

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《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 2019 年跟踪评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月三十日



信用等级公告

联合〔2019〕2355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 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“优先级资产支持票据”的信用等级为 AA⁺_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月三十日



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 2019 年跟踪评级报告

评级结果：

票据名称	本次跟踪评级			首次评级		
	金额 (万元)	占比 (%)	评级 结果	金额 (万元)	占比 (%)	评级 结果
优先级资产支持票据	209000.00	95.00	AA ⁺ _{sf}	209000.00	95.00	AA ⁺ _{sf}
次级资产支持票据	11000.00	5.00	NR	11000.00	5.00	NR
合计	220000.00	100.00	—	220000.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

跟踪评级基准日：

信托设立日：2018 年 11 月 1 日
 票据预计到期日：2033 年 11 月 1 日
 本次跟踪期间：2018 年 11 月 1 日~2019 年 7 月 30 日
 跟踪基准日：2019 年 7 月 30 日

跟踪评级报告日：

2019 年 7 月 30 日

分析师

马莉 欧阳睿

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 9 层（100022）

网址：http://www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（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”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跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“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”的基础资产现金流实现情况良好，考虑到差额补足义务人扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“瘦西湖旅发”）的履约能力很强，主体长期信用等级维持 AA⁺。

鉴于此，联合资信确定维持本交易优先级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。

优势

1. 本交易设置了差额支付安排，当信托账户内可供分配的资金不足以按照交易文件的约定支付至应付的优先级资产支持票据本金时，瘦西湖旅发作为差额支付人承诺对差额部分承担补足义务。联合资信给予瘦西湖旅发的主体长期信用等级维持 AA⁺，评级展望为稳定，其作为差额支付人能够为优先级资产支持票据提供很强的流动性支持及信用支持。

关注及风险缓释

1. 扬州瘦西湖景区自信托成立日至跟踪基准日，实现门票收入 14553.23 万元，占 2018 年预测收入的 64.20%，根据交易文件约定，资产服务机构应按月在归集日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，并应按季在回收款转付日将归集账户的归集资金转付至信托账

户，截至跟踪基准日，有 14300.00 万元划转至信托账户，存在一定的资金混同风险。
风险缓释：截止跟踪基准日，划转至信托账户的资金可足额支付下一个兑付日优先级票据本息，同时，本交易设置了差额支付机制，瘦西湖旅发作为差额支付人对优先级资产支持票据本息的及时足额偿付提供连带责任差额补足义务，上述安排能够很好地缓释上述风险。

2. 本交易优先级资产支持票据的信用等级对差额支付人的主体长期信用级别依赖程度很高。跟踪期内，瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发的资产流动性弱；瘦西湖旅发在建和拟建自营项目较多，未来面临一定的对外融资压力；瘦西湖旅发利润对非经常损益的依赖大，公司整体盈利能力较弱；瘦西湖旅发债务规模不断增长，债务负担加重。

风险缓释：联合资信将对瘦西湖旅发的偿债能力及偿债意愿持续关注。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司和发行人长安国际信托股份有限公司提供，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扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司/长安国际信托股份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/长安国际信托股份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。
- 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，未因扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司/长安国际信托股份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。
- 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“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”项下优先级资产支持票据到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概要

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“瘦西湖旅发”）按照国内现行的有关法律及规章，将其享有的特定期间的门票收益权，即根据蜀冈-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，瘦西湖旅发享有的收取从瘦西湖公园管理处划付至瘦西湖旅发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优先级资产支持票据，瘦西湖旅发自持全部次级资产支持票据。投资者通过购买并持有该

等资产支持票据取得本信托项下相应的信托受益权。

本交易共设置两档资产支持票据，优先级资产支持票据和次级资产支持票据（以下简称“票据”），优先级票据采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，实际发行利率为6.00%，预计存续期限为15年，优先级票据按年偿付利息，并依据本金偿付安排偿付本金；次级票据不设票面利率，仅在各兑付日优先级票据应付本息偿付完毕后获得剩余资金作为次级票据收益。

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。

二、票据兑付

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，其中优先级票据20.90亿元，次级票据1.10亿元。截至本次跟踪基准日，本票据尚未开始兑付。

表1 资产支持票据概况

	本次票据跟踪基准日			信托设立日		
	金额 (万元)	占比 (%)	执行利率 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	发行利率 (%)
优先级资产支持票据	209000.00	95.00	6.00	209000.00	95.00	6.00
次级资产支持票据	11000.00	5.00	—	11000.00	5.00	—
合计	220000.00	100.00	—	220000.00	100.00	—

三、基础资产及现金流

本交易的基础资产为委托人瘦西湖旅发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蜀冈-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，瘦西湖旅发享有的收取从瘦西湖公园管理处划付至瘦西湖旅发的门票收入的权利。

1. 现金流表现

本交易的基础资产为委托人瘦西湖旅发享有的特定期间的门票收益权，2018年11月-2019年7月，该等门票收入情况如下：

表 2 门票收入情况

月份	门票收入(万元)
2018.11	587.48
2018.12	165.55
2019.1	1657.16
2019.2	1794.81
2019.3	1785.70
2019.4	3797.52
2019.5	4040.09
2019.6	406.21
2019.7 ¹	318.72
合计	14553.23

截止跟踪基准日，扬州瘦西湖景区实现门票收入 14553.23 万元，占 2018 年预测收入的 64.20%，收入情况良好，根据交易文件约定，资产服务机构应每月在归集日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，并应按季在回收款转付日将归集账户的归集资金转付至信托账户，截至跟踪基准日，有 14300.00 万元划转至信托账户，存在一定的资金混同风险。

2. 未来现金流及压力测试

为直观展示基础资产现金流对优先级票据偿付的保障程度，联合资信假设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内外部环境未出现重大变化，因此，在现金流评估机构初始预测基础上参照首评压力标准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，测算在一般情景下优先级票据的偿债覆盖倍数水平，以判断本交易的现金流入状况对优先级票据本息支出的保障程度。此外，联合资信考虑到游客数量及门票价格的下降会影响优先级票据各期的 DSCR 水平，联合资信对预期收入进行了单因素压力测算。预期收入

下降 15%情景下测算结果，详见表 3 和表 4。

表 3 一般情景下优先级 DSCR 水平

单位：万元、倍

兑付日(期)	可分配资金	预计税费及优先级本息支出(发行利率 6.0%)	DSCR
1	22667.80	14731.44	1.54
2	23801.19	16347.23	1.46
3	24991.25	17044.24	1.47
4	26240.82	17617.78	1.49
5	27552.86	19051.47	1.45
6	28930.50	20376.40	1.42
7	30377.02	21622.79	1.40
8	31895.88	22699.95	1.41
9	33490.67	24138.58	1.39
10	35165.20	25441.24	1.38
11	36923.46	26629.01	1.39
12	38769.64	28078.69	1.38
13	40708.12	29826.28	1.36
14	42743.52	31383.53	1.36
15	44880.70	33195.78	1.35

表 4 预期收入下降 15%情景下 DSCR

单位：万元、倍

兑付日(期)	可分配资金	预计税费及优先级本息支出(发行利率 6.0%)	DSCR
1	19267.63	14731.44	1.31
2	20231.01	16347.23	1.24
3	21242.57	17044.24	1.25
4	22304.69	17617.78	1.27
5	23419.93	19051.47	1.23
6	24590.92	20376.40	1.21
7	25820.47	21622.79	1.19
8	27111.49	22699.95	1.19
9	28467.07	24138.58	1.18
10	29890.42	25441.24	1.17
11	31384.94	26629.01	1.18
12	32954.19	28078.69	1.17
13	34601.90	29826.28	1.16
14	36332.00	31383.53	1.16
15	38148.60	33195.78	1.15

¹ 2019.7 为截止 2019 年 7 月 26 日。

测试结果表明，在一般情景和预期收入下降 15% 情景下，优先级票据各期 DSCR 均在 1.15 倍以上，即在此压力情景下，优先级票据的本息可以正常兑付。

总体来看，基础资产现金流实际表现良好，考虑到差额支付人的偿债能力及偿债意愿，本交易优先级票据的违约风险仍属很低。

四、参与机构情况

1. 差额支付人一瘦西湖旅发

本交易的发起机构/资产服务机构/差额支付人为瘦西湖旅发。截至 2018 年底，瘦西湖旅发资产总额 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，瘦西湖旅发实现营业收入 10.44 亿元，利润总额 2.02 亿元。

截至 2019 年 3 月底，瘦西湖旅发资产总额 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，瘦西湖旅发实现营业收入 4.60 亿元，利润总额 0.30 亿元。

(1) 经营分析

作为扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发实现营业收入 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%，主要系瘦西湖旅发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%；受瘦西湖旅发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 年瘦西湖旅发将主营业务中“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，瘦西湖旅发综合毛利率为 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 年瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发实现营业收入 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，瘦西湖旅发营业收入规模有所增长，但毛利率下降明显。

(2) 财务分析

财务概况

瘦西湖旅发提供了 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，瘦西湖旅发提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，瘦西湖旅发合并范围内共有 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，瘦西湖旅发资产总额 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，瘦西湖旅发实现营业收入 10.44 亿元，利润总额 2.02 亿元。

截至 2019 年 3 月底，瘦西湖旅发资产总额 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，瘦西

湖旅发实现营业收入 4.60 亿元，利润总额 0.30 亿元。

资产质量

2018 年底，瘦西湖旅发资产总额 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 5 瘦西湖旅发主要资产构成情况 (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：联合资信根据瘦西湖旅发审计报告整理

2018 年底，瘦西湖旅发流动资产为 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，瘦西湖旅发货币资金为 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，瘦西湖旅发应收账款为 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，瘦西湖旅发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 6 2018 年底瘦西湖旅发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	8.12	93.77

管理委员会		
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：联合资信根据瘦西湖旅发审计报告整理

2018 年底，瘦西湖旅发预付款项为 6.11 亿元，同比增长 65.50%，主要系预付工程款增加所致。

瘦西湖旅发其他应收款主要为往来款，2018 年底，瘦西湖旅发其他应收款为 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，瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发对其计提坏账准备 0.11 亿元。

表 7 2018 年底瘦西湖旅发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：联合资信根据瘦西湖旅发审计报告整理

2018 年底，瘦西湖旅发存货为 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瘦西湖旅发房地产开发成本。

2018 年底，瘦西湖旅发其他流动资产为 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，瘦西湖旅发非流动资产为 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，瘦西湖旅发投资性房地产为 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，瘦西湖旅发将投资性房地产中的 45.16 亿元用作抵押借款。

2018 年底，瘦西湖旅发在建工程为 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，瘦西湖旅发资产总额 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，瘦西湖旅发流动资产为 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，瘦西湖旅发受限资产合计 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，瘦西湖旅发资产规模持续增长；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，瘦西湖旅发资产质量尚可，资产流动性弱。

负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，瘦西湖旅发所有者权益为 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，瘦西湖旅发实收资本为 20.00

亿元，全部为扬州市政府划转的土地使用权；瘦西湖旅发其他综合收益为 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；瘦西湖旅发资本公积为 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，主要由中保投基金构成。

2019 年 3 月底，瘦西湖旅发所有者权益为 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，瘦西湖旅发所有者权益变动不大，稳定性一般。

负债

2018 年底，瘦西湖旅发负债合计 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，瘦西湖旅发流动负债为 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，瘦西湖旅发短期借款为 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，瘦西湖旅发其他应付款为 4.31 亿元，同比增长 82.56%，主要系瘦西湖旅发往来借款增加所致。

2018 年底，瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发非流动负债为 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，瘦西湖旅发长期借款为 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，瘦西湖旅发应付债券为 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，瘦西湖旅发长期应付款为 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，瘦西湖旅发负债总额 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，瘦西湖旅发全部债务为 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，瘦西湖旅发全部债务为 115.26 亿元，较 2018 年底增长 3.82%。

表 8 瘦西湖旅发有息债务情况（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：联合资信根据瘦西湖旅发审计报告整理

债务指标方面，2018 年底，瘦西湖旅发资产负债率、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，瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发存在一定的集中兑付压力。

跟踪期内，瘦西湖旅发债务规模不断增长，以长期债务为主，债务负担加重。

盈利能力

受瘦西湖旅发旅游工程施工和古典园林施工业务增长影响，2018 年瘦西湖旅发实现营业收入 10.44 亿元，同比增长 13.35%，同期，瘦西湖旅发营业成本为 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，瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发利润总额为 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 年瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发实现营业收入 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，瘦西湖旅发营业利润率为 12.25%，较 2018 年下降 0.05 个百分点。

表 9 瘦西湖旅发盈利情况（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

总资本收益率	1.61	0.67
净资产收益率	3.02	1.35

资料来源：联合资信根据瘦西湖旅发审计报告整理

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

现金流

经营活动方面，2018 年瘦西湖旅发经营活动现金流入 23.61 亿元，其中，受公司工程项目回款影响，2018 年瘦西湖旅发销售商品提供劳务收到的现金大幅增加至 20.79 亿元；2018 年，瘦西湖旅发现金收入比为 199.14%，同比上升 101.53 个百分点，收入实现质量较好。2018 年，瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发经营活动现金流量净额为 2.80 亿元。

投资活动方面，2018 年，瘦西湖旅发投资活动现金流入 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，瘦西湖旅发投资活动现金流出 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，瘦西湖旅发投资活动现金流量净额为 -16.84 亿元。

表 10 瘦西湖旅发现金流情况（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：联合资信根据瘦西湖旅发审计报告整理

筹资活动方面，2018年，瘦西湖旅发筹资活动现金流入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；瘦西湖旅发筹资活动现金流出51.16亿元，主要是公司偿还债务支付的现金。2018年，瘦西湖旅发筹资活动现金流量净额为11.70亿元。

2019年1—3月，瘦西湖旅发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，受瘦西湖旅发工程项目回款影响，瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发面临一定的对外筹资压力。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年底，瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发现金类资产分别为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，瘦西湖旅发短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018年，瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发长期偿债能力指标较弱。

截至2018年底，瘦西湖旅发对外担保余额为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，瘦西湖旅发获得银行

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，瘦西湖旅发间接融资渠道尚可。

考虑到瘦西湖旅发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，瘦西湖旅发整体偿债能力很强。

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。

综合评估，联合资信给予瘦西湖旅发的主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。联合资信认为瘦西湖旅发作为本交易的资产服务机构/差额支付人能够很好地履行其相应职责。

2. 其他参与机构

跟踪期内，资金保管机构中信银行股份有限公司南京分行履约和履职能力情况良好，经营状况良好，财务状况稳健。受托机构长安信托财务状况良好，履约和履职能力稳定。

本次跟踪期内，未发生“违约事件”、“贷

款服务机构解任事件”等对信托财产产生重要影响的事项，本交易整体表现良好。

五、结论

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”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跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“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”的基础资产现金流实现情况良好，考虑到差额补足义务人扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“瘦西湖旅发”）的履约能力很强，主体长期信用等级维持 AA⁺。

鉴于此，联合资信确定维持本交易优先级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。

。

附件 1 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 2 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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 3 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）。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_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。除_{sf}级、CCC_{sf}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：

等级		含义
投资级	AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{sf}	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 _{sf}	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，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
违约级	C _{sf}	不能偿还债务。