

信用等级公告

联合[2019] 511 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拟发行的 2019 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年三月八日



扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺
本期中期票据信用等级: AA⁺
评级展望: 稳定

本期中期票据发行规模: 5 亿元
本期中期票据期限: 3 年
偿还方式: 按年付息, 到期还本
募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2019 年 3 月 8 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	32.97	22.15	33.99	26.70
资产总额(亿元)	183.98	190.76	226.96	237.38
所有者权益(亿元)	69.90	79.16	110.32	111.06
短期债务(亿元)	42.71	37.20	16.20	38.64
长期债务(亿元)	55.83	56.60	80.54	69.06
全部债务(亿元)	98.54	93.80	96.74	107.69
营业收入(亿元)	13.84	13.55	9.21	7.36
利润总额(亿元)	2.14	4.92	4.51	1.05
EBITDA(亿元)	2.37	5.17	4.58	--
经营性净现金流(亿元)	-5.24	-2.13	3.12	-5.97
营业利润率(%)	19.97	13.53	21.19	19.11
净资产收益率(%)	2.40	4.83	3.02	--
资产负债率(%)	62.01	58.50	51.39	53.21
全部债务资本化比率(%)	58.50	56.69	46.72	49.23
流动比率(%)	197.03	194.97	391.03	227.54
全部债务/EBITDA(倍)	41.59	18.29	21.11	--
经营现金流流动负债比(%)	-10.38	-4.56	11.48	--

注: 1. 公司 2018 年三季度财务数据未经审计;
2. 其他流动负债和长期应付款, 已计入公司有息债务核算。

分析师

崔俊凯 李衡

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

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投资建设和运营主体,近年来,扬州市经济及旅游行业持续发展,为公司提供了良好的外部环境,同时,公司持续获得政府在资本金注入、股权划拨以及财政补贴等方面的有力支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司资产流动性较弱、非经常性损益对利润总额影响较大以及投资压力较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来,随着旅游基础设施建设持续推进,公司经营发展有望持续稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 旅游业为扬州市经济发展的支柱产业之一,近年来,扬州市旅游总收入对全市GDP贡献不断提升,游客规模持续扩大,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是扬州市主要的旅游基础设施建设及运营主体,近年来,持续获得政府在资本金注入、股权划拨以及财政补贴等方面的支持。

关注

1. 公司旅游工程施工业务模式发生变化,未来利润将进一步下滑。
2. 公司应收类款项规模较大,对资金形成较大的占用;存货、投资性房地产和在建工程占比高,资产流动性较弱。
3. 公司短期债务规模较大,存在短期支付压力。

4. 公司非经常性损益对利润总额影响较大。
5. 公司自营项目投资规模较大，部分项目的运营及收入由同属扬州市-蜀冈瘦西湖风景区管委会下属子公司扬州瘦西湖旅游投资度假管理有限公司负责，未来公司偿还相关建设所产生的债务需持续关注。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“公司”）前身为扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司，是经扬州市人民政府扬府发【2004】36号文件批准，于2004年4月5日由扬州市瘦西湖公园、扬州市扬子江投资发展集团有限责任公司（以下简称“扬子江公司”）和扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司（以下简称“扬州城建国资”）共同出资组建，其中扬州市瘦西湖公园出资人民币1000万元，持股比例为76.34%。2006年2月，根据扬州市机构编制委员会扬编【2005】20号文件，公司控股股东扬州市瘦西湖公园更名为扬州市瘦西湖风景区管理处。2007年8月29日，根据扬州市人民政府扬府发【2007】356号文件，扬子江公司和扬州城建国资分别将其所持公司股份全部无偿划转给扬州市瘦西湖风景区管理处。2010年6月11日公司变更为现名。2017年6月28日，根据扬州市人民政府《市政府关于同意变更扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司出资人的批复》扬府复【2017】10号，公司股东变更为扬州市人民政府，其持有公司100%股权。扬州市人民政府授权扬州市蜀冈—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。历经多次资本金注入，截至2018年9月底，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元，扬州市人民政府是公司实际控制人。

公司经营范围：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9月底，公司本部内设综合部、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（详见附件1-2）；合并范围内子公司共计13家。

截至2017年底，公司资产总额226.96亿元，所有者权益110.32亿元（含少数股东权益18.34亿元）。2017年，公司实现营业收入9.21亿元，利润总额4.51亿元。

截至2018年9月底，公司资产总额237.38亿元，所有者权益111.06亿元（含少数股东权益18.41亿元）。2018年1~9月，公司实现营业收入7.36亿元，利润总额1.05亿元。

公司注册地址：扬州市长春路118号；法定代表人：吴玉林。

二、本期中期票据概况

公司于2017年注册中期票据额度10.00亿元，已于2018年6月6日在注册额度内发行5.00亿元的2018年度第一期中期票据。公司本期计划发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模5.00亿元，期限为3年。本期中期票据按年付息，到期还本，募集资金全部用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次

回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，

全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、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，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅

较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将进一步放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将进一步放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将进一步小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设

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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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性债务，并通过推行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。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，

决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表1 2017年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设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。

综上，在经济去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

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。

2017年，国内旅游市场高速增长，入出境市场平稳发展，供给侧结构性改革成效显著。国内旅游人数50.01亿人次，比上年同期增长12.8%；入出境旅游总人数2.7亿人次，同比增长3.7%；全年实现旅游总收入5.40万亿元，增长15.1%。国内旅游收入4.57万亿元，上年同期增长15.9%。其中，城镇居民花费3.77万亿元，增长16.8%；农村居民花费0.80万亿元，增长11.8%。初步测算，全年全国旅游业对GDP的综合贡献为9.13万亿元，占GDP总量的11.04%。

旅游直接就业2825万人，旅游直接和间接就业7990万人，占全国就业总人口的10.28%。2017年中国公民出境旅游人数13051万人次，比上年同期增长7.0%。2017年入境旅游人数13948万人次，比上年同期增长0.8%。入境过夜旅游人数6074万人次，比上年同期增长2.5%。国际旅游收入1234亿美元，比上年同期增长2.9%。预计2018年国内和入境旅游人数有望超过57亿人次，实现旅游总收入预计突破6万亿元。近十年，随着国民经济健康快速增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。2014~2016年，随着居民消费能力的提升以及城市化进程的持续加快，中国居民旅游潜力继续释放，国内旅游收入分别同比增长15%、13%和14%。根据国内旅游抽样调查结果，2017年全年，国内旅游人数50.01亿人次，比上年同期增长12.8%。

总体看，在经济新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势，旅游投资规模逐年快速增长，预计未来旅游市场散客化自由行趋势会越来越明显，可带动相关产业协同发展。

政策环境

中国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。

2015年1月15日，在南昌召开的全国旅游工作会议上，以《开辟新常态下中国旅游业的新天地》为主题的工作报告全面部署2015~2017年全国旅游工作重点，即紧紧围绕“文明、有序、安全、便利、富民强国”5大目标，推出旅游10大行动，实施52项举措。国内旅游在传统的“吃、住、行、游、购、娱”六要素基础上，正在形成“吃、厕、住、行、游、购、娱”和“文、商、养、学、闲、情、奇”旅游综合要素体系。初步形成观光旅游和休闲度假旅游并重、旅游传统业态和新业态齐升、基础设施建设和旅游公共服务共进的新格局。旅游业已融入经济社会发展全

局，成为国民经济战略性支柱产业。

2015年9月8日，国家发展改革委、国家旅游局发布开展景区门票价格专项整治工作的通知（发改价格[2015]2005号），通过开展门票价格专项整治工作、规范经营者价格行为、严格执行定价规则、程序、加强市场监管、建立景区质量等级评定与门票价格水平惩戒联动机制等措施，进一步营造良好旅游消费环境。

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，国务院发布《“十三五”旅游业发展规划》，明确了未来5年中国旅游行业发展的总目标；旅游业的发展也首次被纳入国家重点专项规划。

2017年8月，国家旅游局发布《2017年全域旅游发展报告》，报告中指出，旅游已成为中国民众生活的必需品。全域旅游因此应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。全面小康社会必然伴随着大众旅游的兴起。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，各项引导政策可平抑因外部经济等环境波动而带来的不利影响，保障旅游产业平稳发展。

3. 扬州市旅游行业

根据扬州市统计局对外公布数据显示，2017年，扬州市全市实现旅游总收入796.72亿元，增长15.2%，旅游总收入占全市GDP的15.73%，同比增加0.19个百分点；接待国内外游客6207.38万人次，同比增长11.9%；实现旅游外汇收入7505.62万美元，同比增长19.5%；过夜游客同比增长17.6%。主要封闭景区接待游客1042.54万人次，同比增长14.6%。全市拥

有国家A级景区37家，其中5A级1家、4A级10家、3A级13家。省星级乡村旅游区（点）48家，其中四星级16家。共有星级饭店48家，其中五星级4家、四星级13家。星级饭店客房出租率为67.55%。旅行社138家，其中出境游组团社7家。马可波罗花世界创成国家4A级旅游景区。创成省三星级乡村旅游区8家，润德菲尔庄园创成首批省五星级乡村旅游区；出台全省首部旅游风情小镇地方标准，推出首批市级创建单位3家；新增民宿客栈床位超800张，全市四星级以上乡村旅游区全部建有专用停车场。

总体看，近年来，扬州市旅游行业持续发展，为公司提供良好的外部环境。

4. 区域经济环境

公司是扬州市重要的旅游基础设施投资建设和运营主体，经营业务受当地经济发展和财政实力影响较大。

区域经济

扬州市是中国历史文化名城，至今已有2400多年的历史。扬州市是长江三角洲辐射苏北、鲁南、皖东地区的重要节点城市，近年来经济保持较快增长。

根据《扬州市国民经济和社会发展统计公报》，2015~2017年，扬州市分别实现地区生产总值4016.84亿元、4449.38亿元和5064.92亿元，按可比价计算，同比分别增长10.30%、9.40%和8.10%。增速高于全国平均水平。人均地区生产总值由2015年的89646元增长至2017年的112559元。三次产业结构由2015年的6.1:51.0:42.9逐步调整为5.2:48.9:45.9，第一、第二产业比重逐年下降，第三产业比重逐年上升。

2017年，扬州市完成固定资产投资3690.09亿元，增长12.2%，其中，工业投资完成2029.83亿元，增长18.4%，工业投资占比达55%；服务业投资完成1643.15亿元，增长5.5%；房地产投资完成443.58亿元，增长8.1%。

财政实力

财政收入方面，2015~2017年，扬州市由于税收收入下滑导致一般预算收入波动下降。2017年，扬州市一般预算收入320.18亿元，同比下降7.27%，其中税收收入241.44亿元，同比下降9.63%。2015~2017年，扬州市政府性基金预算收入持续增长。2017年，扬州市政府性基金预算收入220.97亿元，同比增长70.42%。

财政支出方面，2015~2017年，扬州市一般预算支出持续增长。2017年，扬州一般预算支出507.64亿元，同比增长5.99%。2015~2017年，扬州市政府性基金支出波动增长。2017年，扬州市政府性基金支出263.75亿元，同比增长63.65%。

根据《关于扬州市2017年预算执行情况和2018年预算草案的报告》，截至2017年底，扬州市一般债务余额376.62亿元，专项债务余额319.34亿元，共计695.96亿元。

总体来看，近年来，扬州市经济持续稳步发展，一般公共预算收入下滑，但总体规模保持高位，地方政府债务规模较大，债务压力较重。

五、基础素质

1. 股权状况

截至2018年9月底，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元。扬州市人民政府持有公司全部股权，是公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是扬州市重要的旅游基础设施投资建设和运营主体，在扬州市-蜀冈瘦西湖风景区内具有垄断优势。公司依托于扬州蜀冈-瘦西湖国家5A级景区的品牌优势，陆续开展古典园林施工、园林设计和房地产等多元化经营性业务。

3. 外部支持

公司是扬州市重要的旅游基础设施投资建

设和运营主体。近年来扬州市人民政府在资本金注入、股权划拨和财政补贴等方面给予公司有力的支持。

资本金注入

2015年，瘦西湖管委会同意将公司的土地出让净收益7.76亿元作为政府对公司的追加投资，增加公司的资本公积。

2017年，扬州市人民政府通过瘦西湖管委会向公司拨付10.00亿元征地和拆迁款转为对公司的增资，增加公司的资本公积。

股权划拨

2015年7月6日，瘦西湖管委会将其持有的扬州市古运河旅游有限责任公司62.5%股权无偿划转给公司，并纳入公司合并范围。

财政补贴

为支持公司的发展，2015~2017年，公司分别收到政府补助0.96亿元、0.15亿元和0.02亿元。2018年1~9月，收到政府补助0.03亿元。

总体看，公司在资本金注入、股权划拨和财政补贴方面得到扬州市人民政府的有力支持。

4. 人员素质

截至2018年9月底，公司有高级管理人员6名。其中总经理1人、副总经理4人、财务总监1人。公司高级管理人员均为大学及以上学历。

吴玉林先生，1963年出生，本科学历，高级技师；1980年11月参加工作，曾任扬州园林设计院有限公司、扬州古典园林建设有限公司总经理，扬州市二分明月楼公园副主任、扬州市绿化队副主任、扬州市文津园主任、扬州市城市绿化养护管理处副主任、扬州古典园林建设公司经理兼书记；现任公司董事长兼总经理。

张瑛女士，1966年出生，大学学历，经济师；1985年12月参加工作，曾任北京江苏饭店餐饮部经理、扬州西园大酒店餐饮部经理、宝应金宝公寓酒店总经理、靖江江阴大桥渡江村副总经理、扬州西园大酒店总经理助理、工会

主席、扬州市翠园城市酒店、珍园饭店总经理、扬州瘦西湖风景区管理处主任，现任公司副总经理。

李大冲先生，1968年出生，大学学历，规划师；1991年参加公司，现任扬州园林设计院有限公司总经理，公司副总经理。

截至2018年9月底，公司共有在编员工71人。从学历构成情况看，本科及以上学历占比74.65%、大专学历占比19.72%、中专及高中以下学历占比5.63%，公司员工文化素质普遍较高；从岗位设置来看，技术人员占比61.97%、财务人员占比11.27%、其他人员占比26.76%。

总体看，公司高层管理人员经验较为丰富，员工整体文化素质能满足公司目前经营需要。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（2012 银行版，报告编号：B201509220097943022），截至2019年3月7日，公司无未结清与已结清的不良类信贷信息。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司设立董事会、监事会和经理层，形成了决策、监督和执行相分离的管理体系。

公司董事会由7名董事组成，非职工代表董事由出资人委派，职工代表董事由职代会选举产生；董事长、副董事长由出资人从董事会成员中指定。董事会行使决定公司的经营计划和投资方案、内部管理机构的设置、制定基本管理制度等职权。

公司监事会由5名成员组成，监事会设主席1名，由监事选举产生；职工监事2名，由职代会选举产生；非职工监事2名，由出资人委派。监事会行使检查公司财务，对董事、高级管理人员履行职务时的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或董事会决议的

董事、高级管理人员提出罢免建议，向董事会提出建议或提案等职权。

公司经理层设总经理1人，由董事会聘任或解聘，并兼任公司董事长。公司总经理行使以下职权：主持日常经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度和具体规章；提请聘任或者解聘公司副总经理和财务负责人。

2. 管理水平

截至2018年9月底，公司本部内设综合部、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。

公司以相关法律法规为指导，建立和完善了以财务管理、财务审计、合同管理、融资管理、工程招投标管理以及对子公司的管理等为主要内容的制度体系，保障了公司有效的内部控制和稳定运行。

财务管理方面，公司根据《中华人民共和国会计法》《企业会计准则》和其他法律法规等规定，结合实际情况制订了《财务部人员岗位职责》《财务审批制度》等制度，明确财务部门的职能、财务部门各岗位职责以及财务日常工作管理制度，着重规范了财务审批、现金管理办法，并制订了相关的处罚办法。

财务审计方面，公司制订了《审计管理办法》。公司财务审计部在董事会的授权下，根据审计项目的具体情况，组织专业人员成立审计工作组，组织和负责公司的审计事项，行使审计监督权，对公司董事会负责和报告。

合同管理方面，公司制订了《合同管理制度》，对各部门及下属企业对外签订各类经济合同的要求和程序、合同履行及经济纠纷处理等作了具体规定。

融资管理方面，董事会是公司对外融资决策机构，融资规模实施总量控制。公司经营层于每年年初根据年度经营目标、经营计划制定融资计划和融资总量，报公司董事会审议批准。

资本运作部在公司董事会的领导下，负责对外融资的具体工作。

工程招投标管理方面，公司成立招投标工作管理领导小组，招投标工作职能部门为综合部，协作部门为财务审计部、项目建设部等部门。由招投标工作管理领导小组负责招投标工作中重大事项及关键内容、节点的控制与监督，确定招标方式、招标方案、招标文件及资格审查等。由综合部负责招标公告、资格预审文件、招标文件等的编制并报招投标工作管理领导小组审核组织开标、评标、定标等工作。

对下属子公司的管理方面，公司制订了《子公司管理制度》，对各子公司组织设置、业务权限、财务核算等方面进行控制和监督；对各子公司涉及对外投资、担保、抵押等行为，制订了《对外担保管理办法》，实行重大事项报告制度。

总体来看，公司治理结构清晰明确，内部职责分工明晰，管理制度较完整，综合管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，主营业务是旅游基础设施建设，同时还开展了古典园林施工、园林设计和房地产

开发等多项经营性业务。

2015~2017年，公司整体营业收入持续下滑，分别为13.84亿元、13.55亿元和9.21亿元。近年来，公司旅游工程施工（受政府委托对瘦西湖景区的旅游基础设施进行代建）由于政府确认收入进度影响，收入波动幅度较大。公司旅游经营主要是瘦西湖景区的门票收入，近年来，由于扬州市政府大力推广旅游，门票价格阶段性优惠使得收入持续下滑。近年来，受古典园林市场行情影响，公司古典园林施工收入波动下降。

2015~2017年，公司综合毛利率波动增长，分别为21.91%、15.67%和22.32%。2015~2017年，公司旅游工程施工业务毛利率波动下降，是由于公司根据不同项目与政府确认加成比例不一致。2015~2017年，公司旅游经营毛利率波动下降，主要是旅游经营收入含有部分园区内消费，入园游客消费方式决定着当期业务利润。公司古典园林施工业务是纯市场化行为，根据承接的项目不同，利润有一定波动，近年来，该业务毛利率波动增长。

2018年1~9月，公司整体营业收入为7.36亿元，相当于2017年全年的79.93%，综合毛利率为20.26%。其中，公司旅游工程施工毛利率快速下滑至9.57%，主要是2018年以来公司新建的基础设施项目的加成利润比例较低。

表2 2015~2017年及2018年1~9月公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018年1-9月		
	收入	占比	毛利率	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	68312.46	49.34	16.67	85234.37	62.92	11.28	29528.33	32.35	14.17	24112.44	32.75	9.57
旅游经营	34523.22	24.94	42.40	29680.26	21.91	35.02	28024.45	30.70	38.34	25034.45	34.00	37.68
古典园林施工	29323.75	21.18	9.58	15656.59	11.56	7.75	20587.67	22.55	11.39	17568.00	23.89	15.16
园林设计	613.12	0.44	24.74	753.99	0.56	19.13	1973.15	2.12	20.63	1005.46	1.36	17.50
房地产开发	3167.93	2.29	18.79	1285.72	0.95	15.00	8894.86	9.74	22.25	2280.82	3.10	21.30
其他收入	2501.86	1.81	30.21	2852.98	2.10	-11.38	3102.31	2.54	29.12	3608.56	4.90	12.63
合计	138442.35	100.00	21.91	135463.89	100.00	15.67	92110.76	100.00	22.32	73627.73	100.00	20.26

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 旅游基础设施建设

公司本部按照扬州市的规划对扬州市-蜀冈瘦西湖风景区的旅游基础设施项目进行开发

建设，公司的旅游基础设施建设模式在 2018 年有所调整。

2018 年以前的旅游基础设施项目，公司分别与扬州市财政局以及瘦西湖管委会签订了相关委托代建协议，具体模式如下：公司根据《扬州市-蜀冈瘦西湖风景名胜项目建设委托代建协议书》，对扬州市-蜀冈瘦西湖风景区旅游基础设施项目进行开发建设，扬州市财政局授予公司独家享有代建项目管理费的收益权。在上述协议框架下，瘦西湖管委会就具体项目和公司签订了《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公司开发建设的费用，并在总投资额的基础上支付 20% 的管理服务费作为公司经营收入。扬州市财政局和瘦西湖管委会约定从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%、竣工结算之日起二年内支付至 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，以使公司持续、稳定、有效开展各项工程的建设工作。

2018 年以来，公司新增的代建旅游基础设施项目未与政府签订相关协议，但是公司根据年初瘦西湖管委会制定的代建项目清单，对指定项目进行投资开发建设。公司在建设成本上加成一定比例的利润（通常是 3%~5%）与瘦西湖管委会确认收入，瘦西湖管委会根据公司实际情况予以回款。新增项目加成利润比例低，公司旅游基础设施建设业务的利润将进一步下滑。

2015~2017 年，公司旅游工程施工分别实

现收入 6.83 亿元、8.52 亿元和 2.95 亿元，毛利率分别为 16.67%、11.28% 和 14.17%。2018 年 1~9 月，公司旅游工程施工实现收入 2.41 亿元。2015~2018 年 9 月底，公司累计收到旅游工程施工回款 18.44 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司主要在建旅游基础设施项目预算总投规模为 39.67 亿元，已完成投资 33.78 亿元，未来尚需投资 5.89 亿元，对外融资压力一般。公司暂无拟建的旅游基础设施项目。

目前，唐子城项目是公司重点在建项目，公司唐子城项目是 2016 年与中保投投资有限责任公司（以下简称“中保投”）及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，募集资金 20.00 亿元，用于唐子城综合保护项目的棚户区拆迁工作。具体操作为：公司作为劣后级出资 2.00 亿元，中保投出资 18.00 亿元。扬州市人民于 2016 年出具了《市政府关于同意以政府采购方式推动唐子城保护利用和国家级旅游度假区创建的批复》扬府复【2016】19 号文件，扬州市人民代表大会常务委员会文件《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》，瘦西湖管委会管委会作为政府采购主体与公司签署采购合同，以政府购买服务方式推进唐子城综合保护项目建设，所需资金全部本息逐年纳入市级财政预算和政府采购预算资金。但实际上唐子城综合保护项目操作是每年按照进度并加成 20% 的利润与瘦西湖管委会确认收入。截至 2018 年 9 月底，唐子城项目已完成投资 18.00 亿元。

表3 截至2018年9月底公司主要在建旅游基础设施项目情况表（单位：万元）

项目名称	预算总额	截至 2018 年 9 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	79000.00	77727.83	23700.00	55300.00	是	589.00	--	--
长春路-三座桥改造工程	8600.00	3866.06	6100.00	2500.00	是	1500.00	1500.00	1500.00
唐子城综合保护项目	200000.00	180000.00	20000.00	180000.00	是	10000.00	10000.00	--

项目名称	预算总额	截至 2018 年 9 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
景区道路维护-江都北路	8000.00	6689.27	2400.00	5600.00	否	500.00	500.00	--
景区道路维护-北城路	12566.00	2502.97	3769.00	8797.00	否	3000.00	3000.00	3000.00
城中村改造项目	70000.00	66532.87	21000.00	49000.00	否	--	--	--
北城河项目	18513.62	507.80	5554.62	12959.00	否	6000.00	6000.00	6000.00
合计	396679.62	337826.80	82523.62	314156.00	--	21589.00	21000.00	10500.00

资料来源：公司提供

截至 2018 年 9 月底，已完工未决算的代建项目 14.23 亿元，主要包括宋夹城考古遗址公园、公交首末站、景区部分道路改造、扬菱路景观提升、友谊广场街景改造等。

总体看，近年来，公司旅游基础设施建设受政府确认进度的影响，收入波动下降，代建模式的变化将使得该板块利润有进一步下滑的空间。另外，公司的旅游基础设施项目持续推进，对外融资压力不大，但也应关注到仍有部分已完工未决算的代建项目的回款情况。

(2) 旅游经营

公司负责运营的瘦西湖风景区位于扬州市北郊，现有游览区面积 100 公顷左右，公司在区域内处于垄断经营地位。其中瘦西湖景区被誉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”；2010 年被授予中国旅游界含金量最高荣誉—5A 级景区。

公司的旅游经营收入主要来自扬州市-蜀冈瘦西湖风景区的门票收入。由于扬州市政府大力推广旅游，门票价格阶段性优惠使得收入持续下滑，2015~2017 年，收入分别为 3.45 亿元、2.97 亿元和 2.80 亿元；毛利率波动下降，分别为 42.40%、35.02% 和 38.34%，主要是旅游经营收入含有部分园区（如游船等）内消费，入园游客消费方式决定着当期业务利润。

(3) 古典园林施工

公司古典园林施工业务由下属子公司扬州园林建筑装饰工程有限公司（以下简称“园林建筑公司”）负责。园林建筑公司是集建筑施工、古建修缮、园林景观绿化施工、设计于一体的专业化建筑企业。截至 2018 年 9 月底，

园林建筑公司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，拥有各类专业技术人员四十余人。

园林建筑公司通过招投标方式揽接工程项目，一般采用包工包料的形式进行经营施工。对于应收工程款，园林建筑公司的结算方式一般为：工程完工收取合同价款的 30%、1 年后收取合同价款的 30%、2 年后收取合同价款的 30%、3 年后收审定价款的 10%。实际操作中，工程发包方根据施工进度适当支付部分预付款项，以保证施工正常推进。

截至 2018 年 9 月底，园林建筑公司 100 万元以上在施合同共 38 个，合同金额共 6.62 亿元。

2015~2017 年，园林建筑公司收入波动下降，分别为 2.93 亿元、1.57 亿元和 2.06 亿元，毛利率分别为 9.58%、7.75% 和 11.39%。2018 年 1~9 月，园林建筑公司实现收入 1.76 亿元，相当于 2017 年全年的 85.33%，当期毛利率为 15.16%。截至 2018 年 9 月底，累计收到工程回款 5.86 亿元。

(4) 园林设计

公司园林设计业务主要由下属全资子公司扬州园林设计院有限公司（以下简称“园林设计公司”）负责。

近年来，园林设计公司完成的项目包括傍花村商业街景观设计、茱萸湾公园景观设计、瘦西湖趣园澄碧楼附房加接工程、扬州曲江法治文化公园、个园改造提升工程、高邮孟城驿扩容改造二期工程设计、何园改造提升工程以及仿古街扩建工程等。

园林设计公司通过招投标方式开展业务，根据与项目发包方签署的合同收取设计费，一般为签订合同后预付50%，设计方案完成提交后支付剩余50%。

随着市场上对于园林建筑需求日益增多以及扬州园林设计公司知名度逐步打开，2015~2017年，园林设计公司收入持续增长，分别为613.12万元、753.99万元和1973.15万元；毛利率波动下降，分别为24.74%、19.13%

和20.63%。2018年1~9月，园林设计公司实现收入1005.46万元，相当于2017年全年的50.96%，当期毛利率为17.50%。

(5) 房地产开发

公司的房地产开发业务主要由公司本部负责。

截至2018年9月底，公司已完工房地产项目分别为瘦西湖新苑三期A、B地块、新苑商业广场和漕河坊。

表4 截至2018年9月底公司已开发房地产项目情况（单位：万元、平方米）

项目名称	项目类别	总投资金额	已投资金额	占地面积	规划建筑面积	销售总额	销售进度
瘦西湖新苑三期 A、B 地块	住宅、商业	22204.00	21772.98	20869.00	64438.00	36389.44	92.00%
新苑商业广场	商业	15547.00	13553.64	17729.00	20388.00	6479.92	40.00%
漕河坊	住宅	13000.00	13844.34	7597.00	16344.00	--	--
合计	-	50751.00	49170.96	46195.00	101170.00	42869.36	-

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司房地产开发收入分别为3167.93万元、1285.72万元和8894.86万元，收入主要来源于瘦西湖新苑三期A、B地块和新苑广场两个项目。2017年，公司房地产收入大幅增长至0.89亿元，主要系新苑广场项目销售较快且结转较多所致，毛利率22.25%，同比增加7.25个百分点，主要系新苑广场当年结转的为价格较高的商业配套设施所致；2018年1~9月，公司实现房地产收入0.23亿元，毛利率21.30%。

(6) 其他项目投资建设

公司作为扬州市重要的旅游基础设施建设和瘦西湖风景区的运营主体，依托瘦西湖风景区的核心优势，在其周边分别打造了柏联国际度假社区、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和友谊酒店。

截至2018年9月底，公司主要自营项目预算总投为33.51亿元，已完成投资24.42亿元，未来尚需投资9.09亿元。详见表5。

表5 截至2018年9月底公司主要自营项目情况表（单位：万元）

项目名称	预算总额	截至2018年9月底已投资	计划投资额		
			2018年10-12月	2019年	2020年
柏联国际度假社区	170000.00	83767.56	1700.00	700.00	1300.00
傍花村工程	80000.00	79545.60	--	--	--
笔架山温泉	29000.00	30300.92	--	--	--
花都汇生态园艺中心	16090.00	24200.09	1000.00	1000.00	--
九龙湖生态度假旅游观光项目	20000.00	4169.93	--	--	--
友谊酒店	19978.00	22232.17	--	--	--
合计	335068.00	244216.27	2700.00	1700.00	1300.00

资料来源：公司提供

注：笔架山温泉、花都汇生态园艺中心以及友谊酒店由于预算总额编撰时间较早，且项目持续扩建，故截至2018年9月底已投资高于预算总额。

截至本评级报告出具日前，傍花村工程、笔架山温泉以及友谊酒店均已投入运营，公司根据瘦西湖管委会规划将上述三个项目委托交由扬州瘦西湖旅游投资度假管理有限公司进行运营管理，收入归扬州瘦西湖旅游投资度假管理有限公司所有。柏联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，未有门票收入；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。

总体看，公司在建自营项目规模较大，项目产生的收入暂时不归公司所有，相关债务偿还仍有公司负责，另外，自营项目仍将持续投入，未来的资金平衡方案仍待关注。

3. 未来发展

公司依托于瘦西湖风景区，未来仍将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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述合并财务进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年 1~9 月财

务报表未经审计。

截至 2019 年 9 月底，纳入公司合并范围内子公司共计 13 家。近三年，公司新增纳入合并范围内子公司规模小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底，公司资产总额 226.96 亿元，所有者权益 110.32 亿元（含少数股东权益 18.34 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 9.21 亿元，利润总额 4.51 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 237.38 亿元，所有者权益 111.06 亿元（含少数股东权益 18.41 亿元）。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 7.36 亿元，利润总额 1.05 亿元。

截至 2017 年底，公司母公司资产总额 221.53 亿元，所有者权益 93.29 亿元。2017 年，公司母公司实现营业收入 6.33 亿元，利润总额 4.25 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司母公司资产总额 231.56 亿元，所有者权益 93.98 亿元。2018 年 1~9 月，公司母公司实现营业收入 5.18 亿元，利润总额 0.93 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长 11.07%。2017 年底，公司资产总额 226.96 亿元，同比增长 18.98%；其中流动资产占比 46.76%，非流动资产占比 53.24%。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	32.97	17.92	22.15	11.61	33.99	14.98	26.70	11.25
应收账款	14.57	7.92	15.66	8.21	14.60	6.43	15.22	6.41
其他应收款	7.57	4.11	6.70	3.51	12.50	5.51	16.28	6.86
存货	39.88	21.68	41.64	21.83	39.96	17.61	44.42	18.71
流动资产合计	99.41	54.03	91.26	47.84	106.12	46.76	111.01	46.76
投资性房地产	53.90	29.30	58.82	30.83	56.96	25.10	67.01	28.23
在建工程	28.12	15.28	37.96	19.90	60.07	26.47	54.80	23.09
非流动资产合计	84.57	45.97	99.50	52.16	120.84	53.24	126.37	53.24
资产总额	183.98	100.00	190.76	100.00	226.96	100.00	237.38	100.00

资料来源：公司审计报告及公司 2018 年 1~9 月合并财务报表&联合资信整理

流动资产

2015~2017年，公司流动资产波动增长，年均复合增长3.32%。2017年底，公司流动资产106.12亿元，同比增长16.82%，主要来自货币资金和其他应收款的增长。

2015~2017年，公司货币资金波动幅度较大，年均复合增长1.54%。2017年底，公司货币资金为33.99亿元，同比增长53.44%；其中银行存款（占81.91%），其他货币资金（占18.06%），公司受限资金1.58亿元均为借款保证金。

2015~2017年，公司应收账款波动增长，年均复合增长0.13%。2017年底，公司应收账款增长至14.60亿元，同比下降6.74%；应收账款主要为应收瘦西湖管委会和瘦西湖风景区管理处的应收委托代建款14.15亿元，集中度高，回收风险较小，未计提坏账准备，但对资金形成一定占用。

2015~2017年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长28.49%。2017年底，公司其他应收款12.50亿元，同比增长86.56%，主要来自应收瘦西湖管委会安置补助费增加所致；公司其他应收款集中度高，但考虑欠款单位主要为政府，回收风险低。公司已累计计提坏账准备0.26亿元。

表7 截至2017年底公司其他应收款前五名

(单位: 亿元、%)

欠款单位	金额	占比	性质
瘦西湖管委会基金专户	7.17	56.60	安置补助费
扬州瘦西湖旅游度假投资管理集团有限责任公司	1.60	12.63	往来款
扬州市瘦西湖风景区管理处	1.25	9.87	往来款
瘦西湖管委会	0.80	6.35	保证金
扬州大明寺	0.39	3.08	往来款
合计	11.22	88.53	--

资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司存货波动增长，年均复合增长0.11%。2017年底，公司存货39.96亿元，同比下降4.03%，主要来自旅游工程施

工及新增开发成本（瘦西湖新苑商业广场）的增加。存货构成中，其中旅游工程施工37.57亿元（占94.02%），公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长19.54%。2017年底，公司非流动资产120.84亿元，同比增长21.45%，主要来自可供出售金融资产和在建工程的增长。

2015~2017年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长204.32%。2017年底，公司可供出售金融资产大幅增至2.03亿元，主要为公司投资的中保投京杭大运河（扬州）生态基金。

2015~2017年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长2.80%。2017年底，公司投资性房地产56.96亿元，同比下降3.16%，其中土地使用权52.36亿元，其中41.66亿元已用作于抵押借款。

2015~2017年，公司在建工程快速增长，年均复合增长46.15%。2017年底，公司在建工程60.07亿元，同比增长58.24%，主要为公司的项目持续投入。

2018年9月底，公司资产总额237.38亿元，较2017年底增长4.59%，流动资产和非流动资产占比与上年第保持一致。2018年9月底，公司流动资产为111.01亿元，较2017年底增长4.61%，其中，受扬州市-蜀冈瘦西湖风景区旅游基础设施项目持续推进，公司应收账款和存货较2017年底分别增长至15.22亿元和44.42亿元。2018年9月底，公司非流动资产126.37亿元，较2017年底增长4.57%，主要来自公司通过公开市场“招、拍、挂”获得一块土地，该地块计入了投资性房地产所致。

2018年9月底，公司受限资产31.08亿元，其中22.02亿元的土地使用权用于抵押借款，9.07亿元受限货币资金，公司受限资产占总资产的13.09%，受限比例较低。

总体看，近年来，公司应收类款项规模较大，对资金形成较大的占用，存货、投资性房

地产和在建工程占比高，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益年均复合增长25.63%。2017年底，公司所有者权益110.32亿元，同比增长53.94%，主要系其他权益工具、资本公积和未分配利润和少数股东权益增加所致。公司所有者权益构成中主要由实收资本（占18.13%）、资本公积（占18.39%）、其他权益工具（占13.48%）、未分配利润（占15.87%）、其他综合收益（占15.53%）和少数股东权益（占16.63%）构成。

2017年底，公司资本公积20.29亿元，同比增长12.62%，其中政府对公司注资10亿元，但是受市政府规划的影响公司账面价值7.93亿元的5块土地被土储中心收回；公司其他权益工具14.87亿元，同比增长98.20%，主要系公司于2017年9月27日成功发行7.50亿元的“17瘦西湖MTN001”永续中期票据，计入该科目所致。

2017年底，公司少数股东权益大幅增至18.34亿元，主要来自中保投资基金。

2018年9月底，公司所有者权益111.06亿元，较2017年底变化不大。

总体看，近年来，公司所有者权益持续增长，但其稳定性一般，质量一般。

负债

2015~2017年，公司负债年均复合增长1.12%。2017年底，公司负债总额116.64亿元，同比增长4.52%，其中流动负债占23.27%，非流动负债占76.73%，构成以非流动负债为主。

2015~2017年，公司流动负债快速下降，年均复合下降26.66%。2017年底，公司流动负债27.14亿元，同比下降42.02%，公司流动负债主要以短期借款（占41.27%）和其他流动负债为主（占18.42%）。

2015~2017年，公司短期借款波动增长，年均复合增长89.16%。2017年底，公司短期

借款11.20亿元，同比下降39.96%，其中抵押借款4.70亿元，保证借款6.50亿元。

2015~2017年，公司其他流动负债持续下降，年均复合下降20.94%。2017年底，公司其他流动负债5.00亿元，同比下降28.57%，为短期融资券。

非流动负债方面，2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长18.61%。2017年底，公司非流动负债89.51亿元，同比增长38.15%，主要来自长期借款和应付债券的增长。

2015~2017年，公司长期借款波动增长，年均复合增长23.37%。2017年底，公司长期借款54.54亿元，同比增长72.59%，主要由抵押借款（占61.24%）和政府债（占28.44%）构成。

2015~2017年，公司应付债券持续增长，年均复合增长14.02%。2017年底，公司应付债券26.00亿元，同比增长4.00%，包括“14瘦西湖债”（余额8.00亿元）、“15瘦西湖MTN001”（余额5.00亿元）、华夏银行私募债（余额10.00亿元）和兴业银行理财直融（余额3.00亿元）。

2018年9月底，公司负债总额126.31亿元，较2017年底增长8.29%，流动负债和非流动负债占比分别为23.27%和76.73%。2018年9月底，公司流动负债48.79亿元，较2017年底增长79.77%，主要为公司的长期借款以及应付债券到期的本息调整至“一年内到期的非流动负债”科目。2018年9月底，公司非流动负债77.53亿元，较2017年底下降13.38%，其中新增长期应付款，主要为融资租赁款，已计入公司有息债务。

2015~2017年，公司全部债务波动下降，年均复合下降0.93%。2017年底，公司全部债务96.74亿元，同比增长3.14%，其中短期债务占比16.75%，长期债务占比83.25%。2018年9月底，公司全部债务107.84亿元，短期债务占比21.33%，长期债务占比78.67%。

表8 公司债务情况(单位:亿元、%)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年9月
短期债务	42.71	37.20	16.20	38.64
长期债务	55.83	56.60	80.54	69.06
全部债务	98.54	93.80	96.74	107.69
长期债务资本化比率	44.41	44.13	42.20	38.34
全部债务资本化比率	58.50	56.69	46.72	49.23
资产负债率	62.01	58.50	51.39	53.21

资料来源:联合资信根据公司审计报告及2018年1~9月合并报表整理

债务指标方面,2015~2017年,公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率持续下降。2017年底,由于其他权益和少数股东权益快速增长,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同比分别减少7.11个、9.97个和1.93个百分点,分别为51.39%、46.72%和42.20%。2018年9月底,公司上述三项指标分别为53.21%、49.23%和38.34%,分别较上年上升1.82个、2.51个和3.86个百分点。

若将公司发行的永续中期票据“16瘦西湖MTN001”和“17瘦西湖MTN001”合计15亿元计入全部债务后,截至2018年9月底,公司全部债务(含永续)为114.80亿元,长期债务(含永续)为76.16亿元,所有者权益调整为96.06亿元,资产负债率(含永续)为59.53%,全部债务资本化比率(含永续)为54.44%,公司实际债务负担重于指标反映水平。

总体看,公司永续中期票据发行、少数股东权益增长及政府注资带动所有者权益快速增长,公司负债比率有所降低;有息债务中长期债务占比较高。随着未来在建和拟建项目资金的后续投入,公司债务规模或将有所扩大。

4. 盈利能力

公司营业收入主要源自旅游工程施工、旅游经营和古典园林施工,近三年,公司整体营业收入持续下滑,年均复合下降18.43%。2017年,公司实现营业收入9.21亿元,同比下降32.00%,营业成本7.15亿元,同比下降

37.37%,降幅高于营业收入,当期营业利润率为21.19%。

近年来,公司期间费用波动下降,年均复合下降87.03%;2017年三项费用支出总额0.47亿元。由于公司借款费用基本上已做资本化处理,公司财务费用近三年为负值。2015~2017年,期间费用占营业收入比重分别为10.38%、2.43%和5.14%,期间费用控制能力尚可。

非经常性损益方面,2015~2017年,公司公允价值变动收益分别-0.13亿元、3.47亿元和2.90亿元,主要为投资性房地产的评估导致的公允价值变动;2015~2017年,公司营业外收入(主要是财政补贴)快速下降,年均复合下降68.43%,分别为0.98亿元、0.16亿元和0.10亿元。2017年,公司收到来自于瘦西湖管委会的财政补贴计其他收益,为0.01亿元。2015~2017年,公司非经常性损益占公司利润总额分别为49.46%、7.39%和66.72%。总体看,非常性损益对利润总额影响较大。

盈利指标方面,近三年,公司营业利润率波动上升,分别为19.97%、13.53%及21.19%。2015~2017年,公司总资本收益率和净资产收益率均呈波动增长趋势,2017年,上述两项指标分别为1.61%和3.02%,同比下降0.48个和1.81个百分点。

表9 公司盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2015年	2016年	2017年
营业收入	13.84	13.55	9.21
营业成本	10.81	11.42	7.15
公允价值变动收益	-0.13	3.47	2.90
利润总额	2.14	4.92	4.51
营业利润率	19.97	13.53	21.19
总资本收益率	1.02	2.09	1.61
净资产收益率	2.40	4.83	3.02

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2018年1~9月,公司实现营业收入7.36亿元,实现利润总额为1.05亿元,营业利润率19.11%。

总体看,近年来,公司收入规模有所下降,利润总额受非经常性损益影响较大,公司整体

盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入不断下降，主要由销售商品、提供劳务收到现金和收到其他与经营活动有关的现金构成。2017年，公司经营活动现金流入为11.37亿元，同比下降38.94%，其中销售商品、提供劳务收到的现金8.99亿元，收到其他与经营活动有关的现金2.38亿元。2015~2017年，经营活动现金流出快速下降，主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金构成。2017年，公司购买商品、接受劳务支付的现金7.17亿元，同比下降56.63%。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额实现由负转正，分别为-5.24亿元、-2.13亿元及3.12亿元。从收入实现质量来看，2015~2017年，公司现金收入比分别为100.62%、89.79%和97.61%，收入实现质量尚可。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动产生的现金流入量波动增长，年均复合增长15.92%。2017年为1.77亿元，较上年同期减少1.40亿元，其中收回投资收到的现金大幅增至1.79亿元，主要系理财产品赎回所致；处置子公司及其他单位收到的现金净额-0.03亿元，主要系公司处置子公司尚未收到现金，故体现为负值。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流出波动增长，年均复合增长252.49%。2017年，公司投资活动现金流出快速增长至30.14亿元，同比增长186.23%，其中投资支付的现金大幅增至5.36亿元，主要系来自公司购买的理财产品。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.11亿元、-7.36亿元及-28.37亿元。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长43.06%；2017年公司筹资活动现金流入129.90亿元，同比增长67.99%，其中吸收投资收到的现金28.17亿元，主要来自管委会增资10亿元以及收到的与中保投合作股权基金的18

亿元资金，公司收到其他与筹资活动有关的现金12.97亿元，主要为金融机构释放公司受限资金。2015~2017年，公司筹资活动现金流出不断增长，年均复合增长17.52%；2017年，公司筹资活动现金流出81.42亿元，同比增长12.45%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2015~2017年，筹资活动产生的现金流量净额分别为4.52亿元、4.93亿元及48.48亿元。

2018年1~9月，公司经营活动现金流量净额-5.97亿元，现金收入比为92.06%；投资活动现金流量净额为-11.42亿元；筹资活动现金流量净额10.38亿元。

表10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2015年	2016年	2017年
经营活动现金流入	21.87	18.62	11.37
经营活动现金流出	27.10	20.75	8.25
经营活动现金流量净额	-5.24	-2.13	3.12
现金收入比	100.62	89.79	97.61
投资活动现金流量净额	-1.11	-7.36	-28.37
筹资活动现金流量净额	4.52	4.93	48.48

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，公司收现质量一般，2017年公司经营活动现金流量净额由负转正，但经营活动现金流仍无法满足投资需求；公司在建工程规模很大，未来存在较大的对外筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近年来公司流动比率及速动比率均呈现波动增长趋势，2017年底，公司流动比率和速动比率分别为391.03%和243.77%，同比分别提高196.06个和137.76个百分点。2018年9月底，上述两项指标分别为227.54%和136.50%。近三年，公司经营现金流动负债比分别为-10.38%、-4.56%及11.48%。2018年9月底，公司短期债务较2017年底上升至38.64亿元，公司当期现金类资产是短期债务的0.69倍，公司存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司全部债务/EBITDA分别为41.59倍、18.29倍和21.11倍，呈现波动下降趋势，但公司发

行的 7.50 亿元“16 瘦西湖 MTN001”和 7.50 亿元“17 瘦西湖 MTN001”合计 15 亿元均为永续中期票据，若将其调入全部债务后，全部债务/EBITDA 实际高于上值，考虑到公司获得外部支持及其区域垄断地位等因素，整体偿债能力很强。

截至 2018 年 9 月底，公司获银行授信额度 76.61 亿元，已使用授信额度 59.32 亿元，未使用授信额度 17.29 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年 9 月底，公司对外担保 14 笔，余额 13.46 亿元，担保比率 12.12%，被担保企业均属扬州市-蜀冈瘦西湖风景管委会所属的资产运营公司，经营情况良好，公司或有负债风险不大。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模 5.00 亿元，相当于 2018 年 9 月底公司长期债务的 7.24%，全部债务的 4.64%，本期中期票据的发行对公司债务规模影响较小。

2018 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 53.21%、49.23%和 38.34%，以公司 2018 年 9 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率将分别上升至 54.18%、50.36%和 40.01%，若将公司发行的永续中期票据“16 瘦西湖 MTN001”和“17 瘦西湖 MTN001”合计 15 亿元计入有息债务，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率将分别上升至 60.37%、55.50%及 45.80%，公司债务指标大幅上升，债务负担加重，但考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还有息债务，公司实际债务负担将低于上述测算指标。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 值分别为

2.37 亿元、5.17 亿元和 4.58 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模 5 亿元的 0.47 倍、1.03 倍及 0.92 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力较弱。

2015~2017 年，公司经营活动的现金流入量分别为 21.87 亿元、18.62 亿元和 11.37 亿元，为本期中期票据发行规模 5 亿元的 4.37 倍、3.72 倍和 2.27 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较强。

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-5.24 亿元、-2.13 亿元和 3.12 亿元，分别为本期中期票据发行规模 5 亿元的 -1.05 倍、-0.43 倍和 0.62 倍，公司经营活动产生的现金流量净额对本期中期票据保障能力弱。

整体看，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

十、结论

公司是扬州市主要的旅游基础设施建设和运营主体，近年来，扬州市经济和旅游业呈现快速发展趋势，为公司发展提供了良好的外部环境。近年来，公司持续获得政府在资本金注入、股权划拨以及财政补贴等方面给予公司有力支持。

近年来公司整体营业收入规模持续下滑，旅游工程收入受政府确认影响较大。随着旅游基础设施项目持续推进，公司经营发展有望持续稳定，但同时代建模式发生变化，未来利润将进一步下滑。

公司应收类款项规模较大，对资金形成较大的占用，存货、投资性房地产和在建工程占比高，资产流动性较弱，整体资产质量一般；公司非经常性损益对利润总额影响较大；随着公司投资规模的扩大，公司对外筹资压力有可能加大。

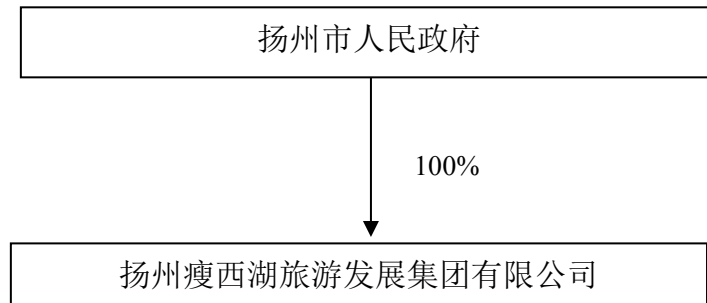
公司债务规模持续扩张，其仍以长期负债为主，债务结构良好，但是近期由于公司到期的债务较多，存在较大的短期支付压力。考虑到公司是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主

体，持续获得政府支持，整体偿债能力很强。

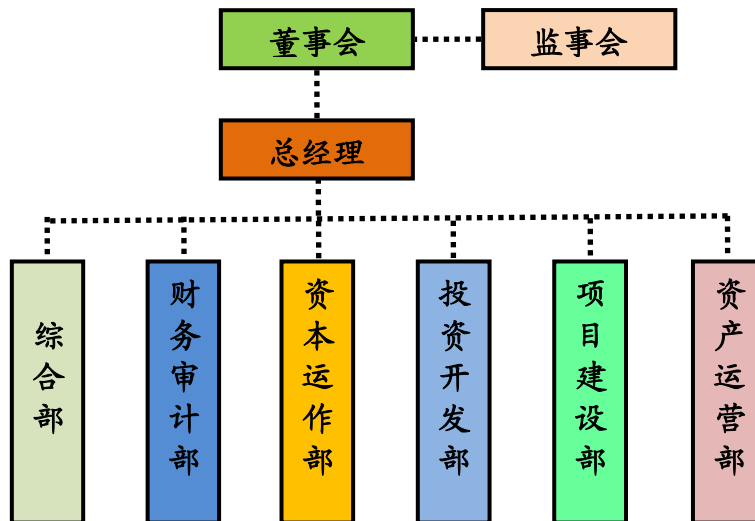
公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖能力较好。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 截至 2018 年 9 月底公司纳入合并范围子公司情况表

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	风景名胜区、城市公园、绿地、建筑设计	100.00
扬州园林建筑装饰工程有限公司	1600.00	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（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	100000.00	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
扬州瘦西湖园博建设工程有限公司	1000000.00	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

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.97	22.15	33.99	26.70
资产总额(亿元)	183.98	190.76	226.96	237.38
所有者权益(亿元)	69.90	79.16	110.32	111.06
短期债务(亿元)	42.71	37.20	16.20	38.64
长期债务(亿元)	55.83	56.60	80.54	69.06
全部债务(亿元)	98.54	93.80	96.74	107.69
营业收入(亿元)	13.84	13.55	9.21	7.36
利润总额(亿元)	2.14	4.92	4.51	1.05
EBITDA(亿元)	2.37	5.17	4.58	--
经营性净现金流(亿元)	-5.24	-2.13	3.12	-5.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.30	0.90	0.61	--
存货周转次数(次)	0.29	0.28	0.18	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.04	--
现金收入比(%)	100.62	89.79	97.61	92.06
营业利润率(%)	19.97	13.53	21.19	19.11
总资本收益率(%)	1.02	2.09	1.61	--
净资产收益率(%)	2.40	4.83	3.02	--
长期债务资本化比率(%)	44.41	44.13	42.20	38.34
全部债务资本化比率(%)	58.50	56.69	46.72	49.23
资产负债率(%)	62.01	58.50	51.39	53.21
流动比率(%)	197.03	194.97	391.03	227.54
速动比率(%)	118.00	106.01	243.77	136.50
经营现金流动负债比(%)	-10.38	-4.56	11.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	41.59	18.29	21.11	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.37	1.06	0.94	--

注：1. 公司 2018 年三季度财务数据未经审计；

2. 其他流动负债和长期应付款为有息债务，已计入短期债务核算。

附件 4 主要财务计算指标的计算公式(新准则)

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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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 5-2 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 5-3 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。

联合资信评估有限公司关于 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。