

信用等级公告

联合[2016] 270 号

联合资信评估有限公司通过对扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2016 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司
2016 年度第一期短期融资券的信用等级为
A-1

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年二月二十五日

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司

2016 年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期短期融资券信用等级: A-1

本期短期融资券发行额度: 2 亿元

本期短期融资券期限: 1 年

偿还方式: 到期一次性还本付息

发行目的: 置换银行借款

评级时间: 2016 年 2 月 25 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
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
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
速动比率(%)	114.28	102.11	134.17	125.87
经营现金流流动负债比(%)	12.86	4.70	-30.00	27.81
现金偿债倍数(倍)	1.71	6.51	12.97	8.28

注: 1、2015 年三季度财务数据未经审计;

2、现金类资产指标已剔除受限资金;

3、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

经联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 评定, 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”) 拟发行的 2016 年度第一期短期融资券的信用等级为 A-1。基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合分析, 联合资信认为, 公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 瘦西湖管委会在增资、经营性业务注入、财政补贴以及项目资金拨付等多方面给予公司大力支持, 上述政府支持可持续性较强, 为公司未来发展提供了有力保障。
2. 经营活动现金流入量和现金类资产对本期短期融资券的覆盖程度较高。

关注

1. 公司货币资金中受限资金较多, 存货的变现能力受政府结算时间影响, 资产流动性较弱。
2. 随着公司短期债务规模的不断上升, 公司短期支付压力有所增加。

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、扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2016 年度第一期短期融资券信用等级自本期短期融资券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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）；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。

二、本期短期融资券概况

公司于2014年4月注册5亿元的短期融资券，本期计划发行额度为2亿元（以下简称“本期短期融资券”），期限为1年。

偿还方式为到期一次性还本付息。募集资金2亿元将全部用于置换银行借款。

本期短期融资券无担保。

三、主体长期信用状况

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。近年来扬州市政府和瘦西湖管委会在增资、经营性业务注入、政策支持、财政补贴以及项目资金拨付等方面给与公司较大支持力度，为公司经营发展提供良好支撑。

公司高层管理人员文化和专业水平高，在政府部门任职经历丰富，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。公司治理结构清晰明确，内部职责分工明晰，管理制度较完整，综合管理水平较高。

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。2012~2014年，在蜀岗-瘦西湖风景名胜区综合开发进程加快背景下，公司各业务板块经营状况整体良好，2012~2014年公司分别实现营业收入8.31亿元、13.89亿元和16.47亿元。2014年公司实现主营业务收入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%，房地产业务受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。

从毛利率来看，旅游工程施工业务毛利率逐年稳步上升，2014年该板块毛利率16.67%；由于2012年旅游业整体向好，加之2012年10月开始瘦西湖景区门票价格由60元调至120元，2012年公司旅游经营板块毛利率提升至32.40%，同比增加16.41个百分点，但2013~2014年由于景区维修及市场推广优惠政策导致毛利率有所下降；2012年公司新增房地产开发项目，但项目结转前确认的成本较少，当年账面毛利率达到59.93%，提升了整体毛利率水平，2013年由于成本集中确认，毛利率大幅下降至8.81%，2014年毛利率大幅上升至

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稳定，但较2012年出现轻微下滑。2013年受房地产业务板块毛利率大幅下降以及旅游景区维修影响，主营业务综合毛利率较2012年大幅下降，为14.26%，同比下降12.75个百分点；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，在发生费用时直接计入成本，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。

公司资产结构呈现平稳状态，公司流动资产中货币资金、存货及往来款占比较大，货币资金中受限资金较多，存货及往来款风险较小，但存货的变现性受政府结算时间影响；非流动资产中投资性房地产占比大，且全部土地使用权用于借款抵押。公司整体资产质量一般，流动性较弱。公司所有者权益中实收资本及资本公积、其他综合收益占比较大，所有者权益稳定性较好。负债方面，公司负债中有息债务占比较大，随着债务规模快速增长，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，存在一定短期支付压力。随着未来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。近年来，公司收入规模持续增长，受各业务板块收入结构及毛利率变化的影响，毛利率水平持续有所上升。

除此之外，公司在经营发展过程中得到扬州市政府和瘦西湖管委会包括股东增资、项目资金拨付、财政补贴、经营性业务注入及区域扩容等多方面大力支持；由于公司承担基础设施建设任务较多，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。

经联合资信评定，公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

总体看，公司主体长期信用风险低。

四、主体短期信用分析

1. 资产流动性分析

2012~2014 年，公司经营效率随收入规模的变动呈波动上升的趋势。近三年销售债权周转次数加权平均值 2.02 次，2014 年为 2.53 次；存货周转次数近三年加权平均值 0.45 次，2013 年为 0.49 次，由于公司将大量未结算的施工项目计入该项，导致存货周转次数始终保持较低水平；近三年公司总资产周转次数加权平均值 0.11 次，2014 年为 0.11 次。总体看，公司受其经营性质及模式影响，公司经营效率偏低。

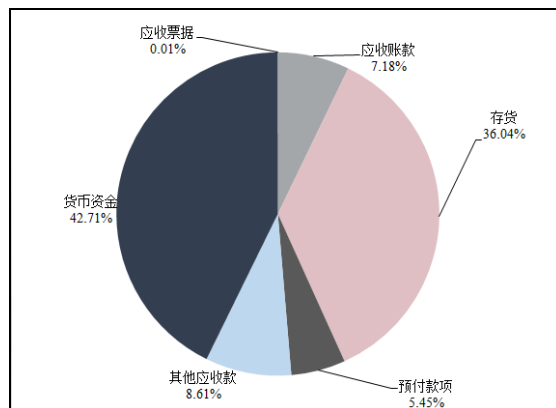
2012~2014 年，公司资产年均增长 24.08%，增长主要来源于货币资金、存货和在建工程。截至 2014 年底，公司资产（合并）总计 168.36 亿元，其中流动资产占 56.18%，非流动资产占 43.82%。公司资产构成以流动资产为主。

2012~2014 年，公司流动资产年均增长 39.80%，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。

2012~2014 年，公司货币资金年均增长 87.54%，截至 2014 年底，公司货币资金 40.39 亿元，同比大幅增加 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。

图 1 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司应收账款规模波动中有所下降，年均下降 10.56%，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。

2012~2014 年，预付款项快速增长，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。

2012~2014 年，公司其他应收款快速增长，年均增长 34.65%，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 2 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-瘦西湖风景名胜区政府管理委员会基金户	7001.78	8.52	往来款
扬州瘦西湖风景名胜区政府管理委员会	5000.00	6.09	往来款
合计	70034.11	85.23	

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货快速增长，主要为旅游工程施工（未结算的施工项目），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。

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 年底略有降低。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）。

址公园等）。

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，公司资产流动性较弱。

2. 现金流分析

经营活动现金流方面，2012~2014 年，经营活动现金流入不断下降，年均下降 10.30%，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，近三年现金收入比指标分别为 135.98%、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。2012~2014 年，公司现金活动产生的现金净额分别为 3.09 亿元、1.77 亿元和 -13.53 亿元。

投资活动现金流方面，公司 2012~2013 年投资活动现金流入规模较小，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，2012~2014 年公司购建固定资产、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。2012~2014 年投资活动产生的现金流净额分别为-6.52 亿元、-8.68 亿元和-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三年借款规模的快速提升，近三年筹资活动现金流入规模年均增长 145.32%，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；2012~2014 年筹资活动现金流出中支付其他与筹资活动有关的现金分别为 2.58 亿元、2.52 亿元和 3.15 亿元，主要是支付的银行承兑汇票保证金。近三年筹资活动产生的现金流净额分别为 4.84 亿元、10.11 亿元和 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大幅增长，且经营活动现金流出大幅下降，经营活动净现金流由负转正；近年来公司筹资力度有所增加，债务负担进一步加重。总体看，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. 短期偿债能力分析

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，公司存在一定短期支付压力。

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，截至目前，被担保单位经营正常，但考虑担保比率高，且被担保单位区域行业较为集中，公司存在一定或有负债风险。

表 3 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

五、本期短期融资券偿债能力

1. 本期短期融资券对现有债务的影响

截至 2015 年 9 月底，公司全部债务及短期债务分别为 111.38 亿元及 42.89 亿元，本期短期融资券发行额度为 2 亿元，分别为 2015 年 9 月底全部债务及短期债务的 1.80%及 4.66%，本期短期融资券的发行对公司现有债务结构的

影响较小。截至 2015 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 67.14% 和 63.04%；本期短期融资券发行后，同时考虑公司于 2015 年 1 月发行的“16 瘦西湖 MTN001”7.5 亿元，上述指标分别上升至 68.64% 和 64.93%。考虑到本期短期融资券募集资金将全部用于置换银行借款，实际债务负担可能小于上述预测值。

2. 本期短期融资券偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为 26.06 亿元、25.75 亿元和 20.97 亿元，分别为本期短期融资券发行额度的 13.03 倍、12.87 倍和 10.48 倍；2012~2013 年公司经营活动现金流净额分别为 3.09 亿元和 1.77 亿元，分别为本期短期融资券发行额度的 1.55 倍、0.89 倍，2014 年公司经营活动现金流净额-13.53 亿元，对本期短期融资券不具备保障能力。公司经营活动现金流入量对本期短期融资券的覆盖程度较高。

2012~2014 和截至 2015 年 9 月底，公司剔除受限资金后的现金类资产分别为 3.41 亿元、13.03 亿元、25.94 亿元和 16.56 亿元，分别为本期短期融资券额度的 1.71 倍、6.51 倍、12.97 倍及 8.28 倍。现金类资产对本期短期融资券的保障程度较好。

总体看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对本期短期融资券的覆盖程度较高。

六、结论

扬州市是旅游资源丰富的历史文化名城，近年来旅游业呈现快速发展趋势，为公司经营发展提供良好的外部环境。作为蜀冈-瘦西湖风景名胜区内综合开发经营主体，近年来虽工程施工收入持续增长，旅游业务保持稳定增长，房地产业务对收入贡献程度波动较大，收入及利润水平受结构调整影响而有所波动，但整体经营情况良好。同时，联合资信也关注到公司主营业务结构调整、未来投资规模较大以及存

在一定的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。

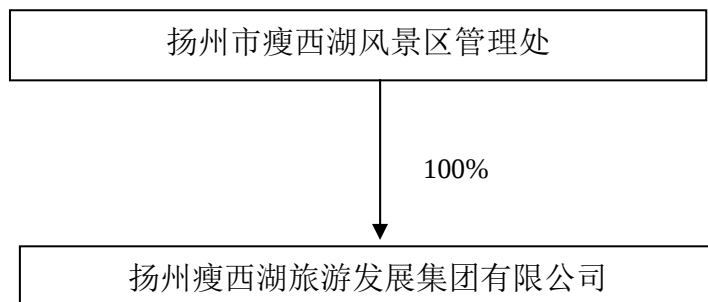
随着瘦西湖景区范围的进一步扩充以及独立财政的设立，瘦西湖管委会的财政实力得以增强，对公司经营业务的发展形成有力保障。蜀冈-瘦西湖景区为扬州市“一城一轴四片”旅游规划中的核心区域，未来公司将在景区建设日趋完善的基础上，积极拓展休闲度假、电子商务、旅游地产、文化文艺等新型旅游业态，整体抗风险能力有望进一步增强。

公司资产规模增长较快，存货在流动资产中占比高；所有者权益结构稳定性较好；负债规模呈逐步扩张态势；随着公司经营区域和投资规模的扩大，公司对外筹资压力可能将进一步加大；但考虑到扬州市政府在政策支持和财政补贴方面，以及瘦西湖管委会在增资、经营性业务注入以及项目资金拨付等方面对公司大力的支持，公司整体偿债能力尚可。

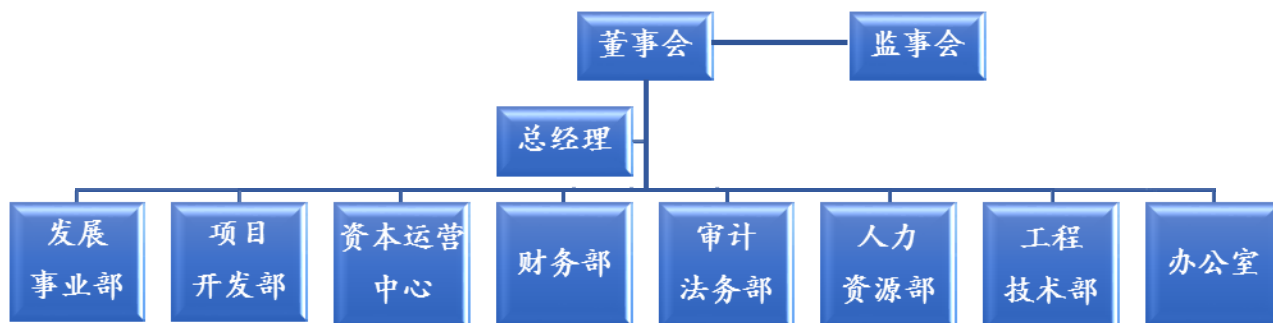
公司经营活动现金流入量和现金类资产对本期短期融资券的覆盖程度较高。

总体看，本期短期融资券到期不能偿付的风险较低。

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；装饰装修设计、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，经相关部门批准后方可开展经营活动）	62.5

附件 2 主要财务数据及指标

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	27.81
全部债务/EBITDA(倍)	20.76	23.70	69.42	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	13.03	12.87	10.48	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.55	0.89	-6.76	--
现金偿债倍数(倍)	1.71	6.51	12.97	8.28

注： 1. 2015 年三季度财务数据未经审计；
 2. 现金类资产指标已剔除受限资金；
 3. 其他流动负债中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

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+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%
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期短期融资券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期短期融资券到期偿还额

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(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

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 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

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 2016 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期短期融资券存续期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期短期融资券的信用等级。

如扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期短期融资券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司、主管部门、交易机构等。


联合资信评估有限公司
二零一六年二月二十五日