

信用评级公告

联合〔2023〕6446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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司的信用等级为 AA⁺，维持“20 瘦西湖 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年七月十七日

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 瘦西湖 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 瘦西湖 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/07/22

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2023 年 7 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素：-			--	
个体信用等级			a ⁻	
外部支持调整因素：公司在财政补贴等方面持续获得政府和股东的有力支持			+5	
评级结果			AA ⁺	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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，公司经营环境良好，旅游基础设施建设及旅游景区运营业务仍具备专营性，并在财政补助等方面持续得到政府支持。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性弱、债务负担持续加重、短期偿债压力较大、存在或有负债风险及存在一定资本支出压力等因素对其信用水平产生的不利影响。

旅游业是扬州市社会经济发展的支柱产业之一，在扬州市人民政府的支持下，公司的业务有望保持稳定发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 瘦西湖 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**2022 年，扬州市实现地区生产总值 7104.98 亿元，同比增长 4.3%；完成一般公共预算收入 325.49 亿元，同口径保持增长。
2. **业务专营优势明显，继续获得外部支持。**公司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专营优势；跟踪期内，公司继续得到政府在财政补助等方面的支持。

关注

1. **自营项目实现的收入规模较小，资金回报周期偏长。**公司自营项目未来运营及收益实现情况受扬州市蜀冈—瘦西湖风景名胜區管理委员会整体规划影响较大，且收入规模较小，回报周期偏长，有一定资本支出压力。
2. **资产流动性弱。**公司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，公司的资产流动性弱。
3. **债务负担持续加重，短期偿付压力较大。**截至 2023

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年	2022 年
所属区域	扬州市	芜湖市	阜阳市	镇江市
GDP (亿元)	7104.98	4502.13	3233.30	5017.04
一般公共预算收入 (亿元)	325.49	388.60	184.80	303.96
资产总额 (亿元)	325.16	172.54	1266.45	589.87
所有者权益 (亿元)	115.22	102.96	434.07	220.05
营业总收入 (亿元)	12.09	1.89	23.55	43.90
利润总额 (亿元)	0.67	1.72	6.14	4.02
资产负债率 (%)	64.56	40.32	65.73	62.69
全部债务资本化比率 (%)	61.03	29.93	49.33	57.27
全部债务/EBITDA	210.10	18.90	36.07	65.41
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.56	1.53	0.35	0.20

注: 公司 1 为芜湖市交通投资有限公司, 公司 2 为阜阳市建设投资控股集团有限公司, 公司 3 为镇江文化旅游产业集团有限责任公司
资料来源: 联合资信根据公开数据和各公司提供资料整理

分析师: 谢晨 杨晓薇

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

年 3 月底, 公司全部债务 213.28 亿元, 资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.68%和 64.80%, 现金短期债务比 0.37 倍。

4. **存在或有负债风险。**截至 2023 年 3 月底, 公司对外担保余额为 76.72 亿元, 担保比率为 66.23%; 公司担保规模较大, 且被担保企业区域相对集中, 公司面临一定或有负债风险。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产 (亿元)	20.42	22.83	12.21	34.85
资产总额 (亿元)	272.76	296.06	325.16	358.41
所有者权益 (亿元)	114.00	115.11	115.22	115.84
短期债务 (亿元)	34.65	67.47	73.45	95.05
长期债务 (亿元)	101.24	90.19	106.99	118.23
全部债务 (亿元)	135.89	157.66	180.44	213.28
营业总收入 (亿元)	12.46	12.93	12.09	7.93
利润总额 (亿元)	3.19	2.08	0.67	0.67
EBITDA (亿元)	3.40	2.32	0.86	--
经营性净现金流 (亿元)	2.12	6.59	-12.28	-5.39
营业利润率 (%)	7.02	17.52	4.20	11.54
净资产收益率 (%)	1.96	1.36	0.42	--
资产负债率 (%)	58.21	61.12	64.56	67.68
全部债务资本化比率 (%)	54.38	57.80	61.03	64.80
流动比率 (%)	307.43	192.75	183.34	176.40
经营现金流动负债比 (%)	4.38	8.09	-13.13	--
现金短期债务比 (倍)	0.59	0.34	0.17	0.37
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.49	0.28	0.56	--
全部债务/EBITDA (倍)	39.95	68.09	210.10	--

公司本部 (母公司)				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额 (亿元)	265.30	281.06	300.66	326.27
所有者权益 (亿元)	96.77	97.85	98.27	98.55
全部债务 (亿元)	131.22	146.84	151.95	172.82
营业总收入 (亿元)	10.14	10.11	8.20	3.00
利润总额 (亿元)	3.41	1.81	0.48	0.28
资产负债率 (%)	63.52	65.19	67.31	69.80
全部债务资本化比率 (%)	57.56	60.01	60.73	63.68
流动比率 (%)	242.30	171.32	156.99	145.74
经营现金流动负债比 (%)	-10.27	2.00	-1.39	--

注: 1. 2023 年一季度财务数据未经审计; 2. 公司其他应付款和其他流动负债中有息部分已纳入短期债务核算, 长期应付款和其他非流动负债中有息债务已纳入长期债务计算

资料来源: 公司审计报告、财务报表及公司提供资料

评级历史：

债项名称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 瘦西湖 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/06/17	夏妍妍 杨晓薇	城市基础设施投资企业信用评级方法（V3.0.201907） 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 瘦西湖 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/03/30	张勇 丁晓	城市基础设施投资企业信用评级方法（V3.0.201907） 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、本报告所列示的主体评级及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。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司

2023年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、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“公司”）股东发生变更。2023年6月27日，扬州市人民政府出具《市政府关于组建扬州市产业投资国有控股（集团）有限责任公司的批复》（扬府复〔2023〕47号）：同意组建扬州市产业投资国有控股（集团）有限责任公司，将扬州经济技术开发区国有控股（集团）有限公司全资二级子公司扬州智谷建设发展有限公司更名为扬州市产业投资国有控股（集团）有限责任公司（以下简称“产投控股”），出资人变更为扬州市人民政府，由扬州市人民政府授权扬州经济技术开发区管委会（以下简称“经开区管委会”）履行产投控股出资人职责；同时，将公司100%股权无偿划转给产投控股。此次变更后，产投控股为公司唯一股东，扬州市人民政府仍为公司实际控制人。截至2023年3月底，公司注册资本及实收资本均为20.00亿元。

跟踪期内，公司组织架构、经营范围未发生变化。截至2023年3月底，公司拥有纳入合并范围的二级子公司20家。

截至2022年底，公司资产总额325.16亿元，所有者权益115.22亿元（其中少数股东权益18.35亿元）。2022年，公司实现营业总收入12.09亿元，利润总额0.67亿元。

截至2023年3月底，公司资产总额358.41

亿元，所有者权益115.84亿元（其中少数股东权益18.37亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入7.93亿元，利润总额0.67亿元。

公司注册地址：扬州市长春路118号；法定代表人：郭鲲。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2023年7月13日，联合资信所评公司存续债券为“20瘦西湖MTN001”，债券余额10.00亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付“20瘦西湖MTN001”的当期利息，存续债券的募集资金已全部按计划用于偿还金融机构借款。

表1 跟踪评级债券概况

债券简称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20瘦西湖 MTN001	10.00	10.00	2020/7/22	3年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，增速较上年四季度回升1.6个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环

境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2023年一季度）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见《[2023年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2. 区域经济环境

2022年，扬州市经济持续增长，固定资产投资增速较快，一般公共预算收入同口径保持增长，公司经营环境良好。

扬州市地处江苏省中部，位于长江北岸、江淮平原南端。扬州市城区位于长江和京杭大运河交汇处，具备显著的区位优势。扬州市现辖邗江区、广陵区、江都区、宝应县三区一县，同时代管高邮市、仪征市两个县级市，全市总面积 6634 平方公里。截至 2022 年底，扬州市常住人口 458.29 万人，较 2021 年底增长 0.1%；常住人口城镇化率为 72.01%，较 2021 年底上升 0.59 个百分点。

根据扬州市人民政府公布的《2022 年扬州市国民经济和社会发展统计公报》，2022 年，扬州市实现地区生产总值 7104.98 亿元，同比增长 4.3%。分产业看，第一产业增加值 326.62 亿元，增长 2.4%；第二产业增加值 3470.02 亿元，增长 5.7%；第三产业增加值 3308.34 亿元，增长 3.1%。按常住人口计算，扬州市全市人均 GDP 为 155032 元。

2022 年，扬州市 3550 家规模以上工业企业增加值同比增长 8.7%。同期，扬州市建筑业实现总产值 5258.3 亿元，同比增长 7.7%。房屋建筑施工面积 33006.6 万平方米，同比增长 1.5%，其中新开工面积 12119.6 万平方米，同比下降 1.8%。

2022 年，扬州市固定资产投资同比增长 10%，其中第一产业投资同比增长 0.5%，第二产业投资同比增长 25.6%，第三产业投资同比下降 0.9%。

根据扬州市人民政府公布的《关于扬州市 2022 年预算执行情况和 2023 年预算草案的报告》，2022 年，扬州市一般公共预算收入 325.49 亿元，同比下降 5.4%，同口径增长 2.3%。其中，税收收入 238.14 亿元，下降 13.3%，同口径下降 3.4%；非税收入 87.35 亿元，税收收入占比 73.16%；扬州市一般公共预算支出 698.55 亿元，同比增长 1.3%，财政自给率（一般公共预算收

入/一般公共预算支出)为 46.60%，财政自给能力较弱。同期，扬州市政府性基金收入 656.41 亿元，同比下降 0.4%。截至 2022 年底，扬州市地方政府债务限额 1207.4 亿元；债务余额 1104.8 亿元，其中一般债务余额 421.2 亿元，专项债务余额 683.6 亿元。

根据扬州市人民政府公布的《2023 年 1—3 月全市主要经济指标情况表》，2023 年一季度，扬州市实现地区生产总值 1789.08 亿元，同比增长 5.1%；规模以上工业增加值同比增长 6.1%；固定资产投资同比增长 7.0%。同期，扬州市一般公共预算收入 108.76 亿元，同比增长 6.3%，其中税收收入 82.20 亿元，同比增长 2.5%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，保持其业务专营优势。

1. 股权状况

跟踪期内，公司控股股东变更为产投控股，实际控制人未发生变化，仍为扬州市人民政府。

2. 企业规模及竞争力

公司是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，主要依托瘦西湖风景区开展旅游基础设施建设、旅游经营和古典园林施工等业务，业务在瘦西湖风景区内具有区域专营优势。

除公司外，扬州市其他主要基础设施建设主体包括扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司、扬州易盛德产业投资集团有限公司、扬州市扬子江投资发展集团有限责任公司、扬州市交通产业集团有限责任公司、扬州经济技术开发区开发（集团）有限公司和扬州新盛投资发展有限公司等，上述投资主体与公司在业务类型及区域上有所区分，具体详见下表。

表 2 截至 2022 年底扬州市属主要投资建设主体情况（单位：亿元）

公司名称	实际控制人	主要职能	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率
扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司	扬州市人民政府国有资产监督管理委员会	扬州市公用事业运营主体和基础设施建设主体	1875.00	608.11	230.44	6.28	67.57%
扬州易盛德产业投资集团有限公司	扬州市人民政府	扬州市生态科技新城基础设施、土地开发及经营性项目建设运营主体	368.78	145.80	16.39	2.31	60.46%
扬州市扬子江投资发展集团有限责任公司	扬州市人民政府国有资产监督管理委员会	扬州市国有资产运营主体	78.85	34.46	6.28	0.44	56.30%
扬州市交通产业集团有限责任公司	扬州市人民政府国有资产监督管理委员会	扬州市交通运输产业及交通基础设施建设经营管理主体	322.87	124.03	17.03	0.81	61.59%
扬州经济技术开发区开发（集团）有限公司	扬州市人民政府	扬州经开区土地一级开发、市政基础设施开发建设主体	754.17	272.95	23.55	2.75	63.81%
扬州新盛投资发展有限公司	扬州市人民政府国有资产监督管理委员会	扬州市生态科技新城土地整理和基础设施建设主体	199.89	88.00	8.81	1.20	55.98%
公司	扬州市人民政府	扬州市旅游基础设施建设和运营主体	325.16	115.22	12.09	0.67	64.56%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无已结清和未结清不良信贷记录，信贷履约情况良好。

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 2023 年 5 月 25 日，公司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 2023 年 5 月 18 日，子公司扬州园林有限责任公司（以下简称“扬州园林”）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，联合资信未发现公司本部及子公司扬州园林被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事和监事人员发生变更，法人治理结构、管理制度等无重大变化。

2023年6月，根据公司股东决定，免去朱法斌、王群、李刚、顾伟东、张瑛公司董事职务；委派陶晓东、睢菊月、胡文利、杨永伟、乔牧担任公司董事；委派祁婧担任公司监事。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度等无重大变化。截至本报告出具日，公司董事长职位仍空缺。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司继续从事旅游基础设施建设、旅游景区运营、古典园林施工等业务。2022年，公司营业总收入小幅下降，综合毛利率同比明显下降。

2022年，公司实现营业总收入同比下降6.56%。收入结构方面，旅游工程施工、旅游经营和古典园林施工仍为公司主要收入来源，合计占比超过80.00%。其中旅游工程施工收入同

比下降24.56%，主要系工程进度较慢导致确认收入减少影响；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，2022年同比大幅下降45.38%，系旅游业市场低迷所致；2022年古典园林施工收入较上年有所增长，系公司品牌影响力扩大、业务规模扩大所致；其他业务收入较上年有所增长。

毛利率方面，2022年，受收入占比较高的旅游工程施工和旅游经营业务毛利率大幅下降影响，公司业务综合毛利率同比大幅下滑。旅游工程施工业务毛利率同比下降13.95个百分点，系2021年结算的新苑四期项目加成比例较高、2022年项目加成比例回落所致；旅游经营业务毛利率为负，同比下降44.09个百分点，系瘦西湖风景区参观人次锐减，但景区日常维护及人员工资等刚性支出降幅较小所致；古典园林施工业务毛利率同比略有提高；其他业务毛利率有所提高。

2023年1—3月，公司实现营业总收入相当于2022年全年的65.62%，综合毛利率较上年底上升，系旅游经营业务逐渐恢复、毛利率大幅提升所致。

表3 公司营业总收入构成及毛利率情况

项目	2021年			2022年			2023年1—3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
旅游工程施工	5.11	39.54	15.77	3.86	31.92	1.82	2.29	28.83	2.98
旅游经营	3.13	24.20	14.39	1.71	14.15	-29.70	1.06	13.31	46.31
古典园林施工	3.40	26.31	13.36	4.62	38.19	13.80	4.21	53.05	6.45
其他业务	1.29	9.95	24.81	1.90	15.75	30.53	0.38	4.80	27.57
合计	12.93	100.00	18.12	12.09	100.00	6.46	7.93	100.00	11.77

注：其他业务包括园林设计、房地产开发、房屋建筑物等资产的对外租赁、演艺、水电费差价、停车场收费以及物业管理费等；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2. 旅游工程施工业务

跟踪期内，公司旅游工程施工业务模式未发生变化，毛利率水平大幅下降，回款效率较好。公司在建及拟建旅游工程施工项目投资规模较大，公司面临一定资本支出压力。

跟踪期内，公司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，公司根据年初扬州市蜀冈—瘦西湖风景区管理委员会（以下简称“瘦西湖管委会”）制定的代建项目清单，对指定的项目进行开发建设。项目前期资金由公司垫付，代建费比例为3%~5%，公司将成本加成代建费确认为收入，

瘦西湖管委会根据公司实际情况予以回款。

2022 年，公司旅游工程施工业务确认收入有所下降，毛利率水平同比大幅下降。2023 年 1—3 月，公司旅游工程施工业务收入相当于 2022 年全年的 59.33%，毛利率水平较上年略有上升。2022 年和 2023 年 1—3 月，公司分别收到旅游工程施工回款 5.72 亿元和 2.29 亿元，项目回款效率较好。

截至 2023 年 3 月底，公司已完工代建旅游工程项目主要包括宋夹城考古遗址公园、傍花村温泉度假村、唐子城河疏浚、扬菱路景观提升工程和瘦西湖路德胜工艺品厂等项目。

截至 2023 年 3 月底，公司在建及拟建旅游基础设施项目 2025 年底前待投入资金 21.54 亿元，公司面临一定资本支出压力。

唐子城综合保护项目是公司的重点在建项目。2016 年，公司作为劣后方与中保投资有限责任公司（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（有限合伙）（以下简称“中保投资基金”），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，公司出资 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，向公司支付款项。受国家文物保护政策影响，跟踪期内，唐子城综合保护项目仍处于维护状态，公司未进行大规模建设和开发。截至 2023 年 3 月底，唐子城综合保护项目已完成投资 18.27 亿元，主要用于棚户区拆迁工作。

表4 截至2023年3月底公司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	计划投资额		
			2023 年 4—12 月	2024 年	2025 年
唐子城综合保护项目	20.00	18.27	--	--	--
长春路综合改造	2.50	2.53	--	--	--
槐泗河支流整治工程	3.50	1.12	1.00	0.87	0.51
江平路快速化改造工程	4.00	1.18	1.00	0.83	0.99
瘦西湖水系清水工程	3.00	1.28	0.40	0.36	0.96
北护城河文化旅游集聚区（一期）	1.49	0.48	0.31	0.09	0.61
景区综合交通（四条道路）	0.72	0.46	0.20	0.07	--
在建项目合计	35.21	25.32	2.91	2.22	3.07
服务型机器人研发中心	11.70	--	3.00	3.00	5.70
景区污水达标区建设	1.64	--	1.63	0.01	--
拟建合计	13.34	--	4.63	3.01	5.70

注：1. 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；2. 公司在不同片区均有景区污水达标区建设项目，表中景区污水达标区建设项目与 2022 年 3 月底公司景区污水达标区建设项目并非相同项目；3. 尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

3. 旅游景区运营

跟踪期内，公司旅游景区运营业务仍具备专营性。2022 年，旅游经营收入同比大幅下降，业务呈亏损状态；2023 年 1—3 月，旅游经营

业务回暖，毛利率上升。

公司的旅游经营收入主要来自瘦西湖风景区的门票、游船及其他经营收入。瘦西湖风景区作为中国湖上园林的代表，1988 年被国务院

列为“具有重要历史文化遗产和扬州园林特色的国家重点名胜区”，游览区面积约 100 公顷，是国家“5A 级景区”。

跟踪期内，瘦西湖景区在票价政策、运营模式等方面未发生重大变化。2022 年，国内旅游市场整体疲软，行业景气度低，受此影响瘦西湖风景区 2022 年入园游客量同比大幅下降 52.39% 至 96.08 万人次。同期，公司旅游经营业务实现收入 1.71 亿元，同比下降 45.38%；因景区日常维护及人员工资等均为刚性支出，旅游经营业务成本降幅相对较小，旅游经营业务毛利率为负，业务呈亏损状态。

2023 年 1—3 月，国内旅游业逐渐回暖，公司旅游经营业务实现收入 1.06 亿元，相当于 2022 年全年的 61.99%，旅游经营业务毛利率较上年大幅提升。

4. 古典园林施工

跟踪期内，公司古典园林施工业务收入较上年有所增长，毛利率水平变化不大，业务持续性尚可。

跟踪期内，公司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。公司古典园林施工业务由子公司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。跟踪期内，公司获得地基基础工程专业承包三级资质、城市及道路照明工程专业承包三级资质和环保工程专业承包三级资质。截至 2023 年 3 月底，公司共拥有 1 项二级资质和 6 项三级资质。

表 5 截至 2023 年 3 月底公司拥有的主要建筑施工资质

资质类别	资质级别
建筑装饰装修资质	二级
建筑工程施工总承包	三级
市政公用工程施工总承包	三级
古建筑工程专业承包	三级

城市及道路照明工程专业承包	三级
地基基础工程专业承包	三级
环保工程专业承包	三级

注：中华人民共和国住房和城乡建设部已取消城市园林绿化资质
资料来源：公司提供

2022 年，公司古典园林施工业务新签合同额为 2.69 亿元，较上年下降 10.33%。截至 2023 年 3 月底，扬州园林在手合同金额合计 28.34 亿元，其中单个合同金额 100 万元以上的有 168 个。2022 年，公司古典园林施工业务收入规模较上年有所上升，毛利率水平同比略有提高。2023 年 1—3 月，公司古典园林施工业务收入为 4.21 亿元，毛利率水平较上年有所下降。

5. 其他业务

跟踪期内，其他业务收入与毛利率均较上年有所增长。其中，园林设计业务收入快速增长；房地产开发业务收入显著减少；自营项目实现的收入规模较小，资金回报周期偏长，未来运营情况受瘦西湖管委会整体规划影响较大，且仍有一定资本支出压力。

公司其他业务主要包括园林设计、房地产开发和房屋建筑物等资产的对外租赁。

跟踪期内，公司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。公司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。2022 年，公司园林设计业务实现收入 0.34 亿元，较上年底增长 88.57%；毛利率为 21.26%，较 2021 年底上升 9.50 个百分点；2023 年 1—3 月，公司园林设计业务实现收入 0.12 亿元。

公司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“主营业务收入—租赁”板块。2022 年，公司租赁业务收入 0.46 亿元，同比有所下降，主要系执行免租金政策所致；租赁业务毛利率为 7.37%。2023 年 1—3 月，公司租赁业务收入 0.21 亿元，相当于 2022 年租赁业务收入的 61.63%，毛利率较 2022 年

底显著提高，主要系租赁业务扩大导致边际利润提高。截至 2023 年 3 月底，公司已投入运营的自营项目主要为虹桥坊商业街区、花都汇商务中心、花都汇邻里中心、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、笔架山温泉和友谊酒店和柏联国际度假社区等项目。目前自营项目收入来源主要为租赁收入，未来运营情况受瘦西湖管委会整体规划影响较大。截至 2023 年 3 月底，公司主要在建自营项目未来仍需投入 8.93 亿元，建设完成后由公司对外出租。

2022 年，公司房地产开发业务实现收入 4.93 万元，较上年下降 99.86%，主要系在手项目已于 2021 年基本销售完毕所致；2023 年 1—3 月，公司未确认房地产开发业务收入。公司暂无在建及拟建房地产项目。

6. 未来发展

公司未来发展定位明晰，致力于在瘦西湖景区高质量发展中发挥应有作用。

未来，公司将继续发挥国有企业连接政府和市场的桥梁作用，全力打造并支持瘦西湖景区高质量发展。同时，从资本运作方面，公司将不断提高资本运作能力，全力推动瘦西湖5A景区基础设施公募REITs项目；从项目建设和投资方面，公司将着力优化国有资本布局，确保重大产业项目落地见效，并继续推进新的重大项目建设，加强对外投资管理，积极招商引资；从产业提供载体支撑，积极探索资产确权实施路径，为重点片区保护与利用破解难题，承担

起国有平台在景区发展保障、民生改善等方面的重要责任。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022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。公司提供的2023年一季度财务报表未经审计。

截至 2022 年底，公司拥有纳入合并范围的二级子公司 20 家。其中，2022 年公司合并范围新增 2 家新设二级子公司。合并范围变化对公司财务数据可比性影响小。

截至 2022 年底，公司资产总额 325.16 亿元，所有者权益 115.22 亿元（含少数股东权益 18.35 亿元）。2022 年，公司实现营业总收入 12.09 亿元，利润总额 0.67 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 358.41 亿元，所有者权益合计 115.84 亿元（含少数股东权益 18.37 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.93 亿元，利润总额 0.67 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长；公司资产中存货、应收类款项、投资性房地产和在建工程占比仍较大，资产受限规模较大，资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2022 年底，公司资产总额较 2021 年底增长 9.83%，资产结构较上年底变化不大。

表 6 公司主要资产构成情况

项 目	2021 年底		2022 年		2023 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	22.82	7.71	12.20	3.75	34.84	9.72
应收账款	4.74	1.60	1.21	0.37	0.92	0.26
预付款项	10.49	3.54	9.23	2.84	9.69	2.70
其他应收款	49.87	16.84	59.40	18.27	61.02	17.03
存货	67.32	22.74	87.55	26.92	94.00	26.23

流动资产合计	156.95	53.01	171.47	52.73	202.71	56.56
投资性房地产	80.62	27.23	90.45	27.82	90.55	25.26
固定资产	7.30	2.47	0.82	0.25	0.82	0.23
在建工程	35.15	11.87	39.47	12.14	41.39	11.55
无形资产	5.64	1.90	11.12	3.42	11.12	3.10
非流动资产合计	139.11	46.99	153.69	47.27	155.69	43.44
资产总额	296.06	100.00	325.16	100.00	358.41	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2022 年底，公司流动资产较上年底增长 9.25%；结构上以其他应收款和存货为主。公司货币资金较上年底下降 46.53%，其中有 0.33 亿元受限资金，受限比例低，全部为保证金。公司应收账款较上年底大幅下降 74.40%，主要系收回对瘦西湖管委会款项所致。公司预付款项较上年底下降 12.04%，主要系预付工程款减少所致。公司其他应收款主要为往来款，较 2021 年底增长 19.11%，主要系对瘦西湖管委会和关联方应收往来款增加所致；公司其他应收款主要为对政府单位、参股公司等关联方的往来款，其中对瘦西湖管委会其他应收款余额为 35.64 亿元，平均账龄较长，对公司资金形成一定占用。公司存货较上年底增长 30.04%，主要系合同履行成本增加所致；公司存货主要由合同履行成本（87.41 亿元）构成，累计计提跌价准备 2.56 万元。

2022 年底，公司非流动资产较上年底增长 10.48%，主要系投资性房地产、在建工程和无形资产增加所致。公司投资性房地产较上年底增长 12.20%，主要系部分房屋建筑物和土地使用权因用途变更由固定资产和无形资产转入所致；公司投资性房地产主要由土地使用权（50.97 亿元）和房屋建筑物（39.49 亿元）构成，均采用公允价值计量；期末用作借款抵押的投资性房地产账面价值为 76.37 亿元。公司固定资产较 2021 年底大幅下降 88.70%，主要系房屋及建筑物转出所致。公司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，2022 年底增长 12.29%，主要系待开发地段拆迁、

扬州迎宾馆四期工程、健康驿站景观工场等项目投入所致。公司无形资产主要为土地使用权，较 2021 年底大幅增长 97.12%，主要系 2022 年公司新购入土地使用权所致。

2023 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 10.22%，主要来自货币资金和存货的增加。资产构成较 2022 年底变化不大。

2023 年 3 月底，公司受限资产规模 77.28 亿元，占资产总额的 21.56%，主要系借款抵押所致；其中受限货币资金 0.34 亿元，受限投资性房地产 76.37 亿元，受限固定资产 0.29 亿元，受限无形资产 0.28 亿元。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模及结构保持稳定；公司债务规模继续增长，短期债务占比波动上升，整体债务负担持续加重，2023 年面临较大集中偿付压力。

（1）所有者权益

2022 年底，公司所有者权益为 115.22 亿元，较上年底基本保持稳定。其中，归属于母公司所有者权益占比为 84.07%，少数股东权益占比为 15.93%。公司归属于母公司所有者权益 96.87 亿元，主要由实收资本（占 20.65%）、资本公积（占 36.90%）、其他综合收益（占 17.75%）和未分配利润（占 21.81%）构成；各项科目变动均很小。

2023 年 3 月底，公司所有者权益合计 115.84 亿元，规模和结构较上年底变动很小。整体看，公司所有者权益稳定性较好。

(2) 负债

2022 年底，公司负债总额较上年底增长 16.02%，主要来自其他流动负债和长期借款的

增加；公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

表 7 公司主要负债构成情况

项 目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
短期借款	18.28	10.10	20.37	9.70	23.53	9.70
其他应付款	5.93	3.28	6.76	3.22	6.30	2.60
一年内到期的非流动负债	30.73	16.98	26.42	12.58	32.52	13.41
其他流动负债	17.30	9.56	26.66	12.70	39.00	16.08
流动负债合计	81.43	45.00	93.53	44.55	114.92	47.38
长期借款	65.14	36.00	76.98	36.67	93.13	38.39
应付债券	24.87	13.74	29.81	14.20	24.90	10.26
非流动负债合计	99.53	55.00	116.41	55.45	127.65	52.62
负债总额	180.95	100.00	209.94	100.00	242.57	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2022 年底，公司短期借款较上年底增长 11.40%，主要由抵押借款（占 23.08%）和保证借款（占 69.45%）构成，利率 3.90% 左右。公司其他应付款较上年底增长 13.94%，主要系应付往来款增加所致。公司一年内到期的非流动负债较 2021 年底下降 14.02%，主要系 2022 年公司偿还 4.99 亿元债权融资计划所致。公司其他流动负债较 2021 年底增长 54.11%，主要为公司发行的短期融资券、短期公司债和理财直融，均为有息负债，本报告将其纳入短期债务核算。

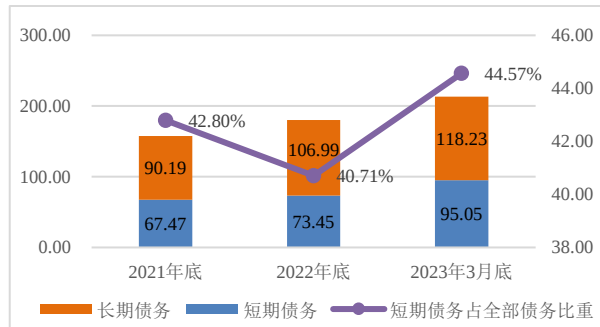
2022 年底，公司长期借款较上年底增长 18.18%，主要系新增保证借款和抵押+质押借款，利率 4.68% 左右；公司长期借款主要由抵押借款（占 17.66%）、保证借款（占 41.59%）、保证+抵押借款（占 18.64%）、抵押+质押借款

（21.35%）和信用借款（占 0.77%）构成。公司应付债券较上年底增长 19.85%，主要系发行 PPN 增多所致。

2023 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 15.54%，主要系长期借款、其他流动负债增加所致。公司负债结构较上年底变化不大。2022 年底，公司全部债务较上年底增长 14.45%；其中短期债务占比较上年底下降 2.09 个百分点，但仍处于较高水平。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均较上年底有所上升。

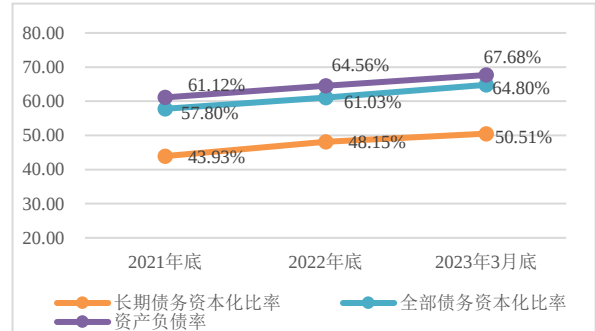
2023 年 3 月底，公司全部债务较 2022 年底增长 18.20%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率继续上升，债务负担进一步加重。

图1 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图2 公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从债务期限分布来看，2023年4—12月、2024年以及2025年，公司分别需偿还的债务规模为85.25亿元、43.73亿元和21.24亿元，2023年公司面临较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入、利润规模与营业利润率均有所下降，利润实现对非经常性损益的依赖程度大。

2022年，公司营业总收入同比下降6.56%，营业成本同比增长6.76%；受旅游工程施工业务毛利率显著下降影响，公司营业利润率同比下降13.32个百分点。

公司期间费用主要为管理费用，2022年，公司期间费用同比下降3.25%，占营业总收入的5.71%；其中，财务费用为-0.31亿元；公司费用控制能力尚可。

非经常损益方面，2022年，公司公允价值变动收益全部为投资性房地产的公允价值变动，投资收益主要为长期股权投资收益，确认金额均同比大幅上升；其他收益有所下降，主要为政府补助资金。公司利润实现对非经常性收益依赖大。

盈利指标方面，受净利润规模下降影响，2022年公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降。

2023年1—3月，公司实现营业总收入相当于2022年全年营业收入的65.62%；实现利

润总额相当于2022年全年利润总额的99.46%；营业利润率显著上升，系公司旅游经营业务回暖、毛利率上升所致。

表8 公司盈利情况（单位：亿元）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入	12.93	12.09	7.93
营业成本	10.59	11.31	7.00
期间费用	0.71	0.69	0.29
公允价值变动收益	0.33	0.12	--
投资收益	0.13	0.69	0.02
其他收益	0.11	0.07	0.00
利润总额	2.08	0.67	0.67
营业利润率	17.52%	4.20%	11.54%
总资本收益率	0.59%	0.17%	--
净资产收益率	1.36%	0.42%	--

注：2023年1—3月公司其他收益为36.89万元

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

5. 现金流分析

2022年，公司经营活动现金转为净流出，收入实现质量仍好；投资活动现金继续净流出，流出规模有所下降。未来随着公司在建和拟建项目的持续投入及债务到期偿还，公司面临一定的对外筹资压力。

经营活动方面，2022年，公司经营活动现金流入同比下降14.09%；现金收入比为165.05%，收入实现质量好。同期，公司经营活动现金流出同比增长86.45%，其中公司购买商

品、接受劳务支付的现金为 31.83 亿元，同比增长 101.44%，主要系建设项目投入规模较大所致。2022 年公司经营活动现金流由净流入转为净流出。

投资活动方面，2022 年，公司投资活动现金流入同比增长 789.14%，流出规模同比下降 21.01%。公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金 2.06 亿元，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 10.33 亿元，同比下降 25.86%，为公司自营项目和景区维护等投入的资金。2022 年，公司投资活动产生的现金净流出规模有所下降。

表 9 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	24.43	20.99	9.30
经营活动现金流出小计	17.84	33.26	14.69
经营活动现金流量净额	6.59	-12.28	-5.39
投资活动现金流入小计	0.24	2.14	0.03
投资活动现金流出小计	16.67	13.17	1.10
投资活动现金流量净额	-16.43	-11.03	-1.07
筹资活动现金流入小计	104.26	104.41	41.49
筹资活动现金流出小计	90.55	91.72	12.40
筹资活动现金流量净额	13.71	12.68	29.09
现金收入比（%）	158.05	165.05	96.85

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

筹资活动方面，2022 年公司筹资活动现金流入量同比变化不大，全部为取得借款收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出略有增长，主要系偿还债务本息支付的现金。2022 年，公司筹资活动现金流入略有下降。未来随着项目投入及到期债务的偿还，公司仍面临一定筹资压力。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-5.39 亿元，投资活动现金流量净额为-1.07 亿元，筹资活动现金流量净额为 29.09 亿元。

6. 偿债指标

公司长、短期偿债能力指标均较弱，对外担保规模较大，融资渠道较为畅通。

表 10 公司偿债指标

项目	项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
短期偿债能力	流动比率（%）	192.75	183.34	176.40
	速动比率（%）	110.07	89.73	94.61
	经营现金流动负债比（%）	8.09	-13.13	-4.69
	经营现金/短期债务（倍）	0.10	-0.17	-0.06
	现金短期债务比（倍）	0.34	0.17	0.37
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	2.32	0.86	--
	全部债务/EBITDA（倍）	68.09	210.10	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.04	-0.07	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.28	0.56	--
	经营现金/利息支出（倍）	0.79	-7.97	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：公司审计报告及公司提供，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，2022 年底公司流动比率和速动比率分别较上年底下降 9.41 个百分点和 20.34 个百分点。2022 年，公司经营活动产生的净现金流为负，对流动负债和短期债务无保障能力；现金短期债务比较 2021 年底有所下降，现金类资产对短期债务保障能力较弱。2023 年 1—3 月，公司流动比率和速动比率分别较上年底下降 6.93 个百分点、上升 4.88 个百分点；公司经营活动产生的净现金流对流动负债和短期债务无保障能力；现金短期债务比较 2022 年底有所上升。整体看，公司短期偿债指标较弱，公司短期偿付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2022 年公司 EBITDA 同比下降 62.93%，对债务本息的覆盖程度较弱；全部债务/EBITDA 显著上升；经营现金对全部债务比及利息支出无保障能力。整体看，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2023 年 3 月底，公司对外担保余额为 76.72 亿元，担保比率为 66.23%，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 1-4），但规模较大，区域相对集中，公

司面临一定或有负债风险。

截至 2023 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 179.46 亿元，尚未使用 34.23 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

7. 公司本部财务分析

公司本部资产在公司资产中占比大，所有者权益稳定性一般，收入在公司收入中的占比有所下降，债务负担较重，公司本部现金类资产对短期债务的保障能力较差。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 300.66 亿元，较上年底增长 6.97%，相当于公司合并口径资产总额的 92.46%。其中，流动资产占比为 57.59%。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 45.05%）和存货（占 45.84%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 14.13%）、投资性房地产（占 58.80%）和在建工程（占 23.12%）构成。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 98.27 亿元，相当于合并口径所有者权益总额的 85.29%。在所有者权益中，实收资本为 20.00 亿元（占 20.35%）、资本公积 35.07 亿元（占 35.68%）、未分配利润 23.36 亿元（占 23.77%）、盈余公积 2.81 亿元（占 2.86%）。

2022 年底，公司本部负债总额 202.39 亿元，较 2021 年底增长 10.47%，相当于合并口径的 96.40%。其中，流动负债占比 54.50%，主要由短期借款（占 15.42%）、其他应付款（占 28.46%）、一年内到期的非流动负债（占 23.07%）和其他流动负债（占 24.13%）构成；非流动负债占比 45.50%，主要为长期借款（占 57.64%）和应付债券（占 32.37%）。2022 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.31% 和 60.73%，较 2021 年底均有所上升。

2022 年，公司本部营业总收入为 8.20 亿元，利润总额为 0.48 亿元，分别相当于合并口径的 67.84% 和 70.91%，比重较上年均有所降低。

2022 年底，公司本部流动比率和速动比率分别为 156.99% 和 85.03%，较 2021 年底均有所

下降；现金短期债务比为 0.11 倍。

十、外部支持

公司是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，业务具有区域专营优势。跟踪期内，扬州市经济持续增长，公司经营环境良好，继续在财政补贴等方面获得有力支持。

1. 支持能力

作为长江三角洲经济圈的工商业港口城市，扬州市基础设施日益完善，工业生产稳步增长，重点优势产业持续发展，重大项目快速推进。2022 年，扬州市经济实力持续增长，固定资产投资增速较快，一般公共预算收入同口径保持增长，政府支持能力很强。

2. 支持可能性

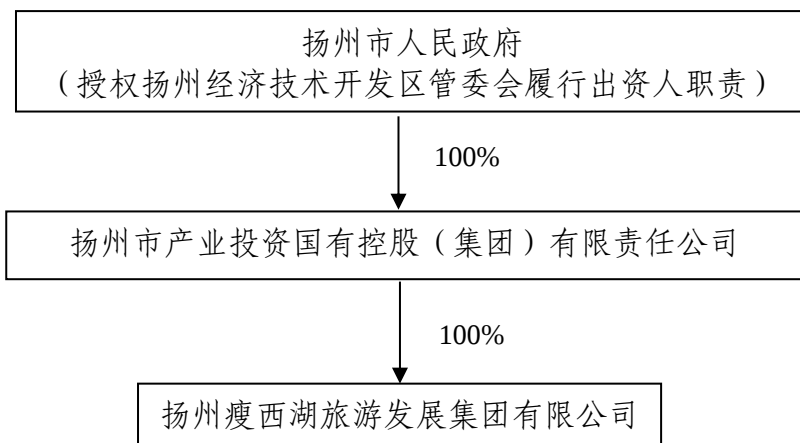
公司是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，在旅游基础设施建设、旅游产业运营和布局等方面起到重要作用。

近年来，公司在资产注入、股权划拨和财政补助等方面获得有力的外部支持。跟踪期内，公司收到来自政府的财政补贴 662.76 万元。公司的国资背景、区域地位以及业务专营性有利于其继续获得政府支持，政府支持可能性很大。

十一、结论

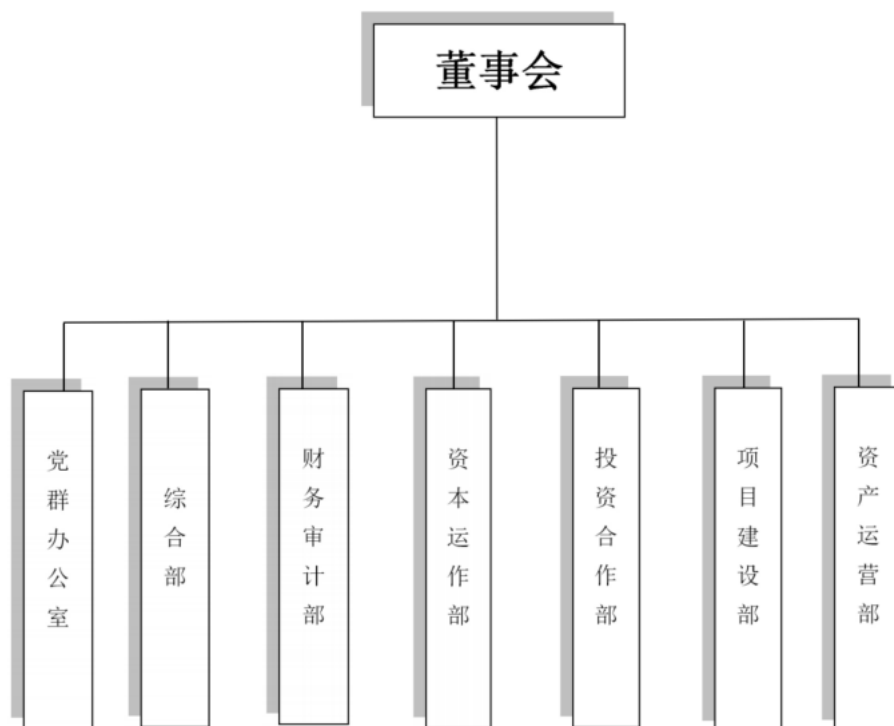
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 瘦西湖 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至报告出具日公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司合并范围内二级子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例 (%)
扬州园林设计院有限公司	1050.00	风景名胜区、城市公园、绿地、建筑设计	100.00
扬州园林有限责任公司	1200.00	房屋建筑工程、市政公用工程；建筑装饰装修、钢结构工程、井点降水、屋面防水、幕墙施工	100.00
瘦西湖旅游控股有限公司	1180.00 (万美元)	瘦西湖旅游海外宣传	100.00
扬州瘦西湖旅游资产运营管理有限公司	30000.00	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	2517.50	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	91.74
扬州万隆建设工程有限公司	7000.00	市政、工业、民用建筑、古典园林（绿化）、土方、公路工程施工	100.00
扬州市濂溪阁旅游管理服务有限公司	9000.00	旅游管理服务；房地产开发；房屋租赁；旅游配套设施建设	100.00
扬州瘦西湖旅游发展建设有限公司	1000000.00	唐子城保护利用和国家级旅游度假区范围内的基础设施建设、生态景观修复建设、不动产拆迁、改造和征收	56.65
扬州瘦西湖旅游商务管理集团有限公司	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；	100.00
扬州瘦西湖园博工程建设有限公司	10000.00	园林绿化工程、建筑装饰装修工程设计、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
扬州旅发置业有限公司	19000.00	房地产开发经营；房地产销售；房屋租赁；物业管理；对房地产业的投资	100.00
扬州景发置业有限公司	20000.00	房地产开发经营；非居住房地产租赁；物业管理	100.00
扬州瘦西湖金融投资管理有限责任公司	10000.00	一般项目：股权投资；创业投资；以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等活动；以自有资金从事投资活动；自有资金投资的资产管理服务；私募基金管理服务	100.00
仪征园博园建设工程有限公司	18838.97	房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包；各类工程建设活动；建设工程设计；水利工程建设监理；市政设施管理；城乡市容管理；工程管理服务；	62.50
扬州全域旅游有限公司	1000.00	旅游管理；餐饮服务	70.00
扬州景湖地产置业有限公司	2000.00	房地产开发经营；房地产咨询；非居住房地产租赁；物业管理	100.00
扬州景湾地产置业有限公司	2000.00	房地产开发经营；房地产咨询；非居住房地产租赁；物业管理	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

附件 1-4 截至 2023 年 3 月底公司对外担保情况

被担保方	担保期限	担保余额（万元）
扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司	2020.06-2023.06	20000.00
	2021.04-2023.04	30000.00
扬州瘦西湖旅游度假投资管理集团有限责任公司	2022.06-2024.06	5000.00
	2021.08-2023.08	2000.00
	2022.06-2023.06	8500.00
	2022.09-2023.07	20000.00
	2019.05-2034.05	49600.00
	2022.03-2040.03	51100.00
	2023.03-2024.03	9000.00
江苏扬城一味餐饮管理有限公司	2022.10-2023.10	5000.00
	2022.12-2023.11	1000.00
扬州虹桥坊酒店管理有限公司	2023.01-2024.01	4750.00
扬州市交通产业集团有限责任公司	2023.03-2023.09	3000.00
	2022.09-2023.09	7000.00
	2022.09-2023.09	5000.00
扬州易盛德产业发展有限公司	2020.12-2023.12	50000.00
	2021.04-2024.04	50000.00
	2020.06-2023.06	50000.00
	2021.02-2025.02	30000.00
	2022.10-2023.10	100000.00
扬州市邗江城市建设发展有限公司	2022.07-2037.07	12500.00
	2023.01-2037.07	25500.00
	2022.11-2023.11	10000.00
	2023.01-2023.07	13400.00
扬州华舜贸易有限公司	2022.04-2032.03	41000.00
扬州曹桥贸易实业有限公司	2022.10-2023.10	3000.00
扬州睿拓城镇化建设发展有限公司	2022.07-2029.06	30000.00
	2022.09-2029.06	4000.00
	2023.03-2033.03	19250.00
扬州经济技术开发区开发集团有限公司	2023.01-2032.12	5850.00
	2023.02-2023.08	10035.00
扬州蝶湖科技产业发展有限公司	2023.02-2030.02	18000.00
	2023.03-2030.02	30000.00
	2023.03-2030.02	10750.00
	2023.03-2030.02	5400.00
扬州华侨城实业发展有限公司	2021.03-2024.03	5000.00
扬州华运文化旅游发展有限公司	2022.01-2037.01	22530.00
合计	--	767165.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.42	22.83	12.21	34.85
资产总额（亿元）	272.76	296.06	325.16	358.41
所有者权益（亿元）	114.00	115.11	115.22	115.84
短期债务（亿元）	34.65	67.47	73.45	95.05
长期债务（亿元）	101.24	90.19	106.99	118.23
全部债务（亿元）	135.89	157.66	180.44	213.28
营业收入（亿元）	12.46	12.93	12.09	7.93
利润总额（亿元）	3.19	2.08	0.67	0.67
EBITDA（亿元）	3.40	2.32	0.86	--
经营性净现金流（亿元）	2.12	6.59	-12.28	-5.39
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.09	1.58	4.05	--
存货周转次数（次）	0.19	0.16	0.15	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.04	--
现金收入比（%）	104.83	158.05	165.05	96.85
营业利润率（%）	7.02	17.52	4.20	11.54
总资本收益率（%）	0.89	0.59	0.17	--
净资产收益率（%）	1.96	1.36	0.42	--
长期债务资本化比率（%）	47.04	43.93	48.15	50.51
全部债务资本化比率（%）	54.38	57.80	61.03	64.80
资产负债率（%）	58.21	61.12	64.56	67.68
流动比率（%）	307.43	192.75	183.34	176.40
速动比率（%）	174.48	110.07	89.73	94.61
经营现金流动负债比（%）	4.38	8.09	-13.13	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.34	0.17	0.37
EBITDA 利息倍数（倍）	0.49	0.28	0.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	39.95	68.09	210.10	--

注：1. 2023 年一季度财务数据未经审计；2. 公司其他应付款和其他非流动负债中有息部分已纳入短期债务核算，长期应付款和其他流动负债中有息债务已纳入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.36	16.60	7.32	22.75
资产总额（亿元）	265.30	281.06	300.66	326.27
所有者权益（亿元）	96.77	97.85	98.27	98.55
短期债务（亿元）	34.00	65.66	69.07	89.82
长期债务（亿元）	97.22	81.18	82.88	83.00
全部债务（亿元）	131.22	146.84	151.95	172.82
营业总收入（亿元）	10.14	10.11	8.20	3.00
利润总额（亿元）	3.41	1.81	0.48	0.28
EBITDA（亿元）	3.43	1.81	0.48	--
经营性净现金流（亿元）	-6.38	1.86	-1.54	-1.49
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.91	1.27	2.96	--
存货周转次数（次）	0.17	0.14	0.12	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	98.09	169.91	170.91	114.44
营业利润率（%）	4.09	14.56	-2.60	11.70
总资本收益率（%）	1.12	0.58	0.16	--
净资产收益率（%）	2.64	1.46	0.41	--
长期债务资本化比率（%）	50.12	45.35	45.75	45.72
全部债务资本化比率（%）	57.56	60.01	60.73	63.68
资产负债率（%）	63.52	65.19	67.31	69.80
流动比率（%）	242.30	171.32	156.99	145.74
速动比率（%）	144.88	103.96	85.03	82.41
经营现金流动负债比（%）	-10.27	2.00	-1.39	--
现金短期债务比（倍）	0.48	0.25	0.11	0.25
EBITDA 利息倍数（倍）	0.49	1.30	6.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	3852	81.34	318.87	--

注：注：1. 2023 年一季度财务数据未经审计；2. 公司其他应付款和其他流动负债中有息部分已纳入短期债务核算，长期应付款和其他非流动负债中有息债务已纳入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持