信用等级公告

联合〔2020〕2256 号

联合资信评估有限公司通过对昆明滇池投资有限责任公司及其相关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 CP001”的信用等级为 A-1，“19 滇池投资 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十六日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

昆明滇池投资有限责任公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
19 滇池投资 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
19 滇池投资 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 滇池投资 CP001	10 亿元	10 亿元	2020/10/17
19 滇池投资 MTN001	10 亿元	10 亿元	2022/10/25

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

跟踪评级时间：2020 年 7 月 16 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	a		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
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府支持				4

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，并参与昆明市内部分土地一级开发。跟踪期内，昆明市经济稳定发展，公司得到各级政府在滇池治理专项资金拨款及财政补贴、专项债资金等方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司短期偿付压力大、滇池治理项目公益性强、未来资本支出压力较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

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，公司有望持续稳定发展，联合资信对公司的评级展望为稳定。

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 CP001”信用等级为 A-1，“19 滇池投资 MTN001”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**跟踪期内，昆明市经济稳步增长，财政实力很强。2019 年，昆明市地区生产总值和一般公共预算收入分别为 6475.88 亿元、630.0 亿元，分别增长 6.5%和 5.8%。
2. **持续获得各级政府支持。**公司是云南省滇池流域水污染治理唯一投资建设主体，跟踪期内在滇池治理专项资金拨款、财政补贴及专项债资金等方面持续获得政府支持。
3. **污水处理具有区域竞争优势。**公司是昆明市最重要的污水处理企业，区域垄断优势明显，污水处理业务为公司带来稳定收入。

分析师：文 中 马 颖
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

1. **滇池治理项目公益性强。**公司滇池治理项目投资规模大、公益性强，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昆明市土地出让市场行情和国家调控政策影响大。
2. **未来资本支出压力较大。**公司在建滇池治理及污水处理厂等项目投资规模大，存在较大的资本支出压力。
3. **短期偿付压力大。**跟踪期内公司债务规模增长较快，短期债务规模较大，短期偿付压力大。
4. **存在或有负债风险。**公司对外担保规模大，2020 年 3 月底对外担保余额 157.47 亿元，担保比率 55.51%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	115.26	58.95	62.31	51.50
资产总额（亿元）	653.89	641.72	704.95	704.32
所有者权益（亿元）	282.46	282.88	284.67	283.67
短期债务（亿元）	78.09	113.87	101.79	94.71
长期债务（亿元）	250.13	200.36	250.33	261.15
全部债务（亿元）	328.22	314.22	352.12	355.86
营业收入（亿元）	26.16	20.67	19.87	3.43
利润总额（亿元）	3.60	3.99	5.09	-1.08
EBITDA(亿元)	9.65	8.73	14.27	--
经营性净现金流（亿元）	12.66	21.09	22.18	5.98
营业利润率（%）	9.33	12.99	6.49	6.77
净资产收益率(%)	1.05	1.15	1.15	--
资产负债率(%)	56.80	55.92	59.62	59.72
全部债务资本化比率(%)	53.75	52.62	55.30	55.64
流动比率(%)	355.41	222.43	213.00	225.81
速动比率(%)	153.33	65.32	72.85	71.15
经营现金流动负债比(%)	13.99	16.10	15.37	--
现金短期债务比(倍)	1.48	0.52	0.61	0.54
EBITDA 利息倍数(倍)	0.70	0.43	0.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	34.00	36.01	24.68	--
公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	583.91	551.91	617.68	625.18
所有者权益(亿元)	213.17	211.16	206.92	205.44
全部债务(亿元)	229.03	205.96	197.19	205.58
营业收入(亿元)	13.95	6.23	1.24	0.00
利润总额(亿元)	-0.56	0.25	-3.41	-1.47
资产负债率(%)	63.49	61.74	66.50	67.14
全部债务资本化比率(%)	51.79	49.38	48.80	50.02
流动比率(%)	180.72	132.47	115.65	114.38
经营现金流动负债比(%)	11.29	22.19	26.15	--

注：1. 长期应付款中有息部分调至长期债务；2. 2020 年一季度财务数据未经审计

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
19 滇池投资 CP001	A-1	AA+	稳定	2020/04/13	文 中 马 颖	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
19 滇池投资 CP001	A-1	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编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由昆明滇池投资有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

昆明滇池投资有限责任公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（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“19 滇池投资 CP001”“19 滇池投资 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、职能定位和经营范围无变化。截至 2020 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”）为公司唯一股东和实际控制人。

截至 2020 年 3 月底，公司本部设有财务中心、投融资部、资产管理部、项目管理部等 11 个职能部门；拥有合并范围内子公司 12 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 2019 年底，公司资产总额 704.95 亿元，所有者权益 284.67 亿元（含少数股东权益 13.41 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 19.87 亿元，利润总额 5.09 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 704.32 亿元，所有者权益 283.67 亿元（含少数股东权益 13.67 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.43 亿元，利润总额-1.08 亿元。

公司注册地址：昆明市第一污水处理厂内办公楼；法定代表人：朱滔。

三、跟踪评级债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券包括“19滇池投资CP001”和“19滇池投资MTN001”，债券余额合计20亿元，详情见表1。存续债券募集资金均用于偿还公司有息债务，目前均按计划使用完毕。“19滇池投资CP001”到期一次还本付息，“19滇池投资MTN001”尚未至付息日。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
19 滇池投资 CP001	10.00	2019/10/17	1	3.83
19 滇池投资 MTN001	10.00	2019/10/25	3	4.77

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1

社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者

价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无

前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、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”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

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我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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性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我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在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，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，

从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

城投企业作为城市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。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投

企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我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问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市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。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

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。水资源在日常生产、生活中不可或缺，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，且由于涉及国计民生，公益性和区域垄断性特点突出。水务行业产业链主要涉及原水获取、自来水生产、供应和污水处理和再生利用等环节，受区域水资源禀赋、水务政策影响较大。近年来，随着我国城市化进程推进，一系列节水和环保治污政策出台，为水务行业进一步发展释放空间。

（1）区域水资源禀赋

我国人均水资源量低，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源禀赋较南方大部分地区有所欠缺，原水获取受到一定挑战，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，地表水占水资源总量的 95.85%。由于我国人口基数大，人均水资源量水平长期处于低位，不足世界平均水平的三之一。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。

表 4　我国人均水资源量匮乏区域分布

省份/直辖市	人均水资源量（单位：立方米/人）
天　津	112.9
上　海	159.9
北　京	164.2
宁　夏	214.6
河　北	217.7
山　西	328.6
山　东	342.4
河　南	354.6
江　苏	470.6
辽　宁	539.4
陕　西	964.8

注：列示区域为人均水资源量不足1000立方米/人的省份或直辖市
资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

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。

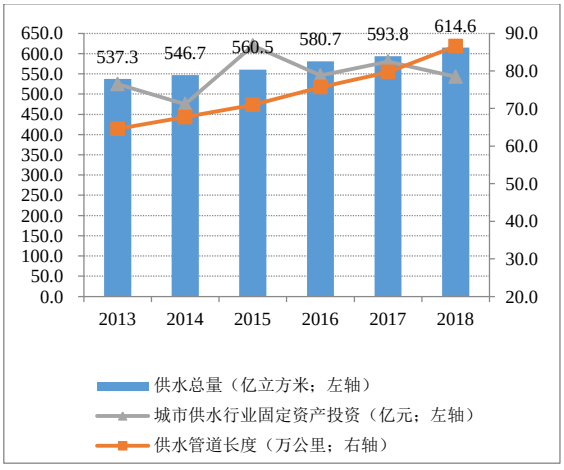
（2）供水行业分析

城市化进程推动我国城市供水能力和供水

总量逐年增长；城市用水普及率较高。城市供水行业固定资产投资规模稳中小幅波动。整体看，我国城市供水行业进入平稳发展状态。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，2019年，部分城市居民生活用水价格进一步调升；水资源匮乏城市水价格较高；伴随着水价改革的推进，城市供水价格仍有进一步上调空间。

近年来，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加，2018 年城市用水人口增至 5.03 亿人，同比增长 4.16%。同期，城市供水能力达 3.12 亿立方米/日，较 2017 年增长 2.42%，仍保持平稳增长。2018 年，我国城市供水总量达 614.6 亿立方米，较 2017 年增长 3.51%；其中居民家庭用水占比最高，为 39.3%，生产运营用水占比 26.4%，其他为公共服务等方面用水。2018 年，我国城市供水管道长度 86.51 万公里，较 2017 年增长 8.49%；城市用水普及率进一步上升至 98.36%。2018 年，城市供水行业固定资产投资 543.0 亿元，较 2017 年略有下降，整体呈现稳中小幅波动态势。我国城市供水行业进入平稳发展状态。

图 1　我国城市供水能力和固定资产投资情况



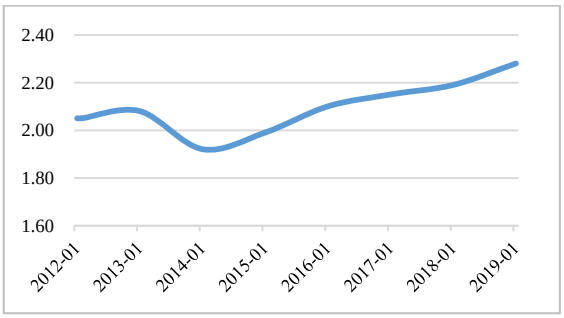
资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

我国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。从定价模式来看，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。受居民生活用水量在城市用水量中占比最高影响，水务企业供水收入主要来源于居民生活用水。

2019 年，我国重点城市居民生活用水平均水价为 2.28 元/立方米，较 2018 年增加 0.09 元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。

图 2　重点城市居民生活用水平均水价变动情况

（单位:元/立方米）



注：选取样本为省会城市和计划单列市居民生活用水第一阶梯水价，居民生活用水水价不包含污水处理费、水价附加等

资料来源：wind，联合资信整理

2019 年以来，在全国省会城市和计划单列市中，石家庄、银川和福州居民生活用水第一阶梯水价均有所调升，调整幅度在 0.2 元/立方米~0.5 元/立方米不等，其他省会城市和计划单列市自来水价格保持稳定。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。

表 5　截至 2019 年底全国重点城市居民自来水价格

（单位:元/立方米）

排名	城市	自来水价	排名	城市	自来水价
1	石家庄	4.28	19	大连	2.30
2	天津	4.00	20	乌鲁木齐	2.25
3	北京	3.64	21	厦门	2.20
4	长春	3.60	22	成都	2.08
5	郑州	3.45	23	南昌	2.03
6	济南	3.20	24	广州	1.98
7	西安	2.85	25	长沙	1.93
8	深圳	2.67	26	上海	1.92
9	青岛	2.50	27	杭州	1.90
10	重庆	2.50	28	贵阳	1.82

11	昆明	2.45	29	合肥	1.78
12	呼和浩特	2.45	30	西宁	1.76
13	宁波	2.40	31	兰州	1.75
14	哈尔滨	2.40	32	海口	1.75
15	太原	2.40	33	南京	1.62
16	银川	2.40	34	南宁	1.55
17	福州	2.40	35	拉萨	1.54
18	沈阳	2.35	36	武汉	1.37

注：该表自来水单价为第一阶梯水价，且不含污水处理费的居民用水价格；福州市水价为2020年1月新调整水价
资料来源：各城市水务局、中国水网、联合资信整理

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，我国城市供水水价仍有进一步上调空间，且随着应收尽收征收范围的扩大，预期供水行业收入将进一步增长。

（3）污水处理行业分析

近年来，随着城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期；污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，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。2018 年，全国城市污水排放量 521.1 亿立方米，较 2017 年增长 5.84%。同期，全国城市污水处理能力 1.69 万立方米/日，较 2017 年增长 7.23%，显著高于同期城市供水能力增速。2018 年，全国城市污水处理率增至 95.49%，同比增长 0.95 个百分点，城市污水处理率进一步上升。2018 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为 802.6 亿元，同比增长 78.04%。2016－2018 年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计 1743.3 亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资 387.2 亿元[1]，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。

2019 年，生态环境部等多部门提出生活污水应接尽接，依法规范生活污水接入管网，城市污水排放量未来或将显著增长。随着污水处理及再生利用设施投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期。

图 3　近年来，我国城市污水处理变动情况



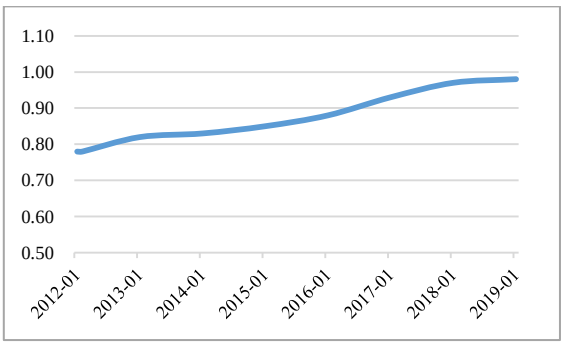
资料来源：联合资信根据《2018 年城市建设统计年鉴》整理

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。近年来，根据我国重点城市居民生活污水处理平均价格走势来看，居民生活污水处理平均价格虽持续上升，但仍低于 1.00 元/吨，该价格仅基本满足

[1] 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

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太原、拉萨、海口等地，污水处理价格处于 0.50 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。

图 4　重点城市居民生活污水处理均价变动情况（单位：元/吨）



注：选取样本为 36 个大中城市居民生活污水处理平均价格
资料来源：wind，联合资信整理

表 6　截至 2019 年底全国重点城市居民污水处理费（单位：元/吨）

排名	城市	污水处理费	排名	城市	污水处理费
1	上海	1.70	19	西安	0.95
2	南京	1.42	20	石家庄	0.95
3	北京	1.36	21	哈尔滨	0.95
4	南宁	1.14	22	大连	0.95
5	武汉	1.10	23	银川	0.95
6	杭州	1.00	24	福州	0.95
7	贵阳	1.00	25	乌鲁木齐	0.95
8	青岛	1.00	26	广州	0.95
9	济南	1.00	27	合肥	0.95
10	重庆	1.00	28	成都	0.95
11	昆明	1.00	29	天津	0.95
12	宁波	1.00	30	南昌	0.95
13	厦门	1.00	31	呼和浩特	0.95
14	西宁	0.95	32	沈阳	0.95
15	兰州	0.95	33	深圳	0.90
16	长沙	0.95	34	拉萨	0.80
17	长春	0.95	35	海口	0.80
18	郑州	0.95	36	太原	0.50

注：该表污水处理费为居民生活污水处理收费，若有阶梯污水处理费的收费标准，表中数据为第一阶梯污水处理费
资料来源：各城市水务局、中国水网

（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。2019年以来，国家发改委、水利部等在节水和污水处理方面新出台文件，要求控制用水总量，提高用水效率，到2020年，全国用水总量控制在6700亿立方米以内，全国公共供水管网漏损率控制在10%以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平；2018年，我国公共供水管网漏损率达14.62%，较2020年目标仍有一定差距，未来加快城市老旧供水管网改造成为节水提效的重要工作之一。污水方面，随着《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019－2021年）的通知》等文件陆续出台，要求地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村，城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，以上政策进一步推动我国城镇生活污水的治理，为水务行业发展提供扩容空间。

表 7　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	《污水处理费免征增值税优惠》	国家税务总局
4	《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
5	《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
6	《“十三五”环境领域科技创新专项规划》（国科发社〔2017〕119 号）	科技部、环境保护部、住建部、林业局、气象局
7	《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

8	《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
9	《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
10	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城〔2017〕143 号）	住建部
11	《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议〉实施方案》（环厅〔2018〕70 号）	生态环境部
12	《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
13	《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
14	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695 号	国家发改委、水利部
15	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

资料来源：联合资信整理

（5）行业竞争和发展趋势

水务行业中地方国有水务企业最为普遍；受资金和技术实力较强的央属水务企业异地扩张影响，未来水务行业跨区域竞争将有所加剧；但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业整体竞争格局仍呈现区域垄断或行业龙头趋势。受城镇污水处理提质增效等政策影响，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，但同时增加了水务企业的投资和回款压力。

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，国有地方水务企业最为普遍，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。由于水务行业涉及国计民生，民营水务企业所占市场份额较小，主要集中在污水处理领域。伴随经济发达的城市水务行业进入成熟期，需求增长放缓，相关配套设施还不健全的区县城市及乡镇地区成为主要渗透目标。行业地位突出、技术水平较好的水务企业逐步进行异地扩张。未来受资金和技术实力较强的水务企业异地扩张影响，水务行业竞争将有所加剧，但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业整体仍呈现区域垄断或行业龙头趋势。

随着经济水平增长、城镇化进程推进和一系列节水和环保水务政策的出台，我国供水行业在老旧供水管网提标改造，提升供水效率方面尚有一定空间，污水处理行业在投资和扩产能方面将有较大发展空间，预期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。在建设资金配置方面，财政部、住建部等多次提出，鼓励政府参与的污水处理项目实施 PPP 模式，鼓励社会资金参与水务设施建设，水务行业投资模式逐步向多元化转变，社会资本方的介入一定程度推进了水务行业市场化改革。在环保政策驱动下，水环境综合治理等水务衍生行业发展较快，部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过 PPP 模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资，该类项目前期投入规模大，回款期长，对地方政府财政实力依赖程度较高，企业资本支出和现金回流或将面临较大压力。

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，昆明市政府将滇池治理作为“头号工程”，并下发三年攻坚行动方案，今年作为行动方案最后一年仍需实施大量

项目。

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”。近二十多年来，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，几乎丧失了水的全部使用功能，对昆明市人民群众生产生活造成了严重影响。

自“九五”以来，国务院连续三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，各级政府累计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。

《滇池流域水环境保护治理“十三五”规划》明确“十三五”期间滇池保护治理的七项主要任务，明确到 2020 年滇池湖体富营养水平明显降低，蓝藻水华程度明显减轻，流域生态环境明显改善，滇池外海水质稳定达到Ⅳ类。

根据昆明市政府下发的《滇池保护治理三年攻坚行动实施方案（2018—2020 年）》（以下简称“三年攻坚行动实施方案”），昆明市将通过实施滇池保护治理三年攻坚行动，采取控制城市面源和雨季合流污染、治理主要入湖河道及支流沟渠、完善流域截污治污系统、优化流域健康水循环、提升湿地生态环境效能等一系列措施，努力实现滇池水质目标与总量削减目标，把滇池打造成生态之湖、景观之湖、人文之湖。

2019 年 9 月，昆明市政府发布《昆明市“两湖两江”流域保护治理及修复专项攻坚战实施方案》，要求全力以赴实施三年攻坚行动实施方案，以完善精准治污体系为主，努力实现滇池水质目标与污染物总量削减目标。

2020 年 1 月 8 日，昆明市委、市政府召开 2020 年滇池保护治理工作会暨第一次河（湖）长会议，会议上省委常委、市委书记程连元对滇池保护治理工作提出了明确要求。2020 年，昆明计划实施 147 个滇池保护治理项目，并继续实施水质目标与污染负荷削减目标双目标控制，努力使滇池草海、外海水质均稳定达到Ⅳ类水标准，所有主要入湖河道水质均达到Ⅳ类及以上。

4. 区域经济环境

公司经营业务主要位于云南省昆明市，2019年昆明市经济稳定发展，财政实力逐步增强，但地方政府债务规模很大，政府债务负担重。

昆明市是云南省省会，地处云贵高原中部，三面环山，南濒滇池，面积2.15万平方公里（其中市区面积0.03万平方公里），下辖6区7县1市。

根据《2019年昆明市国民经济和社会发展统计公报》，2019年，昆明市完成地区生产总值6475.88亿元，按可比价格计算，比上年增长6.5%。其中，第一产业增加值270.29亿元，增长5.5%；第二产业增加值2078.75亿元，增长4.6%；第三产业增加值4126.84亿元，增长7.7%。三次产业结构调整为4.2：32.1：63.7。2019年，昆明市人均生产总值93853元，增长5.2%，按年均汇率折算为13605美元。

2019年，昆明市固定资产投资（不含农户）比上年增长2.8%。分产业看，第一产业投资增长9.2%，第二产业投资增长2.9%，第三产业投资增长2.7%。从支柱板块看，工业投资增长2.8%，基础设施投资下降10.3%，房地产投资增长13.9%。

根据《关于昆明市2019年地方财政预算执行情况和2020年地方财政预算草案的报告》，2019年，昆明市完成一般公共预算收入630.0亿元，增长5.8%，其中税收收入占比80.8%；政府性基金预算收入955.8亿元，增长35.5%，主要系土地出让量价齐升，土地出让收入大幅增长所致。2019年，昆明市上级补助、一般债券转贷等收入合计460.3亿元。同期，昆明市一般公共预算支出820.9亿元，财政自给率为76.75%。截至2019年底，昆明市政府债务余额2062.0亿

元。

根据昆明市统计局公开资料，2020年1—3月，昆明市完成地区生产总值1513.27亿元，同比下降5.6%；固定资产投资下降19.1%。

根据昆明市财政局公开资料，2020年1—5月，昆明市完成一般公共预算收入255.2亿元，下降5.6%，其中税收收入191.6亿元，下降15.4%，税收占一般公共预算收入的75.1%；非税收入63.7亿元，增长45.2%。同期，昆明市完成一般公共预算支出331.2亿元，下降5.3%。2020年1—5月，昆明市完成政府性基金预算收入182.7亿元，下降37.9%。其中，国有土地使用权出让收入完成150.8亿元，下降43.6%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司持续获得相关政府的财政拨款、财政补贴及专项债资金等支持。

2019 年及 2020 年 1—3 月，公司分别获得中央及省市各级政府的滇池治理工程专项资金拨款金额 9.75 亿元和 2.18 亿元，计入“专项应付款”科目。

2019 年，公司获得政府补助收入 5.05 亿元，主要系昆明市政府对公司滇池治理项目等进行补贴，计入“其他收益”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“20 云南 18”）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支出。

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 2020 年 6 月 30 日，公司本部已结清信贷信息中无不良记录。未结清信贷信息中存在 1 笔欠息，金额为 654.86 元；关注类贷款 1 笔，余额为 50000.00 万元。根据兴业银行昆明分行 2020 年 6 月 30 日出具的说明，因银行系统问题，致使 2020 年 6 月 26 日扣息日公司在银行流动资金贷款 50000 万元出现欠息记录，进而导致公司在银行的两笔贷款（一笔为流动资金贷款 50000 万元，起息日为 2019 年 12 月 26 日，到期日为 2022 年 12 月 26 日；另一笔为非标贷款 50000 万元，起息日为 2020 年 6 月 24 日，到期日为 2023 年 6 月 24 日）风险分类下调为关注，此次出现欠息记录及风险分类下调与公司无关，是因银行系统问题导致，公司已按时将利息划转至还息账户。现银行已经将该两笔风险分类调回正常类，并已经向人民银行申请删除该两笔贷款关注信息。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10530101017030000），截至 2020 年 7 月 14 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。

根据国家企业信用信息公示系统信息显示，2019 年 7 月，公司被昆明市五华区人民法院列为被执行人，执行标的 112.73 万元。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事马跃基退休，目前董事会人员共 5 人。2019 年 8 月，昆明市国资委下发《昆明市国资委关于撤出派驻昆明滇池投资有限责任公司监事会的通知》（昆国资发〔2019〕170 号），撤出昆明市国资委派驻公司的 3 名监事。目前公司监事会成员共 2 人。

公司董事、监事及总经理人员缺位，联合资信将持续关注相关人员到位情况。除此之外，公司管理体制、管理制度等无其他重大变化。

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，2019年营业收入及毛利率均出现下降。

受土地一级开发收入规模下降影响，2019 年，公司营业收入同比下降3.89%至19.87亿元。

其中，污水处理收入12.35亿元，同比增长6.56%；土地一级开发收入同比下降79.64%至1.24亿元，主要系公司所整理的土地出让较少；中水及自来水销售收入3.03亿元，同比大幅增长163.48%，主要系中水及自来水厂建造收入大幅增长所致；其他业务收入同比大幅增长76.63%至3.25亿元，主要系当年新增电力热力生产供应收入1.10亿元所致。

毛利率方面，2019年，公司综合毛利率为8.40%，同比下降6.89个百分点，主要系其他业务收入占比提升但持续亏损所致。其中，污水处理毛利率同比变动不大，仍保持较高水平（42.94%）；中水及自来水销售毛利率同比提高12.88个百分点至22.34%，主要系中水及自来水销售量上升所致；土地一级开发毛利率同比提高7.59个百分点至22.90%，主要系当期确认之前年度出让土地的投资回报所致；由于排水管网及滇池治理项目计提的折旧额较高，其他业务持续亏损。

表 8　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
污水处理	11.59	56.07	42.13	12.35	62.17	42.94	3.26	95.24	41.41
中水及自来水销售	1.15	5.58	9.46	3.03	15.24	22.34	0.04	1.09	70.66
土地一级开发	6.09	29.45	15.31	1.24	6.23	22.90	0.00	0.00	0.00
其他	1.84	8.90	-150.17	3.25	16.36	-141.45	0.13	1.17	-831.55
合计	**20.67**	**100.00**	**15.29**	**19.87**	**100.00**	**8.40**	**3.43**	**100.00**	**9.67**

注：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
资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

2020年1—3月，公司实现营业收入3.43亿元，同比增长19.10%，相当于2019年全年营业收入的17.26%。同期，公司综合毛利率为9.67%，中水及自来水销售毛利率为70.66%，同比大幅提升，主要系毛利率水平较低的中水及自来水建造收入较少所致。

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，为国家重点环境治理项目。根据三年攻坚行动实施方案，2018—2020 年，昆明市将实施市级滇池治理重点项目 64 个，计划投资 75.99 亿元；实施区级重点项目 147 个，计划投资 65.20 亿元。其中公司承担 30.95 亿元的市级滇池治理重点项目任务，其余由昆明市滇池管理局或各区委办局负责。需注意的是，市级及区级滇池治理项目中包含污水处理厂新建及改扩建项目。

公司主要通过自主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。2019 年及 2020 年 1—3 月，公司分别收到滇池治理项目专项财政拨款 9.75 亿元和 2.18 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建滇池治理项目共 9 个，计划总投资 132.07 亿元，已完成投资 74.91 亿元，2020 年需支出 57.16 亿元，集中支付压力很大。截至 2020 年 3 月底，公司拟建滇池治理项目为昆明市污水处理厂污泥处理处置工程，计划总投资 5.00 亿元，2020—2021 年计划分别投资 3.20 亿元及 1.80 亿元。

表 9　2020 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	预计完工时间
环湖截污南岸工程	29.30	12.11	2020 年
环湖截污西岸工程	2.59	2.10	2020 年
环湖东岸截污工程	20.99	3.58	2020 年

污泥搬迁工程	2.93	2.90	2020 年
滇池治理底泥疏浚三期工程	5.58	4.55	2020 年
草海大坝工程	4.89	3.01	2020 年
调蓄池	31.59	27.65	2020 年
昆明主城雨污分流支次干管配套建设工程	26.80	17.86	2020 年
滇池蓝藻项目工程	7.40	1.15	2020 年
合计	**132.07**	**74.91**	--

注：上表中污泥搬迁工程、草海大坝工程、调蓄池、昆明主城雨污分流支次干管配套建设工程和滇池蓝藻项目工程中的部分子项目为三年攻坚行动实施方案中的重点项目
资料来源：公司提供

（2）土地一级开发

为平衡滇池治理项目投入，昆明市政府向公司配置了较大规模的待开发土地。土地出让后，昆明市政府按照项目投资额加成一定比例返还予公司。公司土地一级开发收入受房地产景气度、区域调控等因素影响稳定性较差，跟踪期内，该收入有所下降。

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，公司待开发土地未发生变动，主要包括昆明市羊肠片区3300 亩土地、羊肠大村 1051.86 亩、晋宁县 1.55 万亩土地以及呈贡区 2.05 万亩土地。

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。

账务处理方面，公司土地一级开发投入计入“存货”科目，现金流量表则体现为“购买商品、接受劳务支付的现金”或“购建固定资产、无形资产或其他长期资产支付的现金”。公司整理的土地出让时，按照土地开发投入加上投资回报及管理费确认土地一级开发收入，同时结转存货计入营业成本。

2019 年，公司土地一级开发收入为 1.24 亿元，同比下降 79.64%，主要是公司所整理的土地出让较少；毛利率为 22.90%，同比提高 7.59 个百分点，主要系当期确认之前年度出让土地的投资回报。

截至 2020 年 3 月底，羊肠片区及羊肠大村已投资 30.96 亿元，累计出让土地 928.65 亩，收到土地出让返还款 27.15 亿元；晋宁片区已完成投资 10.20 亿元，累计出让土地 425.00 亩，收到土地出让返还款 2.61 亿元；呈贡区已完成投资 28.94 亿元，累计出让土地面积 462.00 亩，收到土地出让返还款 8.65 亿元。

羊肠片区、呈贡片区和晋宁片区是公司主要的土地一级开发收益来源，此外，公司还参与了昆明市西山区、官渡区王官片区的土地一级开发工作。其中，西山区项目总用地约 1298 亩，预计总投资 23.64 亿元，截至 2020 年 3 月底已完成投资 8.71 亿元；王官片区土地面积 715.00 亩，预计总投资 2.60 亿元，截至 2020 年 3 月底已完成投资 2.26 亿元。

（3）污水处理业务

昆明市政府授权公司经营昆明市污水处理厂，公司污水处理业务在昆明市具有区域垄断性，业务范围还进一步拓展到云南省外以及东南亚等区域。跟踪期内，公司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 2019 年底，公司应收账款中应收昆明市财政局污水处理采购款 6.50 亿元。

公司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，2019 年及 2020 年 1—3 月分别为 12.35 亿元和 3.26 亿元（其中污水处理厂建造收入分别为 2.47 亿元和 0.34 亿元）；毛利率分别为 42.13%和 55.43%。

跟踪期内，禄劝污水处理厂投入运营，公司下辖污水处理厂数量增加至 65 个，污水处理能力和服务面积相应扩大，截至 2020 年 3 月底，公司下辖污水处理厂共计 65 个，污水处理服务面积和产能分别为 1094.00 平方千米和 85848.00 万吨/年。

2019 年，公司污水处理量为 68325.00 万吨，同比小幅增长 1.23%。2020 年 1—3 月，公司污水处理量为 16078.54 万吨，相当于 2019 年全年水平的 23.53%。

表 10 公司污水处理主要指标情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
污水处理能力（万吨/年）	84141.24	84753.00	85848.00
实际处理量（万吨）	67495.10	68325.00	16078.54
污水处理厂数量（个）	64	65	65
服务面积（平方千米）	894.58	1094.00	1094.00
污水处理价格（昆明主城区）（元/立方米）	1.58	1.58	1.58

注：1. 随着公司之前收购或新建的污水处理厂不断投产，公司污水处理能力不断扩大；2. 其他地区污水处理价格根据当地政府指导价格确定
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司在建污水处理厂项目共 5 个，计划总投资 29.62 亿元，已完成投资 13.04 亿元，未来仍需支出 16.58 亿元。公司无拟建污水处理项目。

表 11 2020 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
第三水质净化厂项目	1.98	1.60	2020 年
第七八水质净化厂项目	3.23	1.65	2020 年
第九水质净化厂项目	0.22	0.11	2020 年
昆明市第十三污水处理厂建设工程（一期）	6.90	6.87	2020 年
昆明市第十四水质净化厂建设工程一期项目	17.29	2.81	2021 年
合计	**29.62**	**13.04**	--

资料来源：公司提供

（4）中水及自来水销售业务

滇池水务依托下辖污水处理厂拓展中水供应业务，随着区域内中水需求的增长，跟踪期内滇池水务的中水销售收入不断增长。滇池水务另有自来水供应业务，但自来水厂的产能利用率不高。

公司中水及自来水销售业务主要由滇池水务负责。2018—2019 年，滇池水务分别实现中水及自来水销售收入 1.15 亿元及 3.05 亿元（其中中水及自来水厂建造收入分别为 0.87 亿元和 2.28 亿元；与表 8 中的中水及自来水销售收入存在差异系统计口径所致），毛利率分别为 9.46%和 18.98%（与表 8 中的中水及自来水销售毛利率存在差异系统计口径所致）。2020 年 1—3 月，滇池水务实现中水及自来水销售收入 0.04 亿元（其中中水及自来水厂建造收入为 0.01 亿元），同比变动不大。

截至 2019 年底，滇池水务下辖 7 家污水处理厂负责生产中水，中水供水能力为 5.2 万立方米/日，客户包括昆明市的工商业机构、企事业单位等。随着中水市场的发展，2018—2019 年，滇池水务中水产量不断上升，分别为 882.53 万立方米和 1173.58 万立方米，产能利用率随之提升，分别为 46.50%和 61.83%。自来水业务方面，截至 2019 年底，滇池水务共有 5 间在运营的自来水厂，设计产能合计 11.60 万立方米/日。近年来，滇池水务自来水厂的产能利用率不高，均在 30%~40%之间。

表 12 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		2018 年	2019 年
中水	产能	5.20	5.20
	供水量	882.53	1173.58
	产能利用率	46.50%	61.83%
自来水	产能	11.60	11.60
	供水量	1295.70	1480.13
	产能利用率	30.60%	34.96%

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，滇池水务共有 2 家在建

自来水厂，分别为双江县第二自来水厂及配套管网工程建设项目及昭通彝良第三自来水厂项目，计划总投资 1.69 亿元，已完成投资 1.09 亿元。

3. 未来发展

未来，公司将持续推进滇池水域环境治理工作，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，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 2019 年合并财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有合并范围内子公司 12 家。其中，2019 年，公司新设立 1 家子公司，2020 年 1—3 月合并范围无变动。新增子公司的资产及收入规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司资产总额 704.95 亿元，所有者权益 284.67 亿元（含少数股东权益 13.41 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 19.87 亿元，利润总额 5.09 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 704.32 亿元，所有者权益 283.67 亿元（含少数股东权益 13.67 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.43 亿元，利润总额-1.08 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产以滇池治理及土地一级开发投入为主；长期应收款规模较大，对公司资金占用明显；公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 704.95 亿元，较上年底增长 9.85%，主要来自其他应收款和固定资产的增加；其中流动资产占 43.62%，非流动资产占 56.38%，公司资产构成仍以非流动资产为主。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**291.46**	**45.42**	**307.48**	**43.62**	**302.47**	**42.95**
货币资金	58.81	9.17	59.75	8.48	48.94	6.95
存货	205.87	32.08	202.32	28.70	207.17	29.41
非流动资产	**350.26**	**54.58**	**397.46**	**56.38**	**401.85**	**57.05**
长期应收款	56.47	8.80	61.54	8.73	61.34	8.71
固定资产	111.42	17.36	139.93	19.85	138.41	19.65
在建工程	168.52	26.26	171.48	24.32	175.44	24.91
资产总额	**641.72**	**100.00**	**704.95**	**100.00**	**704.32**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019 年底，公司流动资产 307.48 亿元，较上年底增长 5.50%，主要源自其他应收款的增加。公司流动资产主要由货币资金（占 19.43%）、其他应收款（占 9.07%）和存货（占 65.80%）构成。

2019 年底，公司货币资金 59.75 亿元，较上年底小幅增长 1.58%。公司货币资金主要为银行存款；受限货币资金 15.53 亿元，主要为用于质押借款的存单（14.03 亿元）以及保证金（1.42 亿元）等。

2019 年底，公司应收账款 11.83 亿元，较上年底增长 16.20%，主要是应收昆明市财政局污水处理政府采购款增加。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或土地一级开发成本返还款等。从集中度看，前五大欠款单位欠款合计占 81.78%，欠款集中

度较高。公司累计计提坏账准备 1615.67 万元（其中按账龄组合计提坏账准备 729.48 万元，对应收昆明市财政局款项计提坏账准备 886.19 万元），计提比例为 1.35%。

2019 年底，公司其他应收款（含应收利息 0.26 亿元）27.88 亿元，较上年底增长 141.41%，主要系与昆明新都投资有限公司、昆明公交集团有限责任公司等单位的往来款增加所致。公司其他应收款主要包括往来款（占 72.97%）和融资租赁保证金（占 26.54%）；前五大欠款单位欠款合计占 54.24%，欠款集中度一般，账龄均为 1 年以内。公司累计计提坏账准备 877.12 万元，计提比例为 0.32%。

2019 年底，公司存货 202.32 亿元，较上年底下降 1.73%。公司存货主要为土地一级开发成本（202.06 亿元），其中土地使用权共 23 宗，账面价值合计 93.45 亿元，面积总计 102.58 万平方米，用途主要为城镇住宅用地和商务金融用地；其余为土地一级开发项目投入。公司存货中的原材料累计计提跌价准备 0.62 万元。

2019 年底，公司非流动资产 397.46 亿元，较上年底增长 13.48%，主要来自长期应收款、固定资产和无形资产的增长。公司非流动资产主要包括长期应收款（占 15.48%）、固定资产（占 35.21%）和在建工程（占 43.14%）。

受益于特许经营权应收款项的增加，2019 年底，公司长期应收款较上年底增长 8.97%至 61.54 亿元。公司长期应收款包括与昆明市财政局、昆明市水务局等单位的往来款（42.56 亿元）、特许经营权应收款项（14.09 亿元）以及 BT 项目应收款项（4.89 亿元），期末累计计提坏账准备 662.09 万元。

2019 年底，公司固定资产 139.93 亿元，较上年底增长 25.59%，主要系环湖南路古城段提升改造工程、滇池环湖（晋宁东大河片区）生态建设项目等滇池治理项目以及第十一污水处理厂完工由在建工程转入所致。公司固定资产主要包括房屋建筑物及构筑物（77.46 亿元）、管网沟渠（48.10 亿元）和机械设备（12.39 亿元），累计计提折旧 27.37 亿元，未计提减值准备。

2019 年底，公司在建工程 171.48 亿元，较上年底增长 1.76%，主要系环湖截污南岸工程、昆明第十三污水处理厂、昆明市第十四污水处理厂工程等项目投入以及部分原计入土地一级开发的资本化利息支出经调整后转入在建工程，同时环湖南路古城段提升改造工程等滇池治理项目以及第十一污水处理厂完工转入固定资产所致。公司在建工程主要包括滇池治理及污水处理厂项目投入。

2019 年底，公司无形资产 19.26 亿元，较上年底增长 113.91%，主要系昆明第十一污水处理厂建设工程、环湖南路古城段提升改造工程等所占用的土地由在建工程转入所致。公司无形资产主要由土地使用权（17.25 亿元）构成，累计摊销 1.06 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年底，公司资产中用于抵押借款的 6 宗土地使用权面积 283.50 亩、3 处房产 6714.73 平方米，借款余额合计 18.30 亿元。

2020 年 3 月底，公司资产总额 704.32 亿元，较上年底略有下降；资产构成仍以非流动资产为主。其中，货币资金 48.94 亿元，较上年底下降 18.08%，主要用于滇池治理、污水处理厂以及土地一级开发投入。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益基本稳定，受偿还政府置换债券本金影响，资本公积略有下降，考虑到资本公积中存在规模较大的政府置换债券资金，联合资信将持续关注公司资本公积变动情况；负债总额快速增长，仍以非流动负债为主，整体债务负担一般，但 2020 年存在集中偿还压力。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 284.67 亿元，较上年底略有增长，主要由实收资本（占 17.56%）、资本公积（占 57.08%）、其他综合收益（占 13.32%）构成。由于归还 2016 年政府

置换债券本金 0.84 亿元，2019 年底，公司资本公积较上年底下降 0.51%至 162.48 亿元。公司资本公积主要由政府债务置换资金（86.50 亿元）及排水管网（30.93 亿元）等构成。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 283.67 亿元，较上年底下降 0.35%，主要系归还 88.00 万元政府置换债券本金减少资本公积以及当期亏损减少未分配利润所致。同期，公司所有者权益构成较上年底变动不大。

负债

2019 年底，公司负债总额 420.28 亿元，较上年底增长 17.12%，主要来自其他应付款、长期借款和应付债券的增长。同期，公司流动负债占 34.35%，非流动负债占 65.65%，公司负债仍以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 144.36 亿元，较上年底增长 10.17%，主要来自短期借款和其他应付款增长。公司流动负债主要由短期借款（占 18.37%）、其他应付款（占 21.12%）和一年内到期的非流动负债（占 50.89%）构成。

2019 年底，公司短期借款 26.51 亿元，较上年底增长 26.85%，主要来自保证借款和信用借款的增长。公司短期借款包括质押借款（3.00 亿元）、保证借款（14.50 亿元）和信用借款（9.01 亿元）。

公司应付账款主要为应付施工单位款项。2019 年底，公司应付账款 10.25 亿元，较上年底增长 37.54%。按账龄看，1 年以内的占 54.44%，1~2 年的占 33.02%。

2019 年底，公司其他应付款 30.49 亿元，较上年底大幅增加 22.97 亿元，主要系新增与昆明新都置业有限责任公司、昆明发展投资集团有限公司、昆明市公共租赁住房开发建设管理有限责任公司等的往来款以及工程质保金所致。公司其他应付款主要包括往来款（19.79 亿元）和工程款质保金（5.78 亿元）等。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 73.46 亿元，较上年底下降 20.98%，主要系偿还一年内到期的长期借款所致。公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款（28.75 亿元）、应付债券（15.50 亿元）和长期应付款（29.17 亿元）。

2019 年底，公司非流动负债 275.92 亿元，较上年底增长 21.12%，主要来自长期借款、应付债券和长期应付款的增加。公司非流动负债主要由长期借款（占 32.36%）、应付债券（占 30.78%）和长期应付款（占 31.28%）构成。

2019 年底，公司长期借款 89.28 亿元，较上年底增长 12.68%，主要源自保证借款的增加。公司长期借款主要包括质押借款（11.90 亿元，质押物为存单及其他应收款）、抵押借款（10.32 亿元）、保证借款（58.65 亿元）和信用借款（8.40 亿元）。公司长期借款中包含港币借款（24.54 亿元）。

2019 年底，公司应付债券 84.93 亿元，较上年底增长 55.31%，主要系发行 3 亿美元 3 年期境外债券、“19 滇池投资 MTN001”“19 滇池投资 PPN001”所致。

表 14　截至 2019 年底公司应付债券情况

（单位：亿元、%）

债券名称	期末余额	到期日	发行利率
17 滇投债	12.33	2024/07/24	5.75
17 滇池投资 PPN001	6.93	2022/08/03	6.35
17 滇池投资 PPN002	17.96	2022/11/17	6.22
19 滇投 3 亿美元债	20.82	2022/06/18	6.60
15 滇池水务债	6.97	2022/12/25	4.35
19 滇池投资 MTN001	9.99	2022/10/25	4.77
19 滇池投资 PPN001	9.93	2024/11/12	5.45
合计	**84.93**	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019 年底，公司长期应付款 86.30 亿元，较上年底增长 9.17%，主要系新增融资租赁借款所致。其中，专项应付款 10.17 亿元，主要为滇池治理获得的财政拨款，较上年底下降 19.28%；融资租赁借款 76.12 亿元，较上年底增长 14.57%。公司专项应付款主要为国家、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。本报告将长期应

付款中有息部分调至长期债务核算。

2020 年 3 月底，公司负债总额 420.65 亿元，较上年底变动不大。其中，短期借款 31.84 亿元，较上年底增长 20.11%，主要来自质押借款和信用借款的增加；应付票据较上年底增加 4.82 亿元至 6.64 亿元，主要系应付工程款增加所致；长期借款较上年底增长 10.63%至 98.77 亿元，主要系保证借款增加所致。由于偿还到期债务，2020 年 3 月底，公司一年内到期的非流动负债快速下降。

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 352.12 亿元，较上年底增长 12.06%；长期债务占比较上年底提高 7.33 个百分点至 71.09%。2020 年 3 月底，公司全部债务 355.86 亿元，较上年底增长 1.06%；长期债务占比小幅上升至 73.38%。

表 15　公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	113.87	101.79	94.71
长期债务	200.36	250.33	261.15
全部债务	314.22	352.12	355.86
资产负债率	55.92	59.62	59.72
全部债务资本化比率	52.62	55.30	55.64
长期债务资本化比率	41.46	46.79	47.93

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从债务指标看，2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，分别为 59.62%、55.30%和 46.79%。2020 年 3 月底，上述三项指标较上年底略有上升，分别为 59.72%、55.64%和 47.93%。

从有息债务期限结构看，从有息债务期限结构看，2020—2022 年，公司需偿付的有息债务规模分别为 101.79 亿元、68.24 亿元和 112.48 亿元，2020 年集中偿还压力大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入出现下滑，营业成本继续增长，盈利能力有所下降；期间费用对公司利润侵蚀明显，投资收益、政府补助等非经营性损益对公司利润贡献大。

2019 年，由于土地一级开发收入减少，公司营业收入同比下降 3.89%至 19.87 亿元。跟踪期内，环湖南路古城段提升改造工程等滇池治理项目完工转入固定资产开始计提折旧，导致 2019 年公司营业成本同比增长 3.93%至 18.20 亿元。受此影响，同期公司营业利润率同比下降 6.50 个百分点至 6.49%。

2019 年，公司期间费用（含研发费用，下同）5.72 亿元，同比增长 33.15%，主要来自财务费用和管理费用的增加。其中，管理费用同比增长 16.99%至 4.52 亿元，主要系水葫芦种植费用（该费用系滇池治理项目建设内容之一，相关项目完工后，水葫芦种植费用不符合资本化条件）增加所致；财务费用 1.01 亿元，同比增长 306.35%，主要系当期汇兑损失所致。同期，公司期间费用占营业收入的比例同比上升 8.01 个百分点至 28.80%。公司期间费用对利润侵蚀明显。

表 16　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	20.67	19.87
营业成本	17.51	18.20
公允价值变动损益	0.00	0.46
投资收益	0.09	4.27
其他收益	5.36	5.05
利润总额	3.99	5.09
营业利润率	12.99	6.49
总资本收益率	0.80	0.75
净资产收益率	1.15	1.15

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司公允价值变动损益 0.46 亿元，系交易性金融资产当期公允价值增加所致；投资收益 4.27 亿元，主要为处置原全资子公司晋宁滇池置业有限公司 66%股权产生的投资收益。2019 年，公司获得政府补助 5.05 亿元，主要系政府对公司滇池治理项目等进行的补贴，计入“其他收益”科目。2019 年，公司利润总额 5.09 亿元，投资收益、政府补助等非经营性损益对公司利润总额贡献大。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益

率同比略有下降，为 0.75%；净资产收益率保持不变，为 1.15%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.43 亿元，相当于 2019 年的 17.25%，利润总额-1.08 亿元，营业利润率为 6.77%。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流仍呈现净流入，收入实现质量下降，投资活动现金流受滇池治理等项目投入规模较大影响呈大规模净流出，未来滇池治理等项目投资支出大，公司面临较大的资本支出压力。

从经营活动看，由于往来款流入规模迅速扩大，2019年，公司经营活动现金流入规模同比增长7.31%至53.32亿元。同期，公司经营活动现金流出同比增长8.91%至31.14亿元，主要是往来款支出规模扩大。2019年，公司经营性净现金流22.18亿元，同比增长5.15%。公司收到其他与经营活动有关的现金主要是往来款、政府补助款和滇池治理专项资金等。从收入实现质量看，跟踪期内公司收入实现质量下降，2019年现金收入比为60.85%。

表 17　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	49.69	53.32
经营活动现金流出量	28.59	31.14
经营活动净现金流	21.09	22.18
现金收入比	97.00	60.85
投资活动净现金流	-38.03	-29.49
筹资活动净现金流	-39.45	-7.22

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看，跟踪期内公司投资活动现金流入主要为处置晋宁滇池置业有限公司66%股权收到的现金净额以及收回投资收到的现金（结构性存款到期收回）等。公司投资活动现金流出主要是滇池治理项目投入、污水处理厂建设支出等。由于滇池治理项目投入及污水处理厂建设支出等处于较高水平，2019年公司投资活动现金流呈现净流出29.49亿元。

从筹资活动看，由于偿还到期债务本息以及项目建设资金需求规模较大，2019年公司筹资活动现金流入同比增长107.65%至163.81亿元，筹集方式以银行借款、发行债券及融资租赁借款为主。2019年，公司筹资活动现金流呈现净流出7.22亿元。公司收到其他与筹资活动有关的现金全部为融资租赁借款。2019年，公司支付其他与筹资活动有关的现金48.74亿元，主要包括偿还融资租赁借款34.11亿元以及存单质押14.03亿元。

2020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5.98亿元、-8.83亿元和-7.95亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标较弱，对外担保规模较大，综合考虑公司地位、各级政府对公司的有力支持以及畅通的融资渠道，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，跟踪期内，公司流动比率和波动比率均有所波动，2019 年底上述两项指标分别为 213.00%和 72.85%，2020 年 3 月底上述两项指标分别为 225.81%和 71.15%。2019 年，公司经营现金流动负债比为 15.37%，同比下降 0.73 个百分点。2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.61 倍和 0.54 倍；剔除受限货币资金后，2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.46 倍和 0.38 倍。公司存在短期偿付压力。

从长期偿债指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 14.27 亿元，同比增长 63.48%，主要来自固定资产折旧和利润总额的增加；全部债务/EBITDA 为 24.68 倍，EBITDA 利息倍数为 0.75 倍。公司长期偿债能力指标较弱。

截至2020年3月底，公司共获得银行授信额度514.58亿元，已使用额度202.08亿元，尚未使用额度312.50亿元，间接融资渠道畅通。公司子公司滇池水务是H股上市公司，具备直接融资渠道。

截至2020年3月底，公司对外担保余额

157.47亿元，担保比率为55.51%，被担保单位均为昆明市国有企业，但公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

表 18　2020 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保单位	担保余额	担保方式
昆明产业开发投资有限责任公司	69.43	保证
昆明新都投资有限公司	17.79	保证
昆明发展投资集团有限公司	12.10	保证
昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司	11.04	保证
昆明市城市建设开发投资有限公司	29.66	保证
昆明市土地开发投资经营有限责任公司	17.44	保证
合计	157.47	--

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

母公司资产稳定增长，以非流动资产为主，债务规模增长较快，整体债务负担一般。

2019 年底，母公司资产总额 617.68 亿元，较上年底增长 11.92%；资产仍以非流动资产（占 53.99%）为主。其中，流动资产为 284.19 亿元，主要由货币资金和存货构成；非流动资产 333.49 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。

2019 年底，母公司所有者权益 206.92 亿元，较上年底下降 2.01%；其中实收资本和资本公积合计占 82.62%。

2019 年底，母公司负债总额 410.76 亿元，较上年底增长 20.54%；主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成，母公司资产负债率为 66.50%，同比上升 4.76 个百分点。

2019 年，母公司实现营业收入 1.24 亿元，同比大幅下降；营业成本 7.85 亿元，净利润-3.40 亿元。

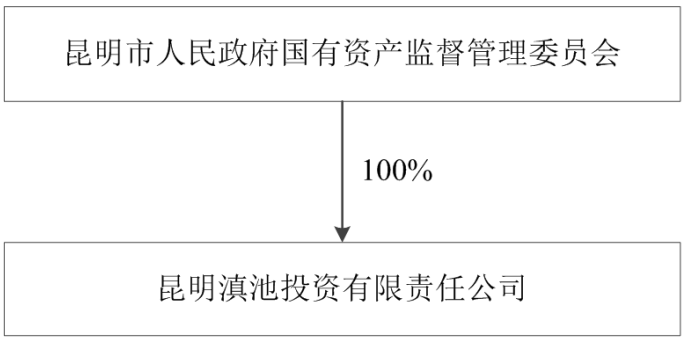
十、存续债券偿还能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券包括“19滇池投资MTN001”“19滇池投资CP001”，债券余额合计20.00亿元；2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续债券余额的覆盖倍数分别为0.71倍、2.67倍和1.11倍，经营活动现金流入量对存续债券的覆盖程度较好；2019年底及2020年3月底，公司现金类资产对“19滇池投资CP001”的覆盖倍数为6.23倍和5.15倍。

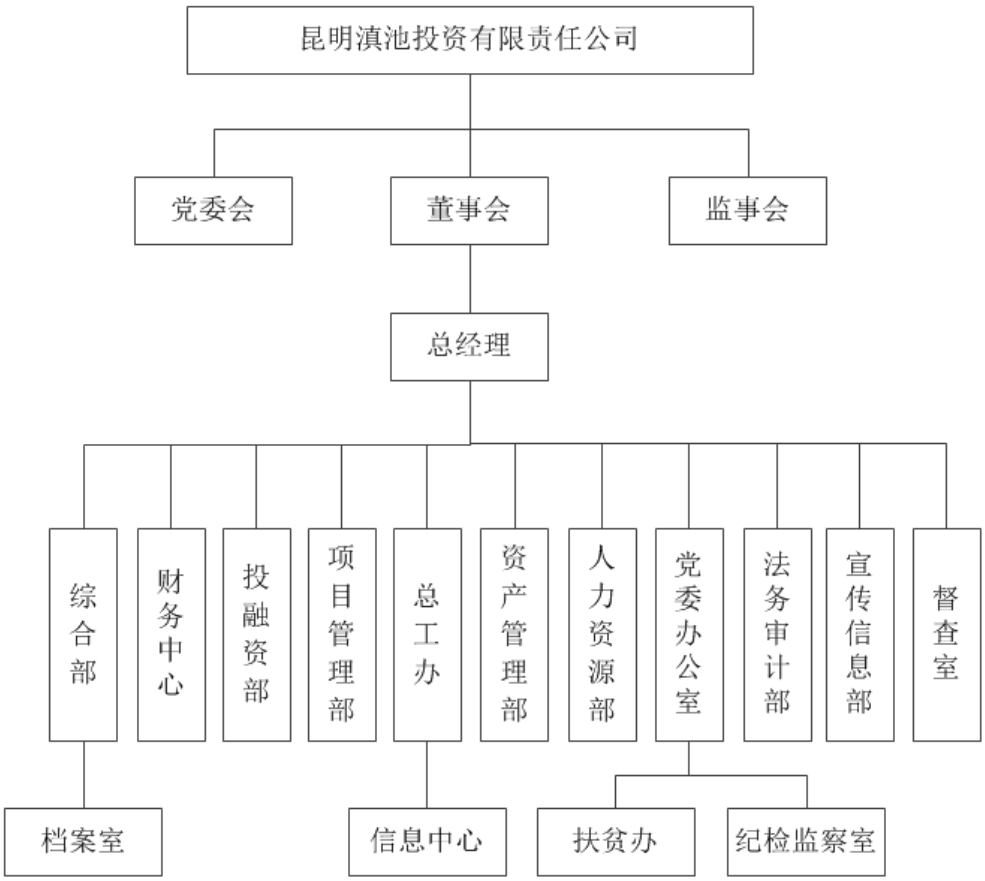
十一、结论

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 CP001”的信用等级为 A-1，“19 滇池投资 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　截至 2020 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

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	100000.00	100.00	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、相关水务基础建设项目的投资、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	昆明滇星房地产开发有限责任公司	100.00	100.00	房地产开发与销售；物业服务；房屋租赁；停车场服务等
9	昆明滇龙房地产开发有限责任公司	100.00	100.00	房地产开发与销售；物业服务；房屋租赁；停车场服务等
10	昆明滇池建设管理有限责任公司	500.00	100.00	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
11	昆明滇池资产经营管理有限责任公司	200.00	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
12	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

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	115.26	58.95	62.31	51.50
资产总额(亿元)	653.89	641.72	704.95	704.32
所有者权益(亿元)	282.46	282.88	284.67	283.67
短期债务(亿元)	78.09	113.87	101.79	94.71
长期债务(亿元)	250.13	200.36	250.33	261.15
全部债务(亿元)	328.22	314.22	352.12	355.86
营业收入(亿元)	26.16	20.67	19.87	3.43
利润总额(亿元)	3.60	3.99	5.09	-1.08
EBITDA(亿元)	9.65	8.73	14.27	--
经营性净现金流(亿元)	12.66	21.09	22.18	5.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.42	1.98	1.79	--
存货周转次数(次)	0.14	0.09	0.09	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	72.38	97.00	60.85	50.15
营业利润率(%)	9.33	12.99	6.49	6.77
总资本收益率(%)	0.56	0.80	0.75	--
净资产收益率(%)	1.05	1.15	1.15	--
长期债务资本化比率(%)	46.96	41.46	46.79	47.93
全部债务资本化比率(%)	53.75	52.62	55.30	55.64
资产负债率(%)	56.80	55.92	59.62	59.72
流动比率(%)	355.41	222.43	213.00	225.81
速动比率(%)	153.33	65.32	72.85	71.15
经营现金流动负债比(%)	13.99	16.10	15.37	--
现金短期债务比(倍)	1.48	0.52	0.61	0.54
EBITDA 利息倍数(倍)	0.70	0.43	0.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	34.00	36.01	24.68	--

注：1. 长期应付款中有息部分调至长期债务；2. 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	86.92	38.00	37.60	27.26
资产总额(亿元)	583.91	551.91	617.68	625.18
所有者权益(亿元)	213.17	211.16	206.92	205.44
短期债务(亿元)	52.09	79.03	54.13	60.44
长期债务(亿元)	176.94	126.92	143.06	145.15
全部债务(亿元)	229.03	205.96	197.19	205.58
营业收入(亿元)	13.95	6.23	1.24	0.00
利润总额(亿元)	-0.56	0.25	-3.41	-1.47
EBITDA(亿元)	1.99	1.82	0.46	-1.47
经营性净现金流(亿元)	18.62	42.01	64.26	-5.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.14	1.09	0.47	--
存货周转次数(次)	0.11	0.05	0.04	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.01	0.00	--
现金收入比(%)	64.68	202.36	32.94	0.00
营业利润率(%)	-24.18	-59.67	-537.27	-434421.59
总资本收益率(%)	-0.06	0.06	-0.84	--
净资产收益率(%)	-0.26	0.12	-1.64	--
长期债务资本化比率(%)	45.36	37.54	40.88	41.40
全部债务资本化比率(%)	51.79	49.38	48.80	50.02
资产负债率(%)	63.49	61.74	66.50	67.14
流动比率(%)	180.72	132.47	115.65	114.38
速动比率(%)	74.51	30.23	28.38	27.56
经营现金流动负债比(%)	11.29	22.19	26.15	--
现金短期债务比(倍)	1.67	0.48	0.69	0.45
全部债务/EBITDA(倍)	115.26	113.27	426.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.11	0.10	0.03	--

注：1. 长期应付款中有息部分调至长期债务；2. 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4　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	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
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	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	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	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 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

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 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息