跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 405 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15瘦西湖CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年三月十八日

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（100022）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

http: //www.lhratings.com

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15瘦西湖CP001	3亿元	2015/9/21 2016/9/21	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016年3月18日

财务数据

项　目	2012年	2013年	2014年	15年9月
现金类资产(亿元）	3.41	13.03	25.94	16.56
资产总额(亿元)	109.35	126.67	168.36	198.73
所有者权益(亿元)	52.29	53.57	60.04	65.30
短期债务(亿元)	12.04	28.00	37.00	42.89
全部债务(亿元)	36.77	55.27	90.95	111.38
营业收入(亿元)	8.31	13.89	16.47	9.82
利润总额(亿元)	1.72	2.09	1.24	1.42
经营性净现金流（亿元）	3.09	1.77	-13.53	11.61
EBITDA(亿元)	1.77	2.33	1.31	--
营业利润率(%)	24.00	16.25	14.36	19.88
净资产收益率(%)	3.14	3.02	0.85	--
资产负债率(%)	52.18	57.71	64.34	67.14
全部债务资本化比率(%)	41.28	50.78	60.24	63.04
流动比率(%)	201.34	160.04	209.78	198.26
全部债务/EBITDA(倍)	20.76	23.70	69.42	--
经营现金流动负债比(%)	12.86	4.70	-30.00	--

注：1、公司2015年三季度财务数据未经审计；
2、其他流动负债中短期融资券已计入短期债务核算。

分析师

于芷崧　黄海伦

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）

Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“公司”或“瘦西湖旅游”）作为蜀冈-瘦西湖风景名胜区的综合开发经营主体，在政策和项目资金拨付等方面持续获得扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区管理委员会（以下简称“瘦西湖管委会”）和扬州市政府的有力支持；公司资产规模快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司盈利能力有所下滑、债务规模快速增加、未来投资规模较大以及存在一定短期支付压力等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

扬州市经济和旅游业发展势头良好，随着瘦西湖景区建设的完善和公司对休闲度假等新型旅游业态的持续开发，公司的整体抗风险能力有望进一步增强。

综合分析，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15瘦西湖CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，扬州市整体经济和旅游行业均呈现良好发展趋势，为公司经营发展提供了良好的外部条件。
2. 公司与扬州市财政局及瘦西湖管委会财政局签订了三方代建协议，资金回流来源包括扬州市和瘦西湖管委会两级财政。
3. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对待偿还短期融资券的保障能力良好。

关注

1. 跟踪期内，公司收入结构调整导致盈利下滑。
2. 公司已抵押资产规模较大，债务规模增长快且在建及拟建项目投资规模大，资金需求压力大。
3. 公司货币资金中受限资金较多，代建项目回款较慢，形成的存货和应收账款对公司资金

形成一定占用，资产流动性一般，存在一定短期支付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 瘦西湖 CP001”到期兑付日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“公司”或“瘦西湖旅游”）前身系扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司，是经扬州市人民政府扬府发【2004】36号文件批准，于2004年4月5日由扬州市瘦西湖公园、扬州市扬子江投资发展集团有限责任公司和扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司共同以货币出资方式组建；其中扬州市瘦西湖公园出资人民币1000万元（持股比例为76.34%，为公司控股股东），2010年6月11日公司变更为现名。2006年2月，根据扬州市机构编制委员会扬编【2005】20号文件，公司控股股东扬州市瘦西湖公园更名为扬州市瘦西湖风景区管理处。2007年8月29日，根据扬州市人民政府扬府发【2007】356号文件，扬州市扬子江投资发展集团有限责任公司和扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司分别将其所持公司股份全部转让给扬州市瘦西湖风景区管理处。公司初始注册资本为人民币1310万元，历经多次增资（详见表1），截至2015年9月底，公司注册资本人民币20.00亿元。扬州市瘦西湖风景区管理处系全民事业法人单位，为公司唯一股东，实际控制人为扬州市蜀冈-瘦西湖风景区管理委员会（以下简称“瘦西湖管委会”）。

表 1　公司历次增资明细情况（单位：万元）

时间	增资额	增资方式	增资方	验资报告	变更后注册资本
2006年9月30日	4240	货币	扬州市瘦西湖风景区管理处	扬东会验字(2006)第055号	5550
2007年6月2日	50000	土地使用权	扬州市瘦西湖风景区管理处	扬弘瑞江验(2007)第047号	55550
2008年7月31日	398.5	房屋	扬州市瘦西湖风景区管理处	苏亚诚验字(2008)第033号	55948.5
2009年2月4日	14051.5	货币	扬州市瘦西湖风景区管理处	苏润审（2009）B013号	70000
2011年10月30日	80000	货币	扬州市瘦西湖风景区管理处	苏润验（2011）B0064号	150000
2012年10月31日	50000	货币	扬州市瘦西湖风景区管理处	苏润验（2012）B0053号	200000

资料来源：公司提供

公司业务范围涵盖房地产开发；一般经营项目：蜀冈-瘦西湖风景名胜区内景观建设、旅游配套设施建设、市政基础设施建设；置业投资；房屋租赁；机械设备租赁；物业管理；房屋销售等。

截至 2015 年 9 月底，公司本部设办公室、项目开发部、工程技术部、人力资源部、审计法务部、财务部、资本运营中心和发展事业部共 8 个职能部门（详见附件 1-2）；纳入合并范围子公司 16 家。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 168.36 亿元，所有者权益合计 60.04 亿元（含少数股东权益 0.16 亿元）；2014 年公司实现营业收入 16.47 亿元，利润总额 1.24 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 198.73 亿元，所有者权益合计 65.30 亿元（含少数股东权益 0.17 亿元）；2015 年 1~9 月公司实现营业收入 9.82 亿元，利润总额 1.42 亿元。

公司注册地址：扬州市长春路 118 号；法定代表人：陆友宝。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续

下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 旅游行业概况

旅游产业是指凭借旅游资源和设施，专门

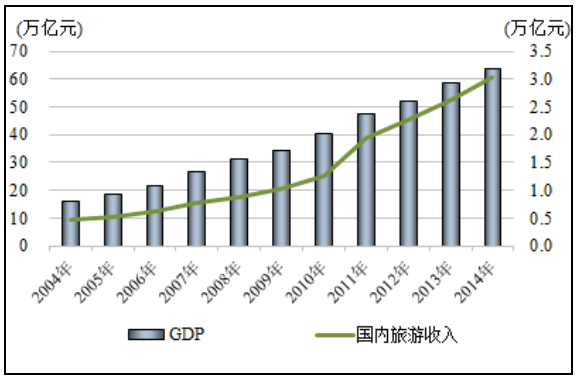
或者主要从事招徕、接待游客，为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等六个环节的服务并获取经济收益的综合性产业。旅游业的发展以整个国民经济发展水平为基础并受其制约，其对外部经济、政治、社会和自然等条件具有较强的依赖性，属于典型的敏感型行业。

中国旅游业自1978年作为一个经济产业起步以来，经过30多年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

国内旅游现状

近十年，随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。“十一五”期间，中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，国内旅游人数平均增长12%，入境过夜旅游人数年均增长3.5%，出境旅游人数年均增长19%，全国旅游业总收入年均增长15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国，居民人均出游率达1.5次，旅游直接就业达1350万人，旅游消费对社会消费的贡献超过10%，旅游业对中国经济社会发展的积极作用更加明显。2012年中国国内旅游市场保持较快发展，入境旅游市场基本持平，出境旅游市场继续快速增长；2013年，受政府抑制“三公消费”政策影响，公务旅游消费急剧下降，商务旅游消费明显放缓，而国民休闲旅游消费则表现出强劲的增长势头；2014年，随着居民消费能力的提升以及城市化进程的持续加快，中国居民旅游潜力继续释放，国内旅游收入达到30312亿元，同比增长15.4%。2012~2014年，中国国内游客分别为29.6亿人次、32.6亿人次和36.1亿人次，同比分别增长12.1%、10.3%和10.7%，中国国内旅游业增速持续放缓，但国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现出一定的惯性。

图1. 2004~2014年GDP与国内旅游收入

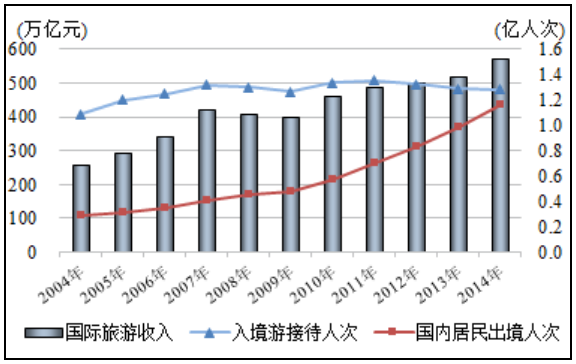


数据来源：国家旅游局和国家统计局

国际旅游现状

国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。中国人文历史悠久，拥有众多的名胜古迹等良好的旅游环境，再加上2008年北京奥运会、2010年广州亚运会和上海世博会的成功申办和召开扩大了中国在世界上的影响范围，中国入境旅游市场近十几年得到快速发展；同时，由于国内旅游业在某种程度上已满足不了部分居民的旅游需求，境外旅游成为了中国旅游业的有益补充。

图2 2004~2014年国际旅游收入及人数



数据来源：Wind资讯

入境游方面，金融危机深层次影响还在延续，周边国家放松签证政策等带来更大竞争。2012年，随世界经济复苏不确定性增加，全年共计接待入境旅游者1.32亿人次，同比下降2.23%；2013年，全国入境游客1.29亿人次，同比下降2.51%；2014年，全国入境游客1.28亿人次，同比下降0.45%。中国入境游正处于长时间

高速发展之后逐渐复归常态化的阶段。

出境旅游方面，在国内经济持续增长的形势下，受益于人民币汇率的升值以及周边国家和地区入境旅游竞争力的提升，近年来出境旅游继续保持高速增长态势。2012~2014年，中国出境旅游总人数分别为0.83亿人次、0.98亿人次和1.17亿人次，分别同比增长18.6%、18.1%和18.7%。受此影响，中国旅游服务的贸易逆差不断扩大，中国旅游研究院研究显示，2014年中国旅游外汇收入为569亿美元，而居民出境花费预计将达到1550亿美元，旅游服务贸易逆差进一步扩大，预计达1000亿美元。

2．政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2011年3月公布的《中国国民经济和社会发展十二五规划纲要》把推动现代服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点，提出要全面发展国内旅游，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游；坚持旅游资源保护和开发并重，加强旅游基础设施建设，推进重点旅游区、旅游线路建设；推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展，全面推动生态旅游，深度开发文化旅游，大力发展红色旅游；完善旅游服务体系，加强行业自律和诚信建设，提高旅游服务质量。

2012年2月国务院七部委联合发布的《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》（银发【2012】32号）文件，以加强和改进对旅游业的金融服务，完善金融支持政策，促进旅游业加快发展。

2013年10月1日，由中华人民共和国第十二届全国人民代表大会常务委员会第二次会议通过的《中华人民共和国旅游法》（以下简称《旅游法》）正式施行，这一举措力图保障旅游者和旅游经营者的合法权益，规范旅游市场秩序，保护和合理利用旅游资源，促进旅游业持续健康发展。该项法律明文禁止旅行社低团费、零团费、强迫购物及参加自费项目等行为。2013年12月17日，《国家旅游局关于严格执行旅游法第三十五条有关规定的通知》明确了关于指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目、关于“以不合理的低价组织旅游活动”等条款的具体解释。如旅行社在旅游活动中指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目的，应当按照诚实信用、自愿平等、协商一致的原则，与旅游者订立书面合同，且不得以不合理的低价组织旅游活动，不得诱骗旅游者，不得通过指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目获取回扣等不正当利益，也不得影响其他不参加相关活动的旅游者的行程安排。《旅游法》实施后，旅游团费普遍上涨，相当部分游客对报团出游采取了观望态度，短期内造成跟团游客的减少，但自由行出游人数则明显增加。从中长期来看，《旅游法》的实施将对传统旅游经营模式的带来挑战，倒逼旅行社进行产品结构调整和创新，市场竞争亦将愈加激烈，一些规模较小的旅行社可能被淘汰，有利于行业进行整合。同时，规范的法律将提升旅游行业的规范性，保障旅游行业的发展质量。

2014年8月，国务院发布《关于促进旅游业改革发展的若干意见》（以下简称“意见”），部署进一步促进旅游业改革发展，提出到2020年，境内旅游总消费额达到5.5万亿元，城乡居民年人均出游4.5次，旅游业增加值占国内生产总值的比重超过5%。上述《意见》指出要深化旅游改革、推动区域旅游一体化、大力拓展入境旅游市场、积极发展休闲度假旅游、大力发展乡村旅游、创新文化旅游产品、积极开展研学旅行、大力发展老年旅游、扩大旅游购物消费、完善旅游交通服务、保障旅游安全、加强市场诚信建设、规范景区门票价格、切实落实职工带薪休假制度、加强旅游基础设施建设、加大财政金融扶持、优化土地利用政策等。中国旅

游业正处于转型发展关键时期，上述《意见》是针对性更强、更细、更实的政策措施，有助于进一步激发旅游业发展的活力和潜力。

总体看，中央和地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳健康发展，从而增强中国旅游行业的竞争力。

3. 市场竞争

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，产品质量不高等深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看，截至2015年9月底中国共有约2700多家A股上市公司，其中旅游类上市公司仅有30家左右，占比不足2%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间即是相互依存的合作伙伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。宏观经济的不确定性短期内对国内旅游市场产生了一定冲击，但从长远看，近期政策的出台有利于产业整合和市场规范，行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰，从而为优势企业进一步控制市场资源、提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

4. 扬州市旅游业概况

扬州的建城历史可至公元前486年，是驰名中外的历史文化名城，是中国首批优秀旅游城市。扬州市旅游资源丰富，集北方妙景之雄，兼南方佳境之秀，被誉为“淮东第一观”。扬州市内有拥有汉、隋帝王的陵墓，唐宋古城遗址，明清私家园林等众多的人文景观；扬州市市区拥有纵横交错的运河、城河、瘦西湖3大水系，通向中国最古老的运河——京杭大运河的大小河流共有22条，总长70.71公里，至今旧城内保存有36座古桥，碧水环城，桥水相连；扬州盆景栽培艺术独特，有“一寸三弯”之说，是中国盆景艺术的五大流派之一；扬州是中国烹饪协会正式认定的“淮扬菜之乡”，淮扬菜以色、香、味、形见长，与川、粤、鲁菜系齐名，是中国四大菜系之一，素有“吃在扬州”的美誉。

近年来，在重点培育旅游业以及相关配套行业战略背景下，扬州市旅游业呈现快速发展趋势。2012~2014年，实现旅游总收入年均复合增长13.46%。2014年扬州市全市旅游总收入560.3亿元，增长17.7%；全年接待入境过夜游客53539人次，增长12%；旅游外汇收入4919.06万美元，增长12.6%；主要封闭式景区接待游客811.82万人次，增长29.2%。全市拥有国家A级景区36家，其中5A级1家、4A级7家、3A级14家。

根据扬州市政府制定的《扬州旅游业发展总体规划2009~2030》，未来扬州市旅游发展总体布局为“一城一轴四片”。“一城”为扬州主城区，是旅游资源最为集中的地区。未来规划以蜀冈-瘦西湖风景名胜区为核心，将平山堂（大明寺、鉴真图书馆）——瘦西湖景区（宋夹城遗址）——盐阜路两侧（个园、工艺坊、汪氏小苑、“双东”历史街区等）——泰州路——南通东路——徐凝门街（何园）等文化旅游景点串联，打造成为扬州市精品旅游线路。“一轴”是指古运河和大运河沿线风光轴。古运河和大运河扬州段南北贯穿扬州全市，未来规划古运河和大运河沿线风光轴以运河为纽带，连接沿岸周边地区众多景点，形成扬州市独具特色的水上游览路线；“四片”是扬州市域范围的主要分区，是旅游发展的重要板块，分别为东片养生休闲度假区、南片滨江时尚休闲度假区、西

片运动健身休闲体验区和北片环湖自然生态旅游区。

总体看，作为旅游资源丰富的历史文化名城，近年来扬州市旅游业呈现快速发展趋势。公司负责建设运营的蜀冈-瘦西湖景区为扬州市“一城一轴四片”旅游规划中的核心区域，经营发展面临良好的外部环境。

5. 城市基础设施建设行业概况

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

6. 扬州市财政实力

公司是扬州市蜀岗-瘦西湖景区建设运作的市场化主体，目前经营与投资的项目均在蜀岗-瘦西湖景区范围内。公司的业务经营直接受扬州市经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

扬州市是中国历史文化名城，至今已有2400多年的历史。扬州市是长江三角洲辐射苏北、鲁南、皖东地区的重要节点城市，近年来经济发展迅速。

随着社会经济的快速发展，扬州市财政收入稳定增长，财政实力逐步增强。2014年扬州市地方财政收入达到539.28亿元，同比增长7.62%；完成财政一般预算收入295.19亿元，同比增长13.9%。其中，税收收入242.22亿元，增长13.85%，税收收入占公共财政预算收入的比重达82.06%。

表 2　2012~2014 年扬州市财政收入构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2012年	2013年	2014年
地方财政收入	396.00	501.08	539.28
一般预算收入	225.00	259.26	295.19
一般预算收入占地方财政收入比重	56.81	51.74	40.62
税收收入	180.61	212.75	242.22
税收收入占一般预算收入比重	80.27	82.06	82.06

资料来源：扬州市统计局、公司提供

地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2014年底，扬州市本级地方债务余额369.41亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为88.80%。总体看，扬州市本级地方政府债务负担重。

表 3　扬州市本级地方综合财力及政府债务余额（单位：万元）

地方财力（2014 年度）	金额	地方债务（截至 2014 年 12 月底）	金额
（一）地方一般预算收入	2075534	（一）直接债务余额	3491216
1．税收收入	1692492	1．外国政府贷款．	
2．非税收入	383042	2．国际金融组织贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	528936	3．国债转贷资金	4611
1．一般性转移支付收入	142113	4．农业综合开发借款	45100
2．专项转移支付收入	252912	5．解决地方金融风险专项借款	
3．税收返还收入	133911	6．国内金融机构借款	2139335
（三）国有土地使用权出让收入	1471134	7．债券融资	458500
1．国有土地使用权出让金	1424269	8．粮食企业亏损挂账	
2．国有土地收益基金	35398	9．向单位、个人借款	271943
3．农业土地开发资金	4286	10．拖欠工资和工程款	92740

4．新增建设用地有偿使用费	7181	11．其他	478987
（四）预算外财政专户收入	84545	（二）担保债务余额	405852
		1．政府担保的外国政府贷款	
		2．政府担保的国内金融机构贷款	20345
		3．政府担保的国内金融机构借款	224251
		4．政府担保的融资平台债券融资	90000
		5．政府担保向单位、个人借款	8100
		6．其他	83501
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**4160149**	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	**3694142**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	**88.80%**		

资料来源：扬州市财政局

总体来看，扬州经济持续快速增长、居民收入水平快速提升、地方财政收入稳定增长，扬州市基础设施和公用事业建设具有良好的发展前景。

7. 瘦西湖财力

2014 年 5 月，根据扬编办【2014】24 号文，瘦西湖管委会增设财政审计局，为管委会内设机构，管理区级各项财政收入、区级非税收入和财政专户，管理景区国有资产，根据预算安排确定财政税收收入计划等。根据市财政局统计的蜀冈-瘦西湖风景名胜区国库收入，2014 年扩容后景区一般预算收入（全口径）4.17 亿元，其中税收收入 4.12 亿元；一般预算收入（地方级）2.97 亿元，其中税收收入 2.92 亿元。

五、基础素质分析

1．产权状况

公司为国有独资公司，扬州市瘦西湖风景区管理处持有公司 100%股权，是公司唯一股东，实际控制人为瘦西湖管委会。

2．政府支持

公司依据扬州市委、市政府建设旅游名城、文化名城的战略要求，负责扬州蜀岗-瘦西湖风景名胜区内景观建设、旅游设施建设、文化旅游产业及相关配套服务的综合开发经营。跟踪期内扬州市政府和瘦西湖管委会在项目资金拨付等方面给予公司较大支持力度，为公司经营发展提供良好支撑。

经营性业务注入

2015 年 4 月，根据扬瘦旅【2015】12 号文《关于恳请市政府同意就购买友谊广场资产给予注资的请求》和相关批复，为进一步改善瘦西湖景区环境，打造“世界级公园”，市政府同意收购资金以财政注入的方式，对评估价值近 4.2 亿元的友谊广场进行收购。

项目资金拨付

由于公司承担的基础设施建设项目投资规模较大，为加快蜀冈-瘦西湖风景区建设，支持公司经营发展，扬州市财政局和瘦西湖管委会于 2012 年与公司签订了《扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区建设项目委托代建协议书》，并就单个具体项目的相关内容签订《建设工程委托代建合同》，并授予公司独家享有代建项目管理费的收益权。扬州市财政局和瘦西湖管委会支付公司投资、建设项目所发生的实际支出成本，并在总投资额的基础上支付 20%作为管理服务费（除瘦西湖新苑 1~4 期工程合同以年均投资收益率 7.4%计算工程的投资收益），作为公司经营收入，成本返还和管理服务费由扬州市财政局、瘦西湖管委会双方各承担 50%，并约定从项目建设竣工决算后进行支付，具体支付比例为：竣工结算之日起一年内支付至 30%、竣工结算

之日起二年内支付至 65%、竣工结算之日起三年内支付至 100%。在实际运作中，扬州市财政局和瘦西湖管委会根据施工项目实际进展灵活地支付部分资金，以使公司持续、稳定、有效开展各项工程的建设工作。三方代建协议的签订使得资金回流来源扩大到扬州市财政局，资金回款保障性进一步增强。

根据《关于扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司代建项目回款安排情况的说明》，公司 2013~2015 年共应收到代建回款 7.95 亿元。2013~2015 年，公司分别收到管委会和市财政通过管委会支付的合计回购资金 2.50 亿元、5.00 亿元和 3.00 亿元，计入“销售商品、提供劳务收到的现金”，整体回款情况较好。

2014 年，根据管委会财政审计局《关于“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司对豁免债务进行账务处理的请示”的批复》，管委会根据市政府关于加大对蜀冈-瘦西湖景区政策扶持的意见豁免景区欠市财政的 7 亿元债务及利息，其中 0.16 亿元作为财政贴息收入，6.84 亿元计入公司“资本公积”。

财政补贴

根据扬州市委《加快蜀冈-瘦西湖风景名胜区建设专题办公会议纪要》（【2006】17号）文件，扬州市财政局每年向公司拨付不少于1600万元的补贴用于贷款贴息。2012年及以前年度公司将收到的贴息款直接冲减在建工程中的资本化利息，2014年市财政局对公司的支持力度进一步加大，公司收到1.80亿元财政补贴计入营业外收入，其中财政贴息7600万元。根据《江苏省财政厅关于下达2015年度中央文化产业发展专项资金的通知》（苏财教【2015】165号）文件，2015年公司收到补贴380万元用于贴息，将收到的贴息款直接冲减在建工程中的资本化利息。

整体而言，公司在经营发展过程中得到扬州市政府和瘦西湖管委会多方面的大力支持；由于公司承担基础设施建设任务较多，上述政府支持今后仍将得以继续，为公司可持续发展提供了有力保障。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高层管理人员无重大变动。

截至 2015 年 9 月底，公司共有在编员工 85 人，从学历构成情况看，本科及以上学历的 49 人，大专学历的 29 人，中专及高中以下学历的 7 人，公司员工文化素质普遍较高；从岗位设置来看，技术人员 43 人，财务人员 6 人，其他人员 36 人。

总体看，公司高层管理人员文化和专业水平高，有助于公司现有业务的经营。公司员工整体文化素质较高，岗位结构合理，能满足公司目前经营需要。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是蜀岗-瘦西湖风景名胜区内景观建设、旅游设施建设、文化旅游产业及相关配套服务综合经营开发的主体。跟踪期内，在蜀岗-瘦西湖风景名胜区建设发展已逐步趋于成熟背景下，公司各业务板块经营状况整体良好。2014 年公司实现营业收入 16.47 亿元，其中主营业务收入 16.42 亿元，同比增长 31.05%，主要来自旅游工程施工业务的增长；从收入构成来看，2014 年公司古典园林施工业务、旅游工程施工业务和旅游经营开发对收入的贡献均有上升，分别占主营业务收入 18.49%、60.01%和 19.02%，房地产业务收 2014 年房地产市场低迷影响，收入规模大幅下降，对主营业务收入的贡献则有所下降，占比 2.14%，园林设计对主营业务收入贡献始终保持较低水平。

表 4　2013~2014 年及 2015 年 1~9 月公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游工程施工	33189.18	26.49	16.65	98540.12	60.01	16.67	51331.39	53.55	16.67
旅游经营	24459.18	19.52	26.33	31227.04	19.02	22.00	28032.12	24.74	45.53
古典园林施工	31793.41	25.37	8.10	30356.80	18.49	8.95	13455.83	18.53	-18.84
园林设计	347.86	0.28	56.73	583.49	0.36	18.14	446.60	0.47	27.97
房地产开发	35508.31	28.34	8.81	3510.95	2.14	56.58	2596.59	2.71	15.00
合计	**125297.93**	**100.00**	**14.26**	**164218.41**	**100.00**	**17.11**	**95862.53**	**100**	**20.13**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2014 年旅游工程施工业务毛利率 16.67%。2014 年房地产开发业务毛利率大幅上升至 56.58%，因市政规划将现有土地面积减少，但相应成本公司在以前年度已确认所致；2013~2014 年公司古典园林施工毛利率相对较稳定。2014 年公司主营业务毛利率为 17.11%，同比上升 2.85 个百分点，主要因房地产开发业务贡献率下降所致。

2015 年 1~9 月公司实现主营业务收入 9.59 亿元，占 2014 年全年的 58.40%。毛利率方面，旅游工程施工业务板块毛利率水平较 2014 年变化不大，古典园林施工较 2014 年大幅下降，主要因公司做账不标准，在发生费用时直接记入成本，该部分收入一般在年底才进行确认所致；旅游经营和园林设计业务板块毛利率水平较 2014 年均有所提升；由于公司房地产开发按照销售进度确认收入，而成本基本上是在工程完工决算后才能确定，确认收入时预估成本，导致其毛利率波动较大，2015 年三季度毛利率为 15.00%；公司主营业务毛利率 20.13%，较 2014 年水平略有增长。整体看，公司整体收入规模稳定增长，盈利能力较强。

2. 旅游工程施工

2013~2014 年，公司旅游工程施工业务收入持续增长，主要是扩容后景区内新增了一些道路基础设施建设项目，当年结算项目较多，2013~2014 年该板块实现收入分别为 3.32 亿元和 9.85 亿元。由于旅游工程施工基本上为瘦西湖管委会的代建项目，毛利率变化范围不大。2015 年 1~9 月，公司旅游工程施工板块确认收入 5.13 亿元，毛利率为 16.67%。

2012 年公司与扬州市财政局、瘦西湖管委会签立《扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区建设项目委托代建协议书》，委托公司对蜀冈-瘦西湖风景名胜区基础设施项目进行投资、融资和施工建设，按规定使用项目建设用地，并授予公司独家享有代建项目管理费的收益权。在上述协议框架下，瘦西湖管委会和公司就单个具体项目的相关内容签订《建设工程委托代建合同》，并授予公司独家享有代建项目管理费的收益权。扬州市财政局（财政局应支付的委托代建款划拨至瘦西湖管委会，并由其代为支付）和瘦西湖管委会支付公司投资、建设项目所发生的实际支出成本，并在总投资额的基础上支付 20%作为管理服务费（除瘦西湖新苑 1~4 期工程合同以年均投资收益率 7.4%计算工程的投资收益），作为公司经营收入，成本返还和管理服务费由扬州市财政局、瘦西湖管委会双方各承担 50%，并约定从项目建设竣工决算后进行支付，具体支付比例为：竣工结算之日起一年内支付至 30%、竣工结算之日起二年内支付至 65%、竣工结算之日起三年内支付至 100%。在实际运作中，扬州市财政局和瘦西湖管委会根据施工项目实际进展灵活地支付部分资金，以使公司持续、稳定、有效开展各项工程的建设工作。

根据扬州市财政局出具的《关于划拨扬州

市蜀冈—瘦西湖风景名胜区建设项目委托代建款项的说明》，2012 年至 2014 年市财政局应支付公司的委托代建款已划至景区管委会，并由其代为支付，今后该协议项下的所有应支付公司的相关款项均划拨至扬州市蜀冈—瘦西湖风景名胜区管理委员会由其代为支付。

会计处理方面，代建项目的工程建设成本列入“存货-工程施工”核算；公司按期以完工百分比法为原则，以建设工程的完工进度结合工程款支付情况为依据确认工程建设收入，计提缴纳各项税金，同时预结转相应的工程成本；当整个项目建成并审计完毕后，按工程审定金额，与景区管委会已支付金额差额部分形成对景区管委会的应收款项，在资产负债表上归入“应收账款”项目。

2013~2014 年，公司与景区管委会签订的各期合计代建项目合同概算分别为 7.90 亿元和 6.20 亿元（此为项目合同投资概算，项目实际完成投资需在工程竣工并进行项目竣工审计后得以确定）；当年实际完成投资分别为 2.07 亿元和 5.40 亿元；当年实际回收款项分别为 5.50 亿元（含 3 亿元财政借款）和 5.00 亿元。公司各年实际投资额与实际收到回款之间的差异主要是受代建协议的回款时间安排影响；整体上看，政府回款执行情况较好。

从 2006 年开始涉及旅游工程业务以来，公司合计实施了 31 个代建工程项目，其中已竣工的项目有 26 个。已完工的主要项目包括：傍花村—长春路绿化、扬菱路景观提升工程、扬服地块、唐子城综合保护、宋夹城考古遗址公园、宋夹城湿地公园、公交首末站—扬州殡仪馆搬迁、世界动物之窗、万花园一期、万花园二期、瘦西湖新苑安置房一、二期等。截至 2015 年 9 月底，公司主要在建项目有瘦西湖新苑安置房四期和双峰云栈项目等，已完成投资 5.95 亿元，未来仍需投资 8.69 亿元。

表5　截至2015年9月底公司主要在建代建项目情况表　（单位：万元）

项目名称	预算总额	实际已投资（包括贷款和自有资金）	资金来源		预计竣工时间
			自有资金	银行贷款	
瘦西湖新苑安置房四期	79000.00	53346.5	23700.00	55300.00	2018.12
双峰云栈	55000.00	6143.12	16500.00	38500.00	2017.12
合计	**134000.00**	**59489.62**	**40200.00**	**93800.00**	--

资料来源：公司提供

截至 2015 年 9 月底，公司尚未完成回购代建项目金额 12.61 亿元，预计 2019 年回笼完毕。其中，公司已竣工时间较长且未完成决算审计的项目主要有世界动物之窗、宋夹城湿地公园和宋夹城遗址公园等项目，未决算原因主要为：①宋夹城湿地公园由江苏立信会计师事务所进行决算审计，因施工单位扬州市绿化工程队负责人离任，导致施工工作量审定缓慢；②世界动物之窗和宋夹城遗址公园分别由江苏金永利建设投资管理咨询有限公司和扬州中鑫建设咨询管理有限公司进行决算审计，其中涉及一两家施工单位的审核进程缓慢，导致最终审核价暂不能出具；③应政府相关部门的要求对瘦西湖景区拆迁工作要进行全面审计，而公司涉及项目崔志远纪念馆、扬服地块、柴油机厂 8、9 号地块拆迁、科技教育综合馆等须根据此审计报告核定成本，故暂没有进行决算审计；④其他竣工于 2011 年的建设工程大多因使用中发现有须完善提升之处，不断有小规模的提升工程进行，造成决算工作无法迅速完成。公司上述项目已尽快落实决算审计，同时根据《关于扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司代建项目回款安排情况的说明》，扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区管委会对公司代建项目的回款安排作出了明确的说明，承诺将严格按照相关合同及约定履行付款责任，及时足额支付款项。联合资

信会持续关注代建项目的回款情况。

总体上看，公司与扬州市财政局及瘦西湖管委会财政局签订了三方代建协议，资金回流来源扩大到扬州市财政局，资金回款保障性进一步增强。此外，虽然截至 2014 年底，公司应收账款中应收景区管委会的工程款和管理服务费 5.89 亿元，规模相对较小，但若代建项目无法在竣工后较快完成审计决算以及进行相应支付，公司的垫支可能使其面临资金短缺的局面，影响其正常经营活动。

3. 旅游经营

公司负责建设运营的蜀冈—瘦西湖风景区位于扬州市北郊，现有游览区面积100公顷左右，公司在区域内处于相对垄断的经营地位。其中瘦西湖景区被誉为中国湖上园林的代表，1988年被国务院列为“具有重要历史文化遗产和扬州园林特色的国家重点名胜区”；2010年被授予中国旅游界含金量最高荣誉——5A级景区。

2014 年，受益于景区接待人数快速提升、新建成景区投入运营以及门票价格的上升，公司旅游经营业务收入实现较快增长；2014 年，公司旅游经营板块收入 3.12 亿元，毛利率 22.00%，较 2013 年下滑 4.33 个百分点，主要系当年园区维修等成本增加、公司为推广瘦西湖旅游品牌，针对华东地区推出精品线路旅游促销优惠，折扣力度较大所致。

表 6　2013~2014 年及 2015 年 1~9 月瘦西湖风景区经营数据

	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
进入景区人数（万人次）	280	361	330
营业收入（万元）	24222.00	23860.4	19347.94
其中：门票收入（万元）	17304.00	19803.1	16467.00
门票价格（瘦西湖公园）	淡季 120 元、旺季 150 元	淡季 120 元、旺季 150 元	淡季 120 元、旺季 150 元

资料来源：公司提供

注：1. 上述数据为瘦西湖公园、宋夹城考古遗址公园以及世界动物之窗合计数；除上述瘦西湖风景区的相关收入外，公司下属子公司扬州古城文化旅游发展有限公司的租金、商品收入亦纳入在旅游经营范围内，但金额较小；宋夹城考古遗址公园和世界动物之窗景区于2013年3月11日起门票免费；

2. 旺季一般为3月至6月、9月至11月，其余为淡季；

3. 进入景区人数中包含持年票入园的扬州市民，年票价格为100元/人。

公司目前旅游经营业务板块的主要收入来自瘦西湖景区范围内三个收费景点的门票、游船及纪念品销售收入；2014 年实现收入 3.12 亿元，其中门票收入 1.98 亿元，占旅游业务收入的 83%。2012~2014 年，瘦西湖风景区（含宋夹城遗址公园和世界动物之窗）接待游客数量波动下降，分别为 365 万人次、280 万人次和 361 万人次。2015 年 1~9 月，瘦西湖风景区接待游客 330 万人次。

4. 古典园林施工

公司古典园林施工业务由下属子公司扬州古典园林建设有限公司（以下简称“扬州古建”，公司持股比例为 56%）经营。2014 年公司古典园林施工业务收入为 3.04 亿元，同比下降 4.52%；毛利率为 8.95%。

扬州古建通过招投标方式揽接工程项目，一般采用包工包料的形式进行经营施工。对于应收工程款，公司的结算方式一般为：工程完工收取合同价款的 30%，一年后收取合同价款的 30%，两年后收合同价款的 30%，三年后收审定价款的 10%。实际操作中，工程发包方根据施工进度适当支付部分预付款项，以保证施工正常推进。

截至 2014 年底，扬州古建完成的中国境内主要项目有：北京世界公园中国园“清音境”、北京平谷公园、甘肃酒泉公园主要景点、盐城新四军军部纪念馆、无锡东林书院、

泰州梅兰芳纪念园、扬州“二十四桥景区”建设、扬州市古运河风光带、万花园景区建设、宋夹城湿地公园、瘦西湖趣园景区建设、扬州世界动物之窗建设等工程；完成的境外工程主要有：1989 年在美国首都华盛顿建造中国式园林“翠园”、“峰园”；1989 年 12 月在加拿大多伦多兴建“中国城”仿古建筑群；1993 年代表中国参加在德国举行的国际园林博览会，设计与现场建造的“中国园”并获得国际金奖；1999 年设计建造了德国曼海姆“多景园”仿古建筑工程，该工程是目前中国对外输出的面积最大的园林古建筑工程项目；2001 年承接了德国科隆布吕尔“幻想国”项目，2006 年 8 月承接了泰国世界园艺博览会“中国唐园”项目。

截至 2015 年 9 月底，扬州古建在手合同共 16 个，合同金额共 20443.58 万元；已完工但尚未收回全部工程款的项目 38 个，合同金额共 19000.00 万元，已收到工程款 15249.03 万元。

5. 园林设计

公司园林设计业务主要由下属子公司扬州园林设计院有限公司（以下简称“扬州园林设计”，公司持股比例100%）经营。2014年公司园林设计业务实现收入583.49万元，毛利率为18.14%。

目前扬州园林设计通过招投标方式开展业务，根据与项目发包方签署的合同收取设计费，一般为签订合同后预付50%，设计方案完成提交后支付剩余50%。

6. 房地产开发

为了有效利用资金和土地资源，公司于 2012 年新增房地产业务，为瘦西湖·名苑项目，2011 年 11 月 21 日，扬州市发改委下达关于该项目开发核准决定书的通知。项目用地分为A、B两地块，建筑密度分别为20%、22%，容积率分别为 2.91、2.19，绿地率分别为 5.1%、4.5%，规划总用地面积 20869 平方米，其中：A 地块 15403 平方米，B 地块 5466 平方米。

截至2014年底，该项目已全部竣工并取得预售权，累计完成销售面积3.35万平方米，2013~2014年分别实现销售收入0.93亿元和0.35亿元。2015年1~9月，公司实现房地产销售收入2468.92万元。此外，瘦西湖休闲文化广场部分商铺对外销售，截至2013年底该部分已基本销售完毕，实现收入2.62亿元。

由于公司按照销售进度确认收入，而成本基本上是在工程完工决算后确认，造成房地产板块毛利率波动较大，2013~2014年分别为8.81%和56.58%。

公司未来 2~3 年拟开发新苑广场和瘦西湖沿路商业住宅，其中前者靠近瘦西湖风景区及竹西公园，具有良好的景观资源，主要定位为社区配套商业区，已完成土地储备 1.77 万平方米，总建筑面积 2.04 万平方米，容积率 1.15，预计总投资 6180 万元；后者位于瘦西湖路东侧，占地面积约为 12.4 万平方米，建筑面积约为 16 万平方米，主要建设商业住宅，以商业用房为主，该项目尚处于规划研究阶段，目标地块尚未完成挂牌转让。

表 7　公司房地产销售情况 (单位：平方米，万元)

项目名称	项目类别	地理位置	占地面积	规划建筑面积	2014年单年销售收入	截至 2015 年 9 月底销售总额	截至 2015 年 9 月底销售进度
瘦西湖休闲文化广场	商业	扬州	48400	52954	--	26176.26	100.00%
瘦西湖新苑三期 A、B 地块	住宅、商业	扬州	20869	64438	3510.95	30929.12	86.30%
新苑广场	商业	扬州	17729	20388	--	--	--
合计	--	--	**86998**	**137780**	**3510.95**	**57105.38**	--

资料来源：公司提供

注：瘦西湖新苑一、二期、四期为保障房，属于代建项目；瘦西湖新苑三期中瘦西湖·名苑项目为公司开发的商品房项目，其余部分为保障房项目。

7. 未来发展

未来公司计划投资项目分为目前在建项目的后续投资和拟建项目，均属于公司自建项目。仍需建设投资的主要在建项目是柏联精品酒店、万花园花艺会所项目，预算总投资分别为17亿元和3.5亿元，截至2015年9月底共完成投资5.22亿元，后续资金还需要投入约15.28亿元。

目前，公司拟建项目主要为笔架山地块综合整治、万芳园地热开发利用、友谊酒店和老虎山农贸市场，概算总投资分别为7.95亿元、4.00亿元、2.22亿元和2.00亿元，预计将在未来3~5年建设完成。

此外，公司还有3个瘦西湖管委会委托的代建项目（工人疗养院、瘦西湖新苑安置房四期和双峰云栈），预计尚需投资约10亿元。总体来看，公司未来几年的建设资金需求较大，存在一定资金压力。

未来公司将按照集团化、市场化、产业化的发展思路，全面加大文化演艺、品牌管理输出、旅游电子商务三大平台建设力度，大力发展休闲度假、电子商务、旅游地产、文化文艺等新型业态，不断延伸旅游增值服务，打造全新客源市场，实现更大市场突破。具体包括：

丰富游览内容

重点对万花园、宋夹城考古遗址公园、世界动物之窗等新建项目进行全方位的市场营运提升，丰富游览内容，引进综艺演出，举办特色活动，制造旅游亮点。“十二五”期间，重点建设蜀冈—瘦西湖风景名胜子景区——唐子城，该项目建成后，将形成以经营性、参与性、休闲性、体验性为主要特性的又一个地标性旅游目的地。

提升消费功能

形成全面链接“吃、住、行、游、购、娱”的现代旅游休闲产业，构建“文化+旅游+商贸”的多元化、产业化发展格局：计划将沿相别路、宋夹城河、长春路区域形成集温泉度假、商务旅游、康体疗养为一体的多产品类型、多消费层次的产业集群；突出打造四大休闲街区，重点推进瘦西湖文化休闲广场建设，引进知名连锁性餐吧、茶吧，满足游客餐饮、休憩等基本需求；打造长春路文化休闲旅游街区，改造西沿线建筑，建设花艺坊，建成具有扬州古韵，精致、典雅，集观光、购物、休闲、体验为一体的特色街区，留住游客、延伸消费；加快友谊广场招商，建成旅游商品集散中心；启动建设园林式、观光型花鸟鱼宠市场。

打造文化卖点

推进瘦西湖演艺、宋夹城演艺等节目打造，加大万花会等节庆活动组织力度，使之成为知名品牌活动。

综合来看，作为蜀冈-瘦西湖风景区的综合开发和经营主体，近年来在旅游工程施工和旅游业务带动下，公司经营状况良好。目前随着房地产项目的开发，公司主营业务结构发生一定变化，投资运营面临一定不确定性。未来，随着完工的代建项目返还款逐步到位以及旅游经营业务的持续快速发展，公司经营发展情景良好。但考虑到公司拟建项目投资规模大，预计公司未来对外筹资压力较大。

八、募集资金使用情况

公司于 2015 年 9 月发行 3 亿元“15 瘦西湖 CP001”，用于置换银行借款。截至本报告出具之日，上述资金已全部用于偿还银行借款。

九、财务分析

公司提供的2011~2013年度三年连审财务报表经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见；公司提供的2014年财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见；公司提供的2015年三季度财务数据未经审计。2014年，公司通过收购将扬州瘦西湖酒店有限公司（持股比例100%，注册资本4000万元）纳入合并范围。2015年1~9月，公司纳入合并报表的公司增加3家，分别为扬州九龙湖房地

产开发有限公司（注册资本100%）、扬州瘦西湖演艺有限责任公司（持股比例58.5%，注册资本5001万）和扬州市古运河旅游有限责任公司（持股比例62.5%，注册资本1007万元），合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2014年底，公司（合并）资产总额为168.36亿元，所有者权益合计60.04亿元（含少数股东权益0.16亿元）；2014年公司实现营业收入16.47亿元，利润总额1.24亿元。

截至2015年9月底，公司（合并）资产总额为198.73亿元，所有者权益合计65.30亿元（含少数股东权益0.17亿元）；2015年1~9月公司实现营业收入9.82亿元，利润总额1.42亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 16.47 亿元；公司旅游工程施工、旅游经营收入增长较快，房地产开发收入有所减少，营业收入同比增长 18.63%。2014 年，营业成本随营业收入的增长而增长，同比增长 22.76%。

2014 年，公司期间费用率为 4.04%，由于公司借款费用基本上已做资本化处理，期间费用主要体现为管理费用，公司期间费用控制能力较好。2014 年，公司资产减值损失 0.65 亿元，主要系公司收购扬州瘦西湖酒店有限公司的公允价值为-0.49 亿元，而计提的商誉减值损失。

非经常性损益方面，2014 年，公司公允价值变动收益-1.44 亿元，主要为投资性房地产的评估导致的公允价值变动；2014 年，公司投资收益-0.16 亿元，其中长期股权投资收益-78.11 万元，公司收购扬州瘦西湖酒店产生的投资收益-0.22 亿元，理财产品投资收益 0.07 亿元；营业外收入 1.80 亿元，主要是收到的政府补助，主要包括财政贴息 0.71 亿元和旅游发展补贴 1.00 亿元等。

2014 年，公司利润总额为 1.24 亿元，利润水平有所下降主要是非经常损益所致。

盈利能力指标方面，2014 年公司营业利润率 14.36%，同比下降 1.89 个百分点，2014 年下降系旅游经营业务毛利率下降和 2013 年其他业务收入中土地使用权公允价值增值不具可持续性所致。随着资产及权益的较快增长以及非经常损益的变动，总资本收益率及净资产收益率分别为为 0.34%及 0.85%。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 9.82 亿元，占 2014 年全年收入的 59.64%；营业利润率 19.88%； 2015 年 1~9 月公司实现利润总额 1.42 亿元，占 2014 年全年水平的 114.88%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模保持增长，受各业务板块收入结构及毛利率变化的影响，毛利率水平有所上升。整体而言，受公司经营职能所致，其整体盈利能力弱。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2014 年经营活动现金流入 20.97 亿元，同比下降 18.56%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 15.42 亿元，同比增长 7.66%，收到与其他活动有关现金 5.55 亿元，同比下降 51.45%，主要系通过瘦西湖风景区管理处借款不再计入此科目所致。由于近年成本支出规模的扩大，公司经营活动现金流出快速增长，三年年均复合增长 22.54%，2014 年为 34.49 亿元。2014 年公司购买商品、接受劳务支付的现金 31.34 亿元，同比增长 187.05%；支付其他与经营活动有关的现金 2.60 亿元，同比大幅下降主要系偿还通过瘦西湖风景区管理处借款的现金不再计入此科目所致。由于政府回款期限的安排与收入确认造成的不一致，公司现金收入比波动较大，2013~2014 年现金收入比指标分别为 103.16%和 93.62%；现金收入比波动较大主要是受回款时间安排影响，整体政府回款执行情况较好，且公司应收方主要为政府机关部门，现金回收风险较小。2013~2014 年，公司现金活动产生的现金净额分别为 1.77 亿元和-13.53 亿元。

投资活动现金流方面，2014 年投资活动现

金流入 8.67 亿元，其中收回投资收到的现金 8.60 亿元，主要系公司收回的短期理财产品。随着对在建项目（公司自建项目）的持续投入，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金规模较大，2014 年为 10.34 亿元；2014 年公司投资支付的现金 15.32 亿元，主要系投资短期理财产品、长期股权投资支付的现金。2014 年投资活动产生的现金流净额为-17.56 亿元。

筹资活动现金流方面，随着政府资本金的注入及近年借款规模的快速提升，2014 年为 100.42 亿元，其中吸收投资收到的现金 6.84 亿元，主要系豁免债务的返还，取得借款和发行债券收到的现金 91.23 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 2.35 亿元，主要系通过瘦西湖风景区管理处所借款项。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，受借款规模的大幅上升，2014 年偿付利息支付的现金达 5.00 亿元；2014 年筹资活动现金流出中支付其他与筹资活动有关的现金为 3.15 亿元，主要是支付的银行承兑汇票保证金 2014 年筹资活动产生的现金流净额为 34.46 亿元。

2015 年 1~9 月，公司现金收入比为 103.07%，随着公司代建项目投入相比上年有所减少，经营活动现金流净额为净流入由负转正，为 11.61 亿元。投资活动产生的现金流量净额和为-12.65 亿元，较去年同期有所扩大，筹资活动现金流净额为 1.89 亿元，较去年同期大幅降低。

总体看，由于公司经营活动现金流入有所下降，经营活动现金表现为净流出；近年来公司筹资力度有所增加，债务负担进一步加重。未来随着公司投资规模的扩大，公司对外筹资压力有可能进一步加大。

3. 资本及债务结构

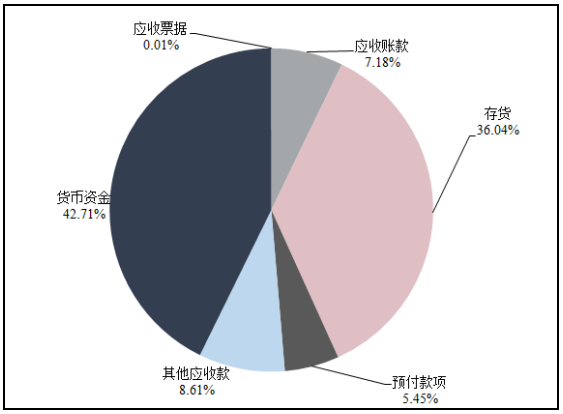
资产

截至 2014 年底，公司资产（合并）总计 168.36 亿元，其中流动资产占 56.18%，非流动资产占 43.82%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产合计 94.58 亿元，同比增长 56.73%，主要是由于 2014 年公司加大筹资力度账面存留货币资金大幅增长和存货中旅游工程规模扩大所致。流动资产构成以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。

图 3 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金 40.39 亿元，同比大幅增长 72.25%，主要系公司当年取得借款较多。货币资金中银行存款 15.52 亿元，其他货币资金 24.87 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、质押贷款及贷款利息保证金、定期存款和银行理财产品。

截至 2014 年底，公司应收账款余额 6.79 亿元，较 2013 年底增长 9.05%，主要系为扬州市蜀冈-瘦西湖风景区名胜区管委会应收委托代建款（5.89 亿元）。从账龄来看，1 年以内款项占比 56.52%，1~2 年的占比 42.33%，账龄结构较好，且欠款人为政府机关，应收账款风险较小。公司未对应收政府委托代建款计提坏账准备，截至 2014 年底，公司对应收账款计提坏账准备 61.21 万元。

截至 2014 年底，公司预付款项 5.15 亿元，较上年增长 75.66%，主要系预付工程款的增加，公司预付款项中账龄 1 年以内的款项占比 62.04%，1~2 年的占比 18.56%，2~3 年的占比 7.69%，3 年以上的占比 11.71%。截至

2014年底，预付账款欠款单位主要为扬州市维扬区人民政府瘦西湖街道办事处、扬州市经济适用房住房发展中心、扬州广源集团有限公司等。

2014年底其他应收款余额8.14亿元，较上年底增长38.28%，其中1年以内款项占比63.23%，1~3年款项占比34.80%，3年以上款项占比1.97%；主要应收方为扬州瘦西湖风景区管理处，回收风险较小。截至2014年底，公司共对其他应收款计提坏账准备728.00万元。

表8 截至2014年底公司其他应收款前五名

（单位：万元、%）

欠款单位	金额	占比	性质
扬州市瘦西湖风景区管理处	37749.68	45.94	往来款
中信泰富瘦西湖房地产扬州有限公司	11094.00	13.50	往来款
扬州瘦西湖酒店有限公司	9188.65	11.18	往来款
蜀冈-瘦西湖风景名胜区管理委员会基金户	7001.78	8.52	往来款
扬州瘦西湖风景名胜区管理	5000.00	6.09	往来款
合计	70034.11	85.23	

资料来源：公司审计报告

截至2014年底为34.09亿元，较2013年底增长56.04%；其中，旅游工程施工占80.91%，库存商品占19.04%（包括瘦西湖新苑四期项目、扬菱路景观提升工程、宋夹城考古遗址公园、唐子城综合保护和世界动物之窗项目等）。整体看，公司存货跌价风险较小，但其变现性受政府结算时间影响，流动性一般。

非流动资产

截至2014年底，公司非流动资产73.78亿元，较2013年底增长11.24%，增长主要来源于在建工程。公司非流动资产构成主要以投资性房地产和在建工程为主。

截至2014年底投资性房地产54.66亿元，较2013年底增长5.31%。2014年公司将所持有的瘦西湖文化休闲广场项目销售给其全资子公司扬州瘦西湖旅游发展资产管理有限公司（以下简称“资产管理公司”），并计划由资产管理公司对外出租该项目房产，故从合并口径看，该项目资产由固定资产转为投资性房地产，并以公允价值进行后续计量，瘦西湖文化休闲广场原作为固定资产计量账面价值为5.31亿元，现作为投资性房地产计量按公允价值2.53亿元入账，两者差额2.78亿元，其中1.11亿元减少当期其他综合收益，1.67亿元计入当期公允价值变动损益。截至2014年底，公司投资性房地产中土地使用权经由江苏富华资产评估有限公司进行评估（苏富评报字【2015】第18号），账面价值为52.13亿元；房屋及建筑物经由江苏富华资产评估有限公司进行评估（苏富评报字【2015】第19号），账面价值2.53亿元。公司投资性房地产主要集中在瘦西湖风景区周边的商业区域，用途多数为商业用地，整体质量良好；但同时，由于投资性房地产中全部土地使用权已用于借款抵押，其融资受到一定限制。

截至2014年底，公司在建工程17.05亿元，较2013年底增长94.46%，主要来自对瘦西湖隧道周边景观和景区道路的维护投入以及笔架山温泉、傍花村温泉度假村的建设投入，年末在建工程中主要包括瘦西湖隧道周边景观维护、傍花村温泉度假村项目及笔架山温泉项目。

表9 截至2014年底公司主要在建工程

（单位：万元）

项目	2014年底余额
瘦西湖隧道周边景观维护	43632.06
傍花村温泉度假村项目	28056.45
笔架山温泉	27055.96
傍花村一期	20291.06
傍花村二期	13542.49

资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司固定资产账面价值0.28亿元，较2013年底下降94.78%。2013年，公司根据景区管委会的批复将原代建的文化休闲广场项目转为自留项目处置，其中部分

对外销售，未销售部分转为自有房产，故截至2013年底公司固定资产账面价值较2012年底大幅上升至5.30亿元，2014年，公司将休闲广场项目用于出租，转入投资性房地产，故固定资产大幅下降。截至2014年底，公司固定资产构成以房屋建筑物（账面价值0.14亿元）、通用设备（账面价值0.05亿元）和办公及电子设备（账面价值0.03亿元）等为主，累计计提折旧和减值准备0.25亿元。

截至2015年9月底，公司（合并）资产总额198.73亿元，较2014年底增长18.04%，流动资产比重为55.52%，较2014年底略有下降。流动资产方面，货币资金45.05亿元，较2014年增长11.53%，其中使用受限资金为28.49亿元；公司预付款项9.20亿元，较2014年增长78.63%，主要是为公司工程施工规模增加所致，预付瘦西湖街道办事处的工程款等；公司其他应收款较2014年底增长64.95%，截至2015年9月底达到13.43亿元，主要是扬州市维扬区人民政府城北乡财政国库集中收付中心、扬州华景置地有限公司及扬州市瘦西湖风景区管理处的往来款项；存货较2014年底增长6.20亿元，主要系公司代建及回购项目的投入增加（包括已在建项目扬菱路景观提升工程、瘦西湖新苑四期和宋夹城考古遗址公园等）。非流动资产方面，公司在建工程31.24亿元，较2014年底增长83.25%，系对原有在建工程的持续投入及新增在建工程增加，具体包括瘦西湖隧道周边景观维护、傍花村温泉度假村等；无形资产较2014年底增长100.98%，主要系子公司九龙湖旅游发展有限公司通过招拍挂购买的土地使用权。

总体看，公司流动资产中货币资金、存货及其他应收款占比较大，货币资金中受限资金较多，存货及其他应收款风险较小，但存货的变现性受政府结算时间影响，其他应收款均为多为与政府机构的往来款，风险较低；非流动资产中投资性房地产占比大，由于公司在建工程持续投入和新增项目较多使得在建工程增长较快。公司整体资产质量一般，流动性较弱。

负债及所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益为60.04亿元，主要由实收资本、其他综合收益、资本公积及未分配利润构成。

2014年，公司资本公积较2013年底减少12.74亿元，其中公司根据最新修订的会计准则将投资性房地产增值19.58亿元计入其他综合收益，根据管委会财政审计局《关于“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司对豁免债务进行账务处理的请示”的批复》，管委会根据市政府关于加大对蜀冈-瘦西湖景区政策扶持的意见豁免景区欠市财政的7亿元债务及利息，其中0.16亿元作为财政贴息收入，6.84亿元计入公司“资本公积”；截至2014年底，公司资本公积9.27亿元。公司未分配利润随着公司经营积累不断增长，2014年底为10.67亿元，同比增长3.65%。

截至2015年9月底，公司所有者权益合计65.30亿元，较2014年底增长8.77%，主要由资本公积增长所致（系4.2亿元的友谊广场资产注入）。所有者权益构成与期初相比变化不大，主要为实收资本、资本公积和其他综合收益，占比分别为30.63%、20.63%和28.62%，公司所有者权益稳定性较好。

负债方面，随公司对外融资规模扩张，公司负债规模持续较快增长，2014年底公司负债合计为108.32亿元，同比增长48.19%，其中流动负债占比41.62%，非流动负债占比58.38%。

截至2014年底，公司流动负债45.09亿元，同比增长19.57%，主要来源于应付票据和其他流动负债，截至2014年底公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、一年内到期非流动负债和其他流动负债构成，占流动负债的比重分别为28.12%、28.43%、14.42%和11.09%。

截至2014年底公司短期借款余额12.68亿元，同比增长8.41%，其中抵押借款7.05亿元，抵押物为土地使用权，保证借款3.63亿元，质押借款2.00亿元，质押物为银行定期存单和银

行定存保证金。

截至 2014 年底，公司应付票据 12.82 亿元，同比增长 24.59%，全部为银行承兑汇票。

2014 年底为 3.98 亿元，同比下降 30.61%，主要是未结算工程款，其中 1 年内款项占比 13.72%，1~2 年的占 35.73%，2 年以上的占比 50.55%。

截至 2014 年底，公司一年内到期非流动负债 6.50 亿元，同比增长 8.15%，主要为一年内到期长期借款；其他流动负债 5.00 亿元，为短期融资券，已计入短期债务和全部债务核算。

截至 2014 年底，公司非流动负债 63.24 亿元，较 2013 年底增长 78.67%，增长主要来源于长期借款、应付债券和专项应付款。

2014 年底为 38.95 亿元，同比增长 42.79%，主要为抵押借款及保证借款，抵押物主要为土地使用权和房屋所有权证。

截至 2014 年底，公司应付债券 15.00 亿元，其中“14 瘦西湖债”10.00 亿元，“14 瘦西湖 MTN001”5.00 亿元；公司专项应付款 2.06 亿元，主要为市财政土地出让金返还款。

截至 2015 年 9 月底，公司流动负债较 2014 年底增长 23.44%，为 55.65 亿元，流动负债比重上升至 41.71%；其中，应付票据为 28.97 亿元，较 2014 年底增长 125.98%；预收款项 5.02 亿元，较 2014 年底增长 1399.20%，主要系预收工程款大幅增加；其他应付款较 2014 年末增长 3.24 亿元，主要是尚未抵消的单位内部往来款；一年内到期非流动负债较 2014 年底减少 6.50 亿元系长期借款到期偿还所致。非流动负债 2015 年 9 月底上升至 77.78 亿元，较 2014 年底增长 23.00%，非流动负债比重下降至 58.29%。其中，长期借款 48.49 亿元，较 2014 年底增长 24.50%，主要作为建设资金使用；应付债券 20.00 亿元，较 2014 年底增长 33.33%，系公司 2015 年 6 月发行“15 瘦西湖 MTN001”5 亿元增加。

2014 年，公司全部债务 90.95 亿元，其中长期债务占全部债务的 59.32%；公司长期债务资本化率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 47.33%、60.24%和 64.34%。截至 2015 年 9 月底，公司全部债务规模增加至 111.38 亿元，其中长期债务占比进一步上升至 61.49%。长期债务资本化比率、全部债务资本化比率及资产负债率分别为 51.19%、63.04%及 67.14%。

总体看，随着债务快速增长，公司债务负担有所加重，债务结构有待改善，短期债务规模较大。未来随着在建和拟建项目资金的后续投入，公司债务规模有进一步加重的趋势。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率及速动比率均呈现波动上升趋势，近三年上述两指标加权平均值分别为 193.17%及 120.58%，截至 2014 年底为 209.78%及 134.17%。截至 2015 年 9 月底，公司流动比率及速动比率较 2014 年底有所下降，分别为 198.26%和 125.87%。2012~2014 年公司经营现金流动负债比随着公司经营活动净现金流的下降以及短期债务的快速增长而逐年下滑，分别为 12.86%、4.70%和-30.00%。同时，考虑到公司流动资产中受限资金规模和短期债务规模均较大，公司短期偿付能力一般。

从长期偿债能力指标看，受公司经营性质和投资模式的影响，公司 EBITDA 规模有限，尤其是 2014 年受非经常损益规模较大、债务规模快速增长影响，全部债务/EBITDA 快速增长，近三年公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 20.76 倍、23.70 倍和 69.42 倍。但考虑到公司获得土地出让金返还（体现在专项应付款中）、瘦西湖管委会对公司景区内工程施工项目的资金支持等政府支持及区域垄断等因素，公司整体债务偿还能力尚可。

截至 2015 年 9 月底，公司共获银行授信额度 51.22 亿元，已使用授信额度 48.48 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2015 年 9 月底，公司对外担保额度 31.99 亿元，担保比率 48.99%，担保比率高。

主要被担保方为扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司、扬州市瘦西湖风景区管理处和扬州迎宾馆，截至2015年9月底，被担保单位经营正常，但考虑担保比率高，且被担保单位区域及行业较为集中，公司存在一定或有负债风险。

表10　截至2015年9月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

担保对象	金额	担保到期时间（年）
扬州城建国有资产控股（集团）有限责任公司	14.75	2016~2017
扬州大明寺	0.68	2020
扬州市华建交通建设有限公司	0.95	2015
扬州市瘦西湖风景区管理处	8.02	2015~2022
扬州市个园管理处	0.29	2016~2017
扬州苏中物流发展有限公司	0.50	2016
扬州迎宾馆	6.80	2015~2017
合计	**31.99**	

资料来源：公司提供

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（银行版）（报告编号：B20160317112035011OC153141），截至2016年3月17日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为国有独资公司，是蜀冈-瘦西湖风景名胜区内景观建设、旅游设施建设、文化旅游产业及相关配套服务的综合开发经营主体，在区域环境、政府支持及区域行业地位等多方面具备显著优势。近年来虽工程施工收入有所减少，但旅游业务保持稳定增长，房地产业务对收入贡献程度逐步增强，收入及利润水平受到结构调整的影响，但整体经营情况良好。未来公司将在景区建设日趋完善的基础上，积极拓展休闲度假、电子商务、旅游地产、文化文艺等新型旅游业态，整体抗风险能力有望进一步增强。

总体看，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿债能力

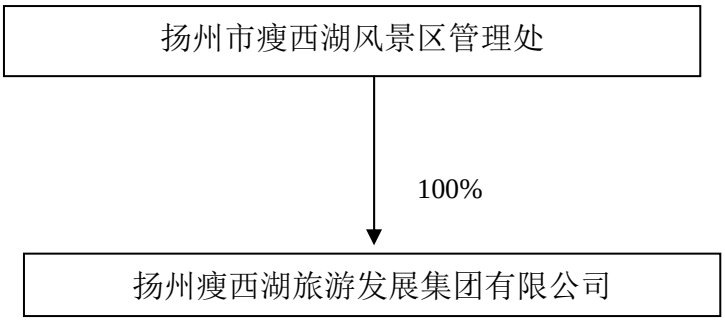
截至本跟踪报告出具日，公司存续期内的短期融资券3亿元“15瘦西湖CP001”，将于2016年9月21日到期兑付。

2014年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为20.97亿元和-13.53亿元，对“15瘦西湖CP001”的保障倍数分别为6.99倍和-4.51倍，经营活动产生的现金流入量对待偿还短期融资券的保障能力好。公司2014年底及2015年9月底扣除受限资金后现金类资产分别为25.94亿元和16.56亿元，为“15瘦西湖CP001”的8.65倍和5.52倍，公司现金类资产对公司待偿还短期融资券保障能力强。

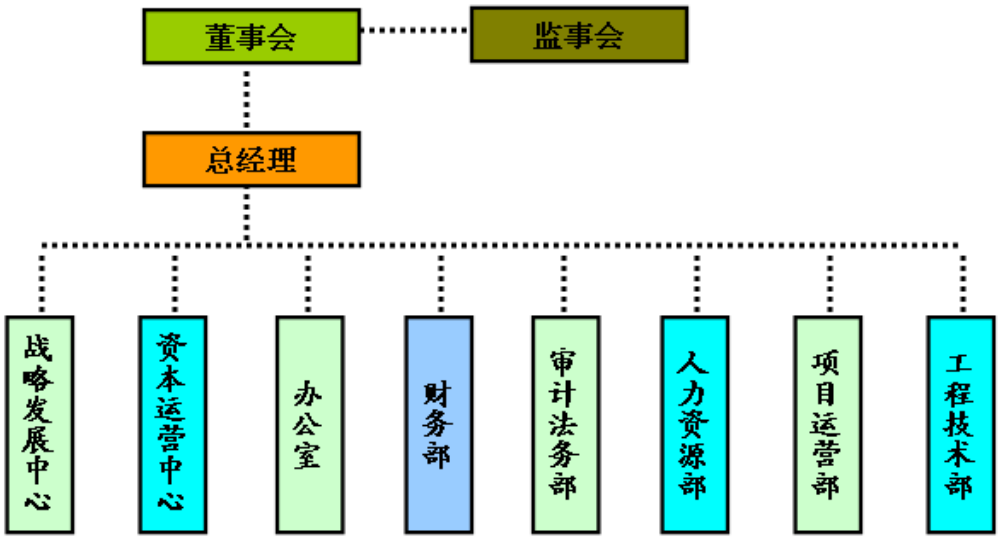
十一、结论

综合考虑，联合资信维持扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司的主体长期信用等级AA，评级展望为稳定，并维持“15瘦西湖CP001” A-1的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 1-3　截至 2015 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

序号	子公司名称	注册地	注册资本（万元）	经营范围	持股比例（%）
1	扬州古典园林建设有限公司	扬州	2000.00	一般经营项目：园林绿化工程设计、施工。古建筑工程施工；装饰装璜设计、施工、修缮、加工、服务。	56.00
2	扬州园林设计院有限公司	扬州	100.00	一般经营项目：风景名胜区、城市公园、绿地、广场总体规划设计；民用建筑、古建筑、仿古建筑设计；城市道路、小区环境绿化设计；文物保护单位的保养维护工程、抢险加固工程的方案及施工图设计；建筑装饰、室内装潢设计；风景园林工程勘测、设计、咨询、监理和施工总承包。	100.00
3	扬州古城文化旅游发展有限公司	扬州	500.00	一般经营项目：旅游用品（艺术品、工艺品、民间工艺）制作、展示、销售；旅游管理咨询；传媒创意的策划。物业管理服务（凭资质经营）。	80.00
4	扬州园林建筑装饰工程有限公司	扬州	1600.00	一般经营项目：房屋建筑工程、市政公用工程：建筑装饰装修、钢结构工程、井点降水、屋面防水、幕墙施工。	100.00
5	瘦西湖旅游控股有限公司	香港	1180.00 万美元	旅游宣传、策划及瘦西湖品牌的宣传推介。	100.00
6	扬州九龙湖旅游发展有限公司	扬州	1180.00 万美元	生态农业观光、休闲。	间接 100.00
7	扬州宜雨轩拍卖有限公司	扬州	100.00	国家法律法规和政策允许的有形资产和无形资产拍卖。	间接 80.00
8	扬州瘦西湖旅游资产管理有限公司	扬州	15000.00	旅游及其关联产业的投资及自有投资管理、物业管理、旅游商品零售、不动产租赁、停车场管理服务、酒店管理服务。	100.00
9	扬州运河名城旅游发展有限公司	扬州	1000.00	非通航水域内水上游览观光接待服务、游船租赁。	100.00
10	扬州瘦西湖酒店有限公司	扬州	4000.00	公共浴室、游泳池、住宿；餐饮服务：中餐、西餐、自助餐；本经营场所内零售卷烟（雪茄烟）。棋牌、会议服务、洗衣服务、代客停车；工艺礼品、百货、服装、旅游用品销售；对温泉沐浴行业的投资。	100.00
11	扬州月牙湖生态农业有限公司	扬州	1000.00	花卉、蔬菜、苗木种植；水产品养殖	间接 100.00
12	扬州瘦西湖影视传媒有限公司	扬州	2000.00	广播电视节目（不得制作时政新闻类广播电视节目）制作与发行；影视文化项目的策划与开发；广播电视设备、器材租赁；组织文化艺术交流活动；文化产业投资；会议及展览服务。	100.00
13	扬州市长春别院餐饮有限公司	扬州	10.00	许可经营项目：餐饮服务；小型餐馆（含凉菜，不含裱花蛋糕，不含生食海产品）。一般经营项目：会务服务。	100.00
14	扬州瘦西湖演艺有限责任公司	扬州	5001.00	文艺演出：对文化产业进行投资：文艺创作，组织文化艺术交流活动。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	58.5
15	扬州九龙湖房地产开发有限公司	扬州	2000.00	房地产开发与销售：酒店管理、高尔夫场地管理、餐饮企业管理、温泉企业管理、物业管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100
16	扬州市古运河旅游有限责任公司	扬州	1007.00	小型餐馆(含凉菜，不含裱花蛋糕，不含生食海产品，接待用餐场所)。扬州古运河非通航水域内水上旅游观光接待服务，游船租赁，绿化养护服务。扬州内河水域游览活动（按地方海事局批准的航线范围经营）（依法须经批准的项目，经相关部门批准的方可开展经营活动）	62.5

附件 2　主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.41	13.03	25.94	16.56
资产总额(亿元)	109.35	126.67	168.36	198.73
所有者权益(亿元)	52.29	53.57	60.04	65.30
短期债务(亿元)	12.04	28.00	37.00	42.89
长期债务(亿元)	24.73	27.28	53.95	68.49
全部债务(亿元)	36.77	55.27	90.95	111.38
营业收入(亿元)	8.31	13.89	16.47	9.82
利润总额(亿元)	1.72	2.09	1.24	1.42
EBITDA(亿元)	1.77	2.33	1.31	--
经营性净现金流(亿元)	3.09	1.77	-13.53	11.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.99	1.87	2.53	--
存货周转次数(次)	0.27	0.52	0.49	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.12	0.11	--
现金收入比(%)	135.98	103.16	93.62	103.07
营业利润率(%)	24.00	16.25	14.36	19.88
总资本收益率(%)	1.88	1.51	0.34	--
净资产收益率(%)	3.14	3.02	0.85	--
长期债务资本化比率(%)	32.11	33.74	47.33	51.19
全部债务资本化比率(%)	41.28	50.78	60.24	63.04
资产负债率(%)	52.18	57.71	64.34	67.14
流动比率(%)	201.34	160.04	209.78	198.26
速动比率(%)	114.28	102.11	134.17	125.87
经营现金流动负债比(%)	12.86	4.70	-30.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.76	23.70	69.42	--

注：　1、公司 2015 年三季度财务数据未经审计；

2、现金类资产已扣除受限货币资金；

3、其他流动负债为短期融资券已计入短期债务核算。

附件 3　有关计算指标的计算公式(新准则)

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/主营业务收入×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-营业税金及附加）/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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场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。

级别设置	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