

信用等级公告

联合〔2019〕2185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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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⁺，“17瘦西湖MTN001”“18瘦西湖MTN001”及“19瘦西湖MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月二十四日



扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁺

上次主体长期信用等级：AA⁺

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 瘦西湖 MTN001 ¹	7.5 亿元	2020/9/27	AA ⁺	AA ⁺
18 瘦西湖 MTN001	5 亿元	2021/6/8	AA ⁺	AA ⁺
19 瘦西湖 MTN001	5 亿元	2022/4/4	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 24 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.15	33.99	30.09	23.40
资产总额(亿元)	190.76	226.96	243.29	244.63
所有者权益(亿元)	79.16	110.32	111.07	103.46
短期债务(亿元)	37.20	16.20	28.27	32.75
长期债务(亿元)	56.60	80.54	82.76	82.51
全部债务(亿元)	93.80	96.74	111.02	115.26
营业收入(亿元)	13.55	9.21	10.44	4.60
利润总额(亿元)	4.92	4.51	2.02	0.30
EBITDA(亿元)	5.13	4.58	2.17	--
经营性净现金流(亿元)	-2.13	3.12	2.80	3.04
营业利润率(%)	13.53	21.19	12.30	12.25
净资产收益率(%)	4.37	3.02	1.35	--
资产负债率(%)	58.50	51.39	54.35	57.71
全部债务资本化比率(%)	54.23	46.72	49.99	52.70
流动比率(%)	194.97	391.03	315.67	247.88
经营现金流流动负债比(%)	-4.56	11.48	6.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.29	21.11	51.17	--
EBITDA 利息倍数	1.18	0.95	0.44	--

注：1、2019 年一季度财务数据未经审计；2、已将其他流动负债和长期应付款中有息部分计入全部债务核算

分析师：张勇 丁晓

邮箱：lianhe@lhratings.com

¹“17 瘦西湖 MTN001”为公司发行的永续中期票据，在第三个和其后每个付息日，公司有权按照面值加应付利息赎回，到期兑付日为首个赎回日

评级观点

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“公司”）是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体。跟踪期内，公司在财政补贴方面持续获得政府支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱、债务负担加重以及盈利能力较弱等因素对其信用水平产生的不利影响。

考虑到公司在扬州市旅游基础设施建设及运营领域的重要地位，未来扬州市政府及扬州市蜀冈—瘦西湖风景名胜区管理委员会（以下简称“瘦西湖管委会”）将持续支持公司发展，公司的业务经营将持续稳定。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“17 瘦西湖 MTN001”“18 瘦西湖 MTN001”及“19 瘦西湖 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，扬州市经济持续稳步增长，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 旅游业为扬州市经济社会发展的支柱产业之一，跟踪期内，扬州市旅游收入对全市 GDP 贡献进一步提升、游客规模持续扩大。
- 作为扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，公司在瘦西湖风景区内具有业务垄断优势；跟踪期内，公司持续获得政府在财政补贴方面的支持。

关注

- 跟踪期内，公司流动资产中存货和其他应收款占比较大，对公司资金形成一定的占用，非流动资产以投资性房地产和在建工程为主，受限比例高，公司的资产流动性弱。

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

2. 跟踪期内，公司在建和拟建自营项目较多，未来面临一定的对外融资压力。
3. 跟踪期内，公司利润对非经常损益的依赖大，公司整体盈利能力较弱。
4. 跟踪期内，公司债务规模不断增长，债务负担加重。

声 明

一、本报告引用的资料主要由扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“公司”）及其存续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

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为扬州市人民政府，扬州市政府授权扬州市蜀冈—瘦西湖风景名胜区管理委员会（以下简称“瘦西湖管委会”）履行出资人职责。截至 2019 年 3 月底，公司注册及实收资本均为 20.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和机构设置未发生变化，经营范围变更为：房地产开发；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。（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）

截至 2018 年底，公司资产总额 243.29 亿

元，所有者权益 111.07 亿元（含少数股东权益 18.40 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 10.44 亿元，利润总额 2.02 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 244.63 亿元，所有者权益 103.46 亿元（含少数股东权益 18.43 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.60 亿元，利润总额 0.30 亿元。

公司注册地址：扬州市长春路118号；法定代表人：吴玉林。

三、存续债券与募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评的公司存续债券包括“17 瘦西湖 MTN001”“18 瘦西湖 MTN001”和“19 瘦西湖 MTN001”，债券余额合计 17.50 亿元。跟踪期内，“17 瘦西湖 MTN001”和“18 瘦西湖 MTN001”已按期足额支付利息，“19 瘦西湖 MTN001”尚未到付息日。截至评级报告出具日，“17 瘦西湖 MTN001”和“18 瘦西湖 MTN001”的募集资金已全部使用完毕，“19 瘦西湖 MTN001”的募集资金尚未使用。

表 1 跟踪评级债券情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
17 瘦西湖 MTN001	7.50	2017-9-27	3+N	5.77
18 瘦西湖 MTN001	5.00	2018-6-8	3	5.67
19 瘦西湖 MTN001	5.00	2019-4-4	3	4.28
合计	17.50	--	--	--

资料来源：联合资信整理

公司存续债券中“17 瘦西湖 MTN001”为可续期中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。

在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。

2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器

器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来

看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回

落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融

资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。

同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

注：联合资信整理

行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 旅游行业

行业概况

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十二五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

2018年，国内旅游市场持续高速增长，入境旅游市场稳步进入缓慢回升通道，出境旅游市场平稳发展。其中，国内旅游人数 55.39 亿人次，比上年同期增长 10.8%；入出境旅游总人数 2.91 亿人次，同比增长 7.8%；全年实现旅游总收入 5.97 万亿元，同比增长 10.5%；全国旅游业对 GDP 的综合贡献为 9.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.04%；旅游直接就业 2826 万人，旅游直接和间接就业 7991 万人，占全国就业总人口的 10.29%。

未来，随着社会经济水平的发展和国民生活质量要求的提高，旅游行业有望迈入新的高速增长阶段，并带动相关的上下游行业协同发展。总体来看，未来几年将是中国旅游业发展的“黄金时代”，旅游产业将会快速发展，并成为继投资和消费后中国经济增长的第三极。

行业竞争

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。

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。从长远看，国家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。

产业政策

旅游业作为第三产业的主要支柱产业，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。

2016年11月28日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》（国办发〔2016〕85号），提出加速升级旅游消费、创新发展文化消费、大力促进体育消费等以推进幸福产业服务消费提质扩容、大力促进传统实物消费扩大升级、持续优化消费市场环境。

2016年12月7日，国务院印发的《“十三五”旅游业发展规划》中指出，“十三五”旅游业发展的主要目标是“旅游经济稳步增长”“综合效益显著提升”“人民群众更加满意”“国际影响力大幅提升”。

2017年6月12日，国家旅游局发布《全域旅游示范区创建工作导则》，提出创建工作要实现“五个目标”，并起到相应的示范引领作用：实现旅游治理规范化；实现旅游发展全域化；实现旅游供给品质化；实现旅游参与全民化；实现旅游效应最大化，成为旅游业惠民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。

2018年6月28日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），《指导意见》指出完善国有景区门票价格形成机制、降低重点国有景区门票价格，是加快发展全域旅游，推动景区及旅游业实现持续健康发展的重要举措。2018年，在推进完善国有景区门票价格形成机制同时，降低重点国有景区门票价格任务取得明显成效。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，旅游业外部政策环境良好。目前

国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇；未来，随着中国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发展空间。

3. 区域经济环境

作为扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，公司在蜀冈—瘦西湖风景名胜区（以下简称“瘦西湖风景区”）内具有业务垄断优势，其经营发展与扬州市经济发展和财政实力息息相关。

根据《2018年扬州市国民经济和社会发展统计公报》，2018年，扬州市实现地区生产总值5466.17亿元，同比增长6.70%，其中第一产业增加值273.34亿元，同比增长3.00%，第二产业增加值2623.24亿元，同比增长5.80%，第三产业增加值2569.59亿元，同比增长8.20%。三次产业结构调整为5:48:47，按常住人口计算的人均地区生产总值为12.09万元。

2018年，扬州市规模以上工业增加值增长5.10%，其中轻工业增长3.80%，重工业增长5.50%；固定资产投资同比增长11.00%，其中工业投资增长16.20%，服务业投资增长5.00%。

2018年，扬州市全年接待境内外游客7044.23万人次，同比增长11.90%；实现旅游收入917.90亿元，同比增长15.20%，占扬州市总产值的16.79%，其中实现国内旅游收入904.76亿元，同比增长15.20%。旅游收入在扬州市经济总量中占比较大。

根据《关于扬州市2018年预算执行情况和2019年预算草案的报告》，2018年全市一般公共预算收入340.03亿元，同比增长6.20%；政府性基金收入252.36亿元，同比增长14.20%；国有资本经营预算收入12.75亿元，同比增长46.50%；社会保险基金预算收入247.97亿元，同比增长22.80%。

总体看，跟踪期内，扬州经济持续增长，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的

外部环境。

六、基础素质分析

公司是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，依托于瘦西湖风景区，公司的区位优势明显，且跟踪期内持续获得政府的支持。

2018年，公司收到政府补助0.07亿元，将其计入“其他收益”。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1032100300079600V），截至2019年5月27日，公司本部有两笔欠息记录，目前已结清，主要系银行延迟通知所致，无未结清的不良或关注类信贷信息。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理制度方面无重大变化，公司总经理由吴玉林变更为杜乾，暂未完成工商变更手续。

杜乾，1975年生，研究生学历，历任徐州第二中学政治教师、苏州天安财产保险公司经理、扬州市政府办公室城建处处长、常熟农商行扬州分行副行长，现任公司总经理。

高管人员变动对公司经营影响不大。

八、经营分析

1. 经营概况

作为扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，公司主要业务为旅游基础设施建设，同时还开展旅游工程施工、旅游经营、古典园林施工和房地产开发等业务。

2018年，公司实现营业收入10.44亿元，同比增长13.35%，主要系旅游工程施工和古典园林施工业务增长所致。其中，2018年旅游工程施工收入3.95亿元，同比增长33.84%，主要系公司旅游工程项目增加所致；旅游经营收入为2.88亿元，同比增长2.65%；受公司古典园林施工项目增加影响，古典园林施工业务实现

收入 2.78 亿元，同比增长 34.80%；房地产开发业务实现收入 0.31 亿元，同比下降 65.59%，主要系房地产销售接近尾声所致；2018 年公司将主营业务中“其他”板块的租赁收入体现在租赁业务中，导致 2018 年租赁收入提高至 0.31 亿元。

毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率为 13.29%，同比下降 9.03 个百分点。其中旅游工程施工业务毛利率为 10.04%，同比下降 4.13 个百分点，主要系新项目加成比例下降所致；受政策影响，瘦西湖风景区门票价格下降，2018 年公司旅游经营业务毛利率为 19.13%，同比下降 19.21 个百分点；古典园林施工毛利率为 10.42%，同比下降 0.97 个百分点；房地产开发业务毛利率为 28.54%，同比上升 6.29 个百分

点，主要系商铺销售较多，销售价格较高所致。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.60 亿元，相当于 2018 年营业收入的 44.06%，毛利率为 12.56%，较 2018 年下降 0.73 个百分点。其中，旅游工程施工业务实现收入 2.04 亿元，毛利率为 10.67%，旅游经营业务实现收入 0.74 亿元，毛利率为 37.19%，古典园林施工业务实现收入 1.51 亿元，毛利率为 4.29%。

总体看，跟踪期内，受旅游工程施工和古典园林施工业务收入增加影响，公司营业收入规模有所增长，但毛利率下降明显。

表 3 公司业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
旅游工程施工	2.95	32.06	14.17	3.95	37.85	10.04	2.04	44.37	10.67
旅游经营	2.80	30.42	38.34	2.88	27.55	19.13	0.74	16.07	37.19
古典园林施工	2.06	22.35	11.39	2.78	26.58	10.42	1.51	32.83	4.29
园林设计	0.20	2.14	20.63	0.14	1.32	29.86	0.14	3.12	10.70
房地产开发	0.89	9.66	22.25	0.31	2.93	28.54	0.08	1.78	7.54
租赁业务	0.15	1.62	16.75	0.31	2.93	3.45	0.08	1.83	-1.56
其他业务	0.16	1.74	40.64	0.88	0.84	13.94	--	--	--
合计	9.21	100.00	22.32	10.44	100.00	13.29	4.60	100.00	12.56

资料来源：联合资信根据公司提供资料及审计报告整理

注：其他收入包括公司的水电费差价、停车场收费以及物业管理费

2. 业务经营分析

旅游基础设施建设

公司作为瘦西湖风景区内旅游资源的开发主体，对瘦西湖风景区范围内的景观工程、旅游配套设施、市政基础设施及公共配套设施进行开发建设。

2018 年，公司的业务模式有所调整。公司不再与政府签订代建协议，而是根据年初瘦西湖管委会制定的代建项目清单，对指定的项目进行开发建设。项目前期资金由公司垫付，代建费比例为 3%—5%，公司将成本加成代建费确认为收入，瘦西湖管委会根据公司实际情况

予以回款。

2018 年，公司旅游工程施工业务确认收入 3.95 亿元，同比增长 33.84%，主要由于公司旅游工程项目增加，毛利率为 10.04%，同比下降 4.13 个百分点，系新开展的项目代建费比例下降所致；2019 年 1—3 月，公司旅游工程施工业务收入 2.04 亿元，相当于 2018 年的 51.59%，毛利率为 10.67%，较 2018 年上升 0.63 个百分点；2018 年和 2019 年 1—3 月，旅游工程施工业务分别收到政府回款 10.00 亿元和 1.83 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司在建旅游基础设施项目预计总投资 39.91 亿元，已完成投资

32.56 亿元，未来尚需投资 7.35 亿元。

唐子城综合保护项目是公司的重点在建项目。2016 年，公司作为劣后方与中保投投资有限责任公司（以下简称“中保投”）和扬州市现代金融投资集团有限责任公司（以下简称“扬州现代金融公司”）成立中保投京杭大运河（扬州）生态基金合伙企业，募投资金 20.00 亿元，投资于唐子城综合保护项目棚户区拆迁工作，公司出资 2.00 亿元，中保投出资 18.00 亿元。根据《关于同意市政府关于提请同意将唐子城

保护利用和国家级旅游度假区创建项目政府采购资金列入财政预算的报告的通知》，唐子城综合保护项目所需资金被纳入市级财政预算和政府采购预算资金，瘦西湖管委会作为政府采购主体，每年按照项目进度加成一定比例，向公司支付款项。

截至 2019 年 3 月底，唐子城综合保护项目已完成投资 18.00 亿元，主要是用于前期涉及区域范围内的棚户区拆迁工作，累计确认收入 7.28 亿元。

表4 截至2019年3月底公司主要代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算总额	截至 2019 年 3 月底已投资	资金来源		是否签订合同或者协议	计划投资额		
			自有资金	银行贷款		2019 年	2020 年	2021 年
瘦西湖新苑安置房四期	7.90	7.77	2.37	5.53	是	0.03		--
唐子城综合保护项目	20.00	18.00	2.00	18.00	是	1.00	1.00	--
景区道路维护-江都北路	0.80	0.67	0.24	0.56	否	0.05	0.05	--
景区道路维护-北城路	1.26	0.72	0.38	0.88	否	0.12	0.03	0.03
景区道路维护-三星路	0.65	0.60	0.20	0.46	否	0.01	0.01	--
景区道路维护-秋实路	0.60	0.56	0.18	0.42	否	0.01	0.01	--
长春路综合改造（含绿化、桥梁）	2.50	2.35	0.75	1.75	是	0.05	0.05	--
北城河项目	1.85	0.39	0.56	1.30	否	0.25	0.60	0.60
亚邦物流地块	0.85	0.81	0.26	0.60	否	0.01	0.01	--
槐泗河支流整治工程	3.50	0.69	1.05	2.45	否	0.70	1.00	1.00
合计	39.91	32.56	7.99	31.95	--	2.23	2.76	1.63

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司已完工未决算的代建项目 17.58 亿元，主要包括傍花村二期、傍花村一长春路绿化、宋夹城一考古遗址公园、世界动物之窗、世界动物之窗一公交首末站、长春路一三座桥改造工程、景区道路等维护一盆景园沿路改造工程、扬菱路景观提升工程、友谊新村街景改造项目。联合资信将持续关注代建项目的回款情况。

跟踪期内，公司旅游工程施工收入增幅较大，旅游基础设施建设加成比例下降，使得该业务盈利能力有所下降，在建项目投资规模不大，但应关注回款情况。

旅游经营

作为瘦西湖风景区内唯一的运营主体，公司旅游经营业务收入来源为瘦西湖风景区内的

门票、游轮和纪念品销售业务。瘦西湖风景区作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”，游览区面积约 100 公顷，是国家“5A 级景区”。

跟踪期内，扬州市颁布《扬州市政府 2018 年 3 号文》，文件要求运营方实施重点景区门票优惠政策，即瘦西湖风景区在 3—5 月、9—11 月实行门票优惠价 100 元/人，2、6、7、8 四个月优惠价为 60 元/人，1 月和 12 月优惠价为 30 元/人，除此之外，文件还要求运营方全年推出瘦西湖、大明寺、个园、何园、古运河水上游览线联票，3—5 月和 9—11 月价格为 200 元，其他月份 150 元；7、8 两个月，大中小学生凭有效证件免费游览瘦西湖、大明寺、个园、何园、汉

陵苑；省运会、省园博会期间，运动员、裁判员和参会嘉宾凭有效证件免费游览瘦西湖、大明寺、个园、何园、汉陵苑。

受上述优惠价格政策影响，2018年进入景区人数增加，约265.70万人次，同比增加24.70万人次，公司旅游经营业务实现收入2.88亿元，同比增长2.65%，其中门票收入2.22亿元，占旅游经营业务收入的77.08%。2019年1—3月，公司接待游客68.90万人次，实现旅游经营收入0.74亿元，相当于2018年的25.67%，其中门票收入0.52亿元。

跟踪期内，受扬州市旅游政策的影响，公司旅游经营收入小幅上升，同时毛利率大幅下降。

古典园林施工

公司古典园林施工业务由子公司扬州园林有限责任公司²（以下简称“扬州园林”）负责。扬州园林以招投标方式承接项目，由工程发包方根据施工进度支付款项。扬州园林是集建筑施工、古建修缮、园林景观绿化施工和设计于一体的专业化建筑企业，截至2019年3月底，扬州园林已具备总承包三级资质、古建三级资质、市政总承包三级资质、装修二级资质以及绿化二级等资质。

截至2019年3月底，扬州园林共有46个100万元以上的在手合同，合同金额合计9.13亿元，已收到工程款8.61亿元。2018年，公司古典园林施工业务实现营业收入2.78亿元，同比上升34.80%，主要由于公司承接项目增加，毛利率为10.42%，同比增加4.23个百分点；2019年1—3月，古典园林施工业务营业收入为1.51亿元，相当于2018年的54.35%，毛利率为4.29%。

跟踪期内，公司承接的古典园林施工项目较多，该部分业务快速增长，是公司收入的重要补充。

园林设计

公司园林设计业务由子公司扬州园林设计

院有限公司（以下简称“扬州园林设计院”）负责。扬州园林设计院通过招投标的方式参与业务，签订合同后预收50%费用，设计方案完成后收取剩余费用。

2018年和2019年一季度，公司完成的项目有明月湖公园整体提升改造工程、凤阳洪武公园二标段、凤阳县明皇陵二期、启扬高速瘦西湖出入口周边提升、史可法路与上方寺交叉口地块二侧和警示教育基地规划、剪影桥及织桥屋周边区域提升改造设计等项目。

2018年，公司园林设计业务实现收入0.14亿元，同比下降30.26%，毛利率为29.86%，同比上升9.23个百分点；2019年1—3月，公司园林设计业务实现收入0.14亿元，相当于2018年全年的业务收入，毛利率为10.70%。

房地产开发

公司房地产开发业务由公司本部负责。

截至2019年3月底，公司在售商品房主要有瘦西湖新苑A、B地块、新苑商业广场和漕河坊三个项目；其中，瘦西湖新苑A、B地块项目总投资2.22亿元，已投资2.18亿元，可出售面积为6.08万平方米，累计销售3.61亿元；新苑商业广场项目投资额1.56亿元，已投资1.36亿元，可出售面积1.42万平方米，累计实现销售0.88亿元；漕河坊项目为新增房地产开发项目，投资额为1.30亿元，已销售完毕。

2018年，公司实现房地产销售收入0.31亿元，同比下降65.59%，主要系房地产销售接近尾声所致，毛利率为28.54%，同比上升6.29个百分点，主要系商铺销售较多，销售价格较高所致；2019年1—3月，公司房地产业务实现收入0.08亿元，相当于2018年的26.71%，毛利率为7.54%。

截至2019年3月底，公司在建房地产项目为瘦西湖路新金融综合体项目，该项目总投资5.18亿元，已完成投资0.74亿元，尚需投资4.44亿元，建设完成后由公司对外租售；公司无拟建的房地产项目。

² 原为扬州园林建筑装饰工程有限公司，2018年8月通过工商变更为扬州

园林有限责任公司

总体来看，跟踪期内，公司在建房地产项目投资规模较小，受结转收入项目较少影响，公司该业务收入小幅下降。

其他自营业务

作为扬州市重要的旅游基础设施建设主体和瘦西湖风景区运营主体，公司开发了度假村和酒店等一系列项目。项目建设完成后，花都汇生态园艺中心交由扬州瘦西湖旅游商务管理有限公司运营，其他项目则交由扬州瘦西湖旅游投资度假管理有限公司（以下简称“瘦西湖

旅游投资公司”）来运营，花都汇生态园艺中心租赁收入归公司所有，其他项目收入归瘦西湖旅游投资公司所有。

截至 2019 年 3 月底，公司主要自营项目包括柏联国际度假社区、傍花村工程、笔架山温泉、花都汇生态园艺中心、九龙湖生态度假旅游观光项目土建及绿化工程项目。项目预算总投资 33.51 亿元，已投资 25.58 亿元，尚需投资 7.93 亿元。

表 5 截至 2019 年 3 月底公司主要自营项目情况表（单位：亿元）

项目名称	预算总额	截至 2019 年 3 月底已投资	计划投资额		
			2019 年 4—12 月	2020 年	2021 年
柏联国际度假社区	17.00	9.35	0.10	0.10	--
傍花村工程	8.00	7.96	--	--	--
笔架山温泉	2.90	3.04	--	--	--
花都汇生态园艺中心	1.61	2.59	0.10	0.10	--
九龙湖生态度假旅游观光项目土建及绿化工程	2.00	0.42	--	--	--
友谊酒店	2.00	2.22	--	--	--
合计	33.51	25.58	0.20	0.20	--

资料来源：公司提供

注：笔架山温泉、花都汇生态园艺中心和友谊酒店由于可研报告时间较早，且项目持续扩建，故截至 2019 年 3 月底已投资高于预算总额

截至评级报告出具日，傍花村工程、笔架山温泉和友谊酒店已投入运营；柏联国际度假社区仍在投资开发建设，暂未形成收入；花都汇生态园艺中心为生态旅游公园，无门票收入；九龙湖生态度假旅游观光项目土建及绿化工程因涉及农用地，项目暂停开发，待厘清相关土地问题后继续投入。

总体来看，公司在建自营项目规模较大，相关收入不归公司所有，但相关债务偿还由公司承担；另外，公司在建自营项目未来尚需继续投入，公司面临一定的对外融资压力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年合并财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年

财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见，公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内共有 13 家一级子公司，跟踪期内合并范围未发生变动，数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 243.29 亿元，所有者权益 111.07 亿元（含少数股东权益 18.40 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 10.44 亿元，利润总额 2.02 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 244.63 亿元，所有者权益 103.46 亿元（含少数股东权益 18.43 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.60 亿元，利润总额 0.30 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 243.29 亿元，

同比增长 7.20%，其中流动资产占 52.86%，非流动资产占 47.14%。流动资产占比有所上升。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	33.99	14.98	30.06	12.36	23.40	9.57
应收账款	14.60	6.43	8.65	3.56	4.29	1.75
预付款项	3.69	1.63	6.11	2.51	9.09	3.71
其他应收款	12.50	5.51	21.83	8.97	22.30	9.12
存货	39.96	17.61	56.45	23.20	59.22	24.21
其他流动资产	1.37	0.60	5.46	2.25	5.48	2.24
流动资产合计	106.12	46.76	128.59	52.86	123.78	50.60
投资性房地产	56.96	25.10	67.68	27.82	68.02	27.80
在建工程	60.07	26.47	42.20	17.35	46.08	18.84
非流动资产合计	120.84	53.24	114.70	47.14	120.86	49.40
资产总额	226.96	100.00	243.29	100.00	244.63	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年底，公司流动资产为 128.59 亿元，同比增长 21.18%，主要来自存货的增长，其中货币资金占 23.38%，其他应收款占 16.97%，存货占 43.90%。

2018 年底，公司货币资金为 30.06 亿元，同比下降 11.55%，主要系对旅游工程项目持续投资所致，其中银行存款占 86.16%，其他货币资金占 13.84%。

2018 年底，公司应收账款为 8.65 亿元，同比下降 40.76%，主要系公司收回欠款所致；按照账龄分析法合计计提坏账准备的应收账款为 0.27 亿元，占比较小；2018 年底，公司应收账款中的前五名金额合计占 96.93%，主要是对瘦西湖管委会的款项。

表 7 2018 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占比
扬州市蜀岗-瘦西湖风景名胜区政府管理委员会	8.12	93.77
扬州市邗江区市政建设管理处	0.09	1.06
扬州水利建筑工程公司	0.06	0.73
扬州市西区新城管理委员会	0.06	0.69
江苏兴业环境集团有限公司	0.06	0.68
合计	8.40	96.93

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年底，公司预付款项为 6.11 亿元，同比增长 65.50%，主要系预付工程款增加所致。

公司其他应收款主要为往来款，2018 年底，公司其他应收款为 21.83 亿元，同比增长 74.57%，主要系往来款增加所致；按照账龄组合计提坏账准备的其他应收款为 5.65 亿元，其中账龄在一年以内的占 83.89%，1—2 年的占 2.20%，2—3 年的占 13.16%，综合账龄较短；2018 年底，公司其他应收款中的前五名金额合计占 92.82%，主要是对扬州市政府部门及其下属企业的往来款，集中度高，对资金形成占用，公司对其计提坏账准备 0.11 亿元。

表 8 2018 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	占其他应收款比例
扬州市蜀岗-瘦西湖风景名胜区政府管理委员会	往来款及债券利息	12.00	54.62
扬州市瘦西湖风景区管理处	往来款	3.14	14.32

扬州市华侨城实业发展有限公司	往来款	2.92	13.30
丰泰置业扬州有限公司	借款	1.73	7.85
扬州瘦西湖旅游度假投资管理集团有限责任公司	备用金	0.60	2.73
合计	--	20.39	92.82

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年底，公司存货为 56.45 亿元，同比增长 41.26%，主要系旅游工程施工成本增加所致；存货主要由旅游工程施工成本（占 91.45%）和开发成本（占 8.40%）构成，其中开发成本主要为公司房地产开发成本。

2018 年底，公司其他流动资产为 5.46 亿元，同比增长 299.86%，主要系公司购买的理财产品增加所致；其他流动资产主要由理财产品（占 98.09%）和预交税金（占 1.91%）构成。

2018 年底，公司非流动资产为 114.70 亿元，同比下降 5.08%，主要由投资性房地产（占 59.00%）和在建工程（占 36.79%）构成。

2018 年底，公司投资性房地产为 67.68 亿元，同比增长 18.82%，主要系在建工程转入所致；投资性房地产主要由土地使用权（占 69.54%）和房屋建筑物（占 30.46%）构成，土地使用权是公司的商业用地，主要位于瘦西湖风景区周边，房屋建筑物为柏联国际度假社区、傍花村工程等自营项目。2018 年底，公司将投资性房地产中的 45.16 亿元用作抵押借款。

2018 年底，公司在建工程为 42.20 亿元，同比下降 29.75%，主要系房屋建筑物转入投资性房地产所致；在建工程中主要为公司自营项目以及部分旅游基础设施建设项目。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 244.63 亿元，与 2018 年底基本持平，其中流动资产占 50.60%，非流动资产占 49.40%。2019 年 3 月底，公司流动资产为 123.78 亿元，较 2018 年底下降 3.74%，应收账款为 4.29 亿元，较 2018 年底下降 50.38%，主要系收回部分款项所致，预付款项为 9.09 亿元，较 2018 年底增长 48.72%，主要系公司支付工程款增加所致；

非流动资产为 120.86 亿元，同比增长 5.37%，在建工程为 46.08 亿元，较 2018 年底增长 9.20%，主要系项目持续投入所致。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 45.16 亿元，受限部分为用于抵押借款的投资性房地产，占资产总额的 18.56%，受限比例较高。

跟踪期内，受旅游工程项目持续投入影响，公司资产规模持续增长；资产中存货和其他应收款占比较大，对公司资金形成一定的占用；非流动资产以投资性房地产和在建工程为主，受限比例较高。总体来看，公司资产质量尚可，资产流动性弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益为 111.07 亿元，较 2017 年底基本持平，主要由实收资本（占 18.01%）、资本公积（占 18.27%）、未分配利润（占 16.26%）、其他综合收益（占 15.43%）和少数股东权益（占 16.57%）构成。

2018 年底，公司实收资本为 20.00 亿元，全部为扬州市政府划转的土地使用权；公司其他综合收益为 17.14 亿元，与 2017 年底持平，主要是投资性房地产公允价值变动收益；公司资本公积为 20.29 亿元，与 2017 年底持平；少数股东权益为 18.40 亿元，较 2017 年底基本持平，主要由中保投资基金构成。

2019 年 3 月底，公司所有者权益为 103.46 亿元，较 2018 年底下降 6.85%，主要来自其他权益工具的减少，系公司偿还“16 瘦西湖 MTN001”。

跟踪期内，公司所有者权益变动不大，稳定性一般。

负债

2018 年底，公司负债合计 132.22 亿元，同比增长 13.36%，其中流动负债占 30.81%，非流动负债占 69.19%，以非流动负债为主。

2018 年底，公司流动负债为 40.74 亿元，同比增长 50.11%，主要来自一年内到期的非

流动负债增长；流动负债以短期借款（占 25.33%）、其他应付款（占 10.59%）和一年内到期的非流动负债（占 44.06%）为主。

2018 年底，公司短期借款为 10.32 亿元，同比下降 7.86%，主要由抵押借款（占 25.39%）和保证借款（占 74.61%）构成。

其他应付款主要由往来款构成，2018 年底，公司其他应付款为 4.31 亿元，同比增长 82.56%，主要系公司往来借款增加所致。

2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 17.95 亿元，主要由一年内到期的长期借款（占 32.07%）、一年内到期的长期应付款（占 11.23%）和一年内到期的应付债券（占 56.70%）构成。

2018 年底，公司非流动负债为 91.49 亿元，同比增长 2.21%，主要由长期借款（占 47.48%）和应付债券（占 37.80%）构成。

2018 年底，公司长期借款为 43.44 亿元，同比下降 20.35%，主要系一部分调整至一年内到期的非流动负债所致；长期借款由抵押借款、保证借款、政府债和信用借款构成。

2018 年底，公司应付债券为 34.58 亿元，同比增长 33.00%，主要由于公司发行 20.85 亿元的资产支持票据；应付债券包括企业债、中期票据、私募债、理财直融和资产支持票据。

2018 年底，公司长期应付款为 4.74 亿元，全部为融资租赁款，本次报告将其计入全部债务核算。

2019 年 3 月底，公司负债总额 141.18 亿元，较 2018 年底增长 6.77%，其中流动负债占 35.37%，非流动负债占 64.63%；流动负债为 49.93 亿元，较 2018 年底增长 22.58%，其他流动负债为 5.00 亿元，主要为公司发行的“19 瘦西湖 SCP001”，本次报告将其他流动负债计入全部债务核算。

有息债务方面，2018 年底，公司全部债务为 111.02 亿元，同比增长 14.77%，其中短期债务占 25.46%，长期债务占 74.54%；2019

年 3 月底，公司全部债务为 115.26 亿元，较 2018 年底增长 3.82%。

表 9 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	16.20	28.27	32.75
长期债务	80.54	82.76	82.51
全部债务	96.74	111.02	115.26
资产负债率	51.39	54.35	57.71
全部债务资本化比率	46.72	49.99	52.70
长期债务资本化比率	42.20	42.70	44.37

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

债务指标方面，2018 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 54.35%、49.99% 和 42.70%，分别同比上升 2.96 个、3.27 个和 0.50 个百分点；2019 年 3 月底，上述指标分别为 57.71%、52.70% 和 44.37%，分别较 2018 年底上升 3.36 个、2.71 个和 1.67 个百分点。

有息债务到期分布方面，2019—2021 年，公司需偿还的有息债务分别为 28.27 亿元、44.77 亿元和 17.74 亿元。2020 年，公司存在一定的集中兑付压力。

跟踪期内，公司债务规模不断增长，以长期债务为主，债务负担加重。

4. 盈利能力

受公司旅游工程施工和古典园林施工工业务增长影响，2018 年公司实现营业收入 10.44 亿元，同比增长 13.35%，同期，公司营业成本为 9.05 亿元，同比增长 26.54%；营业利润率为 12.30%，同比下降 8.89 个百分点。

2018 年，公司公允价值变动损益为 1.05 亿元，主要来自投资性房地产的公允价值变动，其他收益为 0.07 亿元，为政府补助。2018 年，公司利润总额为 2.02 亿元，同比下降 55.21%。非经常损益对利润总额的贡献较大。

盈利指标方面，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.67% 和 1.35%，分

别同比下降 0.94 个和 1.67 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.60 亿元，相当于 2018 年全年营业收入的 44.06%，实现利润总额 0.30 亿元；同期，公司营业利润率为 12.25%，较 2018 年下降 0.05 个百分点。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	9.21	10.44
营业成本	7.15	9.05
公允价值变动收益	2.90	1.05
其他收益	0.01	0.07
营业利润	4.48	2.05
利润总额	4.51	2.02
营业利润率	21.19	12.30
总资产收益率	1.61	0.67
净资产收益率	3.02	1.35

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

跟踪期内，受旅游工程施工和古典园林施工业务增长影响，公司收入规模有所增长，但利润水平大幅下降，公司利润对非经常损益的依赖大，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年公司经营活动现金流入 23.61 亿元，其中，受公司工程项目回款影响，2018 年公司销售商品提供劳务收到的现金大幅增加至 20.79 亿元；2018 年，公司现金收入比为 199.14%，同比上升 101.53 个百分点，收入实现质量较好。2018 年，公司经营活动现金流出量为 20.81 亿元，其中购买商品提供劳务支付的现金为 8.42 亿元，主要是公司支付旅游工程项目的工程款，支付其他与经营活动有关的现金主要是往来款，2018 年为 11.44 亿元。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 2.80 亿元。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 1.32 亿元，其中收回投资收到的现金 1.30 亿元，为公司赎回理财产品的资金；

同期，公司投资活动现金流出 18.16 亿元，其中购建固定资产、无形资产支付的现金 11.98 亿元，为公司自营项目和景区维护等投入的资金，投资支付的现金为 6.18 亿元，主要是对联营企业增资、对外借款以及购买理财产品的支出。2018 年，公司投资活动现金流量净额为-16.84 亿元。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	11.37	23.61
经营活动现金流出量	8.25	20.81
经营活动现金流量净额	3.12	2.80
现金收入比	97.61	199.14
投资活动现金流量净额	-28.37	-16.84
筹资活动现金流量净额	48.48	11.70

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 62.85 亿元，其中取得借款收到的现金为 34.27 亿元，发行债券收到的现金为 27.00 亿元；公司筹资活动现金流出 51.16 亿元，主要是公司偿还债务支付的现金。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 11.70 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 3.04 亿元，投资活动现金流量净额为 -5.56 亿元，筹资活动现金流量净额为 -4.14 亿元。

跟踪期内，受公司工程项目回款影响，公司经营活动现金流量呈现净流入；投资活动持续净流出，未来随着公司在建和拟建项目投入增加，公司面临一定的对外筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 315.67% 和 177.09%，分别同比下降 75.36 和 66.68 个百分点；2019 年 3 月底，上述指标分别为 247.88% 和 129.29%，较 2018 年底分别下降 67.79 和 47.80 个百分点。2018 年底和 2019 年 3 月底，公司现金类资产分别为 30.09 亿元和 23.40 亿元，分别为当期短期债务的 1.06

倍和 0.71 倍，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 2.17 亿元，同比下降 52.65%；全部债务/EBITDA 为 51.17 倍，EBITDA 利息倍数为 0.44 倍，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 18.62 亿元，担保比率为 16.76%，被担保企业均为扬州市内国有企业（见附件 4），或有负债风险可控。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 75.38 亿元，已使用 53.53 亿元，尚未使用 21.85 亿元，公司间接融资渠道尚可。

考虑到公司是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营平台，受到扬州市政府和瘦西湖管委会的较大支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额为 236.29 亿元，较 2018 年底基本持平。其中流动资产占 50.33%，非流动资产占 49.67%。从构成上看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，非流动资产主要由投资性房地产和在建工程构成。

截至 2019 年 3 月底，母公司所有者权益为 86.32 亿元，较 2018 年底下降 8.10%，主要系其他权益工具下降所致。其中，实收资本占 23.17%，资本公积占 22.34%，其他综合收益占 19.85%，其他综合收益主要为投资性房地产公允价值变动收益。

截至 2019 年 3 月底，母公司负债总额为 149.97 亿元，较 2018 年底增长 4.36%，主要由非流动负债构成。其中非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成。2019 年 3 月底，母公司资产负债率为 63.47%，负债水平较高。

2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 2.71 亿元，营业成本为 2.31 亿元，利润总额为 0.27 亿元。

十、存续期债券保障能力分析

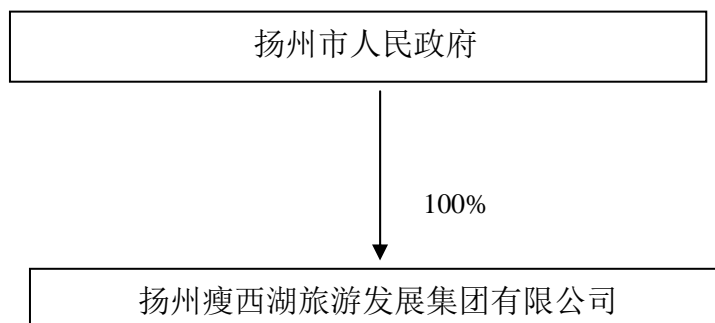
截至评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券包括“17 瘦西湖 MTN001”“18 瘦西湖 MTN001”和“19 瘦西湖 MTN001”，债券余额合计为 17.50 亿元。

2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额分别为 2.17 亿元、23.61 亿元和 2.80 亿元，分别是存续债券余额的 0.12 倍、1.35 倍和 0.16 倍；公司经营活动现金流入对存续债券的保障能力一般。

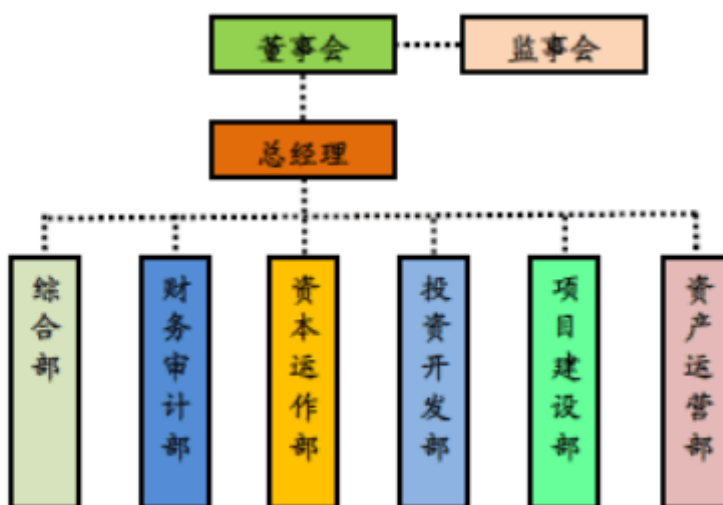
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，“17 瘦西湖 MTN001”“18 瘦西湖 MTN001”和“19 瘦西湖 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 截至 2019 年 3 月底公司纳入合并范围一级子公司情况

企业名称	注册资本(万元)	经营范围	持股比例(%)
扬州园林设计院有限公司	100.00	风景名胜、城市公园、绿地、建筑设计	100.00
扬州园林有限责任公司	3800.00	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
瘦西湖旅游控股有限公司	1180.00(万美元)	瘦西湖旅游海外宣传	100.00
扬州瘦西湖旅游资产管理有限公司	15000.00	旅游及关联产品的投资及自有投资管理、物业管理、旅游商品销售、不动产租赁、停车场管理服务、酒店管理服务。	100.00
扬州市长春别院餐饮有限公司	10.00	餐饮服务；小型餐饮；会务服务	100.00
扬州瘦西湖影视传媒有限公司	2000.00	广播电视节目制作与发行；影视文化项目的策划与开发；信息咨询服务；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
扬州瘦西湖酒店有限公司	4000.00	餐饮服务：中餐、西餐、自助餐；棋牌、会议服务、代客停车	100.00
江苏瘦西湖文化旅游股份有限公司	1007.00	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；扬州市河水域游览活动；绿化养护服务；小型餐馆；日用百货、旅游纪念品等销售	62.50
扬州万隆建设工程有限公司	2000.00	市政、工业、民用建筑、古典园林（绿化）、土方、公路工程施工	100.00
扬州市濂溪阁旅游管理服务有限公司	9000.00	旅游管理服务；房地产开发；房屋租赁；旅游配套设施建设	100.00
扬州瘦西湖旅游发展建设有限公司	1000000.00	唐子城保护利用和国家级旅游度假区范围内的基础设施建设、生态景观修复建设、不动产拆迁、改造和征收	56.65
扬州瘦西湖旅游商务管理有限公司	5000.00	旅游及其关联产业的经营管理；旅游商务信息咨询服务；受托固定资产管理；物业服务；不动产租赁；会务及展览展示服务；停车场管理服务；酒店管理服务；旅游商品及文创产品销售；文旅类项目策划。	100.00
扬州瘦西湖园博工程建设有限公司	10000.00	园林绿化工程、建筑装饰装修设计、施工；房屋建筑工程、古建筑工程、钢结构工程、井点降水工程、房屋防水工程、幕墙工程施工；古建筑修缮；苗木、花卉种植；工程管理服务；工程技术咨询；建筑工程项目管理；园艺服务。	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.15	33.99	30.09	23.40
资产总额(亿元)	190.76	226.96	243.29	244.63
所有者权益(亿元)	79.16	110.32	111.07	103.46
短期债务(亿元)	37.20	16.20	28.27	32.75
长期债务(亿元)	56.60	80.54	82.76	82.51
全部债务(亿元)	93.80	96.74	111.02	115.26
营业收入(亿元)	13.55	9.21	10.44	4.60
利润总额(亿元)	4.92	4.51	2.02	0.30
EBITDA(亿元)	5.13	4.58	2.17	--
经营性净现金流(亿元)	-2.13	3.12	2.80	3.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.73	0.61	0.90	--
存货周转次数(次)	0.55	0.18	0.19	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	89.79	97.61	199.14	244.60
营业利润率(%)	13.53	21.19	12.30	12.25
总资本收益率(%)	2.00	1.61	0.67	--
净资产收益率(%)	4.37	3.02	1.35	--
长期债务资本化比率(%)	41.69	42.20	42.70	44.37
全部债务资本化比率(%)	54.23	46.72	49.99	52.70
资产负债率(%)	58.50	51.39	54.35	57.71
流动比率(%)	194.97	391.03	315.67	247.88
速动比率(%)	106.00	243.77	177.09	129.29
经营现金流动负债比(%)	-4.56	11.48	6.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.29	21.11	51.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.18	0.95	0.44	--

注：1、2019 年一季度财务数据未经审计；2、已将其他流动负债和长期应付款中有息部分计入全部债务核算

附件 4 截至 2018 年底公司对外担保情况

被担保人	担保期限	担保余额（万元）
扬州市瘦西湖风景区管理处	2015.9.15-2025.7.20	53500.00
	2018.8.22-2019.1.19	3300.00
	2016.6.28-2019.6.27	8000.00
	2017.1.23-2020.1.30	3000.00
	2018.9.21-2019.9.20	3000.00
	2018.9.30-2019.9.30	500.00
扬州市城建（控股）集团有限公司	2017.1.3-2020.1.3	10000.00
	2018.12.28-2020.7.10	13500.00
扬州市个园管理处	2016.3.1-2019.6.30	3000.00
扬州瘦西湖旅游投资度假管理有限公司	2016.1-2021.1	22500.00
	2017.11.20-2020.1.20	10000.00
扬州虹桥坊酒店管理有限公司	2014.1-2024.1	24500.00
	2018.12.13-2019.12.12	5000.00
	2018.9-2019.9	5000.00
	2018.2.8-2019.12.20	6400.00
扬州市交通产业集团有限责任公司	2018.1.8-2019.1.5	13500.00
	2018.1.11-2019.1.11	1500.00
合计	--	186200.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 5 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-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 6-1 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 6-2 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 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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