

# 信用评级公告

联合〔2021〕6403号

联合资信评估股份有限公司通过对“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”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 2018 年度第一期资产支持票据”项下“18 瘦西湖 ABN001 优先”的信用等级为  $AA^{+}_{sf}$ 。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月十五日

# 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期 资产支持票据 2021 年跟踪评级报告

## 评级结果：

票据简称	未偿金额 (亿元)		占比 (%)		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
18 瘦西湖 ABN001 优先	20.37	20.72	94.88	94.96	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>
18 瘦西湖 ABN001 次	1.10	1.10	5.12	5.04	NR	NR
<b>总计</b>	<b>21.47</b>	<b>21.82</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	--	--

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2.NR-未予评级

## 跟踪评级有关信息

信托设立日	2018 年 11 月 1 日
资产跟踪基准日	2021 年 4 月 18 日
票据跟踪基准日	2020 年 11 月 2 日
跟踪期间	2020 年 7 月 19 日—2021 年 6 月 3 日
基础资产	委托人享有的特定期间的门票收益权，其中门票收益权系指根据瘦西湖管委会出具的《关于委托扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司经营瘦西湖公园的通知》（〔2009〕2 号）、《关于将瘦西湖风景区经营收入成本划归扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司的通知》（〔2009〕6 号）及《关于同意扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司注册发行资产支持票据的批复》（扬景管〔2017〕135 号）等政府主管部门相关文件确定的，旅发集团享有的收取从瘦西湖公园管理处划付至旅发集团的门票收入的权利
发起机构/委托人/资产服务机构/差额支付人/回售和赎回承诺人/旅发集团	扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司
期限	3+3+3+3 年
法定到期日	2035 年 11 月 1 日

## 跟踪评级时间

2021 年 7 月 15 日

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
企业未来应收款项证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

## 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司2018年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的关注。根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持本交易项下优先级资产支持票据“18瘦西湖ABN001优先”信用等级为AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>，这表明“18瘦西湖ABN001优先”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

## 优势

1. 基础资产实现的门票收入按时足额归集，可以覆盖当期优先级票据本息支出。跟踪期内，各期基础资产实现的门票收入均已按时足额归集。第 2 个特定期间，基础资产归集的门票收入为当期优先级票据本息的 1.14 倍。
2. 差额支付人旅发集团经营环境良好，业务专营优势明显，所获外部支持力度大。2020 年，扬州市地区实现生产总值 6048.33 亿元，同比增长 3.50%，完成一般公共预算收入 337.30 亿元，同比增长 2.60%，旅发集团发展的外部环境良好。跟踪期内，旅发集团仍是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，在瘦西湖风景区内具有业务垄断优势，持续得到政府在财政补贴等方面的支持。

## 关注

1. 跟踪期内基础资产实现的门票收入不及预期，受多因素影响，未来基础资产现金

差额支付人/回售和赎回承诺人主要财务指标：

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（合并口径）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	30.09	26.92	20.42	27.14
资产总额（亿元）	243.29	261.94	272.76	293.88
所有者权益（亿元）	111.07	119.26	114.00	114.29
短期债务（亿元）	28.27	65.24	34.65	37.53
长期债务（亿元）	82.76	56.97	101.24	119.08
全部债务（亿元）	111.02	122.20	135.89	156.61
营业收入（亿元）	10.44	10.48	12.46	6.20
利润总额（亿元）	2.02	1.28	3.19	0.39
EBITDA（亿元）	2.17	1.39	3.40	--
经营性净现金流（亿元）	2.80	-1.94	2.12	-5.38
营业利润率（%）	12.30	15.55	7.02	8.36
净资产收益率（%）	1.35	0.84	1.96	--
资产负债率（%）	54.35	54.47	58.21	61.11
全部债务资本化比率（%）	49.99	50.61	54.38	57.81
流动比率（%）	315.67	181.25	307.43	317.03
经营现金流动负债比（%）	6.87	-2.52	4.38	--
现金短期债务比（倍）	1.06	0.41	0.59	0.72
EBITDA 利息倍数（倍）	0.44	0.26	0.49	--
全部债务/EBITDA（倍）	51.17	88.04	39.95	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 其他应付款、其他流动负债中有息部分已计入短期债务，长期应付款、其他非流动负债中有息部分已计入长期债务；3. 尾差系四舍五入所致

分析师：

牛楠 李晓音

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

流仍可能偏离预期。跟踪期内，受疫情影响，第2个特定期限基础资产实现的门票收入较同期预测值偏离较大。考虑到未来疫情影响、宏观经济及扬州市旅游业发展等不确定因素较多，基础资产实现现金流可能出现波动，仍可能偏离预期。

- 跟踪期内，新冠肺炎疫情对旅发集团旅游景区运营业务带来一定冲击，旅发集团资产流动性弱，有息负债增长较快，债务负担较重，面临一定资本支出压力。2020年，扬州市全年接待境内外游客3840.95万人次，同比下降50.42%；旅发集团旅游景区运营收入同比下降38.07%。旅发集团流动资产中存货和应收类款项占比较大，非流动资产以投资性房地产和在建工程为主，资产流动性弱。2021年3月底，旅发集团全部债务156.61亿元，较2019年底增长28.15%，全部债务资本化比率57.81%，现金短期债务比为0.72倍，整体债务负担较重；在建旅游基础设施项目未来三年计划投资8.14亿元，拟建项目合计总投资31.81亿元，未来投资规模较大。

## 声 明

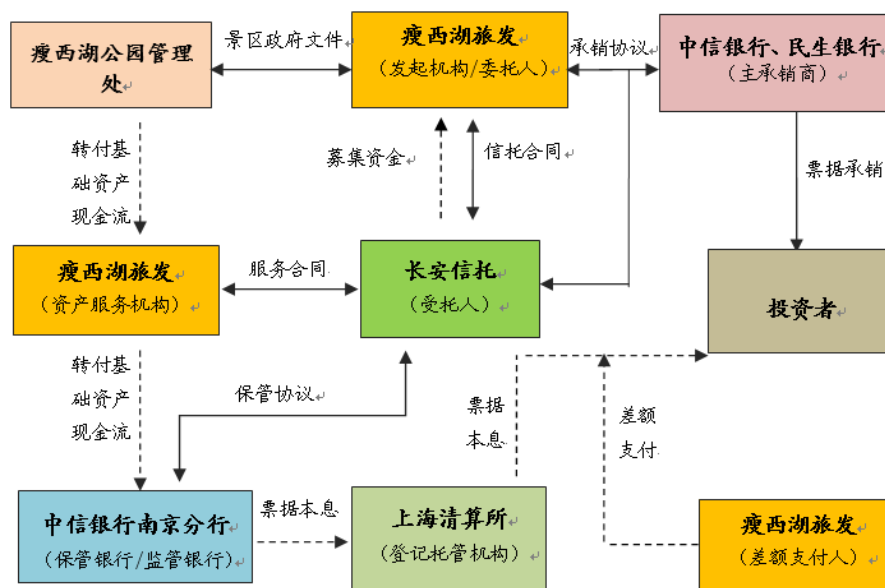
- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托方和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，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本交易项下受评对象到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内受评对象的信用等级有可能发生变化。

## 一、资产支持票据概要

“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司2018年度第一期资产支持票据”(以下简称“本交易”)的发起机构扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司(以下简称“旅发集团”)按照国内现行的有关法律及规章,将其享有的特定期间<sup>1</sup>的门票收益权,即根据扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区管理委员会(以下简称“瘦西湖管委会”)出具的《关于委托扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司经营瘦西湖公园的通知》(〔2009〕2号)、《关于将瘦西湖风景区经营收入成本划归扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司的通知》(〔2009〕6号)及《关于同意扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司注册发行资产支持票据的批复》(扬景管〔2017〕

135号)等政府主管部门相关文件确定的,旅发集团享有的收取从瘦西湖公园管理处划付至旅发集团的门票收入的权利作为基础资产,采用特殊目的信托载体机制,通过长安国际信托股份有限公司(以下简称“长安信托”)设立“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司2018年度第一期资产支持票据信托”。长安信托以受托的信托资产为支持在全国银行间债券市场发行“18瘦西湖ABN001优先”,旅发集团自持全部“18瘦西湖ABN001次”。投资者通过购买并持有该等资产支持票据(以下简称“票据”)取得本信托项下相应的信托受益权。

图1 交易结构图



资料来源：主承销商提供

本交易共设置两档票据,分为优先级资产支持票据(以下简称“优先级票据”)和次级资产支持票据(以下简称“次级票据”),合计发行规模22.00亿元。其中,优先级票据“18瘦西湖ABN001优先”发行规模20.90亿元,采用固定利率,实际发行利率为6.00%,预计存续期限为15年,按年还本付息;次级票据“18瘦西湖ABN001

次”发行规模1.10亿元,不设票面利率,在各兑付日“18瘦西湖ABN001优先”应付本息偿付完毕后获得剩余收益。

根据交易文件的约定,本交易设置了委托人对票面利率的调整安排和资产支持票据的赎回及回售安排。具体而言,在未发生违约事件<sup>2</sup>的情形下,自信托生效日起的第3、6、9、12年,

<sup>1</sup> 特定期间:自信托设立日即2018年11月1日起未来15年。

<sup>2</sup> 违约事件:包括(1)截至任一“兑付日”“信托账户”内可供分配的资金不足

以信托计划当期应付的税费、当期应付的“信托费用”、当期应付的“优先级资产支持票据”的预期收益和未偿本金;(2)回售和赎回承诺人未能按约定

委托人有权对优先级票据的票面利率进行调整。在未发生违约事件的情形下，自信托生效日起的第3、6、9、12年的T<sup>3</sup>-45日（含）至T-30日（含）为回售登记期，期间优先级票据持有人可根据相关约定选择申报将所持有的优先级票据全部或

部分回售给旅发集团；自信托生效日起的第3、6、9、12年的回售登记期结束后，旅发集团可根据相关约定，选择是否赎回全部优先级票据。截至票据跟踪基准日，尚未发生票面利率调整和票据赎回及回售事项。

表1 资产支持票据概要（单位：亿元、%、年）

票据简称	实际发行金额	未偿金额	还本付息方式	发行利率	期限
18 瘦西湖 ABN001 优先	20.90	20.37	按年付息、每年按计划还本	6.00	3+3+3+3+3 (下一兑付日为2021年11月1日, 第一个开放参与日为2021年11月1日)
18 瘦西湖 ABN001 次	1.10	1.10	各兑付日享受剩余收益	--	
合计	22.00	21.47	--	--	--

资料来源：主承销商提供，联合资信整理

## 二、票据兑付情况

跟踪期内，本交易项下优先级票据本息已按时足额兑付，本交易未触发相关风险事件。

本信托计划于2018年11月1日成立，实际发行规模为22.00亿元，其中“18瘦西湖ABN001优先”20.90亿元，“18瘦西湖ABN001次”1.10亿元。

跟踪期内，本交易于2020年11月2日进行第

2次兑付，分配“18瘦西湖ABN001优先”利息12468.47万元，本金3520.00万元，合计分配15988.47万元；分配“18瘦西湖ABN001次”收益1989.75万元。

跟踪期内，本交易未触发违约事件、权利完善事件等对信托财产产生重要影响的事项，未触发差额支付人的差额支付义务。

## 三、基础资产分析

本交易的基础资产为委托人旅发集团享有的特定期间的门票收益权，该等门票收益权具体为根据瘦西湖管委会出具的《关于委托扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司经营瘦西湖公园的通知》（〔2009〕2号）、《关于将瘦西湖风景区经营收入成本划归扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司的通知》（〔2009〕6号）及《关于同意扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司注册发行资产支持票据的批复》（扬景管〔2017〕135号）等政府主管部门相关文件确定的，旅发集团享有的收取从瘦西湖公园管理处划付至旅发集团的门票收入的权利。

### 1. 基础资产概况

跟踪期内，本交易基础资产未发生变化。

本交易基础资产涉及的瘦西湖公园是扬州市国家5A级旅游景区，位于江苏省扬州市北郊蜀冈-瘦西湖名胜区，占地面积1.68平方公里，现有游览区面积100公顷左右，周边道路通达，酒店、餐饮等配套设施完善。跟踪期内，瘦西湖公园经营模式、门票划转模式均未发生变化。

### 2. 运营环境分析

2020年，扬州市经济稳步发展，财政实力有所增强，但新冠肺炎疫情对扬州市旅游业造成了一定冲击。从住餐行业数据看，2021年一季度

及时足额支付回售和赎回价款等，全部情形详见本交易《主定义表》。

<sup>3</sup> T日：信托利益兑付日，在信托终止日前，具体兑付日为每年11月1日，

遇非银行工作日顺延至下一个银行工作日。



度扬州市旅游环境同比已大幅回暖。整体看，基础资产运营环境已基本恢复正常。

根据《扬州市国民经济和社会发展统计公报》，2020年扬州市实现地区生产总值6048.33亿元，按可比价计算，增长3.50%。其中第一产业实现增加值307.1亿元，增长2.9%；第二产业实现增加值2786.35亿元，增长3.6%；第三产业实现增加值2954.88亿元，增长3.5%。三次产业结构调整为5.0:46.1:48.9，第三产业增加值占地区生产总值的比重比上年提高0.9个百分点。按常住人口计算，人均地区生产总值为13.29万元。

2020年，扬州市规模以上工业增加值增长6.30%，其中轻工业增长5.30%，重工业增长6.60%；固定资产投资同比下降1.50%，其中工业投资下降31.40%，房地产开发投资同比增长19.80%。

根据《关于扬州市2020年预算执行情况和2021年预算草案的报告》，2020年扬州市全市完成一般公共预算收入337.30亿元，同比增长2.60%，其中税收收入264.50亿元，同比增长0.20%；一般公共预算支出668.33亿元，同比增长9.20%，财政自给率为50.47%，财政自给能力偏弱。2020年，扬州市政府性基金收入为505.42亿元，增长25.9%。截至2020年底，扬州市地方政府债务余额为905.63亿元，债务负担较重。

新冠肺炎疫情对扬州市旅游业造成了一定冲击。2020年，扬州市全年接待境内外游客3840.95万人次，同比下降50.42%，实现旅游收入610.33亿元，同比下降39.58%，占扬州市总产值的10.09%，占比较上年下降7.18个百分点。

根据扬州市统计局发布的公开信息，2021年一季度，扬州市实现地区生产总值1543.21亿元，同比增长17.00%，比2019年同期增长10.4%，两年平均增长5.1%。其中第一产业增加值为34.04亿元，同比增长6.50%；第二产业增加值为712.20亿元，同比增长19.50%；第三产业增加值为796.97亿元，同比增长15.20%。一季度全市规模以上工业增加值同比增长29.40%，固定资产投资同比增长26.10%。

2021年一季度，扬州市完成一般公共预算收入95.88亿元，同比增长28.00%，与2019年同期相比增长9.60%。其中，税收收入77.14亿元，同比增长28.30%，与2019年同期相比增长8.90%。

2021年一季度，扬州市住餐行业实现快速增长。一季度，扬州市限额以上住餐企业营业额同比呈快速增长态势，限上住宿业实现营业收入2.8亿元，同比增长110.9%；3月当月，实现营业收入1.23亿元，同比增长241.5%。一季度限上餐饮业实现营业收入6.6亿元，同比增长92.6%；3月当月，实现营业收入2.7亿元，同比增长158.6%。整体看，2021年一季度，扬州市住餐行业环境大幅回暖。

### 3. 经营情况分析

**跟踪期内，瘦西湖公园门票价格未发生变化。第2个特定期间，瘦西湖公园受疫情影响售票张数同比有所下降，门票收入同比略有下降。**

跟踪期内，基础资产门票定价政策未发生变化，仍沿用2018年的价格政策。

售票张数方面，第2个特定期间（2019年10月19日—2020年10月18日），瘦西湖公园共售票281.22万张，较上期下降22.54%，主要系受新冠肺炎疫情影响，瘦西湖公园于2020年1月24日—2020年2月21日实施闭园，重新开园后客流量仍下降较多所致。瘦西湖公园客流量已于2020年7月起基本恢复正常，2020年7月19日—2020年10月18日瘦西湖公园售票张数66.11万张，较上年同期仅下降1.08%，基本持平。

门票收入方面，第2个特定期间（2019年10月19日—2020年10月18日），瘦西湖公园实现门票收入合计18156.03万元，较上期下降5.99%，主要系受疫情影响，2020年上半年客流量下降所致。

第3个特定期间已发生期间（2020年10月19日—2021年4月18日），瘦西湖公园售票张数141.29张，同比<sup>4</sup>增长14.20%；实现门票收

<sup>4</sup> 同比时段：同比时段为2019年10月19日—2020年4月18日，下同。

入 6042.44 万元，同比增长 36.35%。

#### 4. 现金流表现

跟踪期内，基础资产门票收入实现情况低于预期，但仍可以覆盖当期优先级票据本息支出，各期实现收入均已按时足额归集。

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）（以下简称“北方亚事”）对基础资产2018年至2032年每年度预计门票收入进行了预测，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）根据实际归集期间对北方亚事提供的预测收入进行了拆分调整，由于北方亚事未预测2033年门票收入，联合资信采用2032年预测值作为2033年预测门票收入。调整后基础资产预测门票收入如下表所示。

表2 调整后基础资产预测门票收入（单位：万元）

归集期间	预测门票收入
2	24792.91
3	26032.56
4	27334.19
5	28700.89
6	30135.93
7	31642.74
8	33224.87
9	34886.11
10	36630.42
11	38461.94
12	40385.04
13	42404.29
14	44524.50
15	44880.70

注：根据交易约定，第2个归集期间为2019年10月19日-2020年10月18日，第3个归集期间为2020年10月19日-2021年10月18日，以此类推；联合资信调整预测现金流时，将第2个归集期间近似取为2019年11月1日-2020年10月31日，第3个归集期间为2020年11月1日-2021年10月31日，以此类推  
资料来源：北方亚事提供，联合资信整理

根据交易文件约定，资产服务机构应按月将直接收款账户中的现金流回款全部作为归集款划转至归集账户，并按季将归集账户的归集资金转付至信托账户。根据资产服务机构报告，第2个归集期间（2019年10月19日-2020年10月18日），基础资产实现门票收入共计18156.03万元，较该期间预测收入（24792.91万元）下降26.77%，主要系受疫情影响，2020年一季度收入下降较多所致。第2个归集期间基础资产实现现金流对当期优先级票据“18瘦西湖ABN001优先”利息支出的覆盖倍数为1.46倍，对“18瘦西湖ABN001优先”本息支出的覆盖倍数为1.14倍，覆盖情况尚可。仅从2020年4月19日-2020年10月18日看，基础资产实现门票收入13724.53万元，较同期预测值增长10.71%。截至资产跟踪基准日，第3个归集期间（2020年10月19日-2021年10月18日）已发生期间（2020年10月19日-2021年4月18日），基础资产实现门票收入6042.44万元，占第3个归集期间预测值的23.21%，占比较小主要系瘦西湖公园此期间主要为淡季所致。

第3个归集期间基础资产门票收入已于2021年1月20日、2021年4月20日分期划转至信托账户，划转后信托账户余额6048.10万元，后续资产服务机构将继续按要求归集基础资产门票收入。以上各期门票收入均已按时足额归集至监管账户和信托账户。联合资信将持续关注基础资产未来门票回款情况。

## 四、定量分析

在各兑付日对应期间的预期收入下降不超过 15.00% 的压力情景下，基础资产现金流入能够覆盖票据期间的本息支出。同时，考虑到差额支付人的偿债能力很强，“18 瘦西湖 ABN001 优先”的违约风险仍很低。

为直观展示基础资产现金流对“18 瘦西湖 ABN001 优先”偿付的保障程度，联合资信假设在资产服务机构后续能够有效归集现金流的前提下，考虑到跟踪期内，现金流评估机构预测的相关假设以及外部环境的变化，在现金流评估机



构初始预测基础上进行了现金流分析及相关压力测试。

在一般情景下,假定瘦西湖公园门票收入符合收益预测报告结论,联合资信根据本交易偿付安排,测算在一般情景下“18 瘦西湖 ABN001 优先”的偿债覆盖倍数水平,以判断本交易的现金流入状况对“18 瘦西湖 ABN001 优先”本息支出的保障程度。此外,考虑到瘦西湖公园门票收入的下降会影响“18 瘦西湖 ABN001 优先”票据各期的 DSCR 水平,联合资信对预期收入进行了单因素压力测算。考虑到跟踪期内,第 2 个特定期间内下半年基础资产门票收入已从疫情影响中恢复,此次压力范围仍维持上次跟踪评级时的压力范围不变,即假设各期预测收入均下降 15.00%。测算结果详见下表。

表 3 一般情景下“18 瘦西湖 ABN001 优先”DSCR 水平  
(单位:期、万元、倍)

兑付期间	预测门票收入	预计税费及“18 瘦西湖 ABN001 优先”本息支出 (发行利率 6.00%)	DSCR
3	26032.56	17009.70	1.53
4	27334.19	17617.78	1.55
5	28700.89	19051.47	1.51
6	30135.93	20408.12	1.48
7	31642.74	21592.56	1.47
8	33224.87	22699.95	1.46
9	34886.11	24138.58	1.45
10	36630.42	25465.13	1.44
11	38461.94	26607.94	1.45
12	40385.04	28078.69	1.44
13	42404.29	29826.28	1.42
14	44524.50	31393.57	1.42
15	44880.70	33190.43	1.35

资料来源:联合资信整理

测试结果表明,在一般情景下,基础资产未来预测现金流入可以覆盖“18 瘦西湖 ABN001 优先”各期本息支出,最低覆盖倍数为 1.35 倍。

表 4 预期收入下降 15%情景下 DSCR (单位:期、万元、倍)

兑付期间	调整后预测门票收入	预计税费及“18 瘦西湖 ABN001 优先”本息支出 (发行利率 6.0%)	DSCR
3	22127.67	17009.70	1.30
4	23234.06	17617.78	1.32
5	24395.76	19051.47	1.28
6	25615.54	20408.12	1.26
7	26896.33	21592.56	1.25
8	28241.14	22699.95	1.24
9	29653.19	24138.58	1.23
10	31135.85	25465.13	1.22
11	32692.65	26607.94	1.23
12	34327.28	28078.69	1.22
13	36043.64	29826.28	1.21
14	37845.83	31393.57	1.21
15	38148.60	33190.43	1.15

注:各期调整后预测门票收入为一般情景下对应期间预测门票收入下降 15%后的金额

资料来源:联合资信整理

在压力情景下,假设各期预测收入均下降 15.00%,基础资产未来预测现金流入仍可以覆盖“18 瘦西湖 ABN001 优先”各期本息支出,最低覆盖倍数为 1.15 倍。

总体来看,跟踪期间受疫情影响,第 2 特定期间基础资产现金流实际表现较差,但下半年已恢复正常,在压力情景下未来基础资产现金流入可以覆盖“18 瘦西湖 ABN001 优先”各期本息支出。同时,考虑到差额支付人的偿债能力很强,“18 瘦西湖 ABN001 优先”的违约风险仍属很低。

## 五、发起机构/资产服务机构/差额支付人信用分析

本交易的发起机构/资产服务机构/差额支付人旅发集团主体长期信用等级为 AA+, 评级展望为稳定。跟踪期内,旅发集团为为本交易提供的无条件不可撤销的差额支付承诺对优先级票据仍具有重要的信用支持作用。

### 1. 旅发集团主体信用评价

旅发集团主要从事旅游基础设施建设、旅游景区运营、古典园林施工和房地产开发等业务。跟踪期内,旅发集团注册资本、股权结构未发生变化。截至 2021 年 3 月底,旅发集团注册资本及实收资本均为 20.00 亿元,扬州市人民政府为

旅发集团唯一股东及实际控制人，授权瘦西湖管委会履行出资人职责。

截至 2020 年底，旅发集团资产总额 272.76 亿元，所有者权益 114.00 亿元（其中少数股东权益 18.47 亿元）。2020 年，旅发集团实现营业收入 12.46 亿元，利润总额 3.19 亿元。

截至 2021 年 3 月底，旅发集团资产总额 293.88 亿元，所有者权益 114.29 亿元（其中少数股东权益 18.58 亿元）；2021 年 1—3 月，旅发集团实现营业收入 6.20 亿元，利润总额 0.39 亿元。

旅发集团是江苏省扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，跟踪期内，旅发集团在财政补贴等方面持续得到政府支持。同时联合资信也关注到，旅发集团资产流动性弱、有息负债增长较快、存在一定短期偿付压力以及新冠肺炎疫情对旅发集团旅游经营业务产生一定冲击等对其信用水平产生的不利影响。

### 优势

**（1）经营环境良好。**2020 年，扬州市地区实现生产总值 6048.33 亿元，同比增长 3.50%；完成一般公共预算收入 337.30 亿元，同比增长 2.60%，旅发集团发展的外部环境良好。

**（2）业务专营优势明显，外部支持力度大。**旅发集团是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，在瘦西湖风景区内具有业务垄断优势；跟踪期内，旅发集团持续得到政府在财政补贴等方面的支持。

### 关注

**（1）资产流动性弱。**旅发集团流动资产中存货

和应收类款项占比较大，非流动资产以投资性房地产和在建工程为主，旅发集团的资产流动性弱。

**（2）有息负债增长较快，债务负担较重。**跟踪期内，旅发集团债务规模持续增长。2021 年 3 月底，旅发集团全部债务 156.61 亿元，较 2019 年底增长 28.15%，全部债务资本化比率 57.81%，现金短期债务比为 0.72 倍，整体债务负担较重。

**（3）新冠肺炎疫情对旅发集团旅游景区运营业务带来一定冲击。**2020 年，扬州市全年接待境内外游客 3840.95 万人次，同比下降 50.42%；旅发集团旅游景区运营收入同比下降 38.07%。

**（4）面临一定资本支出压力。**2021 年 3 月底，旅发集团在建旅游基础设施项目未来三年计划投资 8.14 亿元，拟建项目合计总投资 31.81 亿元，未来投资规模较大。

### 2. 差额支付能力分析

以 2020 年财务数据为基础，旅发集团净资产、EBITDA、经营活动现金流入分别为 114.00 亿元、3.40 亿元和 13.86 亿元，对优先级票据“18 瘦西湖 ABN001 优先”剩余本金（20.37 亿元）的保障倍数分别为 5.60 倍、0.17 倍和 0.68 倍。旅发集团净资产对“18 瘦西湖 ABN001 优先”剩余本金的覆盖程度较好，但旅发集团 EBITDA、经营活动现金流入对“18 瘦西湖 ABN001 优先”剩余本金的覆盖程度较弱。考虑到旅发集团是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营平台，持续得到扬州市政府和瘦西湖管委会的较大支持，其对优先级票据“18 瘦西湖 ABN001 优先”本息偿付的差额支付能力仍属很强。

## 六、重要参与方履约能力分析

### 1. 受托机构/发行人

跟踪期内，本交易的受托机构未发生变更；长安信托经营情况稳定，未受到监管处罚，履职能力稳定。

本交易的受托人是长安信托。截至 2020 年

底，长安信托注册资金 33.30 亿元，第一大股东为西安投资控股有限公司，持股 40.44%。

截至 2020 年底，长安信托自营资产合计 111.64 亿元，较年初增长 8.28%；自营总负债 33.51 亿元，较年初增长 17.87%；自营股东权益

78.14 亿元，较年初增长 4.65%。2020 年，长安信托实现自营营业收入 32.88 亿元，净利润 5.36 亿元。截至 2020 年底，长安信托合计管理信托资产 3750.96 亿元，其中，主动管理型信托资产合计 1631.69 亿元，被动管理型信托资产合计 2119.27 亿元。

## 2. 保管银行/监管银行

跟踪期内，本交易的保管银行/监管银行未发生变更，为中信银行股份有限公司南京分行，其履约和尽职能力情况稳定。

截至 2020 年底，中信银行股份有限公司（以

下简称“中信银行”）总资产 75111.61 亿元，较上年末增长 11.27%；不良贷款率 1.64%，不良贷款拨备覆盖率 171.68%，贷款拨备率 2.82%，均满足监管要求。中信银行核心一级资本充足率 8.74%，一级资本充足率 10.18%，资本充足率 13.01%，各级资本充足率均达到监管要求。2020 年，中信银行营业收入 1947.31 亿元，同比增长 3.81%；归属中信银行股东净利润 489.80 亿元，同比增长 2.01%。截至 2020 年底，中信银行资产托管规模达到 10.33 万亿元，比上年末增长 11952.26 亿元；2020 年实现托管条线业务收入 33.65 亿元。

## 七、结论

联合资信对本交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的关注。根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定

维持本交易项下优先级资产支持票据“18瘦西湖 ABN001 优先”信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>，这表明“18瘦西湖 ABN001 优先”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

## 附件 1-1 发起机构/资产服务机构/差额支付人 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司信用分析

### 一、企业基本情况

跟踪期内，扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“旅发集团”）注册资本、股权结构未发生变化。截至2021年3月底，旅发集团注册资本及实收资本均为20.00亿元，扬州市人民政府为旅发集团唯一股东及实际控制人，授权扬州市蜀冈—瘦西湖风景名胜區管理委员会（以下简称“瘦西湖管委会”）履行出资人职责。

跟踪期内，旅发集团经营范围未发生变化。

截至2021年3月底，旅发集团本部内设综合部、财务审计部、资本运作部、投资开发部、项目建设和资产运营部共6个职能部门，旅发集团合并范围内共有17家一级子公司。

截至2020年底，旅发集团资产总额272.76亿元，所有者权益114.00亿元（其中少数股东权益18.47亿元）。2020年，旅发集团实现营业收入12.46亿元，利润总额3.19亿元。

截至2021年3月底，旅发集团资产总额293.88亿元，所有者权益114.29亿元（其中少数股东权益18.58亿元）；2021年1—3月，旅发集团实现营业收入6.20亿元，利润总额0.39亿元。

旅发集团注册地址：扬州市长春路118号；法定代表人：杜乾。

### 二、宏观经济和政策环境

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国

经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%<sup>5</sup>，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

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

**经济修复有所放缓。**2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%<sup>6</sup>，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，**三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表1 2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)

<sup>5</sup> 文中GDP增长均为实际增速，下同

<sup>6</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用

的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同



固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计; 3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率; 4. 城镇失业率统计中, 2017 年为城镇登记失业率, 2018 年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数

资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

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

**居民消费价格指数运行平稳, 生产者价格指数结构性上涨。**2021 年一季度, 全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0, 较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点, 处于低位。2021 年一季度, 全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%, 呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格, 带动 PPI 持续上行, 加大了制造业的成本负担和经营压力。

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

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



是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

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

## 2. 宏观政策和经济前瞻

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

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

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固**

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

## 三、行业及区域经济环境

### 1. 城市基础设施建设行业

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号

文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

## （2）行业监管与政策

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

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

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

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常

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

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

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 2 2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

### (3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务

分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

### 2. 区域经济环境

具体分析详见正文第三部分“基础资产分析”中“2. 运营环境分析”部分。

## 四、基础素质分析

跟踪期内，旅发集团职能定位未发生变化，保持其业务专营优势，并继续得到瘦西湖管委会在财政补贴等方面的支持。

跟踪期内，旅发集团控股股东和实际控制人未发生变化，仍为扬州市人民政府，授权瘦西湖管委会履行出资人职责。旅发集团仍主要开展旅游基础设施建设、旅游景区运营、古典园林施工和园林设计等业务，业务具有一定的区域垄断优势。

2020 年和 2021 年 1—3 月，旅发集团分别



收到来自政府的财政补贴 0.06 亿元和 57.90 万元，计入“其他收益”。

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：913210007605439805），截至 2021 年 6 月 3 日，旅发集团本部无已结清和未结清的不良或关注类信贷信息。

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91321000571405634R），截至 2021 年 6 月 10 日，子公司扬州园林有限责任公司无已结清和未结清的不良或关注类信贷信息。

截至跟踪评级报告出具日，联合资信未发现旅发集团本部及子公司扬州园林有限责任公司被列入全国失信被执行人名单。

## 五、管理分析

**跟踪期内，旅发集团制定和新修订了若干管理制度，原副董事长升任董事长，法人治理结构进一步完善。**

管理制度方面，跟踪期内，旅发集团制定并实施了《担保业务管理制度》，并对原《资金筹措调度管理制度》《对外投资管理制度》和《资金支付审批制度》进行修订并实施。

对外担保方面，旅发集团制定了《担保业务管理制度》，明确旅发集团对外担保实行统一管理，旅发集团及子公司对外提供担保时，旅发集团董事会在瘦西湖管委会的授权范围内行使对外担保的决策权，担保事项应当经全体董事的过半数同意，对全资子公司以外的单位提供担保必须在瘦西湖管委会审批的互保额度范围内。担保对象必须为经瘦西湖管委会审批后确定互保额度的公司，担保金额不得超过规定的互保额度。资本运作部负责对被担保单位进行资信审查，办理具体担保手续，并在担保生效后对被担保单位进行跟踪、检查和监督。

筹资业务方面，旅发集团对《资金筹措调度管理制度》进行了修订，明确旅发集团当年新增经营性债务不得超过上一年度的 30%，年度筹资预算由资本运作部编制，经董事会审议决定后上报瘦西湖管委会审批。单笔融资规模 5 亿元以下的，须经瘦西湖管委会旅发集团分管领导、财政

审计分管领导审批；单笔融资规模 5 亿元以上 10 亿元以下的，须经瘦西湖管委会旅发集团分管领导、财政审计分管领导、主要领导审批；单笔融资规模 10 亿元以上的，须经党工委瘦西湖管委会集体研究讨论决定。

对外投资管理方面，旅发集团对《对外投资管理制度》进行了修订，明确瘦西湖管委会为旅发集团对外投资的最高决策机构，旅发集团董事会在瘦西湖管委会的授权范围内决定旅发集团及下属直管子公司的对外投资决策，所有对外投资事项必须上报瘦西湖管委会批准后实施。旅发集团董事会下设投资决策委员会，就需经董事会批准的对外投资相关事项进行研究，提出意见和建议，供董事会决策参考。旅发集团投资开发部为对外投资运作和管理部门，负责对外投资项目的预选、策划、论证、实施和管理。《对外投资管理制度》对旅发集团投资项目的立项、可行性研究、决策程序、投资实施程序、投资过程控制、投资处置管理、监督与检查各环节作了具体规定。

资金管理方面，为了加强资金管理内部控制，旅发集团对《资金支付审批制度》进行了修订，明确旅发集团对资金的支付实行分级授权批准制度，集团公司下属直管子公司的资金支付须经旅发集团分管领导审批，对资金支付的程序、授权审批权限、各类用途的资金支付申报流程等作了具体规定。

根据瘦西湖管委会 2020 年 12 月发布的《关于杜乾等同志职务调整的通知》（扬景管〔2020〕73 号），旅发集团原副董事长兼总经理杜乾先生升任旅发集团董事长，并继续兼任旅发集团总经理。

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，现任旅发集团董事长兼总经理。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，旅发集团主要从事旅游基础设施建设、旅游景区运营、古典园林施工和房地产开发等业务。2020年，旅发集团营业收入有所增长，但综合毛利率大幅下降。

2020年，旅发集团实现营业收入12.46亿元，同比增长18.84%。其中旅游工程施工收入6.27亿元，同比大幅增长149.02%，主要系完成决算项目增加所致；旅游经营业务收入主要是瘦西湖风景区的门票收入和游船收入，2020年受疫情影响同比下降38.07%；2020年古典园林施工收入同比增长12.55%至3.45亿元；旅发集团商品房项目已于2019年基本售罄，2020年仅实现少量车库及车位销售收入0.08亿元，同比大幅下降。

毛利率方面，受收入占比较高的旅游工程施工和旅游经营业务毛利率下降影响，2020年，旅发集团业务综合毛利率为7.80%，同比下降8.36个百分点。其中，旅游工程施工业务毛利率为3.42%，同比下降9.42个百分点，系按20%计算管理费的工程项目结算数量减少所致；受新冠肺炎疫情影响，旅游经营业务毛利率为7.86%，同比下降15.69个百分点；古典园林施工业务毛利率为13.16%，同比变化不大；房地产开发业务毛利率为72.08%，同比大幅增长，系成本已于往年结转、当年度仅实现少量车库及车位销售收入所致。

2021年1-3月，旅发集团实现营业收入6.20亿元，相当于2020年全年营业收入的49.73%，大幅增长主要来自古典园林施工项目的收入确认，综合毛利率为8.67%，较2020年小幅回升。

表3 旅发集团营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019年			2020年			2021年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游工程施工	2.52	24.01	12.84	6.27	50.30	3.42	2.17	35.03	3.30
旅游经营	3.31	31.62	23.55	2.05	16.48	7.86	0.71	11.42	33.25
古典园林施工	3.06	29.22	13.45	3.45	27.67	13.16	3.05	49.17	7.41
园林设计	0.17	1.62	24.40	0.13	1.06	23.08	0.09	1.51	14.54
房地产开发	0.97	9.26	4.00	0.08	0.68	72.08	0.03	0.49	22.85
租赁业务	0.36	3.39	22.05	0.37	2.99	8.73	0.14	2.30	-13.76
其他业务	0.09	0.88	21.91	0.10	0.82	18.15	0.01	0.08	70.20
合计	10.48	100.00	16.16	12.46	100.00	7.80	6.20	100.00	8.67

注：其他收入包括旅发集团的水电费差价、停车场收费以及物业管理费；尾差系四舍五入所致  
资料来源：联合资信根据旅发集团审计报告及财务报表整理

### 2. 业务经营分析

#### 旅游工程施工

跟踪期内，受工程项目数量增加影响，旅发集团旅游工程施工业务收入同比大幅增长，但毛利率水平大幅下降。未来三年，旅发集团在建及拟建旅游工程施工项目投资规模较大，旅发集团面临一定资本支出压力。

跟踪期内，旅发集团旅游工程施工板块的业务运营模式和账务处理方式等未发生重大变化。2018年起，旅发集团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。

项目前期资金由旅发集团垫付，代建费比例为3%~5%，旅发集团将成本加成代建费确认为收入，瘦西湖管委会根据旅发集团实际情况予以回款。

2020年，旅发集团旅游工程施工业务确认收入6.27亿元，毛利率为3.42%；毛利率水平同比大幅降低，主要系2019年确认的部分往年旅游基础设施建设项目代建费加成比例较高<sup>7</sup>所致；2021年1-3月，旅发集团实现旅游工程施工业务收入2.17亿元，相当于2020年全年的34.64%，毛利率为3.30%，较2020年基本持平。2020年

<sup>7</sup> 2018年以前，旅发集团与瘦西湖管委会就具体项目签订《建设工程委托代建合同》，扬州市财政局和瘦西湖管委会共同支付旅发集团开发建设的费

用，并在总投资额的基础上支付20%的管理服务费作为旅发集团经营收入。



和 2021 年 1—3 月，旅发集团分别收到旅游工程施工回款 11.53 亿元和 4.00 亿元，项目回款效率尚可。

截至 2021 年 3 月底，旅发集团已完工未决算的代建项目余额为 20.57 亿元，主要包括宋夹城—考古遗址公园、宋夹城旅游配套工程、世界动物之窗、长春路综合改造项目、扬菱路景观提升工程等项目。

截至 2021 年 3 月底，旅发集团在建旅游基础设施项目预计总投资 30.50 亿元，已完成投资 20.97 亿元，未来三年计划投资 8.14 亿元；拟建项目合计总投资 31.81 亿元。旅发集团在建及拟建项目未来投资规模较大，旅发集团面临一定资本支出压力。

唐子城综合保护项目是旅发集团的重点在建项目。2016 年，旅发集团作为劣后方与中保投资有限责任公司（以下简称“中保投”）以及招商证券资产管理有限公司（以下简称“招商资

管”）共同出资成立中保投京杭大运河（扬州）生态基金合伙企业（以下简称“中保投基金”），募投资金 20.00 亿元，投资于唐子城综合保护项目的棚户区拆迁工作，旅发集团出资 2.00 亿元，招商资管作为优先级有限合伙人出资 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，向旅发集团支付款项。受国家文物保护政策影响，跟踪期内，唐子城综合保护项目处于维护状态，旅发集团未进行大规模建设和开发。截至 2021 年 3 月底，唐子城综合保护项目已完成投资 18.26 亿元，主要是用作棚户区拆迁工作，累计确认收入 7.54 亿元。

表 4 截至 2021 年 3 月底旅发集团主要在建和拟建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算总额	已投资金额	资金来源		计划投资额		
			自有资金	银行贷款	2021 年 4-12 月	2022 年	2023 年
唐子城综合保护项目	20.00	18.26	2.00	18.00	0.05	0.00	0.00
槐泗河支流整治工程	3.50	1.09	1.05	2.45	0.54	1.00	0.87
江平路快速化改造工程	4.00	0.95	1.20	2.80	0.20	1.51	1.34
瘦西湖水系清水工程	3.00	0.67	0.90	2.10	0.33	1.00	1.00
<b>在建项目合计</b>	<b>30.50</b>	<b>20.97</b>	<b>5.15</b>	<b>25.35</b>	<b>1.12</b>	<b>3.51</b>	<b>3.51</b>
国药控股二期	2.30	--	1.61	0.69	1.50	0.70	0.10
景区综合交通（四条道路）	0.61	--	0.427	0.183	0.26	0.30	0.05
服务型机器人研发中心	25.00	--	17.50	7.50	4.00	5.00	5.00
景区污水达标区建设	2.90	--	2.03	0.87	0.5	1.5	0.9
红园改造	1.00	--	0.70	0.30	0.7	0.25	0.05
<b>拟建项目合计</b>	<b>31.81</b>	<b>--</b>	<b>22.27</b>	<b>9.54</b>	<b>6.96</b>	<b>7.75</b>	<b>6.1</b>

注：上述表格中唐子城综合保护项目纳入政府预算，其他项目执行 2018 年后运营模式，尾差系四舍五入所致  
资料来源：旅发集团提供

### 旅游景区运营

跟踪期内，旅发集团旅游景区运营业务仍具备专营性，但新冠肺炎疫情对景区运营造成一定冲击，旅发集团旅游景区运营收入同比大幅下降。

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”。旅发集团的旅游经营收入主要来自瘦西湖风景区的门

票收入。

跟踪期内，瘦西湖景区在票价政策、运营模式等方面未发生重大变化。根据扬州市政府于 2018 年颁布的《扬州市政府 2018 年 3 号文》，旅发集团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，旅发集团还根据文件要求推出瘦西湖、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。

2020年初国内爆发新冠肺炎疫情,受此影响瘦西湖风景区于2020年1月24日关闭,虽然景区于2020年2月21日已重新开放,但全年入园游客量仍较2019年大幅减少62.09%至116.00万人次。2020年,旅发集团旅游经营业务实现收入2.05亿元,同比大幅下降38.07%,其中包括瘦西湖公园门票经营收入0.90亿元,游船及其他收入1.15亿元。

2021年1-3月,旅发集团旅游经营业务实现收入0.71亿元,相当于2020年全年的34.49%,联合资信将持续关注新冠肺炎疫情对旅发集团旅游景区经营带来的影响。

#### 古典园林施工

**2020年,受旅发集团承接的古典园林施工项目增加影响,该板块业务收入同比有所增长,毛利率水平保持稳定。**

跟踪期内,旅发集团古典园林施工板块的业务运营模式和账务处理方式等未发生重大变化。旅发集团古典园林施工业务由子公司扬州园林负责。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2021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。

2020年,旅发集团古典园林施工业务新签合同额为3.00亿元,较上年下降32.13%,主要为瘦西湖景区内的古典园林施工业务,单个合同金额位于1.00万元~1600.00万元之间。

截至2021年3月底,扬州园林共有100万元以上的在手合同101个,合同金额合计15.65亿元。2020年,旅发集团古典园林施工业务实现营业收入3.45亿元,同比增长12.55%;毛利率为13.16%,较上年变化不大。2021年1-3月,旅发集团古典园林施工业务收入为3.05亿元,

毛利率为7.41%。

#### 园林设计

**2020年,园林设计业务收入规模仍较小,毛利率保持稳定。**

跟踪期内,旅发集团园林设计板块的业务运营模式和账务处理方式等未发生重大变化。旅发集团园林设计业务仍由子公司扬州园林设计院有限公司负责。扬州园林设计院有限公司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。

2020年以来,旅发集团完成的园林设计项目有江苏省委省政府大院北山景观提升及景观会议室、周口市淮阳区城市风貌提升工程、维扬经济开发区8个公园、平山乡学士路社区口袋公园景观设计、红园地块前期改造设计、曹集乡高速连接处景观绿化设计项目、扬子江北路东侧沿街环境整治工程、景区江平东路停车换乘中心研究、白塔路环境提升方案设计等。

2020年和2021年1-3月,旅发集团园林设计业务分别实现收入0.13亿元和0.09亿元,毛利率分别为23.08%和14.54%,整体规模仍较小。

#### 房地产开发

**2020年,旅发集团房地产开发业务仅实现少量车库及车位销售收入,无在建及拟建项目。**

旅发集团已完工房地产开发项目已基本销售完毕,截至2021年3月底,旅发集团在售商品房仅有新苑商业广场项目,该项目总投资额1.55亿元,已投资1.36亿元,剩余可出售面积0.29万平方米(为5套商铺),累计实现销售1.00亿元。

2020年和2021年1-3月,旅发集团房地产开发业务分别确认收入848.28万元和301.60万元,毛利率分别为72.08%和22.85%,整体规模较小。

#### 其他自营业务

**跟踪期内,旅发集团明确了部分自营项目的资产权属关系与管理使用权责,但自营项目实现的收入规模仍较小。**

旅发集团其他自营项目主要为房屋建筑物等资产的对外租赁,实现收入计入“租赁业务”

板块。跟踪期内，旅发集团就部分自营项目与瘦西湖管委会和瘦西湖景区内其他兄弟单位达成资产委托经营管理协议或租赁协议，明确了资产权属关系与管理使用权责。2020年和2021年1—3月，旅发集团各类资产租赁分别实现收入0.37亿元和0.14亿元，整体规模较小。

截至2021年3月底，旅发集团已投入运营的自营项目主要包括九龙湖生态度假旅游观光项目、中医药养生基地、官河环境整治及商务综合体建设项目、傍花村工程、笔架山温泉、友谊酒店和柏联国际度假社区等项目。其中，九龙湖生态度假旅游观光项目因涉及农用地，项目暂停开发，待厘清相关土地问题后继续投入；中医药养生基地和官河环境整治及商务综合体建设项

目均已投入运营，分别由扬州大医精诚健康养生发展有限公司和子公司扬州瘦西湖旅游商务管理集团有限公司实际运营；傍花村工程、笔架山温泉、友谊酒店和柏联国际度假社区项目由旅发集团（该公司控股股东及实际控制人为扬州市人民政府，扬州市人民政府授权瘦西湖管委会履行出资人职责）实际运营。

截至2021年3月底，旅发集团主要在建自营项目包括瘦西湖路新金融商务综合体、平山文创中心和国药医疗应急物资冷链储备中心建设工程，在建自营项目预算总投资8.60亿元，已投资5.26亿元，建设完成后由旅发集团对外出租。

表5 截至2021年3月底旅发集团主要在建自营项目情况表（单位：万元）

项目名称	预算总额	已投资金额	计划投资额		
			2021年 4—12月	2022年	2023年
瘦西湖路新金融商务综合体	51780.00	43400.00	3000.00	2000.00	--
平山文创中心	11000.00	6500.00	3000.00	1500.00	--
国药医疗应急物资冷链储备中心建设工程	23237.00	2725.35	9200.00	7000.00	--
<b>合计</b>	<b>86017.00</b>	<b>52625.35</b>	<b>15200.00</b>	<b>10500.00</b>	<b>--</b>

资料来源：旅发集团提供

### 3. 未来发展

旅发集团依托于瘦西湖景区，未来仍将以旅游基础设施建设和旅游景区运营为主业，但同时也将继续扩大自身经营性业务，加大多领域投资力度，通过设立区域产业基金等方式，服务于瘦西湖景区发展，引导资本向瘦西湖景区重点行业、关键领域和优势企业集中。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

旅发集团提供了2020年度财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。旅发集团提供的2021年一季度财务报表未经审计。

截至2021年3月底，旅发集团有纳入合并范围一级子公司17家。其中，2020年旅发集团

合并范围内通过新设方式新增3家子公司，2021年1—3月旅发集团合并范围无变化。合并范围变化对旅发集团财务数据可比性影响小。

截至2020年底，旅发集团资产总额272.76亿元，所有者权益114.00亿元（其中少数股东权益18.47亿元）。2020年，旅发集团实现营业收入12.46亿元，利润总额3.19亿元。

截至2021年3月底，旅发集团资产总额293.88亿元，所有者权益合计114.29亿元（其中少数股东权益18.58亿元）；2021年1—3月，旅发集团实现营业收入6.20亿元，利润总额0.39亿元。

### 2. 资产质量

2020年，受应收往来款增加和项目投入等影响，旅发集团资产规模小幅增长；旅发集团资产中存货、应收类款项、投资性房地产和在建工程占比仍较大，资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2020 年底，旅发集团资产总额 272.76 亿元，较 2019 年底增长 4.13%，其中流动资产占 54.38%，非流动资产占 45.62%，旅发集团资产规模和结构较上年底变化不大。

表 6 旅发集团主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	26.92	10.28	20.32	7.45	27.03	9.20
应收账款	11.27	4.30	11.58	4.24	10.95	3.72
预付款项	6.76	2.58	7.69	2.82	11.39	3.87
其他应收款	33.53	12.80	43.45	15.93	44.10	15.01
存货	59.68	22.79	64.15	23.52	67.56	22.99
其他流动资产	1.28	0.49	1.06	0.39	1.30	0.44
<b>流动资产合计</b>	<b>139.44</b>	<b>53.23</b>	<b>148.34</b>	<b>54.38</b>	<b>162.43</b>	<b>55.27</b>
投资性房地产	68.73	26.24	77.48	28.40	76.83	26.14
在建工程	41.33	15.78	31.11	11.40	34.48	11.73
无形资产	7.57	2.89	7.60	2.79	8.33	2.84
<b>非流动资产合计</b>	<b>122.50</b>	<b>46.77</b>	<b>124.43</b>	<b>45.62</b>	<b>131.46</b>	<b>44.73</b>
<b>资产总额</b>	<b>261.94</b>	<b>100.00</b>	<b>272.76</b>	<b>100.00</b>	<b>293.88</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据旅发集团审计报告和财务报表整理

2020年底，旅发集团流动资产148.34亿元，较上年底增长6.38%；结构上仍以货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货为主。旅发集团货币资金较上年底下降24.52%至20.32亿元，货币资金中有1.70亿元受限资金，受限比例为8.37%，主要为定期存单质押和保证金。旅发集团应收账款11.58亿元，较上年底小幅增长2.70%，其中对政府单位及关联方的应收账款账面余额为11.40亿元，未计提坏账准备；按照账龄分析法合计计提坏账准备的应收账款为0.19亿元，占比较小，平均账龄较长，累计计提坏账准备195.32万元；对瘦西湖管委会的应收账款余额为11.23亿元，占比为96.82%，集中度高。旅发集团预付款项7.69亿元，较上年底同比增长13.73%，主要系预付工程款增加所致。旅发集团其他应收款主要为往来款，2020年底为43.45亿元，较上年底增长29.59%，主要系对瘦西湖管委会、扬州市瘦西湖建设发展有限公司等单位应收往来款增加所致。旅发集团存货64.15亿元，较上年底增长7.48%，主要系旅游工程施工投入增加所致；旅发集团存货主要由旅游工程施工项目投入成本（占94.04%）和房地产开发成本（占5.84%）构成，未计提跌价准备。

2020年底，旅发集团非流动资产124.43亿

元，较上年底小幅增长1.58%；旅发集团非流动资产主要由投资性房地产、在建工程和无形资产构成。旅发集团投资性房地产77.48亿元，较上年底增长12.73%，主要系在建工程转入和公允价值变动所致；旅发集团投资性房地产主要由土地使用权（占61.97%）和房屋建筑物（占38.03%）构成，均采用公允价值计量；土地使用权是旅发集团的商业用地，主要位于瘦西湖风景区周边，房屋建筑物为友谊酒店、傍花村工程、笔架山温泉等自营项目；旅发集团将投资性房地产中的42.55亿元用作借款抵押。旅发集团在建工程中主要为自营项目以及部分旅游基础设施建设项目，2020年底为31.11亿元，较上年底下降24.74%，主要系房屋建筑物转入投资性房地产所致。旅发集团无形资产7.60亿元，较上年底变化不大，主要由土地使用权构成。

2021年3月底，旅发集团资产293.88亿元，较上年底增长7.74%，主要来自货币资金、预付款项、存货、在建工程和长期股权投资的增加。其中流动资产162.43亿元，占比55.27%，资产构成较2020年底变化不大。

2021年3月底，旅发集团受限资产规模49.68亿元，占资产总额的16.91%，主要系借款抵押所致；其中受限投资性房地产42.55亿元，



受限货币资金 1.70 亿元，受限无形资产 5.43 亿元。

### 3. 资本结构

跟踪期内，受赎回其他权益工具影响，旅发集团所有者权益小幅下降；旅发集团短期债务占比下降，但债务规模继续增长，整体债务负担仍较重，2022 年面临一定集中偿付压力。

#### 所有者权益

2020 年底，旅发集团所有者权益为 114.00 亿元，较上年底下降 4.41%，主要系其他权益工具（旅发集团发行的永续期中期票据“17 瘦西湖 MTN001”）提前赎回所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.79%，少数股东权益占比为 16.21%。旅发集团归属于母公司所有者权益 95.52 亿元，主要由实收资本（占 20.94%）、资本公积（占 37.33%）、其他综合收益（占 18.03%）和未分配利润（占 20.95%）构成。其中实收资本 20.00 亿元，资本公积 35.66 亿元，较上年底均未发生变化。

2021 年 3 月底，旅发集团所有者权益合计 114.29 亿元，规模和结构较上年底变动不大。整体看，旅发集团所有者权益稳定性较好。

#### 负债

2020 年底，旅发集团负债总额 158.77 亿元，较上年底增长 11.28%，主要来自长期借款和应付债券的增加；结构上看，非流动负债占比 69.61%，较上年底大幅上升 23.53 个百分点。

2020 年底，旅发集团流动负债 48.25 亿元，较上年底下降 37.28%，主要系短期有息债务到期偿还所致；旅发集团流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2020 年底，旅发集团短期借款 17.30 亿元，较上年底下降 30.66%；旅发集团短期借款主要为质押借款（占 24.86%）、抵押借款（占 17.34%）、保证借款（占 45.09%）和信用借款（占 12.72%）。旅发集团应付账款 3.95 亿元，较上年底增长 126.38%，主要系应付工程款增长所致。旅发集团其他应付款 4.80 亿元，较上年底下降 8.67%，主要系应付往来款减少所致；旅

发集团其他应付款主要为往来款、投资款、押金及保证金。旅发集团一年内到期的非流动负债 17.00 亿元，较上年底增长下降 46.51%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。本报告将其他应付款中有息部分纳入短期债务核算。

2020 年底，旅发集团非流动负债 110.52 亿元，较上年底增长 68.10%；结构上主要由长期借款、应付债券、递延所得税负债和其他非流动负债构成。2020 年底，旅发集团长期借款 50.03 亿元，较上年底增长 122.42%，主要系项目建设产生的融资需求增长所致；旅发集团长期借款主要为抵押借款（占 35.52%）和保证借款（占 49.52%），期限以 2~15 年为主，利率位于 3.85%~5.46% 之间。旅发集团应付债券 45.44 亿元，较上年底增长 43.17%，主要系当期发行中期票据、非公开定向债务融资工具和理财直融产品所致。旅发集团长期应付款 0.77 亿元，较上年底下降 72.01%，全部为融资租赁借款。旅发集团其他非流动负债 5.00 亿元，全部为 2020 年新增的债权融资计划。本报告将长期应付款和其他非流动负债中有息部分纳入长期债务核算。

2020 年底，旅发集团全部债务 135.89 亿元，较上年底增长 11.20%；其中长期债务占 74.50%，占比较上年底增加 27.88 个百分点。旅发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所上升。

表 7 旅发集团债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021年3月
短期债务	65.24	34.65	37.53
长期债务	56.97	101.24	119.08
全部债务	122.20	135.89	156.61
资产负债率	54.47	58.21	61.11
全部债务资本化比率	50.61	54.38	57.81
长期债务资本化比率	32.33	47.04	51.03

注：其他应付款、其他流动负债中有息部分已计入短期债务，长期应付款、其他非流动负债中有息部分已计入长期债务  
资料来源：联合资信根据旅发集团审计报告和财务报表整理

2021 年 3 月底，旅发集团负债总额 179.59 亿元，较上年底增长 13.12%，主要来自长期借款增加；其中流动负债占 28.53%，非流动负债占 71.47%，旅发集团负债结构较上年底变化不



大。

2021年3月底，旅发集团全部债务156.61亿元，较2020年底增长15.25%。旅发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率继续上升，分别为61.11%、57.81%和51.03%，债务负担进一步加重。

2021年4—12月以及2022—2023年，旅发集团分别需偿还的债务规模为26.85亿元、31.94亿元和25.63亿元，未来旅发集团面临一定的集中偿付压力。

#### 4. 盈利能力

**2020年，旅发集团收入规模和利润总额同比均有所增长，但营业利润率大幅下降，非经常性损益对旅发集团利润总额的贡献仍较大。**

2020年，旅发集团营业收入为12.46亿元，同比增长18.84%；同期，旅发集团营业成本为11.48亿元，同比增长30.70%；受旅游工程施工和旅游经营业务毛利率下降影响，旅发集团营业利润率同比下降8.53个百分点至7.02%。

旅发集团期间费用主要为管理费用，2020年为0.65亿元，同比下降1.93%，占营业收入的5.24%，旅发集团费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2020年，旅发集团公允价值变动收益为1.90亿元，全部为投资性房地产的公允价值变动；投资收益为0.94亿元，主要为长期股权投资收益；其他收益为0.06亿元，为政府补助资金。同期，旅发集团实现利润总额3.19亿元，非经常性损益对旅发集团利润总额的贡献较大。

盈利指标方面，2020年旅发集团总资产收益率和净资产收益率分别为0.89%和1.96%，分别同比上升0.47个和1.12个百分点。

2021年1—3月，旅发集团实现营业收入6.20亿元，相当于2020年全年营业收入的49.75%；实现利润总额0.39亿元；同期，旅发集团营业利润率为8.36%，较2020年有所回升。

表8 旅发集团盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年1—3月
营业收入	10.48	12.46	6.20
营业成本	8.79	11.48	5.66
公允价值变动收益	0.18	1.90	--
投资收益	0.27	0.94	0.01
其他收益	0.12	0.06	0.01
利润总额	1.28	3.19	0.39
营业利润率	15.55	7.02	8.36
总资产收益率	0.42	0.89	--
净资产收益率	0.84	1.96	--

资料来源：联合资信根据旅发集团审计报告及财务报表整理

#### 5. 现金流分析

**2020年，受往来款支出规模减少影响，旅发集团经营活动现金流转为净流入状态；投资活动继续净流出，未来随着旅发集团在建和拟建项目的持续投入，旅发集团面临一定的对外筹资压力。**

经营活动方面，2020年，旅发集团经营活动现金流入13.86亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为13.06亿元，较上年变化不大，主要由代建项目回款、景区收入及其他业务回款构成；同期，旅发集团现金收入比为104.83%，收入实现质量尚可。2020年，旅发集团经营活动现金流出11.75亿元，其中旅发集团购买商品、接受劳务支付的现金为7.09亿元，主要是旅发集团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为3.63亿元，主要是往来款。受旅发集团往来款现金流出规模下降影响，2020年旅发集团经营活动产生的现金流量净额由负转正，净流入规模为2.12亿元。

投资活动方面，2020年，旅发集团投资活动现金流入和流出规模同比均大幅下降。投资活动现金流入0.20亿元，主要是收回投资收到的现金0.18亿元，为旅发集团赎回理财产品的资金；同期，旅发集团购建固定资产、无形资产等支付的现金4.86亿元，同比下降73.78%，为旅发集团自营项目和景区维护等投入的资金。2020年，旅发集团投资活动现金流量净额为-7.10亿元。

表9 旅发集团现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2019年	2020年	2021年 1-3月
经营活动现金流入量	13.92	13.86	14.08
经营活动现金流出量	15.85	11.75	19.46
经营活动产生的现金流量净额	-1.94	2.12	-5.38
现金收入比	126.46	104.83	138.18
投资活动产生的现金流量净额	-14.27	-7.10	-8.28
筹资活动产生的现金流量净额	13.07	-3.31	20.37

资料来源:联合资信根据旅发集团审计报告及财务报表整理

筹资活动方面,2020年,旅发集团筹资活动现金流入91.94亿元,主要为取得借款和发行债券收到的现金;同期,旅发集团筹资活动现金流出95.25亿元,主要用来偿还债务本息。2020年,旅发集团筹资活动现金流量净额为-3.31亿元。

2021年1-3月,旅发集团经营活动现金流量净额为-5.38亿元,投资活动现金流量净额为-8.28亿元,筹资活动现金流量净额为20.37亿元。

## 6. 偿债能力

**旅发集团短期和长期偿债能力指标均较弱;考虑到旅发集团是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营平台,能持续得到扬州市政府和瘦西湖管委会的大力支持,旅发集团整体偿债能力很强。**

从短期偿债能力指标看,受流动负债规模减少影响,2020年底旅发集团流动比率和速动比率同比均大幅增长,分别为307.43%和174.48%。2020年,旅发集团经营现金流动负债比为4.38%。2020年底和2021年3月底,旅发集团现金短期债务比分别为0.59倍、0.72倍,现金类资产对短期债务保障能力较弱。旅发集团短期偿债指标表现较2019年底有所改善,但短期偿债能力仍较弱。

从长期偿债能力指标看,2020年旅发集团EBITDA为3.40亿元,同比增长145.10%。EBITDA利息倍数为0.49倍,EBITDA对利息支出的覆盖程度较弱。全部债务/EBITDA为39.95倍。旅发集团长期偿债能力指标较弱。

截至2021年3月底,旅发集团对外担保余

额为39.98亿元,担保比率为34.98%,被担保企业主要为扬州市内国有企业和行政事业单位(详见附件2),但规模较大,旅发集团面临一定或有负债风险。

截至2021年3月底,旅发集团获得银行授信额度合计133.98亿元,已使用107.04亿元,尚未使用26.94亿元,旅发集团间接融资渠道尚可。

## 7. 母公司财务分析

**旅发集团资产和收入主要来源于母公司,母公司负债水平较高。**

2020年底,母公司资产总额为265.30亿元,较2019年底增长4.66%,其中流动资产占56.76%,非流动资产占43.24%。从构成上看,流动资产主要由货币资金、应收账款、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。

2020年底,母公司所有者权益合计96.77亿元,较2019年底下降4.85%,主要由实收资本(占20.67%)、资本公积(占35.81%)、其他综合收益(占17.76%)和未分配利润(占23.05%)构成。

2020年底,母公司负债合计168.53亿元,较2019年底增长11.04%,其中流动负债占36.88%,非流动负债占63.12%;流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成,非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2020年底,母公司资产负债率为63.52%,较2019年底上升3.65个百分点。

2020年,母公司实现营业收入10.14亿元,利润总额3.41亿元。

2021年3月底,母公司资产总额285.73亿元,所有者权益为97.02亿元;2021年1-3月,母公司实现营业收入2.85亿元,利润总额为0.25亿元。

## 八、结论

综合评估,联合资信确定维持旅发集团的主体长期信用等级为AA+,评级展望为稳定。

## 附件 1-2 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司主要财务数据及指标

(合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	30.09	26.92	20.42	27.14
资产总额 (亿元)	243.29	261.94	272.76	293.88
所有者权益 (亿元)	111.07	119.26	114.00	114.29
短期债务 (亿元)	28.27	65.24	34.65	37.53
长期债务 (亿元)	82.76	56.97	101.24	119.08
全部债务 (亿元)	111.02	122.20	135.89	156.61
营业收入 (亿元)	10.44	10.48	12.46	6.20
利润总额 (亿元)	2.02	1.28	3.19	0.39
EBITDA (亿元)	2.17	1.39	3.40	--
经营性净现金流 (亿元)	2.80	-1.94	2.12	-5.38
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	0.90	1.05	1.09	--
存货周转次数 (次)	0.19	0.15	0.19	--
总资产周转次数 (次)	0.04	0.04	0.05	--
现金收入比 (%)	199.14	126.46	104.83	138.18
营业利润率 (%)	12.30	15.55	7.02	8.36
总资本收益率 (%)	0.67	0.42	0.89	--
净资产收益率 (%)	1.35	0.84	1.96	--
长期债务资本化比率 (%)	42.70	32.33	47.04	51.03
全部债务资本化比率 (%)	49.99	50.61	54.38	57.81
资产负债率 (%)	54.35	54.47	58.21	61.11
流动比率 (%)	315.67	181.25	307.43	317.03
速动比率 (%)	177.09	103.67	174.48	185.17
经营现金流动负债比 (%)	6.87	-2.52	4.38	--
全部债务/EBITDA (倍)	51.17	88.04	39.95	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.44	0.26	0.49	--
现金短期债务比 (倍)	1.06	0.41	0.59	0.72

注: 1. 2021 年一季度财务数据未经审计; 2. 其他应付款、其他流动负债中有息部分已计入短期债务, 长期应付款、其他非流动负债中有息部分已计入长期债务; 3. 尾差系四舍五入所致

### 附件 1-3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100% (2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/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 1-4-1 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 1-4-2 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



## 附件 2 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>和C<sub>sf</sub>。除AAA<sub>sf</sub>级、CCC<sub>sf</sub>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。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA <sub>sf</sub>	还本付息能力极强，违约风险极低
AA <sub>sf</sub>	还本付息能力很强，违约风险很低
A <sub>sf</sub>	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB <sub>sf</sub>	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB <sub>sf</sub>	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B <sub>sf</sub>	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC <sub>sf</sub>	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC <sub>sf</sub>	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C <sub>sf</sub>	不能偿还债务

## 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。