.30	2.20
草海大堤加固提升及水体置换通道建设工程	4.90	4.50	0.40
草海及入湖河口清淤工程	5.88	3.65	2.23
昆明主城排水管网系统清淤除障项目-子项目二	5.29	4.62	0.67
昆明市第十三水质净化厂二期建设工程(子项一)	1.80	0.54	1.26
罗泊河水库(清水海二期)	28.50	0.15	28.35
合计	95.63	54.14	41.49

注: 昆明主城西片调蓄池工程(二环路外)(续建)暂未结算
资料来源: 公司提供

截至2022年3月底，公司主要拟建项目包括滇池重点区域蓝藻打捞处置工程等，公司主要拟建项目计划总投资21.22亿元。

表7 2022年3月底公司主要拟建滇池治理项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	建设进度	规划总投资
滇池重点区域蓝藻打捞处置工程	拟建	9.51

表8 截至2022年3月底公司土地资源开发情况

片区	土地面积(亩)	预计总投资(亿元)	已开工面积(亩)	已投资金额(亿元)	可出让面积(亩)	累计出让面积(亩)
羊肠片区	3300.00	47.38	3300.00	28.23	977.00	817.00
羊肠大村	1052.00		1052.00	3.01	489.00	198.00
呈贡片区	20491.00	159.21	9735.00	33.59	2886.00	1270.00
呈贡钢厂	531.00	24.58	0.00	0.00	323.00	0.00
晋宁片区	27334.00	267.87	4754.00	9.79	0.00	425.00

第十四水质净化厂扩建工程	拟建	3.20
第十四水质净化厂尾水综合利用工程	拟建	0.24
淤泥河水水质净化厂提标改造工程	拟建	3.16
第五水质净化厂提标改造工程	拟建	2.92
昆阳水质净化厂提标改造工程	拟建	1.24
捞鱼河污水处理厂提标改造工程	拟建	0.95
合计	--	21.22

资料来源: 公司提供

(2) 土地一级开发

2021年，公司整理土地未出让，土地一级开发收入来自于2020年出让土地未确认的收入。公司土地一级开发待投资规模大，收入实现易受政府出让计划、当地土地市场行情波动及结算周期的影响而存在不确定性。

为平衡滇池治理项目投入，昆明市政府赋予公司土地一级开发职能，并向公司配置了较大规模的待开发土地。跟踪期内，公司待开发土地范围无变化。

根据《昆明市人民政府关于推进土地一级开发整理全覆盖工作的通知》(昆政发〔2010〕68号)，市级国有投资公司组织实施的土地一级开发项目统一按照审计所确定的总投资额的16%给予投资回报，并计入土地收储成本；同时按照审计所确定的总投资额的3%支付管理费，以补贴前期开发成本。

2021年，公司土地一级开发收入同比基本保持稳定；毛利率同比下降4.96个百分点，主要系昆明市政府以成本价收回公司早期整理的一处土地所致。2021年，受昆明土地市场低迷影响，公司未出让土地，当年土地一级开发收入主要来自于2020年出让呈贡片区内土地未确认的收入。截至2022年3月底公司土地资源开发情况详见下表。公司土地一级开发待投资规模大，收入实现易受政府出让计划、当地土地市场行情波动及结算周期的影响而存在不确定性。

西山区	1328.00	23.64	1290.00	5.71	379.00	0.00
官渡区王官片区	715.00	2.26	0.00	2.26	0.00	0.00
合计	54751.00	524.94	20131.00	82.59	5054.00	2710.00

注：相关片区已投资规模及累计出让土地规模与前次统计存在差异系统计口径所致
资料来源：公司提供

(3) 污水处理业务

跟踪期内，公司污水处理能力进一步上升，污水处理收入持续增长，毛利率保持较高水平。

2011年，昆明市政府授予滇池水务为期30年的昆明市污水处理特许经营权。滇池水务污水处理服务采取社会采购与政府采购相结合，即昆明市自来水公司向居民代收的污水处理服务费综合单价为1.10元/立方米，差额部分（昆明市污水处理费单价减去向居民代收部分）由政府采购补足。跟踪期内，昆明市污水处理费单价未发生变动，仍为1.58元/立方米。此外，由于滇池水务还承担了部分污染河道等水体的污水处理，使得政府采购部分占比超过50%。政府采购部分由昆明市滇池管理局协调昆明市财政局于每月月初支付上月污水处理服务费。实际操作中，政府采购部分的污水处理服务费资金支付存在延迟。截至2021年底，公司应收账款中应收昆明市财政局污水处理采购款7.15亿元。

近年来，滇池水务通过TOO、TOT、BOT、BT等模式逐步拓展业务，业务范围从云南省拓展到贵州省、安徽省、浙江省等区域，并进入东南亚市场，获准在老挝建设一家污水处理厂和一家自来水厂（污水处理厂目前处于试运行阶段，暂未确认相关收入，自来水厂目前处于项目前期阶段）。位于昆明市以外的其他污水处理厂的运营模式和收费模式与昆明市内的污水处理厂类似，仅在具体收费单价和保底污水处理量的约定上有差异。滇池水务的污水处理业务均与当地政府的签署污水处理特许经营协议，并与政府约定污水处理业务的最低收费价格和保底污水处理量。

滇池水务的污水处理收入主要包括污水处理费收入和污水处理厂建造收入，由于公司考虑到污水处理业务主要收益来源于经营阶段而非建造阶段，因此污水处理厂建造收入通

常按照成本或成本加计5%进行确认。

2021年，公司污水处理收入持续增长（其中污水处理厂建造收入1.96亿元，较2020年下降7.36%），毛利率略有下降，仍保持较高水平；2022年1—3月，公司污水处理收入相当于2021年全年的16.59%，毛利率较2021年下降1.63个百分点。

跟踪期内，公司新增3座污水处理厂，公司下辖污水处理厂数量增加至71个，污水处理能力随之扩大。截至2022年3月底，公司下辖污水处理厂共计71个，污水处理服务面积未发生变化，污水处理能力有所上升；昆明市主城区污水处理价格仍保持不变。

表9 公司污水处理主要指标情况

项目	2020年	2021年	2022年3月
污水处理能力（万吨/年）	90378.75	91225.11	91225.11
实际处理量（万吨）	73677.95	79105.98	18565.66
污水处理厂数量（个）	68	71	71
服务面积（平方千米）	1094.00	1094.00	1094.00
污水处理价格（昆明市主城区）（元/立方米）	1.58	1.58	1.58

注：1. 其他地区污水处理价格根据当地政府指导价确定；2. 71家污水处理厂中40家为滇池水务所有，其余为托管运营；3. 污水处理中一级A标法以1.54元/立方米的污水处理价格收取；超极限除磷法以2.02元/立方米收取

资料来源：公司提供

截至2022年3月底，公司在建污水处理项目共2个，未来仍需投资4.85亿元；公司无拟建污水处理厂项目。

表10 2022年3月底公司主要在建污水处理厂情况
(单位：亿元)

项目名称	计划投资	已投资	预计完工时间
昆明市第十四污水处理厂	18.49	14.90	2022年
昆明市第十三水质净化厂扩建工程	1.80	0.54	2022年
合计	20.29	15.44	--

资料来源：公司提供

(4) 中水及自来水销售业务

跟踪期内，公司中水及自来水供水量均有

所升高，自来水供水产能利用水平仍较低；受毛利率较低的建造收入下降影响，中水及自来水销售收入有所下降，毛利率有所上升。

公司中水及自来水销售业务主要由滇池水务负责。2021年，滇池水务中水及自来水销售收入有所下降（其中中水及自来水厂建造收入1.13亿元，较2020年下降43.13%），毛利率同比上升6.87个百分点，主要系毛利率较低的工程建造业务收入占比下降所致。2022年1—3月，滇池水务实现中水及自来水销售收入规模小。

跟踪期内，滇池水务下辖负责生产中水的污水处理厂增加1家，截至2021年底滇池水务共有负责生产中水的污水处理厂11家，中水供水设计产能持续提升，客户包括昆明市的工商业机构、企事业单位等。2021年，滇池水务中水供水量同比增长74.56%，产能利用率大幅提升。自来水业务方面，截至2021年底，滇池水务共有7家在运营的自来水厂，设计产能较2020年底持平，供水量有所提升，具体情况见下表。

表 11 滇池水务中水及自来水业务情况
(单位：万立方米/日、万立方米)

项目		2020年	2021年
中水	产能	21.30	23.30
	供水量	3117.65	5442.20
	产能利用率	40.10%	63.99%
自来水	产能	13.10	13.10
	供水量	1486.30	1711.60
	产能利用率	31.08%	35.80%

资料来源：公司提供

截至2021年底，滇池水务共有1家在建自来水厂，为宜良县九乡自来水厂项目，计划总投资0.53亿元，已完成投资0.07亿元。

3. 未来发展

未来，公司将持续推进滇池水域环境治理及土地一级开发等工作，实现社会效益和经济效益的结合。

根据昆明市滇池管理局于2021年6月18日发布的《滇池流域水环境保护治理“十四五规划”（公示稿）》，针对控源截污、水生态修复、

水资源保护与再利用、精细化管理和专项研究五大重点任务，昆明市政府及相关单位共设置规划项目85项，规划总投资133.57亿元。其中，公司预计承担15个项目，规划总投资59.13亿元。未来，公司将充分盘活现有土地资源，积极推进污水处理、中水及自来水销售等水务相关业务，并持续推进滇池水域环境治理工作，实现社会效益和经济效益的结合。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年合并财务报表，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2022年一季度财务报表未经审计。

截至2022年3月底，公司拥有合并范围内子公司11家。2021年，公司注销昆明滇星房地产开发有限责任公司和昆明滇龙房地产开发有限责任公司2家子公司，通过非同一控制下的企业合并增加水利水电勘测院1家子公司；2022年1—3月，公司合并范围无变化。上述新增及减少子公司的资产及收入规模较小，公司财务数据的可比性较强。

截至2021年底，公司资产总额743.62亿元，所有者权益287.87亿元（含少数股东权益14.64亿元）；2021年，公司实现营业总收入35.61亿元，利润总额4.02亿元。

截至2022年3月底，公司资产总额724.81亿元，所有者权益286.81亿元（含少数股东权益14.15亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入5.26亿元，利润总额0.59亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模变化不大，资产以滇池治理及土地一级开发投入为主；公司应收类款项规模较大，对资金占用明显；公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

截至2021年底，公司资产总额较2020年底变化不大，资产构成仍以非流动资产为主。

表 12 公司主要资产构成

科目	2020 年		2021 年		2022 年 3 月	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	318.03	43.08	304.27	40.92	284.82	39.30
货币资金	53.66	7.27	32.25	4.34	14.21	1.96
应收账款	11.65	1.58	19.64	2.64	22.26	3.07
其他应收款 (合计)	31.97	4.33	22.04	2.96	17.18	2.37
存货	215.56	29.20	224.11	30.14	226.25	31.22
非流动资产	420.16	56.92	439.35	59.08	439.99	60.70
长期应收款	69.58	9.43	70.53	9.48	72.83	10.05
固定资产	138.50	18.76	144.14	19.38	149.87	20.68
在建工程	182.82	24.77	192.94	25.95	181.96	25.11
无形资产	20.33	2.75	20.78	2.79	26.78	3.69
资产总额	738.19	100.00	743.62	100.00	724.81	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2021 年底，公司流动资产较 2020 年底下降 4.33%，主要系货币资金和其他应收款（合计）减少所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款（合计）和存货构成。

2021 年底，公司货币资金较 2020 年底下降 39.91%，主要系偿还债务本息所致。公司货币资金主要为银行存款。其中，受限货币资金 1.31 亿元，主要为用于银行承兑汇票的保证金（0.82 亿元）和信用证保证金（0.42 亿元）。

2021 年底，公司应收账款较 2020 年底增长 68.59%，主要系应收土地一级开发收入和滇池水务污水处理费增加所致。公司应收账款主要为应收昆明市政府单位的污水处理政府采购款及土地一级开发成本返还款等；前五大欠款单位金额累计占应收账款总额的 16.17%，公司应收对象较为分散；公司累计计提坏账准备 0.57 亿元，计提比例 2.81%。

2021 年底，公司其他应收款较 2020 年底下降 31.07%，主要系将应收晋宁县滇池环湖（东大河片区）生态建设项目、昆明市滇池治理底泥疏浚三期工程指挥部的 5.02 亿元根据预计回收期限调整至长期应收款所致。公司其他应收款主要为市属平台公司资金拆借、融资租赁保证金和工程项目往来结算款等。前五大欠款单位集中度偏高，账龄主要在 1 年以内。公司累计计提坏账准备 1670.23 万元，计提比例 0.75%。

表 13 截至 2021 年底公司其他应收款前五大情况

债权人名称	账面余额 (亿元)	账龄	占比 (%)
昆明农业发展投资有限公司	6.08	1 年以内	27.39
昆明新都投资有限公司	5.64	1 年以内	25.41
昆明公交集团有限责任公司	3.53	1 年以内	15.88
国银金融租赁股份有限公司	0.62	1-2 年	2.79
哈银金融租赁有限责任公司	0.25	1-2 年	1.13
合计	16.12	--	72.60

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2021 年底，公司存货较 2020 年底增长 3.96%。公司存货主要为开发成本（223.86 亿元），其中原材料累计计提跌价准备 0.02 亿元。

(2) 非流动资产

2021 年底，公司非流动资产较 2020 年底增长 4.57%，主要来自固定资产和在建工程的增长。公司非流动资产主要包括长期应收款、固定资产和在建工程。

2021 年底，公司长期应收款较 2020 年底变化不大。其中，特许经营权应收款项（27.32 亿元）、BT 项目应收款项（5.59 亿元）和其他长期应收款项（37.61 亿元）。其他长期应收款项主要为应收昆明市财政局、昆明市水利局和昆明市滇池管理局款项。

2021 年底，公司固定资产较 2020 年底增长 4.07%。公司固定资产主要包括房屋及建筑物（83.49 亿元）、管网沟渠（45.46 亿元）和机

械设备（13.55 亿元），累计计提折旧 41.63 亿元，未计提减值准备。公司受限固定资产 7.60 亿元，用于抵押借款。

2021 年底，公司在建工程较 2020 年底增长 5.53%，主要系昆明市第十四污水处理厂工程、昆明主城排水管网完善工程等项目持续投入所致。公司在建工程主要为滇池治理、主城排水管网及污水处理厂项目投入。

2021 年底，公司受限资产合计 8.95 亿元，占公司总资产的 1.20%，其中包括受限的货币资金 1.31 亿元、固定资产 7.60 亿元和无形资产 0.03 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额较 2021 年底下降 2.53%；资产构成仍以非流动资产为主，资产结构较 2021 年底变化不大。其中，货币资金较 2021 年底下降 55.95%，主要系偿还债务所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定，

整体稳定性一般。

2021 年底，公司所有者权益与 2020 年底基本保持稳定，主要由实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润构成，所有者权益结构稳定性一般。2021 年底，公司资本公积有所下降，主要变动如下：①归还到期的政府置换债券冲减其他资本公积 2.63 亿元⁵；②昆明主城区北片排水管网完善工程项目存量资金 0.05 亿元退回至昆明市财政局冲减其他资本公积；③昆明市国资委无偿划入水利水电勘测院 100% 股权，增加资本公积 0.47 亿元；④昆明市国资委产权界定，确认昆明市新兴水利水电工程建设监理有限公司的出资人为子公司水利水电勘测院，增加资本公积 0.01 亿元。公司资本公积主要由政府债务置换资金（79.44 亿元）及排水管网（3.48 亿元）等构成。其他综合收益主要为投资性房地产公允价值与原账面价值的差额。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益有所下降，构成较 2021 年底变化不大。

表 14 公司所有者权益构成情况

科目	2020 年		2021 年		2022 年 3 月	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	50.00	17.40	50.00	17.37	50.00	17.43
资本公积	162.42	56.53	160.22	55.66	160.22	55.86
其他综合收益	38.01	13.23	38.01	13.20	38.02	13.26
未分配利润	21.90	7.62	24.07	8.36	23.48	8.19
归属于母公司权益合计	273.27	95.11	273.23	94.92	272.66	95.06
少数股东权益	14.05	4.89	14.64	5.08	14.15	4.94
所有者权益合计	287.32	100.00	287.87	100.00	286.81	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(2) 负债

跟踪期内，公司有息债务规模波动下降，但短期债务占比快速上升，集中偿付压力很大。

2021 年底，公司负债总额较 2020 年底增长 1.08%，负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快。

⁵根据 2017 年昆明市财政局政府债券资金账务处理有关事宜的通知：将政府债券资金作为财政拨付的专项用途资金，列入权益类

科目进行账务处理。公司在相应债券到期时根据昆明市财政局出具的“到期政府置换债偿还函”偿还政府置换债

表 15 公司主要负债构成情况

科目	2020 年		2021 年		2022 年 3 月	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	152.52	33.83	240.31	52.73	224.00	51.14
短期借款	32.61	7.23	31.90	7.00	27.89	6.37
应付账款	12.51	2.78	18.74	4.11	18.86	4.31
其他应付款（合计）	22.60	5.01	18.11	3.97	25.18	5.75
一年内到期的非流动负债	74.61	16.55	157.66	34.59	139.78	31.91
非流动负债	298.35	66.17	215.44	47.27	213.99	48.86
长期借款	78.38	17.38	51.94	11.40	55.91	12.77
应付债券	119.21	26.44	84.46	18.53	85.33	19.48
长期应付款（合计）	85.24	18.91	63.38	13.91	56.43	12.88
负债总额	450.87	100.00	455.75	100.00	437.99	100.00

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2021 年底，公司流动负债较 2020 年底增长 57.56%，主要来自一年内到期的非流动负债的增长。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。

2021 年底，公司短期借款较 2020 年底下降 2.18%，主要系偿还质押借款所致。公司短期借款包括保证借款（15.52 亿元）和信用借款（16.38 亿元），利率在 1.21%~6.30%之间。

2021 年底，公司应付账款较 2020 年底增长 49.74%，主要为应付工程款 18.74 亿元。账龄超过一年的重要应付账款 6.58 亿元，均为未到期结算的工程款。

2021 年底，公司其他应付款（合计）较 2020 年底下降 19.84%，主要系往来款减少所致。公司其他应付款主要为工程往来及质保金 13.57 亿元。

2021 年底，公司一年内到期的非流动负债较 2020 年底增长 111.31%，主要包括一年内到期的长期借款（57.13 亿元）、应付债券（67.84 亿元）和长期应付款（32.69 亿元）。

2021 年底，公司非流动负债较 2020 年底下降 27.79%，主要系临期长期借款、应付债券调整至一年内到期的非流动负债金额增加所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和

长期应付款（合计）构成。

2021 年底，公司长期借款较 2020 年底下降 33.73%，主要系偿还借款或临期转入一年到期的非流动负债核算所致。公司长期借款主要包括抵押借款（9.52 亿元）、保证借款（64.68 亿元）和信用借款（34.87 亿元），利率在 0.00%~8.80%之间⁶。

2021 年底，公司应付债券较 2020 年底下降 29.15%，主要系“19 滇投美元债”“19 滇池投资 MTN001”等债券调整至一年内到期的非流动负债所致。截至 2022 年 6 月底，公司存续债券情况如下表所示，其中 2022 年下半年到期债券本金合计 44.78 亿元。

表 16 截至 2022 年 6 月底公司存续债券情况

债券名称	期末余额 (亿元)	到期日	票面利率 (%)
21 滇池投资 MTN001 (绿色)	10.00	2023/12/01	6.17
20 滇池投资 PPN001	10.00	2025/08/31	5.80
19 滇池投资 PPN001	10.00	2024/11/12	5.45
17 滇投债	9.30	2024/07/24	5.75
21 滇池投资 PPN001	10.00	2024/04/07	6.00
21 滇池投资 PPN002	5.00	2023/08/23	6.50
21 滇池投资 CP003	2.00	2022/12/09	6.00
21 滇池投资 CP002	6.00	2022/11/17	5.80
17 滇池投资 PPN002	0.78	2022/11/17	6.22
19 滇池投资 MTN001	10.00	2022/10/25	4.77

⁶ 公司部分低息借款由云南省财政厅担保

21 滇池投资 SCP004(绿色)	10.00	2022/09/27	5.70
21 滇池投资 CP001	10.00	2022/08/13	5.40
22 滇池投资 SCP001	6.00	2022/07/11	5.80
合计	99.08	--	--

资料来源: Wind

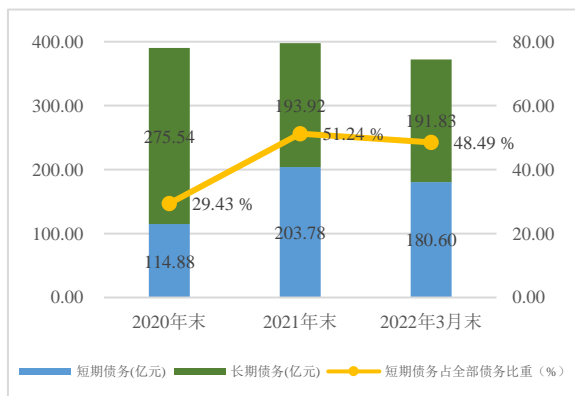
2021 年底,公司长期应付款(合计)较 2020 年底下降 25.65%。其中,专项应付款 5.85 亿元,较 2020 年底下降 19.77%,主要为国家、云南省及昆明市各级政府每年拨付公司进行滇池治理等重大项目的财政补助资金,每年专项应付款的核减金额经政府相关部门审核同意后,计入营业外收入或其他收益;融资租赁借款 90.21 亿元,较 2020 年底下降 21.42%。本报告将长期应

付款中有息部分调至长期债务核算。

2022 年 3 月底,公司负债总额较 2021 年底下降 3.90%。其中,短期借款较 2021 年底下降 12.59%;其他应付款(合计)较 2021 年底增长 39.02%,主要系往来款增长所致;长期借款较 2021 年底增长 7.64%;长期应付款(合计)较 2021 年底下降 10.97%。

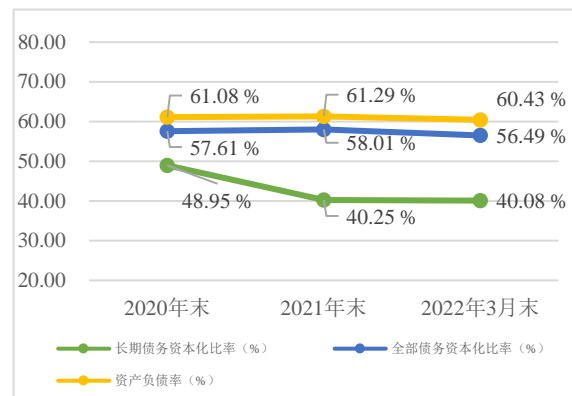
有息债务方面,2021 年底,公司全部债务较 2020 年底增长 1.86%。其中,公司短期债务较 2020 年底增长 77.38%,长期债务较 2020 年底下降 29.62%,短期债务占比大幅上升至 51.24%。2022 年 3 月底,公司全部债务较 2021 年底下降 6.35%。其中,短期债务占比略有下降。

图 2 公司债务结构



资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

图 3 公司债务杠杆水平



资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

从债务指标来看,2021 年底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别提高 0.21 和 0.40 个百分点,长期债务资本化比率较 2020 年底下降 8.70 个百分点。2022 年 3 月底,上述三项指标较 2021 年底分别下降 0.86、1.52 和 0.17 个百分点。

从有息债务的期限结构看,2022 年 4—12 月、2023 年和 2024 年,公司需偿付的有息债务规模分别约为 145 亿元、80 亿元和 100 亿元。

4. 盈利能力

2021 年,受益于污水处理相关业务收入和管理及技术服务收入增加,公司营业总收入有所增长;同时公司期间费用大幅增加,费用控制能力有所下降;非经营性损益(政府补助)对

公司利润贡献大。

2021 年,公司营业总收入同比增长 23.44%,主要系污水处理相关业务收入和管理及技术服务收入增长所致。同期,营业成本同比增长 22.99%,涨幅略低于营业总收入。2021 年,公司营业利润率同比提高 0.36 个百分点。

2021 年,公司期间费用 6.62 亿元,同比增长 87.58%,管理费用大幅增加主要系公司折旧和摊销费用大幅增加所致;此外因汇兑收益下降及银行手续费增加,公司财务费用增幅明显。2021 年,公司期间费用率 18.60%,同比提高 6.36 个百分点,公司费用控制能力有所下降。

表 17 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
营业总收入(亿元)	28.85	35.61	5.26

营业成本（亿元）	25.43	31.28	3.78
费用总额（亿元）	3.53	6.62	0.85
投资收益（亿元）	0.17	-0.40	0.02
其他收益（亿元）	5.63	8.00	0.04
利润总额（亿元）	4.08	4.02	0.59
营业利润率（%）	10.54	10.90	26.49
总资本收益率（%）	0.81	0.85	--
净资产收益率（%）	1.15	1.16	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2021年，公司获得政府补助8.00亿元，主要系政府对滇池治理项目等进行的补贴，计入“其他收益”科目；投资收益略有亏损系权益法下长期股权投资亏损所致。2021年，公司利润总额4.02亿元，政府补助对公司利润总额贡献大。

从盈利指标看，公司总资本收益率较2020年底增长0.04个百分点；净资产收益率较2020年底增长0.01个百分点。

2022年1—3月，公司营业总收入同比变化不大，营业利润率同比增长27.53个百分点，主要系公司中水输水管网建设力度加大和中水技术改进，产能利用率提高所致。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流持续净流入，收入实现质量有所下降；投资活动现金流受滇池治理等项目投入影响持续净流出，但缺口有所缩小；筹资活动现金流量净额由正转负，未来滇池治理等项目投资及还本付息支出大，公司面临很大的筹资压力。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比下降20.80%；经营活动现金流出同比下降23.32%。公司收到其他与经营活动有关的现金主要是往来款、政府补助款和利息收入等。2021年，公司经营活动现金净流入同比下降16.04%。从收入实现质量看，2021年公司现金收入比同比下降24.30个百分点，跟踪期内公司收入实现质量有所下降。

表 18 公司现金流量情况

项目	2020年	2021年
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	25.26	22.53

项目	2020年	2021年
收到其他与经营活动有关的现金（亿元）	31.64	22.55
经营活动现金流入小计（亿元）	56.97	45.12
经营活动现金流出小计（亿元）	37.25	28.57
经营活动现金流量净额（亿元）	19.72	16.55
收到其他与投资活动有关的现金（亿元）	10.00	22.59
投资活动现金流入小计（亿元）	12.85	26.89
支付其他与投资活动有关的现金（亿元）	10.00	26.36
投资活动现金流出小计（亿元）	43.59	35.25
投资活动现金流量净额（亿元）	-30.74	-8.36
筹资活动现金流入小计（亿元）	181.47	196.20
筹资活动现金流出小计（亿元）	172.67	215.19
筹资活动现金流量净额（亿元）	8.80	-18.99
现金收入比（%）	87.57	63.27

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入同比增长109.24%，主要来源于理财产品、委托贷款的收回及平台公司归还拆借资金；投资活动现金流出同比下降19.13%，主要是滇池治理项目投入、购买理财产品和支付的委托贷款。由于滇池治理项目投入及污水处理厂建设资金支出规模较大，公司投资活动现金流净额持续净流出，但缺口有所缩小。2021年公司投资活动现金净流出同比下降72.80%，主要系2020年公司将支付其他与经营活动有关的现金和支付其他与投资活动有关的现金中20.32亿元调入了购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，而2021年未进行调整所致。

从筹资活动来看，由于偿还到期债务本息及项目建设资金需求规模较大，2021年，公司筹资活动现金流入同比增长8.12%。筹集方式以银行借款、发行债券及融资租赁借款为主。同期，公司筹资活动现金流出同比增长24.63%。其中支付融资租赁款及债券款29.23亿元；偿还平台公司拆借资金4.00亿元。2021年，公司筹资活动现金同比净流入转为净流出。

2022年1—3月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为11.89亿元、-4.47亿元和-25.28亿元。一季度因融资规模有限，而偿还债务本息规模较大，公司筹资活动现金净流出规模继续扩

大，2022年一季度现金及现金等价物净减少18.06亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现弱，长期偿债能力指标表现较弱，公司短期偿付压力大，且存在或有负债风险。

从短期偿债指标看，截至2021年底，公司流动比率和速动比率均呈不同程度下降；公司经营活动现金净额对流动负债及短期债务的保障能力持续弱化。2021年底和2022年3月底，公司现金对短期债务的保障能力均很弱。整体看，公司短期偿债能力指标表现弱，短期偿付压力大。

从长期偿债指标看，2021年，公司EBITDA和EBITDA利息倍数有所上升，全部债务/EBITDA有所下降，经营活动现金净额对全部债务和利息支出的保障能力有所下降，公司长期偿债能力指标表现较弱。

表19 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债能力	流动比率(%)	208.51	126.61	127.15
	速动比率(%)	67.18	33.36	26.15
	经营现金/流动负债(%)	12.93	6.89	5.31
	经营现金/短期债务(倍)	0.17	0.08	0.07
	现金短期债务比(倍)	0.47	0.16	0.08
长期偿债能力	EBITDA(亿元)	13.64	15.10	--
	全部债务/EBITDA(倍)	28.63	26.34	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.05	0.04	0.03
	EBITDA/利息支出(倍)	0.58	0.61	--
	经营现金/利息支出(倍)	0.84	0.67	3.51

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2022年3月底，公司共获得银行授信额度565.70亿元，已使用额度128.37亿元，尚未使用额度437.33亿元，其中包含部分项目贷款授信额度，使用用途存在一定限制。公司子公司滇池水务是H股上市公司，具备直接融资渠道。

2022年3月底，公司对外担保余额107.92亿元，担保比率为37.49%，被担保单位均为昆明市国有企业。经公开信息查询，昆明农业发展

投资有限公司涉及1条被执行案件，被执行标的1.19亿元。公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

表20 截至2022年3月底公司对外担保情况

被担保单位	担保余额(亿元)	担保方式
昆明市城市建设开发投资有限公司	34.55	保证
昆明产业开发投资有限责任公司	24.40	保证
昆明市土地开发投资经营有限责任公司	18.20	保证
昆明自来水集团有限公司	11.50	保证
昆明新都投资有限公司	8.91	保证
昆明发展投资集团有限公司	5.00	保证
昆明农业发展投资有限公司	2.99	保证
昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司	2.37	保证
合计	107.92	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

7. 公司本部(母公司)财务分析

跟踪期内，母公司资产、负债、权益在合并口径中占比较高，收入主要来源于子公司，整体债务负担较重，母公司短期偿债能力指标表现弱。

2021年底，母公司资产总额633.49亿元，较2020年底下降0.70%，占合并口径的85.19%；资产仍以非流动资产(占57.22%)为主。其中，流动资产270.98亿元，主要由其他应收款(合计)和存货构成；非流动资产362.51亿元，主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。

2021年底，母公司所有者权益204.61亿元，较2020年底下降0.94%，其中实收资本50.00亿元(占24.44%)、资本公积118.68亿元(占58.00%)。

2021年底，母公司负债总额428.88亿元，较2020年底下降0.58%。主要由其他应付款(合计)、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款(合计)构成；母公司资产负债率为67.70%，较2020年增长0.08个百分点。同期，母公司现金短期债务比0.10倍，母公司短期偿债能力指标表现弱。

2021年，母公司实现营业总收入10.71亿

元，利润总额 0.29 亿元。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 637.94 亿元，所有者权益 206.54 亿元，全部债务 237.54 亿元。2022 年 1—3 月，母公司实现营业收入 8.91 亿元，利润总额为 0.34 亿元。2022 年 3 月底，母公司现金短期债务比为 0.62 倍。

十、外部支持

公司是云南省滇池流域水污染治理的唯一投资建设主体及昆明市最重要的污水处理企业，跟踪期内，公司继续在特许经营、资产注入、财政拨款及财政补贴等方面获得中央、云南省和昆明市等各级政府的大力支持。

公司实际控制人为昆明市国资委，是云南省滇池流域水污染治理的唯一投资建设主体及昆明市最重要的污水处理企业，公司的国资背景、区域地位及业务的公益性特征有利于公司获得政府的支持。

（1）特许经营权

昆明市政府授权昆明市滇池管理局与公司控股子公司滇池水务签订了特许协议，授予滇池水务自 2011 年 1 月 1 日起为期 30 年的昆明市污水处理特许经营权。

昆明市政府明确在特许经营权限内不再批准其他企业、事业单位及其他组织或个人提供污水处理服务，确立了公司在昆明市污水处理行业的垄断地位。

同时，为加强昆明市主城区公共排水设施运行维护工作，全面提高城市排水综合管理和保障服务能力，昆明市政府授权昆明市滇池管理局与公司子公司昆明排水设施管理有限责任公司（以下简称“昆明排水”）于 2014 年 11 月签订了《昆明市主城区公共排水设施特许经营权协议》，采用“政府特许+政府采购+企业经营”的模式，授予昆明排水对昆明市主城区公

共排水设施运行维护业务的特许经营权。

（2）资产注入

根据〔2015〕374 号文，2015 年，昆明市政府将账面价值 30.93 亿元排水管网资产划拨至公司，计入“资本公积”。

根据〔2020〕4 号文，2021 年，昆明市国资委将水利水电勘测院 100% 的股权无偿划入公司，增加资本公积 0.47 亿元。同时，经昆明市国资委产权界定，确认昆明市新兴水利水电工程建设监理有限公司的出资人为水利水电勘测院，增加资本公积 0.01 亿元。

（3）财政拨款及财政补贴

2019—2021 年，公司分别获得中央、云南省、昆明市各级政府的滇池治理工程专项资金拨款资金 9.75 亿元、18.27 亿元和 20.85 亿元。其中公司将符合政府补助条件的专项资金拨款确认为其他收益，2019—2021 年分别确认政府补助 5.05 亿元、5.63 亿元和 8.00 亿元，计入“其他收益”科目。

（4）政府债务置换及专项债资金支持

2016—2017 年，公司分别获得政府债务置换资金 35.91 亿元和 51.43 亿元⁷，计入“资本公积”科目。

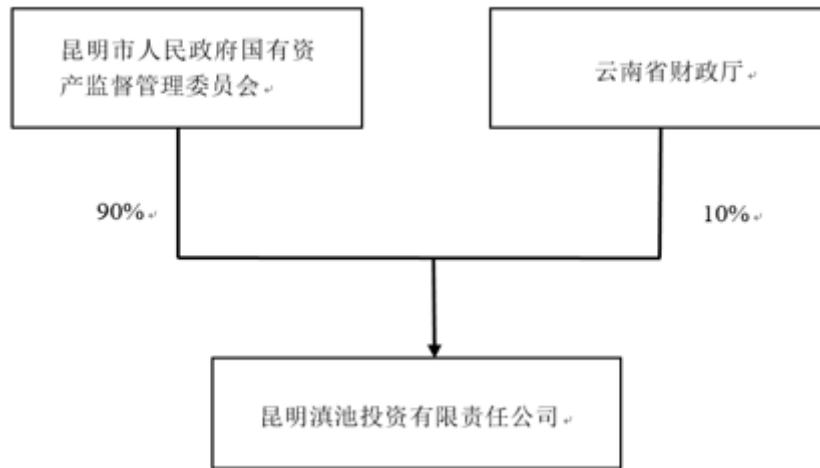
2020 年 6 月，云南省人民政府发行 2020 年云南省市政建设专项债券（三期）—2020 年云南省政府专项债券（十三期）（债券简称为“云南 2018”），募集资金 63.34 亿元，其中 5.50 亿元用于昆明市第十四污水处理厂建设工程，期限为 7 年，利率为 2.86%。公司承担该笔专项债资金的还本付息义务。

十一、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析和评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“19 滇池投资 MTN001”和“21 滇池投资 MTN001（绿色）”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

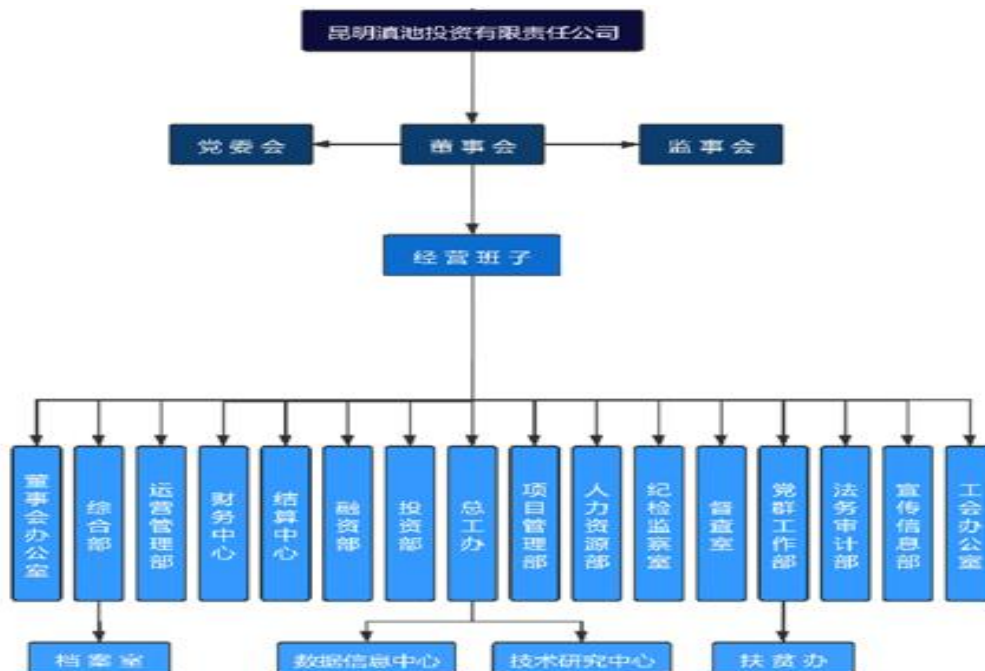
⁷2017 年原计入资本公积的政府债务置换共 57.14 亿元，2018 年根据昆明市审计局审计结果调减 2017 年政府债务置换 5.71 亿元

附件 1-1 截至 2022 年 3 月公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司一级子公司情况

序号	公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	经营范围
1	昆明滇池湖泊治理开发有限公司	600.00	100.00	湖泊生态综合治理；生态发展规划及相关科学研究；项目咨询
2	昆明排水设施管理有限责任公司	102040.00	98.00	市政排水设施的运营管理及专业化服务等
3	昆明滇池项目管理有限责任公司	100.00	100.00	市政排水系统的基础设施、污水处理、环保项目的科研开发、设计及技术咨询等
4	昆明滇投碧水源水务科技有限公司	6000.00	51.00	水处理技术开发与技术服务；环保产品及设备的研究，开发及销售；环保工程的设计与施工
5	昆明滇池置业有限责任公司	2000.00	100.00	土地开发整理；房地产开发及经营；国内贸易、物资供销
6	昆明滇池水务股份有限公司	102911.10	64.16	污水处理业务及再生利用、相关水务基础设施项目的投资、建设、运营等
7	昆明盘源置业有限公司	100.00	51.00	土地开发整理；房地产开发及经营等
8	昆明滇池建设管理有限责任公司	543.48	92.00	市政基础设施建设管理；滇池治理相关项目的建设、管理与技术咨询；市政排水管网的建设管理及咨询；雨、污水收集处理；相关污水处理厂、泵站的建设、管理等
9	昆明滇池资产经营管理有限责任公司	2000.00	100.00	自有资产经营管理（金融资产除外）、企业管理、物业管理、停车场经营、工程机械租赁、汽车租赁、园林绿化工程、旅游景点开发、广告制作设计制作发布
10	昆明滇润生态环境科技有限责任公司	50000.00	100.00	环境科技的研发；技术咨询；技术服务；水路旅客运输；水路货物运输；港口经营；水路工程建设等
11	昆明市水利水电勘测设计研究院有限责任公司	4600.00	100.00	固定资产投资节能评估和审查；水利信息化建设；水环境污染防治服务等

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (公司合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	62.31	53.88	32.33	14.25
资产总额 (亿元)	704.95	738.19	743.62	724.81
所有者权益 (亿元)	284.67	287.32	287.87	286.81
短期债务 (亿元)	101.79	114.88	203.78	180.60
长期债务 (亿元)	250.33	275.54	193.92	191.83
全部债务 (亿元)	352.12	390.42	397.70	372.44
营业总收入 (亿元)	19.87	28.85	35.61	5.26
利润总额 (亿元)	5.09	4.08	4.02	0.59
EBITDA (亿元)	14.27	13.64	15.10	--
经营性净现金流 (亿元)	22.18	19.72	16.55	11.89
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.79	2.42	2.25	--
存货周转次数 (次)	0.09	0.12	0.14	--
总资产周转次数 (次)	0.03	0.04	0.05	--
现金收入比 (%)	60.85	87.57	63.27	30.61
营业利润率 (%)	6.49	10.54	10.90	26.49
总资本收益率 (%)	0.75	0.81	0.85	--
净资产收益率 (%)	1.15	1.15	1.16	--
长期债务资本化比率 (%)	46.79	48.95	40.25	40.08
全部债务资本化比率 (%)	55.30	57.61	58.01	56.49
资产负债率 (%)	59.62	61.08	61.29	60.43
流动比率 (%)	213.00	208.51	126.61	127.15
速动比率 (%)	72.85	67.18	33.36	26.15
经营现金流动负债比 (%)	15.37	12.93	6.89	--
现金短期债务比 (倍)	0.61	0.47	0.16	0.08
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.75	0.58	0.61	--
全部债务/EBITDA (倍)	24.68	28.63	26.34	--

注：：1.其他应付款中有息部分调至短期债务；长期应付款中有息部分调至长期债务；2.2022年一季度财务数据未经审计
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	37.60	35.52	11.17	1.19
资产总额 (亿元)	617.68	637.94	633.49	625.63
所有者权益 (亿元)	206.92	206.54	204.61	203.21
短期债务 (亿元)	54.13	51.77	108.73	98.43
长期债务 (亿元)	143.06	231.62	131.61	132.16
全部债务 (亿元)	197.19	283.38	240.34	230.59
营业总收入 (亿元)	1.24	9.95	10.71	0.03
利润总额 (亿元)	-3.41	-0.31	0.29	-1.40
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	64.26	52.61	8.70	-0.29
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.47	5.22	5.84	--
存货周转次数 (次)	0.04	0.07	0.07	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.02	0.02	--
现金收入比 (%)	32.94	124.40	81.40	0.00
营业利润率 (%)	-537.27	-61.90	-49.04	-2313.79
总资本收益率 (%)	-0.84	-0.07	0.06	--
净资产收益率 (%)	-1.64	-0.16	0.14	--
长期债务资本化比率 (%)	40.88	52.86	39.14	39.41
全部债务资本化比率 (%)	48.80	57.84	54.01	53.16
资产负债率 (%)	66.50	67.62	67.70	67.52
流动比率 (%)	115.65	124.31	96.92	96.14
速动比率 (%)	28.38	25.60	12.24	8.52
经营现金流流动负债比 (%)	26.15	22.80	3.11	--
现金短期债务比 (倍)	0.69	0.69	0.10	0.01
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1.其他应付款中有息部分调整至短期债务; 长期应付款中有息部分调至长期债务; 2. 2022年一季度财务数据未经审计; 3. “/”处数据未获取

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持