信用评级公告

联合〔2021〕6854 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^+，“20 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

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）:（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

昆明滇池投资有限责任公司 2021 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
20 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
20 滇池投资 CP001	10 亿元	10 亿元	2021/10/30
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：2021 年 7 月 27 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	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				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。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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司滇池治理项目公益性强、未来资本支出压力较大，资产流动性较弱、短期偿付压力较大以及存在或有负债风险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+，“20 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. **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。2020 年，昆明市地区生产总值和一般公共预算收入分别为 6733.79 亿元、650.5 亿元，分别增长 2.3%和 3.2%。
2. **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，区域专营优势明显，污水处理业务为公司带来稳定收入。

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

1. **滇池治理项目公益性强，项目投资压力较大。**公司滇池治理项目公益性强，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；且项目投资规模大，公司面临较大投资压力。
2. **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。
3. **存在较大短期偿付压力。**2020 年底，公司全部债务 390.42 亿元，其中，短期债务 114.88 亿元，现金短期债务比为 0.47 倍。
4. **存在或有负债风险。**公司对外担保规模大，2021 年 3 月底公司对外担保余额 154.07 亿元，担保比率为 53.46%。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	58.95	62.31	53.88	45.76
资产总额(亿元)	641.72	704.95	738.19	735.63
所有者权益(亿元)	282.88	284.67	287.32	285.71
短期债务(亿元)	113.87	101.79	114.88	119.29
长期债务(亿元)	200.36	250.33	275.54	268.21
全部债务(亿元)	314.22	352.12	390.42	387.50
营业收入(亿元)	20.67	19.87	28.85	5.30
利润总额(亿元)	3.99	5.09	4.08	-1.00
EBITDA(亿元)	8.73	14.27	13.64	--
经营性净现金流(亿元)	21.09	22.18	19.72	5.52
营业利润率(%)	12.99	6.49	10.54	-1.05
净资产收益率(%)	1.15	1.15	1.15	--
资产负债率(%)	55.92	59.62	61.08	61.16
全部债务资本化比率(%)	52.62	55.30	57.61	57.56
流动比率(%)	222.43	213.00	208.51	194.46
速动比率(%)	65.32	72.85	67.18	56.38
经营现金流动负债比(%)	16.10	15.37	12.93	--
现金短期债务比(倍)	0.52	0.61	0.47	0.38
EBITDA 利息倍数(倍)	0.43	0.75	0.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	36.01	24.68	28.63	--
公司本部				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	551.91	617.68	637.94	643.13
所有者权益(亿元)	211.16	206.92	206.54	204.06
全部债务(亿元)	205.96	197.19	283.38	282.31
营业收入(亿元)	6.23	1.24	9.95	0.00

利润总额(亿元)	0.25	-3.41	-0.31	-1.98
资产负债率(%)	61.74	66.50	67.62	68.27
全部债务资本化比率(%)	49.38	48.80	57.84	58.04
流动比率(%)	132.47	115.65	124.31	122.34
经营现金流动负债比(%)	22.19	26.15	22.80	--

注：1. 长期应付款中有息部分调至长期债务；2. 2021 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
20 滇池投资 CP001	A-1	AA+	稳定	2021/04/28	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
20 滇池投资 CP001	A-1	AA+	稳定	2020/07/28	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	2020/07/16	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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

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，联合资信评估股份有限公司（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 2021 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“20 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，公司股权结构发生变更。2020 年 12 月，根据《云南省划转部分国有资本充实社保基金实施方案》，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”）将持有的公司 10%的股权划转至云南省财政厅。截至 2021 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，公司实际控制人仍为昆明市国资委。

跟踪期内，公司注册资本、职能定位和经营范围无变化。截至 2021 年 3 月底，公司本部内设 12 个职能部门，分别是督查室、综合部、财务中心、投融资部、总工办、资产管理部、项目管理部等职能部门；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 2020 年底，公司资产总额 738.19 亿元，所有者权益 287.32 亿元（含少数股东权益 14.05 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 28.85 亿元，利润总额 4.08 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 735.63 亿元，所有者权益 285.71 亿元（含少数股东权益 14.36 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.30 亿元，利润总额-1.00 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“20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，目前募集资金已按规定使用完毕。跟踪期内，公司已按时支付“19滇池投资MTN001”当期利息，“20滇池投资CP001”尚未至还本付息日。

表 1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 滇池投资 CP001	10.00	10.00	2020/10/30	1 年
19 滇池投资 MTN001	10.00	10.00	2019/10/25	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）

2 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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，

但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

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**

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，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。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020 年 4 月，中央政治局

常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

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 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。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，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 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/会议名称	核心内容及主旨
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	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，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。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，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、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

中国人均水资源量低，水资源区域分布不均，南水北调成为缓解中国区域水资源短缺的重要方式。

中国水资源主要来源于地表水，2020 年地表水占水资源总量的 96.39%。目前中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。受制于中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（天津 2019 年人均水资源仅为 51.9 立方米/人）人均水资源量不足 1000 立方米/人，人均水资源量匮乏。

南水北调成为缓解中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

城市化进程推动中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，城市供水行业固定资产投资规模小幅提升，但 2019 年供水能力近年来首次下降。近年来，中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《2019 年城市建设统计年鉴》，2019 年城市用水人口增至 5.18 亿人，同比增长 2.92%。同期，城市供水能力达 3.09 亿立方米/日，较 2018 年下降 1.01%。2019 年，中国城市供水总量达 628.30 亿立方米，较 2018 年增长 2.23%。用水结构中，居民家庭用水占比最高，为 46.97%，生产运营用水占比 30.43%，其他为公共服务等方面用水。2019 年，中国城市供水管道长度 92.01 万公里，较 2018 年增长 6.37%；城市用水普及率进一步上升至 98.78%。2019 年，城

市供水行业固定资产投资 560.1 亿元，较 2018 年略有上升，整体呈现稳中小幅波动态势。中国城市供水行业处于平稳发展状态。

中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，目前中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。2020 年，中国重点城市居民生活用水平均水价为 2.33 元/立方米，较 2019 年增加 0.05 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。

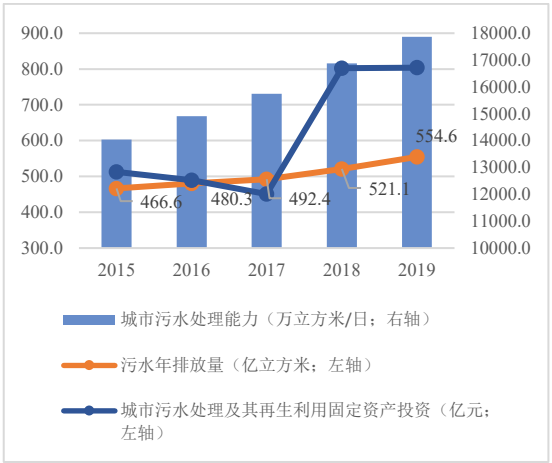
近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；不断推进居民生活用水阶梯计价制度，并在 2020 年底全面实行非居民用水超定额、超计划累进加价制度；要求合理提高征收标准，做到应收尽收。整体看，在政策指导下，中国城市供水水价基本平稳，仍有进一步上调空间，且随着应收尽收征收范围的扩大，预期供水行业收入将进一步增长。

（3）污水处理行业分析

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

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。2019年，全国城市污水排放量554.6亿立方米，较2018年增长6.43%。同期，全国城市污水处理能力1.79万立方米/日，较2018年增长5.82%，显著高于同期城市供水能力增速。2019年，全国城市污水处理率增至96.81%，同比增长1.32个百分点，城市污水处理率进一步上升。2019年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为803.7亿元，同比增长0.13%。2017－2019年，中国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计2057.1亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资448.7亿元[3]，较中国《“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　中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《2019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。2020 年，在全国省会城市和计划单列市中，太原市城区污水处理收费有所调整，居民用水污水处理收费标准由 0.50 元/立方米调整为 0.95 元/立方米，

[3] 污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于《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

其他省会城市和计划单列市污水处理价格保持稳定。近年来，中国重点城市居民生活污水处理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。

2020 年，国家发展改革委、住房城乡建设部联合印发《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》，该方案提出到 2023 年，县级及以上城市设施能力基本满足生活污水处理需求。未来将加大生活污水收集管网配套建设和改造力度，促进污水资源化利用，推进污泥无害化资源化处理处置，加快补齐设施短板，完善生活污水收集处理设施体系。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，行业处于快速发展期。

（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。

表 4　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议〉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

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，中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，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，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。

总体看，未来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，中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，将推动中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，昆明市政府将滇池治理作为“头号工程”。2020 年底，三年攻坚行动及“十三五”规划圆满收官，未来昆明市政府仍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”。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。

2021 年 2 月 22 日，省常委、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，会议上程连元指出滇池保护治理“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。同时强调 2021 年作为“十四五”规划的开局之年，要持续推动滇池水质的改善，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。

4. 区域经济环境

公司经营业务主要位于云南省昆明市，

2020年昆明市经济稳定发展，财政实力逐步增强，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《2020年昆明市国民经济和社会发展统计公报》，2020年，昆明市完成地区生产总值6733.79亿元，按可比价格计算，比2019年增长2.3%。其中，第一产业增加值312.35亿元，增长5.6%；第二产业增加值2102.93亿元，增长1.4%；第三产业增加值4318.51亿元，增长2.5%。三次产业结构由2019年的4.2：32.1：63.7调整为4.6：31.2：64.2。

2020年，昆明市固定资产投资（不含农户）比2019年增长8.1%。分产业看，第一产业投资增长35.8%，第二产业投资增长7.9%，第三产业投资增长7.8%。从支柱板块看，工业投资增长8.1%，基础设施投资增长13.3%，房地产投资增长8.0%。

根据《关于昆明市2020年地方财政预算执行情况和2021年地方财政预算草案的报告》，2020年，昆明市完成一般公共预算收入650.5亿元，增长3.2%，其中税收收入占79.2%；政府性基金预算收入737.1亿元，下降22.9%。2020年，昆明市上级补助、一般债券转贷等收入合计591亿元。同期，昆明市一般公共预算支出875.1亿元，财政自给率为74.33%。截至2020年底，昆明市政府债务余额2124.6亿元。

根据昆明市统计局公开资料，2021年1—3月，昆明市完成地区生产总值1754.62亿元，同比增长14.6%；固定资产投资增长30.3%。

根据昆明市财政局公开资料，2021年1—5月，昆明市完成一般公共预算收入285.6亿元，较2020年同期增长11.9%，其中税收收入230.3亿元，增长20.2%，税收占一般公共预算收入的80.6%；非税收入55.3亿元，下降13.2%。同期，昆明市完成一般公共预算支出344.3亿元，增长3.9%。2021年1—5月，昆明市完成政府性基金预算收入321.5亿元，增长76%。其中，国有土地使用权出让收入完成313.1亿元，增长107.6%。

六、基础素质分析

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，公司继续在财政拨款、财政补贴及专项债资金等方面得到政府的有力支持。

2020年及2021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18.27亿元和559.35万元，计入“专项应付款”科目。

2020年，公司获得政府补助收入5.63亿元，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“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2021年6月18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。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1053010101703000 0），截至2021年5月26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。

截至评级报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员发生变动，董事长一职暂时空缺，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化，联合资信将持续关注公司董事长岗位人员到位情况。

2020 年 8 月 26 日，公司发布《昆明滇池投资有限责任公司关于公司总经理发生变动的公告》，根据昆明市人民政府昆政任〔2020〕7 号文件，任命马振华先生为公司总经理。

2020 年 11 月 23 日，公司发布《昆明滇池投资有限责任公司关于公司董事长发生变动的公告》，公司原党委数据、董事长朱滔先生不再担任相关职务，公司董事长一职暂时空缺，空缺期间由公司党委副书记、董事会董事、总经理马振华先生主持公司董事会工作。

马振华先生，1979 年出生，历任昆明市宜良县委常委、县委办公室主任、中共昆明市委全面深化改革领导小组办公室专职副主任、中共昆明市委政策研究室副主任、昆明市国资委党组成员、副主任，兼中共昆明市国有企业工作委员会委员，2020 年 8 月起任公司党委副书记、总经理、法定代表人。

跟踪期内，除上述事项外，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化，联合资信将持续关注公司董事长岗位人员到位情况。

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，2020年营业收入及毛利率均明显增长。

受土地一级开发收入规模增长影响，2020年，公司营业收入同比增长45.20%至28.85亿元。其中，污水处理收入12.76亿元，略有增长；土地一级开发收入同比大幅增长702.42%至9.95亿元，主要系公司2020年出让羊肠片区四宗土地当年确认收入所致；中水及自来水销售收入2.61亿元，同比下降13.86%，主要系项目进入回购期，建设服务收入减少所致；其他业务3.52亿元，同比变化不大。

毛利率方面，2020年，公司综合毛利率为11.84%，同比提升3.44个百分点，主要系毛利率较高的土地一级开发收入规模大幅上升且其他业务收入亏损减小所致。其中，污水处理毛利率同比提升2.40个百分点至45.34%，仍保持较高水平；中水及自来水销售毛利率同比下降1.63个百分点至20.71%；土地一级开发毛利率同比下降6.77个百分点至16.13%，主要系2019年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，其他业务仍持续亏损。

表 5　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年			2020 年			2021 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	12.35	62.17	42.94	12.76	44.25	45.34	2.51	47.36	31.54
中水及自来水销售	3.03	15.24	22.34	2.61	9.05	20.71	0.36	6.88	35.24
土地一级开发	1.24	6.23	22.90	9.95	34.49	16.13	0.00	0.00	--
其他	3.25	16.36	-141.45	3.52	12.20	-128.30	2.42	45.66	-36.67
合计	**19.87**	**100.00**	**8.40**	**28.85**	**100.00**	**11.84**	**5.30**	**100.00**	**0.58**

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；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

2021年1—3月，公司实现营业收入5.30亿元，相当于2020年全年营业收入的18.36%。同期，公司综合毛利率为0.58%。

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。2020 年及 2021 年 1—3 月，公司分别收到滇池治理项目专项财政拨款 18.27 亿元和 559.35 万元。

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建滇池治理项目共 10 个，计划总投资 65.33 亿元，已完成投资 46.08 亿元，未来尚需支出 19.26 亿元。

表 6　2021 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	3.68	0.17
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	3.08	0.60
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	2.10	1.21
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	3.55	1.27
昆明市第十四水质净化厂建设工程	18.49	10.50	8.00
昆明主城老旧排水管网改造及泵站建设工程	9.50	6.28	3.22
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	3.15	2.73
昆明主城排水管网系统清淤除障项目-子项目二	5.29	4.10	1.19
合计	**65.33**	**46.08**	**19.26**

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。跟踪期内，受土地出让面积增长影响，公司土地一级开发收入大幅增长。

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。

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。

2020 年，公司土地一级开发收入为 9.95 亿元，同比大幅增长 702.42%，主要系公司整理的土地出让增加；毛利率为 16.13%，同比下降 6.77 个百分点，主要系 2019 年确认之前年度出让土地的投资回报。

截至 2021 年 3 月底，羊肠片区及羊肠大村预计总投资 47.38 亿元，已投资 31.20 亿元，累计出让土地 1190.50 亩，剩余可出让土地面积 312.50 亩；当期确认收入 9.94 亿元；晋宁片区预计总投资 267.87 亿元，已投资 10.20 亿元，累计出让土地 427.74 亩，剩余可出让土地面积 336.00 亩；呈贡区预计总投资 159.21 亿元，已

投资 33.14 亿元，累计出让土地面积 1260.53 亩，剩余可出让土地面积 1397.55 亩。

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 2021 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 2021 年 3 月底已完成投资 2.23 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专营性，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，公司污水处理收入及毛利率均持续增长，且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 2020 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。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签署污水处理特许经营权协议，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。

目前，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。

2020 年及 2021 年 1—3 月公司污水处理收入分别为 12.76 亿元和 2.51 亿元；毛利率分别为 45.34%和 31.54%。

跟踪期内，公司新增 3 座运营污水处理厂，公司下辖污水处理厂数量增加至 68 个，污水处理能力随之扩大，截至 2021 年 3 月底，公司下辖污水处理厂共计 68 个，污水处理服务面积和产能分别为 1094.00 平方千米和 90378.75 万吨/年。

2020 年，公司污水处理量为 73677.95 万吨，同比增长 7.83%。2021 年 1—3 月，公司污水处理量为 17183.21 万吨，相当于 2020 年全年水平的 23.32%。

表 7 公司污水处理主要指标情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
污水处理能力（万吨/年）	84753.00	90378.75	90378.75
实际处理量（万吨）	68325.00	73677.95	17183.21
污水处理厂数量（个）	65	68	68
服务面积（平方千米）	1094.00	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

公司在老挝建设的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。

截至 2021 年 3 月底，公司在建污水处理厂项目共 1 个，计划总投资 18.49 亿元，已完

成投资 10.50 亿元，未来仍需支出 8.01 亿元；公司无拟建污水处理项目。

表 8　2021 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	10.50	2022 年

资料来源：公司提供

（4）中水及自来水销售业务

跟踪期内，滇池水务的中水销售收入有所下降。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。2020 年，滇池水务实现中水及自来水销售收入 2.61 亿元（其中中水及自来水厂建造收入 1.98 亿元），毛利率 20.71%。2021 年 1—3 月，滇池水务实现中水及自来水销售收入 0.36 亿元（其中中水及自来水厂建造收入为 0.24 亿元），同比变动不大。

跟踪期内，滇池水务下辖负责生产中水的污水处理厂增加 3 家，截至 2020 年底滇池水务共有负责生产中水的污水处理厂 10 家，中水供水设计产能提升至 21.30 万立方米/日，客户包括昆明市的工商业机构、企事业单位等。2020 年，滇池水务中水供水量 3117.65 万立方米，同比增长 165.65%，但产能利用率下降至 40.10%。自来水业务方面，截至 2020 年底，滇池水务共有 7 间在运营的自来水厂，较 2019 年底增加 2 间，其中 1 间在建，设计产能提升至 13.10 万立方米/日；滇池水务自来水供水量 1486.30 万立方米，同比变化不大，产能利用率下降至 31.08%。

表 9　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		2019 年	2020 年
中水	产能	5.20	21.30
	供水量	1173.58	3117.65
	产能利用率	61.83%	40.10%
自来水	产能	11.60	13.10
	供水量	1480.13	1486.30
	产能利用率	34.96%	31.08%

资料来源：公司提供

截至 2020 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 0.05 亿元。

3. 未来发展

滇池流域水环境保护治理十四五规划（2021—2025 年）中，针对饮用水源保护、强化控源截污、水资源保障、水生态保护修复和环境风险管控五大重点任务，初步计划总投资 145.09 亿元。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 2020 年合并财务报表，天衡会计师事务所（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 2021 年一季度财务报表未经审计。

2020 年及 2021 年 1—3 月合并范围无变动。截至 2021 年 3 月底，公司拥有合并范围内子公司 12 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 738.19 亿元，所有者权益 287.32 亿元（含少数股东权益 14.05 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 28.85 亿元，利润总额 4.08 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 735.63 亿元，所有者权益 285.71 亿元（含少数股东权益 14.36 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.30 亿元，利润总额-1.00 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；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，整体资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 738.19 亿元，较 2019 年底增长 4.72%，主要来自存货、

长期应收款和在建工程的增加；其中流动资产占 43.08%，非流动资产占 56.92%，公司资产构成仍以非流动资产为主。

表10　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**307.48**	**43.62**	**318.03**	**43.08**	**308.89**	**41.99**
货币资金	59.75	8.48	53.66	7.27	45.55	6.19
应收账款	11.83	1.68	11.65	1.58	9.77	1.33
其他应收款（合计）	27.88	3.95	31.97	4.33	28.28	3.84
存货	202.32	28.70	215.56	29.20	219.33	29.82
非流动资产	**397.46**	**56.38**	**420.16**	**56.92**	**426.74**	**58.01**
长期应收款	61.54	8.73	69.58	9.43	72.33	9.83
固定资产	139.93	19.85	138.50	18.76	136.97	18.62
在建工程	171.48	24.32	182.82	24.77	188.15	25.58
无形资产	19.26	2.73	20.33	2.75	20.28	2.76
资产总额	**704.95**	**100.00**	**738.19**	**100.00**	**735.63**	**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

流动资产

2020 年底，公司流动资产 318.03 亿元，较 2019 年底增长 3.43%，主要系其他应收款和存货的增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 16.87%）、其他应收款（占 10.05%）和存货（占 67.78%）构成。

2020 年底，公司货币资金 53.66 亿元，较 2019 年底下降 10.18%。公司货币资金主要为银行存款。其中，受限货币资金 21.83 亿元，占 40.68%，主要为用于质押借款的存单（20.93 亿元）及保证金（0.82 亿元）。

2020 年底，公司应收账款 11.65 亿元，较 2019 年底下降 1.49%。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，公司累计计提坏账准备 3491.16 万元，计提比例 0.30%。

2020 年底，公司其他应收款 31.97 亿元，较 2019 年底增长 15.74%，主要系与昆明新都投资有限公司和昆明发展投资集团有限公司等单位的往来款增加所致。公司其他应收款主要为往来款和融资租赁保证金，前五大欠款单位欠款合计占 49.61%，欠款集中度偏高，账龄主要在 1 年以内。公司累计计提坏账准备 820.49 万元，计提比例为 0.21%。

表 11　截至 2020 年底公司其他应收款前五大情况
（单位：亿元、%）

债权人名称	账面余额	账龄	占比
昆明新都投资有限公司	3.80	1 年以内	11.87
昆明发展投资集团有限公司	3.57	1 年以内	11.13
昆明公交集团有限责任公司	3.01	1 年以内	9.38
昆明农业发展投资有限公司	3.00	1 年以内	9.36
晋宁县滇池环湖（东大河片区）生态建设项目指挥部	2.52	1-2 年	7.87
合计	**15.90**	**--**	**49.61**

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2020 年底，公司存货 215.56 亿元，较 2019 年底增长 6.55%。公司存货主要为土地一级开发成本（215.36 亿元）。公司存货中的库存商品累计计提跌价准备 0.02 亿元。受限存货 4.40 亿元，占比 2.04%，用于抵押担保。

非流动资产

2020 年底，公司非流动资产 420.16 亿元，较 2019 年底增长 5.71%，主要来自长期应收款和在建工程的增长。公司非流动资产主要包括长期应收款（占 16.56%）、固定资产（占 32.96%）和在建工程（占 43.51%）。

2020 年底，公司长期应收款 69.58 亿元，较 2019 年底增长 13.06%。其中包括应收昆明市财政局牛栏江购水项目资金和昆明市水务局的病险水库专项资金（39.24 亿元）、特许经营

权应收款项（24.40 亿元）以及 BT 项目应收款项（6.47 亿元），其中包含一年内到期的长期应收款 0.34 亿元，期末累计计提坏账准备 0.20 亿元。

2020 年底，公司固定资产 138.50 亿元，较 2019 年底下降 1.02%。公司固定资产主要包括房屋建筑物及构筑物（76.24 亿元）、管网沟渠（46.45 亿元）和机械设备（13.75 亿元），累计计提折旧 38.54 亿元，未计提减值准备。其中受限固定资产 3.56 亿元，占比 2.57%，用于抵押借款。

2020 年底，公司在建工程 182.82 亿元，较 2019 年底增长 6.62%，主要系环湖截污南岸工程、牛栏江引水工程防洪工程、昆明主城西片调蓄池工程（二环路外）及调蓄池、昆明主城雨污分流支次干管配套建设工程等项目持续投入所致。公司在建工程主要包括滇池治理及污水处理厂项目投入。

2020 年底，公司无形资产 20.33 亿元，较 2019 年底增长 5.54%。公司无形资产主要由土地使用权（17.01 亿元）和特许经营权（3.20 亿元）构成，累计摊销 1.54 亿元，未计提减值准备。

2020 年底，公司受限资产合计 29.79 亿元，占公司总资产的 4.04%，其中包括受限的货币资金 21.83 亿元、固定资产 3.56 亿元和存货 4.40 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 735.63 亿元，较 2020 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 45.55 亿元，较 2020 年底下降 15.12%，主要用于滇池治理、污水处理厂以及土地一级开发投入和偿还债务所致。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，整体保持稳定；但资本公积中存在较大规模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。公司负债总额快速增长，仍以非流动负债为主，整体债务负担有所上升。

所有者权益

2020 年底，公司所有者权益 287.32 亿元，较 2019 年底略有增长，主要由实收资本（占 17.40%）、资本公积（占 56.53%）、其他综合收益（占 13.23%）和未分配利润（占 7.62%）构成，所有者权益结构稳定性较高。由于归还 2017 年政府置换债券本金 88.00 万元以及前期科目差错更正 500.00 万元，2020 年底，公司资本公积较 2019 年底下降 0.06 亿元至 162.42 亿元。公司资本公积主要由政府债务置换资金（81.56 亿元）及排水管网（3.61 亿元）等构成。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 285.71 亿元，较 2020 年底下降 0.56%，同期，公司所有者权益构成较 2020 年底变动不大。

负债

2020 年底，公司负债总额 450.87 亿元，较 2019 年底增长 7.28%，主要来自短期借款、应付票据和应付债券的增长。其中，流动负债占 33.83%，非流动负债占 66.17%，负债结构仍以非流动负债为主。

2020 年底，公司流动负债 152.52 亿元，较 2019 年底增长 5.65%，主要来自短期借款和应付票据的增长。公司流动负债主要由短期借款（占 21.38%）、其他应付款（占 14.82%）和一年内到期的非流动负债（占 48.92%）构成。

2020 年底，公司短期借款 32.61 亿元，较 2019 年底增长 23.01%，主要来自质押借款和信用借款的增长。公司短期借款包括质押借款（9.51 亿元）、保证借款（9.50 亿元）和信用借款（13.60 亿元），利率在 3.0%~5.5%之间。

2020 年底，公司应付账款 12.51 亿元，较 2019 年底增长 22.12%，主要为应付工程款 11.78 亿元。应付账款中有 6.07 亿元账龄超过一年，均为未到期结算的工程款。

2020 年底，公司其他应付款（合计）22.60 亿元，较 2019 年底下降 25.89%，主要系往来款及借款减少所致。公司其他应付款主要为工程款质保金 20.10 亿元。

2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 74.61 亿元，较 2019 年底增长 1.56%，主要包括一年内到期的长期借款（34.64 亿元）、应付债券（3.10 亿元）和长期应付款（36.85 亿元）。

2020 年底，公司非流动负债 298.35 亿元，较 2019 年底增长 8.13%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 26.27%）、应付债券（占 39.96%）和长期应付款（合计）（占 28.57%）构成。

2020 年底，公司长期借款 78.38 亿元，较 2019 年底下降 12.20%，主要系质押借款减少所致。公司长期借款主要包括质押借款（81.95 万元，质押物为其他应收款）、抵押借款（9.04 亿元）、保证借款（55.82 亿元）和信用借款（13.51 亿元），利率在 5.5%~9.5%之间。

2020 年底，公司应付债券 119.21 亿元（不含一年内到期的应付债券 3.10 亿元），较 2019 年底增长 40.36%，主要系发行“20 昆明滇投 ZR001”、“20 昆明滇投 ZR002”和“20 昆明滇投 ZR003”等债券，详见下表。

表 12　截至 2020 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	12.68	2024/07/24	5.75
17 滇池投资 PPN001	7.11	2022/08/03	6.35
17 滇池投资 PPN002	18.10	2022/11/17	6.22
19 滇投 3 亿美元债	19.54	2022/06/18	6.60
19 滇池投资 MTN001	10.08	2022/10/25	4.77
19 滇池投资 PPN001	10.01	2024/11/12	5.45
20 昆明滇投 ZR001	4.22	2023/03/19	/
20 昆明滇投 ZR002	2.09	2023/04/27	/
20 昆明滇投 ZR003	6.23	2023/06/18	/
兴业银行第四期	5.16	2023/06/23	/
兴业银行第五期	1.00	2020/11/17	/
20 滇池投资 PPN001	10.13	2025/08/30	5.80
20 滇池投资 CP001	10.07	2021/10/29	3.92
滇投 2020 年第一批政府专项债券	5.50	2027/06/17	/
15 滇池水务债	0.38	2022/12/25	4.35
合计	**122.31**	--	--

注：限于客观条件部分数据未获取，以“/”列示；数据包含一年内到期的部分；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020 年底，公司长期应付款（合计）85.24 亿元，较 2019 年底下降 1.22%。其中，专项应付款 7.30 亿元，主要为滇池治理获得的财政拨款，较 2019 年底下降 28.22%；融资租赁借款 77.95 亿元，较 2019 年底增长 2.40%。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。

2021 年 3 月底，公司负债总额 449.92 亿元，较 2020 年底变动不大。其中，短期借款 34.75 亿元，较 2020 年底增长 6.55%；其他应付款（合计）28.94 亿元，较 2020 年底增长 28.08%，主要系往来款增长所致；长期借款 65.49 亿元，较 2020 年底下降 16.45%。

有息债务方面，2020 年底，公司全部债务 390.42 亿元，较 2019 年底增长 10.88%。债务结构方面，短期债务占 29.43%，长期债务占 70.57%，以长期债务为主。其中，短期债务 114.88 亿元，较 2019 年底增长 12.86%；长期债务 275.54 亿元，较 2019 年底增长 10.07%。

2021 年 3 月底，公司全部债务 387.50 亿元，较 2020 年底下降 0.75%；长期债务 268.21 亿元，较 2020 年底下降 2.66%，占全部债务的 69.22%。

表 13　公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	101.79	114.88	119.29
长期债务	250.33	275.54	268.21
全部债务	352.12	390.42	387.50
资产负债率	59.62	61.08	61.16
全部债务资本化比率	55.30	57.61	57.56
长期债务资本化比率	46.79	48.95	48.42

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从债务指标来看，2020 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

比率分别为61.08%、57.61%和48.95%，较2019年底分别提高1.46个、2.31个和2.16个百分点。2021年3月底，上述三项指标分别为61.16%、57.56%和48.42%。

从有息债务期限结构看，2021年4—12月、2022年和2023年，公司需偿付的有息债务规模分别为102.32亿元、133.60亿元和56.90亿元。

4. 盈利能力

跟踪期内，受益于土地出让面积大幅增加，公司营业收入大幅增长；同时公司期间费用大幅下降，费用控制能力提升明显；非经营性损益（政府补助）对公司利润贡献大。

2020年，公司营业收入28.85亿元，同比增长45.20%，主要系出让土地面积增加，土地一级开发收入大幅增长所致。2020年，营业成本25.43亿元，同比增长39.74%，涨幅低于营业收入。2020年，公司营业利润率为10.54%，同比提高4.06个百分点。

2020年，公司期间费用3.53亿元，同比下降38.28%，管理费用下降主要系公司水葫芦种植结束，种植费用下降1.83亿元；此外因产生汇兑收益1.32亿元，公司财务费用较2019年下降96.74%至0.03亿元。2020年，公司期间费用率12.24%，同比下降16.56个百分点，公司费用控制能力提升明显。

表14　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年
营业收入	19.87	28.85
营业成本	18.20	25.43
公允价值变动损益	0.46	-0.86
投资收益	4.27	0.17
其他收益	5.05	5.63
利润总额	5.09	4.08
营业利润率	6.49	10.54
总资本收益率	0.75	0.81
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

2020年，公司获得政府补助5.63亿元，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。2020年，公司利润总额4.08亿元，政府补助对公司利润总额贡献大。

从盈利指标看，公司总资本收益率同比略有增长，2020年底为0.81%；净资产收益率保持稳定，仍为1.15%。

2021年1—3月，公司实现营业收入5.30亿元，相当于2020年的18.36%，利润总额-1.00亿元，营业利润率为-1.05%。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流仍呈现净流入，收入实现质量有所提升；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。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入56.97亿元，同比增长6.84%；经营活动现金流出37.25亿元，同比增长19.63%。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。2020年，公司经营活动现金净流入19.72亿元，同比下降11.11%。从收入实现质量看，跟踪期内公司收入实现质量有所提升，2020年现金收入比为87.57%，同比提高26.72个百分点，收入实现质量一般。

表15　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年
经营活动现金流入量	53.32	56.97
经营活动现金流出量	31.14	37.25
经营活动净现金流	22.18	19.72
现金收入比	60.85	87.57
投资活动净现金流	-29.49	-30.74
筹资活动净现金流	-7.22	8.80

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入12.85亿元，同比增长90.18%，主要来源于收回理财产品及委托贷款；投资活动现金流出43.59亿元，同比增长20.25%，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，2020年公司投资活动现金净流出30.74亿元，同比增长4.23%。

从筹资活动来看，由于偿还到期债务本息以及项目建设资金需求规模较大，2020年，公司筹资活动现金流入181.47亿元，同比增长10.78%。筹集方式以银行借款、发行债券及融资租赁借款为主。2020年，公司筹资活动现金流出172.67亿元，同比变化不大。其中偿还债务支付的现金111.86亿元；支付其他与筹资活动有关的现金35.33亿元，主要包括偿还融资租赁借款35.29亿元以及偿还租赁负债0.04亿元。2020年，公司筹资活动现金净流入8.80亿元，由负转正。

2021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5.52亿元、-10.36亿元和-3.28亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标较弱，对外担保规模较大，综合考虑公司畅通的融资渠道、业务地位以及各级政府对公司的有力支持，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下降，2020 年底上述两项指标分别为 208.51%和 67.18%，2021 年 3 月底上述两项指标分别为 194.46%和 56.38%。2020 年，公司经营现金流动负债比为 12.93%，同比下降 2.44 个百分点。2020 年底和 2021 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.47 倍和 0.38 倍。公司存在较大短期偿付压力。

从长期偿债指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 13.64 亿元，同比下降 4.41%；全部债务/EBITDA 为 28.63 倍，EBITDA 利息倍数为 0.58 倍。公司长期偿债能力指标较弱。

2021年3月底，公司共获得银行授信额度570.44亿元，已使用额度205.09亿元，尚未使用额度365.35亿元，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。

2021年3月底，公司对外担保余额154.07亿元，担保比率为53.93%，被担保单位均为昆明市国有企业，经营状况良好，但公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

表 16　2021 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	56.50	保证
昆明市城市建设开发投资有限公司	26.03	保证
昆明市土地开发投资经营有限责任公司	24.05	保证
昆明发展投资集团有限公司	17.10	保证
昆明新都投资有限公司	12.31	保证
昆明自来水集团有限公司	11.50	保证
昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司	3.60	保证
昆明农业发展投资有限公司	2.99	保证
合计	**154.07**	--

注：尾差系四舍五入所致
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，债务规模小幅增长，整体债务负担一般。

2020 年底，母公司资产总额 637.94 亿元，较 2019 年底增长 3.28%，占合并口径 86.42%；资产仍以非流动资产（占 55.04%）为主。其中，流动资产为 286.80 亿元，主要由货币资金、其他应收款（合计）和存货构成；非流动资产 351.15 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。

2020年底，母公司所有者权益206.54亿元，较 2019 年底下降 0.18%，其中实收资本 50.00 亿元（占 24.21%）、资本公积 120.90 亿元（占 58.54%）。

2020 年底，母公司负债总额 431.40 亿元，较2019年底增长5.03%。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 67.62%，同比增长 1.12 个百分点。

2020 年，母公司实现营业收入 9.95 亿元，同比大幅增长，利润总额-0.31 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续债券单年最大偿还本金的保障程度尚可。

截至2021年3月底，公司存续债券合计92.35亿元。存续债券中“17滇投债/PR昆滇投”设置了分期偿还条款，于债券存续期第3年起，分5年等额偿还债券本金的20%，即3.10亿元；若考虑存续债券行权问题，“17滇池投资PPN001”6.95亿元、“17滇池投资PPN002”20.00亿元、“20滇池CP001”10亿元和“21滇池投资SCP001”10亿元将于一年内到期，公司一年内到期的需偿还债券本金50.05亿元，为未来待偿债券本金峰值。公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值的保障情况如下表。

表17　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

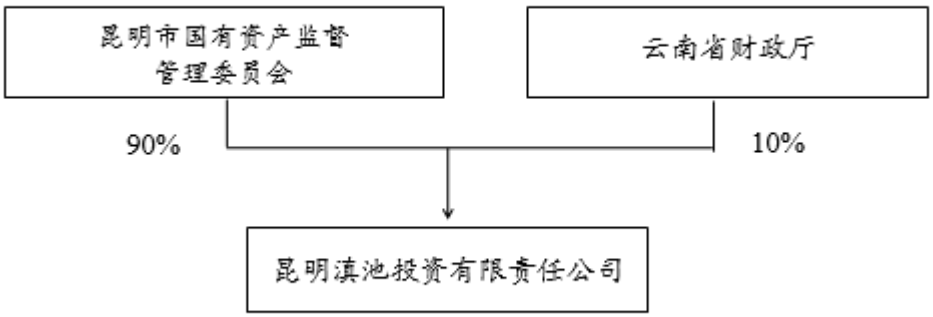
项　目	指标值
截至2021年3月底未来一年内到期债券余额	50.05
未来待偿债券本金峰值	50.05
截至2021年3月底现金类资产/一年内到期债券余额	0.91
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.14
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.39
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.27

资料来源：联合资信整理

十一、结论

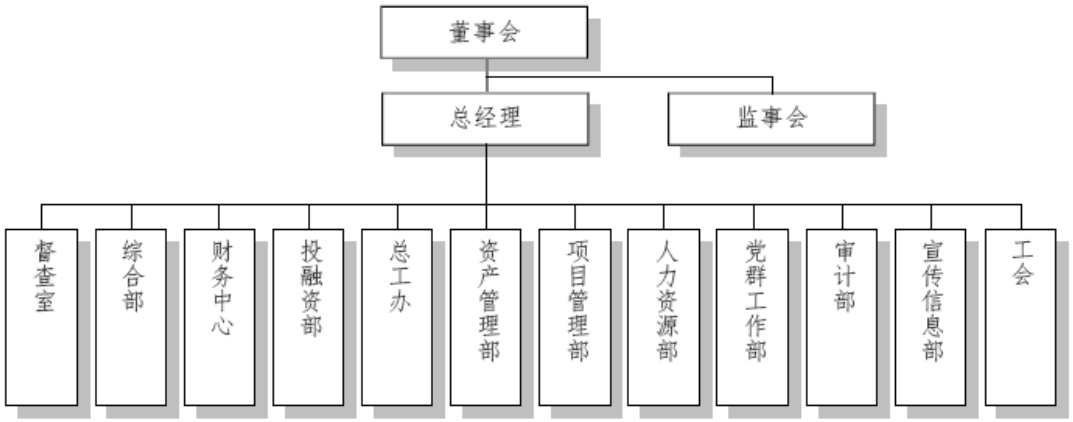
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，“20滇池投资CP001”的信用等级为A-1，“19滇池投资MTN001”信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2　截至 2021 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	58.95	62.31	53.88	45.76
资产总额(亿元)	641.72	704.95	738.19	735.63
所有者权益(亿元)	282.88	284.67	287.32	285.71
短期债务(亿元)	113.87	101.79	114.88	119.29
长期债务(亿元)	200.36	250.33	275.54	268.21
全部债务(亿元)	314.22	352.12	390.42	387.50
营业收入(亿元)	20.67	19.87	28.85	5.30
利润总额(亿元)	3.99	5.09	4.08	-1.00
EBITDA(亿元)	8.73	14.27	13.64	--
经营性净现金流(亿元)	21.09	22.18	19.72	5.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.98	1.79	2.42	--
存货周转次数(次)	0.09	0.09	0.12	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.04	--
现金收入比(%)	97.00	60.85	87.57	61.72
营业利润率(%)	12.99	6.49	10.54	-1.05
总资本收益率(%)	0.80	0.75	0.81	--
净资产收益率(%)	1.15	1.15	1.15	--
长期债务资本化比率(%)	41.46	46.79	48.95	48.42
全部债务资本化比率(%)	52.62	55.30	57.61	57.56
资产负债率(%)	55.92	59.62	61.08	61.16
流动比率(%)	222.43	213.00	208.51	194.46
速动比率(%)	65.32	72.85	67.18	56.38
经营现金流动负债比(%)	16.10	15.37	12.93	--
现金短期债务比(倍)	0.52	0.61	0.47	0.38
EBITDA 利息倍数(倍)	0.43	0.75	0.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	36.01	24.68	28.63	--

注：1. 长期应付款中有息部分调至长期债务；2. 2021 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.00	37.60	35.52	28.83
资产总额(亿元)	551.91	617.68	637.94	643.13
所有者权益(亿元)	211.16	206.92	206.54	204.06
短期债务(亿元)	79.03	54.13	51.77	46.86
长期债务(亿元)	126.92	143.06	231.62	235.45
全部债务(亿元)	205.96	197.19	283.38	282.31
营业收入(亿元)	6.23	1.24	9.95	0.00
利润总额(亿元)	0.25	-3.41	-0.31	-1.98
EBITDA(亿元)	1.82	0.46	1.77	--
经营性净现金流(亿元)	42.01	64.26	52.61	1.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.09	0.47	5.22	--
存货周转次数(次)	0.05	0.04	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.02	--
现金收入比(%)	202.36	32.94	124.40	--
营业利润率(%)	-59.67	-537.27	-61.90	--
总资本收益率(%)	0.06	-0.84	-0.08	--
净资产收益率(%)	0.12	-1.64	-0.16	--
长期债务资本化比率(%)	37.54	40.88	52.86	53.57
全部债务资本化比率(%)	49.38	48.80	57.84	58.04
资产负债率(%)	61.74	66.50	67.62	68.27
流动比率(%)	132.47	115.65	124.31	122.34
速动比率(%)	30.23	28.38	25.60	24.12
经营现金流动负债比(%)	22.19	26.15	22.80	--
现金短期债务比(倍)	0.48	0.69	0.69	0.62
全部债务/EBITDA(倍)	113.27	426.04	159.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.10	0.03	0.08	--

注：1. 长期应付款中有息部分调至长期债务；2. 2021 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　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

附件 5-4　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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。