

2017 年昆明滇池投资有限责任公司公司债券

跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2018]100312】

评级对象： 2017 年昆明滇池投资有限责任公司公司债券

17 滇投债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日

首次评级： AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 30 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	58.57	58.27	86.92
刚性债务	189.87	206.02	232.17
所有者权益	142.52	173.09	213.17
经营性现金净流入量	5.72	9.43	18.62
发行人合并数据及指标：			
总资产	526.78	551.44	653.89
总负债	342.23	333.49	371.43
刚性债务	279.98	283.10	331.62
所有者权益	184.55	217.95	282.46
营业收入	7.48	18.89	26.16
净利润	3.49	3.02	2.97
经营性现金净流入量	10.32	11.47	12.66
EBITDA	7.73	8.97	9.65
资产负债率[%]	64.97	60.48	56.80
长短期债务比[%]	211.81	258.01	310.55
权益资本与刚性债务比率[%]	65.92	76.99	85.18
流动比率[%]	153.69	242.97	355.41
现金比率[%]	71.64	70.68	127.40
利息保障倍数[倍]	0.20	0.28	0.28
EBITDA/利息支出[倍]	0.35	0.56	0.68
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03

注：根据滇池投资经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

分析师

覃斌 qb@shxsj.com

胡唯 hw@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对 2017 年昆明滇池投资有限责任公司（简称滇池投资、发行人、该公司或公司）公司债券（简称“17 滇投债”）的跟踪评级反映了 2017 年以来滇池投资在区域经济发展、外部发展环境、主业垄断经营等方面保持优势，同时也反映了公司在主业盈利能力、债务偿付、资产变现及对外担保的代偿风险等方面继续面临压力。

主要优势：

- **区域经济发展较好。**昆明市经济增长较快，经济总量居云南省首位，为滇池投资的业务发展提供了较好的外部条件。
- **外部发展环境较好。**滇池治理是国家重点环境治理项目，能得到国家及云南省、昆明市等各级政府的重视。滇池投资为云南省滇池流域水治理的唯一投融资、建设主体，近年来在资产注入及资金等方面能获得国家及地方政府的大力支持。
- **主业垄断经营优势。**滇池投资的污水处理和排水管网运营管理业务获得昆明市政府授予的特许经营资质，业务具有排他性，具有区域垄断经营优势，经营风险较低。

主要风险：

- **主业盈利能力较弱。**滇池投资主业盈利能力较弱，综合毛利率在 10%左右，利润主要来自政府补贴。
- **债务偿付压力大。**滇池投资刚性债务规模不断扩大，目前已累积较大的债务偿付压力。且后续的滇池流域水污染治理项目建设仍需要投入大量资金，除政府投入的资本金外，其余资

金需公司自行筹集，债务存在持续扩大的趋势。

- **资产变现能力弱。**滇池投资大规模的固定资产和在建工程主要为滇池治理项目，不直接产生收益，变现能力弱；大量的政府占款回收周期长；土地资产大部分为毛地，需投入一定量的资金用于平整才能达到出让条件，且出让金易受房地产市场景气度波动的影响。总体看，公司资产变现能力弱。
- **代偿风险较大。**滇池投资对外担保数额巨大，且逐年上升，目前担保比率达到 47.61%，虽然担保对象均是昆明市属企业，但在政府减税和严控新增债务的背景下，仍存在较大的代偿风险。

➤ 未来展望

通过对滇池投资及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很高，并维持上述债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2017 年昆明滇池投资有限责任公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2017 年昆明滇池投资有限责任公司公司债券（简称“17 滇投债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据滇池投资提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对滇池投资的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经国家发展和改革委员会“发改企业债券[2016]396 号”文核准，该公司于 2017 年 7 月 24 日公开发行了总额为 15.5 亿元的公司债券（即“17 滇投债”），期限为 7 年，发行利率为固定利率 5.75%，每年付息一次。本期债券设置了本金提前偿还条款，自债券发行后第 3 年起，分 5 年等额偿还债券本金，即后 5 年每年偿还债券本金的 20%，后 5 年利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

“17 滇投债”募集资金中的 9.30 亿元用于昆明市第十三污水处理厂建设工程一期（又名“昆明主城西部污水处理厂增量扩建工程一期”，简称“十三污水处理厂”）及昆明市第十四污水处理厂建设工程一期（又名“昆明主城北部合流污水处理厂一期”，简称“十四污水处理厂”）（如下图表 1 所示）；剩余 6.20 亿元用于补充公司营运资金。上述募投项目预计总投资 24.20¹亿元，募集资金占项目总投资的 38.43%。

图表 1. 2017 年末本期债券募投项目投资概况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	预计总投资	2017 年末累计已投资	预计投资金额		
				2018 年	2019 年	2020 年
十三污水处理厂	2017.01-2018.08	6.90	1.56	5.34	-	-
十四污水处理厂	2018 年-2020 年	17.30	0.50	2.00	8.00	7.30

资料来源：滇池投资

十三污水处理厂设计总处理能力为 12 万立方米/日，一期建设污水处理规模为 6 万立方米/日，远期实现处理规模 12 万立方米/日，服务面积 20.06 平方公里，服务人口 33.22 万人。原计划建设周期为 2017 年 1 月至 2018 年 8 月，但目前进度滞后。截至 2017 年末，完成投资 1.56 亿元，占项目总投资的 22.63%。

十四污水处理厂设计总处理能力为 20 万立方米/日，一期建设污水处理规模为 10 万立方米/日，远期实现处理规模 20 万立方米/日。原计划建设周期为 2017 年 11 月至 2018 年 12 月，但目前仍处在前期阶段，何时开工未确定。

¹ 原为 19.12 亿元，2017 年公司调整了十四污水处理厂的概算投资，由 12.23 亿元调升至 17.30 亿元。

除 17 滇投债外，该公司还发行了多期债券（如图表 2 所示）。除 15 滇池水务债发行主体系子公司滇池水务外，其余债券的发行主体均为公司本部），其中 14 滇投债于 2018 年 2 月提前足额偿付。截至 2018 年 3 月末，公司剩余的债券余额合计 77.3 亿元。

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额/余额 (亿元)	期限(天/年)	发行利率(%)	发行时间	本息兑付情况
17 滇池投资 PPN001	20.00/20.00	5 (2+2+1)	5.92	2017 年 11 月	未到期
17 滇池投资 PPN001	10.00/10.00	5 (2+2+1)	5.99	2017 年 8 月	未到期
17 滇投债	15.50/15.50	7	5.75	2017 年 7 月	未到期
16 滇池投资 PPN001	10.00/10.00	3	3.95	2016 年 10 月	正常付息
15 滇池投资 PPN001	10.00/10.00	3	5.49	2015 年 12 月	正常付息
15 滇池水务债	7.00/7.00	7	4.35	2015 年 12 月	正常付息
14 滇投债	18.00/0.00	7	6.65	2014 年 6 月	已提前兑付
13 滇投债	12.00/4.80	7	6.50	2013 年 2 月	正常还本付息
09 昆明滇投债	8.00/0.00	6 (5+1)	6.20	2009 年 4 月	已到期兑付

资料来源：滇池投资

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

（2）行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017 年以来，行业监管力度进一步加大。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公

司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

在国家及各级地方政府的推动下，城市污水处理设施建设力度不断加大。未来随着循环经济的发展 and 污水处理标准的提升，我国污水处理行业投资规模仍将保持在较高水平。

随着工业化、城市化进程的加快，水污染及水资源紧张问题日益突出，提高污水处理及再生利用能力对于改善我国水资源现状具有重要意义。“十二五”以来，在国家及各级地方政府的推动下，经过多年的建设和发展，我国城市污水处理市场已初具一定规模和水平。根据住房城乡建设部《关于2017年上半年全国城镇污水处理设施建设和运行情况通报》，截至2017年6月底，全国设市城市、县（以下简称城镇，不含其它建制镇）累计建成污水处理厂4063座，污水处理能力达1.78亿立方米/日。其中，全国设市城市建成运行污水处理厂共计2327座，形成污水处理能力1.48亿立方米/日；全国已有1470个县城（占县城总数的94.2%）建有污水处理厂，累计建成污水处理厂1736座，形成污水处理能力0.31亿立方米/日。

随着经济发展带来的治污需求的不断增长以及污水处理标准的不断提升，我国污水治理领域投资规模未来将保持在较高水平。据2016年12月由发改委、住建部联合发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，要求到2020年底，实现城镇污水处理设施全覆盖，城市污水处理率达到95%（相比2015年提高3%），县城不低于85%；“十三五”期间城镇污水处理及再生设施建设共投资5644亿元，其中，新建、改造污水管网投资2628亿元，新增污水处理设施投资1506亿元，提标改造污水处理设施投资432亿元。较大规模的投资将为我国污水治理企业提供较大的发展空间。

(3) 区域经济环境

昆明市为我国西南地区中心城市之一，区位、交通及资源优势较明显，经济发展情况较好。跟踪期内，昆明市经济保持较快增长，全市固定资产投资增速有所放缓。当年土地市场活跃，带动了一级土地开发的推进。

昆明市为云南省省会，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，2017 年末全市常住人口 678.3 万人。昆明是云南省政治、经济、文化、科技、交通中心，西部地区重要的中心城市和旅游、商贸城市，亦是面向东南亚、南亚、东盟开放的重要枢纽城市。

昆明市近年来经济发展态势良好，地区生产总值保持年均 10% 以上的增长态势。昆明市以卷烟、机电、冶金、生物医药以及商贸旅游为主导产业。2017 年昆明市地区生产总值达 4857.64 亿元，按可比价格计算，较上年增长 9.7%，经济总量居云南省首位；三次产业结构由上年的 4.6:38.7:56.7 调整到 2017 年的 4.3:38.4:57.3；固定资产投资（不含农户）4217.94 亿元，比上年增长 7.6%。

图表 3. 2015-2017 年昆明市主要经济指标（单位：亿元）

指 标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	3456.91	8.7%	4300.43	8.5%	4857.64	9.7%
第一产业增加值	154.06	6.0%	200.51	6.0%	210.13	6.0%
第二产业增加值	1388.90	8.4%	1660.46	7.6%	1865.97	9.0%
第三产业增加值	1913.95	9.1%	2439.46	9.3%	2781.54	10.5%
固定资产投资（不含农户）	3497.88	11.5%	3920.07	12.1%	4217.94	7.6%
社会消费品零售总额	2061.66	8.2%	2310.09	12.1%	2590.95	12.2%
城镇居民人均可支配收入（万元）	3.40	8.5%	36739	8.2%	39788	8.3%
农民人均纯收入（万元）	1.14	10.4%	1.26	9.7%	1.37	9.1%

资料来源：昆明市国民经济与社会发展统计公报

从土地市场看，受区域房地产市场景气度上行带动，昆明市 2017 年土地市场活跃。根据 Wind 资讯统计显示，2017 年昆明市土地成交 16169 亩，远高于 2016 年的 9444 亩，成交量为近 6 年新高，其中住宅用地成交 6470.42 亩；成交金额为 461.24 亿元，约为 2016 年成交额的 2.4 倍，其中住宅用地成交金额为 278.11 亿元；成交均价约为 285.26 万元/亩，高于 2016 年的 201.23 万元/亩，其中住宅用地成交均价为 429.82 万元/亩。土地市场的活跃反过来带动了当地土地一级开发的推进。

2. 业务运营

该公司为云南省滇池流域水污染治理的唯一投融资建设主体及昆明市污水处理主体。跟踪期内，负责污水处理业务的子公司滇池水务在港交所上市，资本实力得到增强，同时新产能逐渐释放，营业收入大幅增长。公司土地一级开发业务也有较大规模的土地上市，带动营业总收入大幅增长。

作为云南省滇池流域水污染治理的唯一投融资建设主体及昆明市污水处理主体，该公司在昆明市国资系统的职能定位没有变化。公司的主业仍是滇池流域水污染防治项目

建设及管理、昆明市污水处理、中水和自来水销售、排水管网运营管理、土地一级开发等业务。

2017 年，该公司实现营业收入 26.16 亿元，较上年增长 38.50%，主要系当年污水处理和土地一级开发业务收入大幅增长所致；综合毛利率 11.50%，较上年上升 2.66 个百分点，主要是由于排水管网运营管理业务（对应“项目管理费”）的亏损大幅减少所致。

从收入构成看，2017 年，该公司营业收入主要为污水处理收入、土地一级开发收入、项目管理费收入。其中，污水处理收入为 10.37 亿元，占比 39.65%；土地一级开发收入为 13.92 亿元，占比 53.23%；项目管理费收入 0.86 亿元，占比 3.30%，收入比 2016 年增加 0.76 亿元。

但从盈利贡献看，2017 年该公司营业毛利合计 3.01 亿元，较上年增长 80.13%，主要系污水处理业务收入的增长带动毛利的增加，以及排水管网运营管理业务收入增长使亏损减少。2017 年公司营业毛利主要来自污水处理和土地一级开发等业务。整体上，跟踪期内公司主业盈利提升。

图表 4. 公司 2016-2017 年营业收入及毛利构成情况（单位：万元，%）

业务收入	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
污水处理	76590.60	40.55	103716.35	39.65
中水与自来水销售	6236.51	3.30	6852.00	2.62
项目管理费	1066.41	0.56	8620.44	3.30
土地一级开发	101509.56	53.75	139225.17	53.23
租赁	639.35	0.34	644.63	0.25
管理及技术服务	2819.37	1.49	2511.41	0.96
营业收入	188861.81	100.00	261569.99	100.00
业务毛利/毛利率	2016 年		2017 年	
	毛利	毛利率 (%)	毛利	毛利率 (%)
污水处理	39563.29	51.66	46122.21	44.47
中水与自来水销售	340.50	5.46	501.72	7.32
项目管理费	-25112.52	-2354.87	-18878.66	-219.00
土地一级开发	4181.96	4.12	6448.36	4.63
租赁	166.05	25.97	171.81	26.65
管理及技术服务	-2439.71	-86.53	-4283.91	-170.58
营业毛利/综合毛利率	16699.57	8.84	30081.53	11.50

注：根据滇池投资提供的资料绘制

（1）污水处理、中水与自来水销售业务

该公司污水处理、中水与自来水销售业务的运营主体为子公司昆明滇池水务股份有限公司（简称“滇池水务”）。滇池水务是昆明市污水处理经营权的独家许可主体，昆明市人民政府在上述许可经营权限和昆明市行政辖区范围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。公司的污水处理业务在昆明市具有区域垄断性。此外，近年滇池水务把污水处理业务扩展至云南省的其他地区、江苏、浙江、四川和湖

南等地，产业链延伸至再生水利用、水源地生态保护等领域。2017 年 4 月，滇池水务股票成功在港交所上市，新发行 3.4 亿股股票，每股发行价 3.91 港元，募集资金净额约 13.29 亿港元。新股发行完成后，公司持有滇池水务的股权由 95.82% 降至 64.2% 股权，仍处于绝对控股地位。

滇池水务的业务模式包括 TOO、TOT、BOT 三种模式，以 TOO 模式为主。截至 2017 年末，滇池水务拥有 35 家污水处理厂，其中 32 家（其中昆明 14 家）已投入运营中，3 家在建中，总污水处理能力为 180 万立方米/天。另外，该公司本部还有 40 万立方米/天（包括 4 家污水处理厂）的污水处理能力委托滇池水务管理。故公司合计拥有 220 万立方米/天的污水处理能力。

中水与自来水销售业务方面，截至 2017 年末，滇池水务拥有 200 公里的供水管网，有 7 家污水处理厂生产的中水，设计产能为 5.20 万立方米/天。滇池水务还拥有 6 家自来水厂，其中 4 家已投入运营，2 家在建。近三年滇池水务的中水与自来水销售量逐年递增，但规模仍较小。

滇池水务在建的水处理项目除本报告募集资金投资项目部分介绍的十三污水处理厂及十四污水处理厂外，还有宜良第二污水处理厂和老挝金三角污水处理厂，两项目合计投资 1.47 亿元，年污水处理量合计为 949 万立方米，预计于 2018 年竣工。

图表 5. 2015-2017 年公司污水处理及中水与自来水销售业务经营情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年
污水处理业务：			
期末污水处理能力（万吨/年）	70043.50	74569.50	83220.00
期末运营污水处理厂数量（家）	30	34	36
实际处理量（万吨）	53705.81	59997.74	64127.66
中水与自来水销售业务			
管网（公里）	172.30	172.30	200.00
供水能力（万吨/天）	5.20	5.20	6.30
中水销售量（万吨）	610.04	621.00	752.97
自来水销售量（万吨）	-	-	820.00

资料来源：滇池投资

（2）滇池流域污染治理业务

滇池治理是一项系统性的工程，为国家重点环境治理项目。近年云南省及昆明市对滇池及其流域的治理一直在持续进行中。2017 年，滇池全湖水质继续保持 V 类，滇池外海水域发生中度和重度蓝藻水华的天数比 2016 年减少 5 天，首次出现中度水华的时间推迟 13 天，蓝藻水华程度持续由重度逐步向中度和轻度转变，但情况仍有反复。2018 年 2 月，昆明市政府办公厅印发了《滇池保护治理三年攻坚行动实施方案（2018—2020 年）》（以下简称《实施方案》），提出将通过实施滇池保护治理三年攻坚行动，大力削减流域污染负荷，努力把滇池打造成生态之湖、景观之湖、人文之湖。按照《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 65.203 亿元。随后又印发了《滇池保护治理三年攻坚行动 2018 年重点目标任务分解》，明确提出 2018 年昆明市将实施 62 个市级保护治理项

目及 147 个区级保护治理项目，使滇池草海全年水质达到Ⅳ类，滇池外海全年水质达到Ⅴ类，其中 62 个市级保护治理项目年度计划完成投资 28.92 亿元。

昆明市在“十三五”期间规划实施 64 个治理项目，总投资约 75.99 亿元，其中由该公司负责实施项目 37 项（其中母公司负责实施 21 个项目、滇池水务负责实施 10 个项目、排水公司负责实施 6 个项目），预计投资额 59.28 亿元。公司每年滇池治理的投资计划由市政府下达，近年来投入较大资金进行滇池污染防治工程建设。2017 年该公司滇池治理项目在建工程 16 项，计划总投资 86.42 亿元，截至 2017 年末已完成投资 17.66 亿元；主要拟建项目 3 项，预计总投资金额 6.59 亿元。2018 年公司滇池治理计划投入资金超过 40 亿元。公司项目建设任务较重，未来仍面临着较大的资本支出压力。

图表 6. 截至 2017 年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

主要在建项目			
项目名称	预计总投资	已投资	预计完工时间
环湖截污东岸配套收集系统完善项目	2.07	0.99	2018 年 12 月
环湖截污南岸配套收集系统完善项目	2.95	1.11	2018 年 12 月
滇池外海主要入湖河口及重点区域底泥疏浚工程	5.47	5.58	2018 年 06 月
滇池航运建设工程	4.95	1.53	2018 年 12 月
昆明主城南片排水管网完善工程（二环路外度假区）	4.49	0.93	2018 年 12 月
昆明主城南片排水管网完善工程（二环路外西山区）	3.67	0.40	2018 年 12 月
昆明主城北片排水管网完善工程（二环路外盘龙区）	6.03	0.83	2018 年 12 月
昆明主城西片排水管网完善工程（二环路外五华区）	3.30	0.36	2018 年 12 月
昆明主城西片排水管网完善工程（二环路外西山区）	3.76	0.50	2018 年 12 月
昆明主城西片调蓄池工程（二环路外）	4.27	0.03	2018 年 12 月
昆明市第十三水质净化厂（污水处理厂）	6.90	1.56	2019 年 01 月
昆明主城区城市水环境污染治理技术示范工程	1.16	0.68	2018 年 12 月
草海及入湖河口清淤工程	5.60	0.51	2018 年 12 月
主城老旧排水管网改造及泵站建设工程	9.50	1.90	2020 年 12 月
主城排水管网系统清淤除障项目	5.00	0.25	2018 年 12 月
昆明市第十三水质净化厂（污水处理厂）	17.30	0.50	2020 年
合计	86.42	17.66	
主要拟建项目			
项目名称	概算投资	建设周期	
昆明市污水处理厂污泥处理处置工程	5.00	2018 年-2019 年	
草海及入湖清淤工程淤泥资源化利用（五采区植被恢复）工程	0.59	2018 年-2023 年	
滇池重点区域蓝藻打捞处置工程	1.00	2018 年-2020 年	
合计	6.59		

资料来源：滇池投资

该公司主要通过自主融资解决项目建设资金需求，同时各级政府通过财政专项拨款对其进行直接资金支持。2015~2017 年，公司分别获得滇池治理财政专项拨款 8.39 亿元、7.07 亿元和 7.14 亿元。2017 年的财政拨款中，中央到位 0.50 亿元、省级到位 5.28 亿元、市级到位 1.36 亿元。另外，政府赋予公司土地一级开发权力，以弥补建设资金缺口。

(3) 土地一级开发业务

为平衡滇池水域治理项目的资金，昆明市政府赋予该公司土地一级开发权力，并向公司配置较大规模待开发土地。

该公司在羊肠区、呈贡区和晋宁县拥有土地资源合计 5.11 万亩，目前可供出让土地面积合计 6080 亩。截至 2017 年末，羊肠片区土地开发已经完成，累计投资 26.36 亿元，完成开发且通过招拍挂程序取得土地权证的土地面积合计 1764.94 亩（其中城镇住宅用地 853.79 亩，商务金融、商业金融用地 464.21 亩，铁路、公路、科教等公共设施用地 446.94 亩），已出让面积 696 亩，基本收回投资；受拆迁因素影响，晋宁县土地整理进度缓慢，签订开发协议的土地仅有 1000.38 亩，完成投资 11.76 亿元；呈贡片区完成征地 6182 亩，可用于一级开发土地 4270 亩，完成投资 28.40 亿元。2017 年，公司实际投入土地开发资金为 9.40 亿元，计划于 2018~2020 年分别投入资金 10 亿元、12 亿元和 8 亿元。

该公司土地一级开发业务 2015 年没有土地出让。2016 年，公司出让 4 宗地块合计 180.72 亩（位于羊肠区），土地出让金为 14.54 亿元；羊肠大村城中村改造项目引入社会投资人，协议资金总额 4.90 亿元。2017 年公司出让土地 16 宗，合计 858 亩（晋宁县 424 亩、呈贡区 434 亩），土地出让金 19.68 亿元。2018-2019 年公司计划出让的土地分别为 375 亩（羊肠区 135 亩、呈贡区 240 亩）和 300 亩。

根据《昆明市人民政府关于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 3% 支付管理费，以补贴前期开发成本。2016-2017 年公司土地一级开发业务收入分别为 10.15 亿元和 13.92 亿元。

整体而言，该公司土地一级开发业务项目较为充足，后续收入来源较有保障。但投资规模大，资金平衡方面面临较大压力，同时土地出让也易受当地土地市场行情波动的影响。

(4) 排水管网运营业务

2014 年 5 月昆明市政府常务会同意授予该公司的子公司昆明排水设施管理有限公司（简称“排水公司”）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，采用“政府特许+政府采购+企业经营”的运营模式，并明确：1.城市公共排水设施运行维护费用按照市财政承担资金占总费用的 13.3%，各区财政共同承担资金占总费用的 10.7%，以后逐年随管理设施量增长调增，承担比例不变；2.主城区现有公共排水管网、泵站及相关附属设施，原则上按照国有管理程序无偿划拨至公司。2014 年 11 月 26 日，昆明市滇池管理局（简称“甲方”）与排水公司签署了《昆明市主城区公共排水设施特许经营权协议》，授予其期限为二十年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。2015 年上半年，排水公司获得总长约 3444.2 公里的管网资产注入（以评估价值 30.58 亿元入账，纳入“固定资产”、“资本公积”列示）。该业务的政府采购资金纳入财政预算，预计每年将为公司带来约 0.72 亿元的收入，但维护成本和折旧规模大，虽然政府每年均有一定的财政补助，但总体仍亏损。2017 年排水管网运营业务实现的

收入同比增加约 0.70 亿元，比上年度少亏损约 0.6 亿元，但当年只获得 11.77 万元的财政补助，明显少于上年的 6873.64 万元。

管理

跟踪期内，该公司管理方面没有大的变化。

跟踪期内，该公司在产权状况、法人治理结构及管理制度、机构设置等方面没有大的变化。公司原党委书记兼法人代表李辉因年龄原因退休，改由朱滔接任。

跟踪期内，该公司内部组织架构有所调整，但总体变化不大，预计对公司整体运营没有太大影响。

根据该公司提供的《企业信用信息报告》和公开资料显示，该公司及其核心子公司不存在欠贷欠息情况，各类债券的还本付息情况正常。根据 2017 年审计报告等资料，未发现公司存在其他不良行为记录。

图表 7. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	所涉主体名称
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/5/17	公司本部
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/6/1	公司本部及滇池水务
工商	国家工商总局	2018/5/25	公司本部及主要子公司
税务	国家税务总局	2018/5/25	公司本部及主要子公司
诉讼	人民法院	2018/5/25	公司本部及主要子公司

资料来源：根据滇池投资所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

近年来该公司对滇池治理工程建设持续投入较大量资金，负债规模快速增长，但得益于各级政府持续投入资金，公司资本实力得到增强，资产负债率尚保持在合理水平。公司盈利水平较为稳定，但主要来自政府补助，主业的盈利能力总体较弱。公司经营性现金流状况一般，资产变现能力较弱，未来偿债能力主要取决于土地资产的变现情况。

1. 公司财务质量

中审众环会计师事务所有限公司对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

2017 年度，该公司存在会计变更和重大前期差错更正事项。会计变更如下：根据《昆滇投董决（2017）101 号》文件要求，从 2017 年 11 月起，公司的“房屋建筑物”资产会计折旧年限由 30 年变更为 40 年，“管网沟渠”资产会计折旧年限由 35 年变更为 40 年，“构筑物”资产会计折旧年限由 20 年变更为 40 年，上述会计变更使当年净利润增加 2617.26 万元。重大前期差错更正事项涉及多项内容，合计调整减少年初未分配利润

14048.33 万元，并调整了多个科目的年初数。本次评级 2016 年（末）财务数据采自追溯调整后的财务报表，即 2017 年度财务报表中的上年数或年初数。

跟踪期内该公司合并范围无变化。截至 2017 年末，纳入合并范围的子公司仍为 11 家。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

该公司对滇池治理项目投入力度大，债务规模呈上升趋势。2017 年末，公司负债总额达 371.43 亿元，较上年末增长 11.37%。同时，因获得政府置换债券资金 45.65 亿元使资本公积增加，以及子公司滇池水务在港交所上市带来资本公积及少数股东权益增加，同期末所有者权益同比增长 29.60%至 282.46 亿元，使资产负债率较上年末下降 3.67 个百分点至 56.80%。从负债期限看，公司负债以非流动性负债为主，2017 年末长短期债务比为 310.55%；其中，非流动负债为 280.96 亿元，较上年末增长 16.90%；流动负债 90.47 亿元，较上年末减少 2.88%。

该公司负债主要由刚性债务和专项应付款构成，其中刚性债务上升较快。跟踪期内，公司刚性债务总额大幅上涨，由 2016 年末 283.10 亿元增至 2017 年末的 331.62 亿元，公司偿债压力加大。2017 年末，短期刚性债务为 81.49 亿元，较上年末增长 18.63%，短期借款和一年内到期的非流动负债均有增加；中长期刚性债务较上年末增长 16.66%至 250.13 亿元，主要系应付债券和长期应付款（融资租赁款）增加所致，2017 年公司发行了 3 期债券：7 月公司发行了额度为 15.5 亿元、期限为 7 年的 17 滇投债，8 月发行了额度为 10 亿元、期限为 5 年的 17PPN001，11 月发行了额度为 20 亿元、期限为 5 年的 17PPN002，此外，当年度公司偿还了到期的 16 亿元债券，融资租赁款主要系公司以排水管网沟渠（账面价值 28.45 亿元）作抵押融入的资金，2017 年末达 67.70 亿元。同期末，专项应付款较上年末增长 31.94 亿元%至 16.86 亿元，公司专项应付款系各级政府对公司承担的滇池治理各项工程的专项拨款。2018-2020 年，公司到期债务金额分别为 114.77 亿元、94.42 亿元、61.66 亿元。

图表 8. 截至 2018 年 3 月末公司有息债务期限结构

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5 年	合计
金额（亿元）	70.17	67.53	63.25	45.64	51.25	39.15	336.99
占比（%）	20.82	20.04	18.77	13.54	15.21	11.62	100.00

注：根据滇池投资提供的资料整理

2017 年末，该公司对外担保余额 133.49 亿元，比上年末增加 72.91 亿元，担保比率为 47.61%，担保对象为昆明市国资委下属的国有独资公司，包括 6 家企业。其中金额最大的为对昆明产业开发投资有限责任公司的多笔担保，合计担保余额 65.98 亿元，担保到期日从 2018 年 12 月至 2026 年 2 月；其次是对昆明发展投资集团有限公司 3 笔担保，合计担保余额 20 亿元，担保到期日从 2020 年 9 月至 2021 年 10 月。公司对外担保数额快速增长，代偿风险上升。

(2) 现金流分析

该公司的污水处理业务收入现金回笼情况良好，但土地一级开发业务的土地出让金回笼视财政情况而定，营业收入现金率波动较大。同时，其他与经营性有关的现金收支数额大，对公司经营性净现金流造成较大影响。其他与经营性有关的现金收支主要涉及单位往来、政府补助收入等。2017 年，公司营业收入现金率为 73.38%，比上年下降 23.70 个百分点；经营性现金净额为 12.66 亿元，基本和上年持平。同期，投资环节现金净流出 3.20 亿元，比上年少流出 13.50 亿元，主要因当年收到其他与投资活动有关的现金达到 59.40 亿元（包括 45.65 亿元的政府置换债券资金），比上年增加 21.04 亿元。公司将涉及滇池治理基建项目资金的收（支）纳入“收到（支付）其他与投资活动相关的现金”科目核算，每年进出的数额均较大。2017 年公司筹资环节现金净流入 40.29 亿元，相比上年的净流出明显增长，资金主要来自债券发行，借款和融资租赁的净增加额相对较小。

(3) 资产质量分析

2017 年末，该公司合并口径资产总额 653.89 亿元，较上年末增长 18.58%，流动资产和非流动资产占比相当。公司资产主要由货币资金、存货、固定资产和在建工程、长期应收款构成。2017 年末，公司货币资金为 115.26 亿元，较上年末增长 75.06%，增长的原因系新发行债券的募集资金尚未投入项目建设中；存货为 182.82 亿元，较上年末增长 31.30%，其中土地一级开发成本 182.73 亿元，主要为滇池环湖“四退三环”和羊肠片区土地成本和开发费用，以及土地使用权（1538.64 亩），其中价值 39.00 亿元的土地使用权已用于贷款抵押；长期应收款 54.34 亿元，较上年末增长 27.67%，主要系应收政府多个部门的款项，其中 35.16 亿元为应收昆明市财政局款项，3.08 亿元为应收昆明市水利局款项，公司未对长期应收款计提坏账准备；固定资产 110.29 亿元，较上年末增长 6.62%，主要系房屋建筑和构筑物、管网沟渠；在建工程 151.48 亿元，较上年末减少 9.06%，主要系滇池治理的各项工程，以及未完全转固的第九和第十污水处理厂、在建的第十三污水处理厂，减少的原因系第九、第十污水处理厂大部分建成后转固。

(4) 流动性/短期因素

由于存货占比较高，该公司流动比率很高，但实际偿债能力受存货变现能力影响较大。2017 年末，公司流动比率为 355.41%，较上年末提升 112.44 个百分点；速动比率为 152.76%，较上年末提升 59.67 个百分点，主要是流动负债减少而流动资产增加所致。同期末，公司速动比率和现金比率分别为 152.76%和 127.40%。总体看，公司存货和应收款项变现周期较长，但拥有较为充裕的货币资金，流动性尚可。

截至 2017 年末，该公司受限资产包括账面价值 39.00 亿元的土地资产（451.33 亩，对应 13.49 亿元的借款余额）和 350 万元的应收账款（对应 350 万元的银行借款），以及部分排水管网沟渠（用于融资租赁款的抵押）。

该公司拥有较强的融资能力，且目前财务杠杆较为合理，尚有一定的融资空间。截至 2017 年 12 月 31 日，公司获得等多家金融机构累计 434.76 亿元授信，其中未使用授信余额 259.07 亿元。较为充裕的银行授信一定程度上提升了公司的流动性。

3. 公司盈利能力

2017 年，该公司实现营业收入 26.16 亿元，较上年增长 38.50%，增长主要来自污水处理、项目管理费和土地一级开发收入的增长；综合毛利率较上年提升 2.66 个百分点至 11.50%，主要系项目管理费和土地一级开发业务的盈利空间有所扩大。当年公司毛利为 3.01 亿元，比上年增加 1.34 亿元。同期，公司期间费用 2.85 亿元，较上年减少 3.81%，主要由于财务费用减少所致；同时受营业收入增长影响，公司期间费用率较上年下降 4.80 个百分点至 10.91%。但公司的营业税金及附加较上年提升 91.34%至 0.57 亿元，削弱了公司的盈利。由于滇池治理属于公益性项目，公司为此获得较大规模的政府补助，2016-2017 年分别为 5.57 亿元和 4.87 亿元，是公司营业利润的主要来源。2017 年，公司营业利润为 4.60 亿元，较上年增长 12.68%；但由于营业外支出比上年大幅增长，导致当年净利润同比下降 1.59%至 2.97 亿元。2017 年公司营业外支出主要系罚款支出（金额合计 0.8 亿元），系因建设工程未办理相关许可证及违法用地被罚，这表明公司的管理存在一定的问题。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

公司业务竞争地位、优质财务资源等的总结。可引用“业务运营”和“财务”的总结段。该公司在昆明市拥有 2 个独家经营特许资质，分别是昆明主城区污水处理、排水管网运营维护管理。此外，公司还是昆明市市级滇池治理唯一的投融资主体。总体看，公司主业具有区域垄断性，经营风险较低。近年公司经营稳定，政府补助持续性强，每年均维持一定的利润规模，2015-2017 年公司净利润分别为 3.49 亿元、3.02 亿元和 2.97 亿元。

2. 外部支持因素

滇池治理是国家“三湖三河”重点污染治理项目。该公司是昆明市市级滇池治理项目投融资主体、市场化运作主体、项目建设和资产运营、管理主体。近年来，国家、云南省、昆明市等各级政府通过财政专项拨款等方式加大对公司业务层面的支持力度。2015~2017 年公司收到的中央政府及云南省、昆明市两级地方政府拨付的用于滇池治理的项目专项资金合计为 22.60 亿元。较大规模、稳定的项目专项资金拨付一定程度上缓解了公司的资金压力。另外，2017 年公司还获得政府债务置换资金 45.65 亿元，有效减轻了公司的债务偿付压力。预计未来，公司还会持续获得各级政府的资金支持。

3. 拥有较多的土地资源

该公司在昆明市的羊肠区、呈贡区、晋宁县拥有土地资源合计 5.11 万亩，其中目前可供出让土地面积合计为 6080 亩，相关地块出让金的返还可一定程度上增强公司的财务弹性。

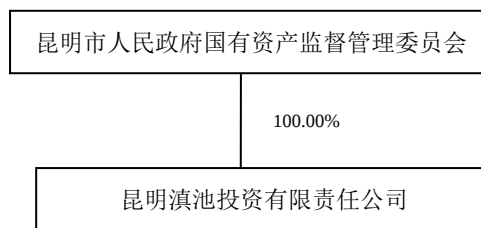
跟踪评级结论

该公司为云南省滇池流域水污染治理的唯一投融资建设主体及昆明市污水处理主体。跟踪期内，负责污水处理业务的子公司滇池水务在港交所上市，资本实力得到增强，同时新产能逐渐释放，营业收入大幅增长。公司土地一级开发业务也有较大规模的土地上市，带动营业总收入大幅增长。近年来公司对滇池治理工程建设持续投入较大量资金，负债规模快速增长，但得益于各级政府持续投入资金，公司资本实力得到增强，资产负债率尚保持在合理水平。公司盈利水平较为稳定，但主要来自政府补助，主业的盈利能力总体较弱。公司经营性现金流状况一般，资产变现能力较弱，未来偿债能力主要取决于土地资产的变现情况。

本评级机构仍将持续关注：（1）昆明经济发展状况，及其政府对滇池治理的投入情况；（2）土地出让金回笼存在一定滞后性；（3）新增借款规模大，导致刚性债务快速扩张及面临的集中到期等对公司偿债能力的影响；（4）非日常性往来款规模，政府部门如财政局欠款的回款安排等；（5）滇池水务上市后的业务扩张带来的投资及其管理风险；（6）该公司建设项目的合规性；（7）对外担保的代偿风险；（8）排水管网运营业务的持续亏损问题。

附录一：

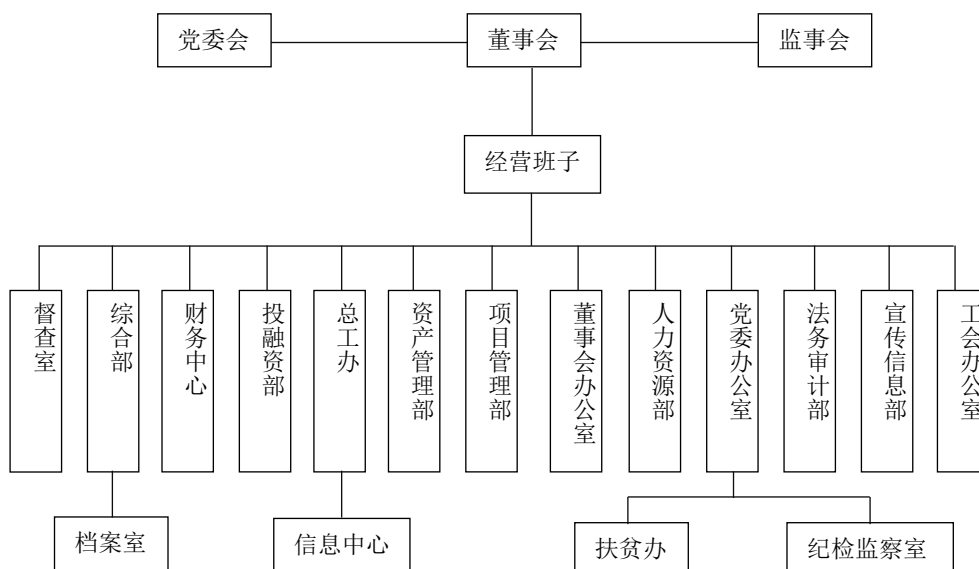
公司与实际控制人关系图



注：根据滇池投资提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据滇池投资提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 [亿元]	526.78	551.44	653.89
货币资金 [亿元]	78.62	65.84	115.26
刚性债务[亿元]	279.98	283.10	331.62
所有者权益 [亿元]	184.55	217.95	282.46
营业收入[亿元]	7.48	18.89	26.16
净利润 [亿元]	3.49	3.02	2.97
EBITDA[亿元]	7.73	8.97	9.65
经营性现金净流入量[亿元]	10.32	11.47	12.66
投资性现金净流入量[亿元]	-42.90	-16.70	-3.20
资产负债率[%]	64.97	60.48	56.80
长短期债务比[%]	211.81	258.01	310.55
权益资本与刚性债务比率[%]	65.92	76.99	85.18
流动比率[%]	153.69	242.97	355.41
速动比率 [%]	86.25	93.09	152.76
现金比率[%]	71.64	70.68	127.40
利息保障倍数[倍]	0.20	0.28	0.28
有形净值债务率[%]	196.50	159.46	138.18
担保比率[%]	35.95	28.26	47.61
毛利率[%]	9.69	8.84	11.50
营业利润率[%]	6.35	21.60	17.57
总资产报酬率[%]	0.90	0.82	0.67
净资产收益率[%]	2.08	1.50	1.19
净资产收益率*[%]	2.04	1.46	0.89
营业收入现金率[%]	198.56	96.08	72.38
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.71	11.30	13.79
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.25	3.39	3.59
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-30.67	-5.16	10.30
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.25	-1.55	2.68
EBITDA/利息支出[倍]	0.35	0.56	0.68
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03

注：表中数据依据滇池投资经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：
各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计－期末存货余额－期末预付账款余额－期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1－报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初流动负债合计+期末流动负债合计]/2×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初负债总额+期末负债总额]/2×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：
评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。