

# 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 2020 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

二〇二〇年七月三十日



# 信用等级公告

联合〔2020〕2889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 年度资产支持票据”项下“18 瘦西湖 ABN001 优先”的信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年七月三十日



# 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 2020 年跟踪评级报告

## 评级结果：

票据简称	本次跟踪评级			上次跟踪评级		
	金额 (万元)	占比 (%)	评级 结果	金额 (万元)	占比 (%)	评级 结果
18 瘦西湖 ABN001 优先	207240.00	94.96	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	209000.00	95.00	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>
18 瘦西湖 ABN001 次	11000.00	5.04	NR	11000.00	5.00	NR
<b>合计</b>	<b>218240.00</b>	<b>100.00</b>	—	<b>220000.00</b>	<b>100.00</b>	—

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：2019 年 7 月 31 日—2020 年 7 月 18 日  
 基础资产跟踪基准日：2020 年 7 月 18 日（跟踪期内最  
 后一收款期间截止日）  
 票据跟踪基准日：2019 年 11 月 1 日（跟踪期内最后一  
 证券支付日）

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">企业未来应收款项证券化评级方法</a>	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司主体评级结果

公司名称	信用级别	评级展望	评级时间	评级报告
扬州瘦西湖旅 游发展集团有 限公司	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/6/11	<a href="#">阅读全文</a>

## 跟踪评级报告日：

2020 年 7 月 30 日

## 分析师

马莉 欧阳睿 姜源

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，短期内受疫情影响，现金流实现表现较差，但考虑到差额支付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<sup>+</sup>。

鉴于此，联合资信确定维持“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<sup>+</sup><sub>sf</sub>。

## 优势

### 差额支付人瘦西湖旅发偿债能力仍很强。

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<sup>+</sup>，评级展望为稳定，其作为差额支付人能够为“18 瘦西湖 ABN001 优先”提供很强的流动性支持及信用支持。

## 关注及风险缓释

1. **新冠肺炎疫情对景区门票收入产生一定影响。**受新冠肺炎疫情影响，瘦西湖风景区于 2020 年 1 月 24 日—2020 年 2 月 21 日实施闭园，对期间门票收入造成较大影响。

2019年11月—2020年7月瘦西湖风景区累计实现门票收入10556.25万元，同比下降27.46%。

风险缓释：瘦西湖旅发作为差额支付人，对“18瘦西湖ABN001优先”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。联合资信将持续关注新冠肺炎疫情对景区门票收入产生的影响以及未来现金流回款情况。

2. **本交易“18瘦西湖ABN001优先”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，对瘦西湖旅发资金形成占用，非流动资产以投资性房地产和在建工程为主，瘦西湖旅发的资产流动性弱；瘦西湖旅发债务规模持续增长，整体债务负担较重，2020年面临较大的集中偿付压力；瘦西湖旅发部分自营项目由瘦西湖管委会下属其他企业运营，收入不归瘦西湖旅发所有，但相关债务偿还由瘦西湖旅发承担，未来资金平衡方式有待明确；2020年爆发的新冠肺炎疫情对瘦西湖旅发旅游产业带来较大冲击。
- 风险缓释：联合资信将持续关注疫情发展对瘦西湖旅发经营带来的影响，并对其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，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“18瘦西湖ABN001优先”，瘦西湖旅发自持全部“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。

本交易共设置两档票据，“18瘦西湖ABN001优先”和“18瘦西湖ABN001次”，“18瘦西湖ABN001优先”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，“18瘦西湖ABN001优先”按年偿付利息，并依据本金偿付安排偿付本金；“18瘦西湖ABN001次”不设票面利率，仅在各兑付日“18瘦西湖ABN001优先”应付本息偿付完毕后获得剩余资金作为“18瘦西湖ABN001次”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。截至跟踪基准日，尚未发生票面利率调整和票据赎回及回售安排。

## 二、票据兑付

**跟踪期内，本票据应付利息和本金已足额兑付，未触发相关事件。**

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。本次跟踪期内，“18瘦西湖ABN001优先”还本付息均正常，其中获得利息分配12540.00万元，本金分配1760.00万元。“18瘦西湖ABN001次”获得期间收益4812.82万元。截至本次票据跟踪基准日，“18瘦西湖ABN001优先”余额为207240.00万元，占票据规模的94.96%。

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。

表1 资产支持票据概况（单位：万元、%）

票据简称	本次票据跟踪基准日			上次票据跟踪基准日		
	金额	占比	执行利率	金额	占比	发行利率
18 瘦西湖 ABN001 优先	207240.00	94.96	6.00	209000.00	95.00	6.00
18 瘦西湖 ABN001 次	11000.00	5.04	—	11000.00	5.00	—
<b>合计</b>	<b>218240.00</b>	<b>100.00</b>	—	<b>220000.00</b>	<b>100.00</b>	—

## 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

跟踪期内,第一个特定期间,基础资产现金流归集款足够保证期间票据本息的及时足额兑付。新冠肺炎疫情对景区2020年门票收入产生较大影响,随着疫情得到控制,基础资产现金流有望恢复正常,联合资信将持续关注新冠肺炎疫情对景区门票收入产生的影响以及未来现金流回款情况。

本交易的基础资产为委托人瘦西湖旅发享有的特定期限的门票收益权,跟踪期内,扬州瘦西湖景区累计实现门票收入14595.82万元。2019年11月1日-2020年7月18日景区累计实现门票收入10556.25万元,同比下降27.46%,主要系受新冠肺炎疫情影响,瘦西湖风景区于2020年1月24日-2020年2月21日实施闭园,对期间门票收入造成较大影响。

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。根据资产服务机构年度报告,第一个特定期间(2018年10月18日-2019年10月18日)累计归集金额为19313.00万元,占该特定期间预测收入的85.20%,收入情况尚可。截至跟踪基准日,第二个特定期间(2019年10月18日-2020年10月18日)已实现三次回收款转付,累计12265.06万元划转至信托账户,占该特定期间预测收入的51.53%。假定第二个特定期间中未来剩余月份的回款和上年同期保持一致,则预计第二个特定期间共累计归集金额17277.65万元,占该特定期间预测收入的72.59%。联合资信将持续关注新冠肺炎疫情对

景区门票收入产生的影响以及未来现金流回款情况。

### 2. 未来现金流及压力测试

在未来最近一次兑付日对应期间的收入下降不超过27.41%,其他兑付日对应期间的预期收入下降不超过15%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及偿债意愿,本交易“18瘦西湖ABN001优先”的违约风险很低。

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,联合资信考虑到游客数量及门票价格的下降会影响“18瘦西湖ABN001优先”票据各期的DSCR水平,考虑到新冠肺炎疫情等外部环境对短期门票收入的影响,联合资信对预期收入进行了单因素压力测算。预期受疫情影响较大的未来最近一次兑付日对应期间的收入下降27.41%,其他兑付日对应期间的预期收入下降幅度保持首评压力幅度情景下测算结果,详见表3和表4。

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

兑付日	可分配资金	预计税费及“18瘦西湖ABN001优先”本息支出 (发行利率6.00%)	DSCR
1	23801.19	16347.23	1.46
2	24991.25	17044.24	1.47
3	26240.82	17617.78	1.49

4	27552.86	19051.47	1.45
5	28930.50	20376.40	1.42
6	30377.02	21622.79	1.40
7	31895.88	22699.95	1.41
8	33490.67	24138.58	1.39
9	35165.20	25441.24	1.38
10	36923.46	26629.01	1.39
11	38769.64	28078.69	1.38
12	40708.12	29826.28	1.36
13	42743.52	31383.53	1.36
14	44880.70	33195.78	1.35

表 4 预期收入下降 15%（第一个兑付日对应期间预期收入下降 27.41%）情景下 DSCR

（单位：期、万元、倍）

兑付日	可分配资金	预计税费及“18 瘦西湖 ABN001 优先”本息支出（发行利率 6.0%）	DSCR
1	17277.65	16347.23	1.06
2	21242.57	17044.24	1.25
3	22304.69	17617.78	1.27
4	23419.93	19051.47	1.23
5	24590.92	20376.40	1.21
6	25820.47	21622.79	1.19
7	27111.49	22699.95	1.19
8	28467.07	24138.58	1.18
9	29890.42	25441.24	1.17
10	31384.94	26629.01	1.18
11	32954.19	28078.69	1.17
12	34601.90	29826.28	1.16
13	36332.00	31383.53	1.16
14	38148.60	33195.78	1.15

测试结果表明，在一般情景和预期受疫情影响较大的未来最近一次兑付日对应期间的收入下降 27.41%，其他兑付日对应期间的预期收入下降 15%情景下，“18 瘦西湖 ABN001 优先”各期 DSCR 均在 1.00 倍以上，即在此压力情景下，“18 瘦西湖 ABN001 优先”的本息可以正常兑付。

假定第二个特定期间中未来剩余月份的回款和上年同期保持一致，则预计第二个特定期

间累计归集金额占该特定期期间预测收入的 72.59%。根据交易文件相关约定，若在某一年次特定期期间累计转付至信托账户的门票收入低于该年次特定期期间对应的评估机构预测值的 70%，则会触发“提前终止事件”。联合资信将对最近一个特定期期间累计转付至信托账户的门票收入保持关注。

总体来看，跟踪期间，受疫情影响，短期内基础资产现金流实际表现较差。随着疫情得到控制，基础资产现金流有望恢复正常，同时考虑到差额支付人的偿债能力及偿债意愿，本交易“18 瘦西湖 ABN001 优先”的违约风险仍属很低。

#### 四、参与机构情况

##### 1. 发起机构/资产服务机构/差额支付人—瘦西湖旅发

跟踪期内，瘦西湖旅发在财政补贴、资本金注入等方面持续得到政府支持。同时联合资信也关注到，瘦西湖旅发资产流动性弱、债务规模持续增长、存在一定付短期偿付压力以及新冠肺炎疫情对公司经营产生较大冲击等对其信用水平产生的不利影响。综合评估，联合资信确定维持瘦西湖旅发的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。跟踪期内，瘦西湖旅发能够很好地履行其相应职责。

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。跟踪期内，瘦西湖旅发注册资本、股权结构未发生变化。截至 2020 年 3 月底，瘦西湖旅发注册资本及实收资本均为 20.00 亿元，扬州市人民政府为瘦西湖旅发唯一股东及实际控制人，授权扬州市蜀冈—瘦西湖风景区管理委员会（以下简称“瘦西湖管委会”）履行出资人职责。

跟踪期内，瘦西湖旅发经营范围新增“互联网平台建设维护管理”业务。

截至 2020 年 3 月底，瘦西湖旅发本部内设综合部、财务审计部、资本运作部、投资开发部、



项目建设部和资产运营部共6个职能部门，瘦西湖旅发合并范围内共有14家一级子公司。

截至 2019 年底，瘦西湖旅发资产总额 261.94 亿元，所有者权益 119.26 亿元（其中少数股东权益 18.48 亿元）。2019 年，瘦西湖旅发实现营业收入 10.48 亿元，利润总额 1.28 亿元。

截至 2020 年 3 月底，瘦西湖旅发资产总额 267.19 亿元，所有者权益合计 119.53 亿元（其中少数股东权益 18.47 亿元）；2020 年 1—3 月，瘦西湖旅发实现营业收入 5.59 亿元，利润总额 0.32 亿元。

#### （1）经营分析

##### （1.1）经营概况

瘦西湖旅发主要从事**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**。2019 年，瘦西湖旅发营业收入和综合毛利率均有所增长。

2019 年，瘦西湖旅发实现营业收入 10.48 亿元，同比略有增长；其中旅游工程施工收入 2.52 亿元，同比下降 36.34%，主要系完成决算项目减少所致；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，2019 年为 3.31 亿元，同比增长 15.19%；受瘦西湖旅发承接项目增加所致，2019 年古典园林施工收入快速增长至 3.06 亿元；房地产开发业务实现收入 0.97 亿元，同比大幅增长，系瘦西湖旅发老虎山西路住宅和瘦西湖新苑广场项目确认收入所致。

2019 年，瘦西湖旅发业务综合毛利率为 16.16%，同比上升 2.87 个百分点；其中，旅游工程施工业务毛利率为 12.84%，同比上升 2.80 个百分点；旅游经营业务毛利率 23.55%，同比上升 4.42 个百分点，系游船业务毛利率增长所致；古典园林施工业务毛利率为 13.45%，同比上升 3.03 个百分点；房地产开发业务毛利率为 4.00%，同比下降 24.54 个百分点，主要由于老虎山西路住宅项目配套建设的农贸市场和社区办公用房项目无法形成收入但结转成本。

2020 年 1—3 月，瘦西湖旅发实现营业收

入 5.59 亿元，相当于 2019 年全年营业收入的 53.34%，大幅增长主要来自旅游工程施工项目的收入确认，综合毛利率为 9.99%；同期，瘦西湖旅发房地产业务仅实现收入 8.88 万元，主要来自车库销售，毛利率大幅下降；受疫情影响，旅游经营业务实现收入 0.64 亿元，同比减少 0.10 亿元。

#### （1.2）业务经营分析

##### ① 旅游基础设施建设

瘦西湖旅发**旅游基础设施建设项目与扬州市财政局和瘦西湖管委会签订代建协议，扬州市财政局和瘦西湖管委会共同支付瘦西湖旅发开发建设费用，并在总投资额的基础上加成一比例的管理服务费作为瘦西湖旅发经营收入**。2019 年，瘦西湖旅发旅游工程施工收入有所下降，毛利率有所增长。

2018 年以前，瘦西湖旅发分别与扬州市财政局以及瘦西湖管委会签订相关委托代建协议，具体模式如下：瘦西湖旅发根据《扬州市一蜀冈瘦西湖风景名胜区建设项目委托代建协议书》对瘦西湖风景区内的旅游基础设施项目进行开发建设，扬州市财政局授予瘦西湖旅发独家享有代建项目管理费的收益权。在上述框架协议下，瘦西湖管委会就具体项目和瘦西湖旅发签订了《建设工程委托代建合同》，扬州市财政局（扬州市财政局将应支付的委托代建款划拨至瘦西湖管委会，并由其代为支付）和瘦西湖管委会共同支付瘦西湖旅发开发建设的费用，并在总投资额的基础上支付 20%的管理服务费作为瘦西湖旅发经营收入。扬州市财政局和瘦西湖管委会与瘦西湖旅发约定在项目建设竣工决算后进行支付，具体支付比例为：竣工结算之日起一年内支付至 30%、竣工结算之日起两年内支付至 65%、竣工结算之日起三年内支付至 100%。在实际运作中，扬州市财政局和瘦西湖管委会根据施工项目实际进展灵活支付部分资金，以使瘦西湖旅发持续、稳定、有效开展各项工程的建设工作。

2018 年以来，瘦西湖旅发根据年初瘦西湖

管委会制定的代建项目清单，对指定的项目进行开发建设。项目前期资金由瘦西湖旅发垫付，代建费比例为 3%~5%，瘦西湖旅发将成本加成代建费确认为收入，瘦西湖管委会根据瘦西湖旅发实际情况予以回款。

2019 年，瘦西湖旅发旅游工程施工业务确认收入 2.52 亿元，毛利率为 12.84%，高于代建费比率系确认了部分往年旅游基础设施建设项目所致；2020 年 1—3 月，瘦西湖旅发实现旅游工程施工业务收入 2.49 亿元，相当于 2019 年全年的 98.81%，毛利率为 6.46%，较 2019 年下降 6.38 个百分点，系确认收入项目代建比例低所致。

2019 年和 2020 年 1—3 月，瘦西湖旅发分别收到旅游工程施工回款 7.83 亿元和 6.03 亿元，项目回款尚可。

截至2020年3月底，瘦西湖旅发已完工未决算的代建项目余额为19.67亿元，主要包括傍花村（一期和二期）、傍花村—长春路绿化、宋夹城—考古遗址公园、世界动物之窗、世界动物之窗—公交首末站、笔架山温泉拆迁项目、长春路综合改造、长春路—三座桥改造工程、景区道路维护—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结算及回款情况。

截至 2020 年 3 月底，瘦西湖旅发在建旅游基础设施项目预计总投资 35.96 亿元，已完成投资 26.75 亿元，未来三年计划投资 7.44 元；拟建项目合计总投资 5.30 亿元。

唐子城综合保护项目是瘦西湖旅发的重点在建项目。2016 年，瘦西湖旅发作为劣后方与中保投投资有限责任公司（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，瘦西湖旅发出资 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，向瘦西湖旅发支付款项。截至 2020 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。

## ② 旅游景区运营

瘦西湖旅发是瘦西湖风景区内唯一的运营主体，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。2019 年，瘦西湖旅发旅游经营收入和毛利率均有所增长。2020 年爆发的新型冠状病毒肺炎疫情对瘦西湖旅发旅游产业造成一定不利影响，2020 年一季度收入规模较小，联合资信将持续关注疫情发展对瘦西湖旅发经营带来的影响。

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”。瘦西湖旅发的旅游经营收入主要来自瘦西湖风景区的门票收入。

2018 年，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。

2019 年，瘦西湖旅发旅游经营业务实现收入 3.31 亿元，同比增长 15.19%，系入园游客增

长所致，其中包括瘦西湖公园经营收入 2.71 亿元，游船收入 0.60 亿元。

2020 年国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，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，但景区客流量尚需逐步恢复。2020 年 1—3 月，瘦西湖旅发旅游经营业务实现收入 0.64 亿元，相当于 2019 年全年的 19.34%，联合资信将持续关注疫情发展对瘦西湖旅发经营带来的影响。

### ③ 古典园林施工

**2019 年，受瘦西湖旅发承接的古典园林施工项目增加影响，该部分业务收入增幅较大，是瘦西湖旅发收入的重要组成部分。**

瘦西湖旅发古典园林施工业务由扬州园林有限责任公司（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 2020 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 2020 年 3 月底，扬州园林共有 72 个 100 万元以上的在手合同，合同金额合计 14.73 亿元，累计收到工程款 12.55 亿元。2019 年，瘦西湖旅发古典园林施工业务实现营业收入 3.06 亿元，同比增长 10.34%，主要由于瘦西湖旅发承接项目增加，毛利率为 13.45%；2020 年 1—3 月，瘦西湖旅发古典园林施工业务收入为 2.33 亿元，毛利率为 7.71%。

### ④ 园林设计

瘦西湖旅发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。

2019 年以来，瘦西湖旅发完成的园林设计项目有瘦西湖派出所、平西派出所改造、樱花

大道景观设计、友谊酒店室外环境景观设计、瘦西湖沿线环境提升工程和彩虹汇南侧办公楼改造等。

2019 年和 2020 年 1—3 月，瘦西湖旅发园林设计业务分别实现收入 0.17 亿元和 0.05 亿元，毛利率分别为 24.40% 和 22.73%。

### ⑤ 房地产开发

**受结转收入项目增加影响，2019 年瘦西湖旅发房地产业务收入大幅增长，瘦西湖旅发在建项目未来尚需投资规模不大，未来销售情况受房地产市场行情影响大。**

瘦西湖旅发房地产开发业务由瘦西湖旅发本部负责。截至 2020 年 3 月底，瘦西湖旅发在售商品房主要有瘦西湖新苑 A、B 地块、新苑商业广场和老虎山西路住宅三个项目；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 1.55 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 0.96 亿元；老虎山西路住宅项目总投资 1.30 亿元，已投资 1.51 亿元，可销售面积 0.98 万平方米，累计销售 0.89 亿元。

2019 年，瘦西湖旅发房地产开发业务确认收入 0.97 亿元，主要来自老虎山西路住宅项目和新苑广场项目出售，毛利率为 4.00%；2020 年 1—3 月，瘦西湖旅发房地产业务实现收入 8.88 万元，系车库销售所致，毛利率大幅下降。

截至 2020 年 3 月底，瘦西湖旅发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 3.22 亿元，尚需投资 1.96 亿元，该项目为商务金融办公中心，建设完成后由瘦西湖旅发对外租售；瘦西湖旅发无拟建的房地产项目。

### ⑥ 其他自营业务

**瘦西湖旅发部分自营项目由瘦西湖管委会下属其他企业运营，收入不归瘦西湖旅发所有，但相关债务偿还由瘦西湖旅发承担，未来资金平衡方式有待明确。**

截至 2020 年 3 月底，瘦西湖旅发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、友谊酒店、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、中医药养身基地项目和官河环境整治及商务综合体建设项目。瘦西湖旅发在建项目预算总投资 5.68 亿元，已投资 8.98 亿元。

### (1.3) 未来发展

瘦西湖旅发依托于瘦西湖风景区，未来仍以旅游基础设施建设为主，但同时也将持续扩大自身的经营性业务。

## (2) 财务分析

### (2.1) 财务概况

瘦西湖旅发提供了 2019 年度合并财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述合并财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。瘦西湖旅发提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，瘦西湖旅发有纳入合并范围一级子公司 14 家。其中，2019 年瘦西

湖旅发合并范围内新增一家子公司，合并范围变化对瘦西湖旅发财务数据可比性影响小。

截至 2019 年底，瘦西湖旅发资产总额 261.94 亿元，所有者权益 119.26 亿元（其中少数股东权益 18.48 亿元）。2019 年，瘦西湖旅发实现营业收入 10.48 亿元，利润总额 1.28 亿元。

截至 2020 年 3 月底，瘦西湖旅发资产总额 267.19 亿元，所有者权益合计 119.53 亿元（其中少数股东权益 18.47 亿元）；2020 年 1—3 月，瘦西湖旅发实现营业收入 5.59 亿元，利润总额 0.32 亿元。

### (2.2) 资产质量

2019 年，受往来款增加、购置土地和项目投入等影响，瘦西湖旅发资产规模持续增长；流动资产中存货和应收类款项占比较大，对瘦西湖旅发资金形成占用；非流动资产以投资性房地产和在建工程为主。总体来看，瘦西湖旅发资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2019 年底，瘦西湖旅发资产总额 261.94 亿元，较 2018 年底增长 7.66%，其中流动资产占 53.23%，非流动资产占 46.77%。

表 5 瘦西湖旅发主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	30.06	12.36	26.92	10.28	30.83	11.54
应收账款	8.65	3.56	11.27	4.30	7.43	2.78
预付款项	6.11	2.51	6.76	2.58	7.43	2.78
其他应收款	21.83	8.97	33.53	12.80	33.62	12.58
存货	56.45	23.20	59.68	22.79	61.79	23.12
其他流动资产	5.46	2.25	1.28	0.49	1.27	0.48
<b>流动资产</b>	<b>128.59</b>	<b>52.86</b>	<b>139.44</b>	<b>53.23</b>	<b>142.36</b>	<b>53.28</b>
投资性房地产	67.68	27.82	68.73	26.24	68.77	25.74
在建工程	42.20	17.35	41.33	15.78	43.61	16.32
无形资产	0.29	0.12	7.57	2.89	7.57	2.83
<b>非流动资产</b>	<b>114.70</b>	<b>47.14</b>	<b>122.50</b>	<b>46.77</b>	<b>124.83</b>	<b>46.72</b>
<b>资产总额</b>	<b>243.29</b>	<b>100.00</b>	<b>261.94</b>	<b>100.00</b>	<b>267.19</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据瘦西湖旅发审计报告和财务报表整理

2019 年底，瘦西湖旅发流动资产为 139.44 亿元，较 2018 年底增长 8.44%，主要来自存货

和应收类款项的增长；期末，瘦西湖旅发流动资产主要由货币资金（占 19.31%）、应收账款



(占 8.08%)、其他应收款(占 24.04%)和存货(占 42.80%)构成。

2019 年底,瘦西湖旅发货币资金为 26.92 亿元,较 2018 年底下降 10.45%,其中银行存款占 79.48%,其他货币资金占 20.52%。

2019 年底,瘦西湖旅发应收账款为 11.27 亿元,较 2018 年底增长 30.32%;按照账龄分析法合计计提坏账准备的应收账款为 0.28 亿元,占比较小;瘦西湖旅发应收账款中的前五名金额合计占 97.07%,主要是应收瘦西湖管委会的款项。

表 6 2019 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
扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜管理区管理委员会	10.76	95.28
扬州水利建筑工程公司	0.06	0.56
扬州市运广公园建设发展有限公司	0.05	0.44
扬州市邗江区瓜洲镇人民政府	0.05	0.42
江苏邗建集团有限公司	0.04	0.37
<b>合计</b>	<b>10.96</b>	<b>97.07</b>

资料来源:联合资信根据瘦西湖旅发审计报告整理

2019 年底,瘦西湖旅发预付款项为 6.76 亿元,较 2018 年底增长 10.61%,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,2019 年底为 33.53 亿元,较 2018 年底增长 53.59%;按照账龄组合计提坏账准备的其他应收款为 12.15 亿元,其中账龄在一年以内的占 85.00%,1~2 年的占 7.65%,综合账龄较短。2019 年底,瘦西湖旅发其他应收款中的前五名余额合计占 86.40%,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 0.09 亿元。

表 7 2019 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	占比
扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜管理区管理委员会	往来款及债券	16.52	48.81

	利息		
扬州市瘦西湖建设发展有限公司	往来款	4.50	13.30
扬州市瘦西湖风景区管理处	往来款	3.76	11.11
扬州华裕置业有限公司	往来款	2.26	6.68
美锦(扬州)置业有限公司	往来款	2.20	6.50
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>29.24</b>	<b>86.40</b>

注:扬州华裕置业有限公司、美锦(扬州)置业有限公司为民营企业,分别与瘦西湖旅发成立合资公司开发房地产项目

资料来源:联合资信根据瘦西湖旅发审计报告整理

2019 年底,瘦西湖旅发存货为 59.68 亿元,较 2018 年底增长 5.72%,主要系旅游工程施工成本增加所致。2019 年底,瘦西湖旅发存货主要由旅游工程施工成本(占 92.87%)和开发成本(占 7.00%)构成,其中开发成本主要为瘦西湖旅发房地产开发成本。

2019 年底,瘦西湖旅发其他流动资产为 1.28 亿元,较 2018 年底下降 76.59%,主要系瘦西湖旅发赎回理财产品所致;其他流动资产包括 1.10 亿元理财产品和 0.18 亿元的预交税金。

2019 年底,瘦西湖旅发非流动资产为 122.50 亿元,较 2018 年底增长 6.80%,主要由投资性房地产(占 56.11%)、在建工程(占 33.74%)和无形资产(占 6.18%)构成。

2019 年底,瘦西湖旅发投资性房地产为 68.73 亿元,较 2018 年底增长 1.56%,主要系在建工程转入所致;期末,瘦西湖旅发投资性房地产主要由土地使用权(占 69.31%)和房屋建筑物(占 30.69%)构成,土地使用权是瘦西湖旅发的商业用地,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。2019 年底,瘦西湖旅发将投资性房地产中的 46.67 亿元用作抵押借款。

2019 年底,瘦西湖旅发在建工程为 41.33 亿元,较 2018 年底下降 2.06%,主要系房屋建筑物转入投资性房地产所致;期末,瘦西湖旅发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。

瘦西湖旅发无形资产主要由土地使用权构



成。2019 年底，瘦西湖旅发无形资产合计 7.57 亿元，较 2018 年底增加 7.28 亿元，主要系瘦西湖旅发合并范围内新成立一家子公司扬州旅发置业有限公司（以下简称“旅发置业”），旅发置业招拍挂摘地并入瘦西湖旅发所致，该部分土地已缴纳出让金。

截至 2020 年 3 月底，瘦西湖旅发资产总额 267.19 亿元，较 2019 年底增长 2.01%，主要来自货币资金、存货和在建工程的增长，其中流动资产占 53.28%，非流动资产占 46.72%。2020 年 3 月底，瘦西湖旅发货币资金为 30.83 亿元，较 2019 年底增长 14.53%，主要系瘦西湖旅发对外融资所致；随着旅游工程施工项目的持续投入，瘦西湖旅发存货增长 3.53%至 61.79 亿元；在建工程为 43.61 亿元，较 2019 年底增长 5.53%，主要系瘦西湖旅发对自营项目和旅游工程施工项目的持续投入。

### （2.3）负债及所有者权益

**跟踪期内，瘦西湖旅发所有者权益有所增长；债务规模持续增长，整体债务负担较重，且短期债务占比大幅上升，2020 年面临较大的集中偿付压力。**

#### 所有者权益

2019 年底，瘦西湖旅发所有者权益为 119.26 亿元，较 2018 年底增长 7.38%，主要由实收资本（占 16.77%）、资本公积（占 29.90%）、未分配利润（占 15.25%）、其他综合收益（占 14.37%）、其他权益工具（占 6.23%）和少数股东权益（占 15.49%）构成。

2019 年底，瘦西湖旅发实收资本、少数股东权益和其他综合收益均较 2018 年底变动不大；其中，实收资本为 20.00 亿元，出资方式包括现金、土地使用权和房产；少数股东权益为 18.48 亿元，主要是中保投资基金；其他综合收益 17.14 亿元，主要是投资性房地产公允价值变动收益。

2019 年底，瘦西湖旅发资本公积为 35.66 亿元，较 2018 年底增长 75.75%，系瘦西湖管

委会将瘦西湖旅发应偿还的 15.37 亿元政府债券转为增资所致。受瘦西湖旅发偿还永续债券“16 瘦西湖 MTN001”影响，2019 年底瘦西湖旅发其他权益工具为 7.43 亿元，较 2018 年底下降 50.00%。

2020 年 3 月底，瘦西湖旅发所有者权益为 119.53 亿元，较 2018 年底变动不大。

#### 负债

2019 年底，瘦西湖旅发负债总额 142.68 亿元，较 2018 年底增长 7.90%，其中流动负债占 53.92%，非流动负债占 46.08%，流动负债占比大幅上升。

2019 年底，瘦西湖旅发流动负债为 76.93 亿元，较 2018 年底增长 88.86%，主要来自短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债的增长；期末，瘦西湖旅发流动负债以短期借款（占 32.43%）、其他应付款（占 5.29%）、一年内到期的非流动负债（占 41.32%）和其他流动负债（占 11.05%）为主。

2019 年底，瘦西湖旅发短期借款为 24.95 亿元，较 2018 年底增加 14.63 亿元，主要由抵押借款（占 4.01%）和保证借款（占 95.99%）构成。

瘦西湖旅发其他应付款主要由往来款构成，2019 年底为 4.07 亿元，较 2018 年底下降 5.58%。

2019 年底，瘦西湖旅发一年内到期的非流动负债为 31.79 亿元，较 2018 年底增长 77.11%，主要由一年内到期的长期借款（占 70.44%）、一年内到期的长期应付款（占 6.44%）和一年内到期的应付债券（占 23.11%）构成。

2019 年底，瘦西湖旅发其他流动负债为 8.50 亿元，为瘦西湖旅发发行的短期融资券和超短期融资券。本报告将其计入有息债务核算。

2019 年底，瘦西湖旅发非流动负债为 65.74 亿元，较 2018 年底下降 28.14%，主要由长期借款（占 34.22%）和应付债券（占 48.27%）构成。

2019 年底，瘦西湖旅发长期借款为 22.50

亿元，较 2018 年底下降 48.22%，主要系政府债券转入资本公积所致；期末，瘦西湖旅发长期借款由抵押借款、保证借款和信用借款构成。

2019 年底，瘦西湖旅发应付债券为 31.73 亿元，较 2018 年底下降 8.23%，主要系转入一年内到期的应付债券所致；期末，瘦西湖旅发应付债券包括企业债、中期票据、私募债和 ABN 资产支持票据。

2019 年底，瘦西湖旅发长期应付款为 2.74 亿元，较 2018 年底下降 42.22%，全部为融资租赁款，本报告将其计入有息债务核算。

2020 年 3 月底，瘦西湖旅发负债总额 147.66 元，较 2019 年底增长 3.50%，主要系瘦西湖旅发发行超短期融资券和长期借款增加所致，其中流动负债占 51.95%，非流动负债占 48.05%。

有息债务方面，2019 年底瘦西湖旅发全部债务为 122.20 亿元，较 2018 年底增长 10.07%，其中短期债务占 53.38%，长期债务占 46.62%，短期债务占比大幅上升。2020 年 3 月底，瘦西湖旅发全部债务 125.59 亿元，较 2019 年底增长 2.77%，其中短期债务占 50.49%，长期债务占 49.51%。

表 8 瘦西湖旅发有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	28.27	65.24	63.41
长期债务	82.76	56.97	62.17
全部债务	111.02	122.20	125.59
资产负债率	54.35	54.47	55.26
全部债务资本化比率	49.99	50.61	51.24
长期债务资本化比率	42.70	32.33	34.22

资料来源：联合资信根据瘦西湖旅发审计报告和财务报表整理

债务指标方面，2019 年底，瘦西湖旅发资产负债率和全部债务资本化比率小幅上升，分别为 54.47% 和 50.61%，长期债务资本化比率较 2018 年底下降 10.37 个百分点至 32.33%；2020 年 3 月底，上述指标分别为 55.26%、51.24% 和 34.22%，较 2019 年底分别上升 0.79 个、0.63

个和 1.89 个百分点。

有息债务到期分布方面，2020 年 4—12 月、2021 年和 2022 年，瘦西湖旅发需偿还的有息债务分别为 61.13 亿元、27.88 亿元和 24.61 亿元。瘦西湖旅发 2020 年面临较大的集中偿付压力。

#### （2.4）盈利能力

**2019 年，瘦西湖旅发收入规模小幅增长，但盈利水平有所下降，非经常性损益对瘦西湖旅发利润总额的贡献较大。**

2019 年，瘦西湖旅发营业收入为 10.48 亿元，同比增长 0.38%；同期，瘦西湖旅发营业成本为 8.79 亿元，同比下降 2.95%；营业利润率为 15.55%，同比上升 3.25 个百分点。

瘦西湖旅发期间费用主要为管理费用，2019 年为 0.67 亿元，同比增长 9.16%，占营业收入的 6.35%，瘦西湖旅发费用控制能力尚可。

非经常损益方面，2019 年，瘦西湖旅发公允价值变动收益为 0.18 亿元，主要是投资性房地产的公允价值变动；投资收益为 0.27 亿元，为长期股权投资收益；其他收益为 0.12 亿元，为政府补助资金。

盈利指标方面，2019 年瘦西湖旅发总资产收益率和净资产收益率分别为 0.42% 和 0.84%，分别同比下降 0.25 个和 0.51 个百分点。

2020 年 1—3 月，瘦西湖旅发实现营业收入 5.59 亿元，相当于 2019 年全年营业收入的 53.34%；实现利润总额 0.32 亿元；同期，瘦西湖旅发营业利润率为 9.77%，较 2019 年下降 5.77 个百分点。

表 9 瘦西湖旅发盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	10.44	10.48
营业成本	9.05	8.79
公允价值变动收益	1.05	0.18
其他收益	0.07	0.12
营业利润	2.05	1.34

利润总额	2.02	1.28
营业利润率	12.30	15.55
总资产收益率	0.67	0.42
净资产收益率	1.35	0.84

资料来源：联合资信根据瘦西湖旅发审计报告整理

### (2.5) 现金流分析

**2019年，受代建项目回款下降和往来支出多影响，瘦西湖旅发经营活动现金流呈现净流出；投资活动持续净流出，未来随着瘦西湖旅发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。**

经营活动方面，2019年，瘦西湖旅发经营活动现金流入13.92亿元，其中销售商品提供劳务收到的现金为13.25亿元，同比下降36.26%，系代建项目回款减少所致，由代建项目回款和景区收入构成；同期，瘦西湖旅发现金收入比为126.46%，收入实现质量较好。2019年，瘦西湖旅发经营活动现金流出为15.85亿元，其中，瘦西湖旅发购买商品接受劳务支付的现金为7.22亿元，主要是瘦西湖旅发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7.75亿元，主要是往来款。2019年，瘦西湖旅发经营活动现金流量净额为-1.94亿元。

投资活动方面，2019年，瘦西湖旅发投资活动现金流入4.47亿元，主要是收回投资收到的现金4.46亿元，为瘦西湖旅发赎回理财产品的资金；同期，瘦西湖旅发购建固定资产、无形资产等支付的现金18.52亿元，同比增长54.60%，为瘦西湖旅发购买土地以及自营项目和景区维护等投入的资金。2019年，瘦西湖旅发投资活动现金流量净额为-14.27亿元。

表10 瘦西湖旅发现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年
经营活动现金流入量	23.61	13.92
经营活动现金流出量	20.81	15.85
经营活动现金流量净额	2.80	-1.94
现金收入比	199.14	126.46

投资活动现金流量净额	-16.84	-14.27
筹资活动现金流量净额	11.70	13.07

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，2019年，瘦西湖旅发筹资活动现金流入71.28亿元，全部为取得借款和发行债券收到的现金；同期，瘦西湖旅发筹资活动现金流出58.21亿元，主要用来偿还债务本息。2019年，瘦西湖旅发筹资活动现金流量净额为13.07亿元。

2020年1—3月，瘦西湖旅发经营活动现金流量净额为8.77亿元，投资活动现金流量净额为-5.05亿元，筹资活动现金流量净额为0.20亿元。

### (2.6) 偿债能力

**瘦西湖旅发长短期偿债能力指标均较弱；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，能持续得到扬州市政府和瘦西湖管委会的大力支持，瘦西湖旅发整体偿债能力很强。**

从短期偿债能力指标看，2019年底瘦西湖旅发流动比率和速动比率分别为181.25%和103.67%，分别较2018年底下降134.42个和73.42个百分点，2020年3月底，上述指标分别为185.57%和105.03%；2019年瘦西湖旅发经营性净现金流为负，对流动负债无保障能力；2019年底和2020年3月底，瘦西湖旅发现金类资产分别为当期短期债务的0.41倍和0.49倍，瘦西湖旅发短期偿债指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2019年瘦西湖旅发EBITDA为1.40亿元，同比下降35.45%；全部债务/EBITDA为87.24倍；EBITDA利息倍数为109.91倍，主要系利息费用由瘦西湖管委会负责支付，导致资本化利息金额大幅下降；瘦西湖旅发长期偿债能力指标较弱。

截至2020年3月底，瘦西湖旅发对外担保余额为24.64亿元，担保比率为20.61%，被担保企业主要是扬州市内国有企业(详见附件)，

或有负债风险可控。

截至2020年3月底，瘦西湖旅发获得银行授信额度合计93.32亿元，已使用73.82亿元，尚未使用19.50亿元，瘦西湖旅发间接融资渠道尚可。

#### (2.7) 母公司财务分析

**瘦西湖旅发资产和收入主要来源于母公司，母公司权益规模较大，但稳定性一般，负债水平较高。**

2019年底，母公司资产总额为253.48亿元，较2018年底增长6.67%，其中流动资产占55.40%，非流动资产占44.60%。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。

2019年底，母公司所有者权益合计101.70亿元，较2018年底增长8.28%，主要由实收资本（占19.66%）、资本公积（占34.07%）、其他权益工具（占7.31%）和其他综合收益（占16.85%）构成，其他权益工具为“17瘦西湖MTN001”，其他综合收益主要为投资性房地产公允价值变动收益。

2019年底，母公司负债合计151.77亿元，较2018年底增长5.62%，其中流动负债占57.11%，非流动负债占42.89%；其中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，非流动负债由长期借款和应付债券构成。2019年底，母公司资产负债率为59.88%，较2018年底下降0.60个百分点。

2019年，母公司实现营业收入7.47亿元，利润总额0.69亿元。

2020年3月底，母公司资产总额256.89亿元，所有者权益为101.91亿元；2020年1—3月，母公司实现营业收入3.13亿元，利润总额为0.25亿元。

#### 2. 其他参与机构

跟踪期内，其他各参与机构履职情况良好。

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。

#### 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，短期内受疫情影响，现金流实现表现较差，但考虑到差额支付人瘦西湖旅发的履约能力很强，主体长期信用等级维持AA<sup>+</sup>。

鉴于此，联合资信确定维持“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<sup>+</sup><sub>sf</sub>。



## 附件 1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	33.99	30.09	26.92	30.83
资产总额（亿元）	226.96	243.29	261.94	267.19
所有者权益（亿元）	110.32	111.07	119.26	119.53
短期债务（亿元）	16.20	28.27	65.24	63.41
长期债务（亿元）	80.54	82.76	56.97	62.17
全部债务（亿元）	96.74	111.02	122.20	125.59
营业收入（亿元）	9.21	10.44	10.48	5.59
利润总额（亿元）	4.51	2.02	1.28	0.32
EBITDA（亿元）	4.58	2.17	1.40	--
经营性净现金流（亿元）	3.12	2.80	-1.94	8.77
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	0.61	0.90	1.05	--
存货周转次数（次）	0.18	0.19	0.15	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.04	--
现金收入比（%）	97.61	199.14	126.46	159.15
营业利润率（%）	21.19	12.30	15.55	9.77
总资本收益率（%）	1.61	0.67	0.42	--
净资产收益率（%）	3.02	1.35	0.84	--
长期债务资本化比率（%）	42.20	42.70	32.33	34.22
全部债务资本化比率（%）	46.72	49.99	50.61	51.24
资产负债率（%）	51.39	54.35	54.47	55.26
流动比率（%）	391.03	315.67	181.25	185.57
速动比率（%）	243.77	177.09	103.67	105.03
经营现金流动负债比（%）	11.48	6.87	-2.52	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.11	51.17	87.24	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.95	0.44	109.91	--
现金短期债务比（倍）	2.10	1.06	0.41	0.49

注：1、2020 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) <sup>1/(n-1)</sup> -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-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

### 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](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

## 附件 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 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