

信用等级公告

联合〔2020〕703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 2020 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 2020 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年三月二十日



扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司

2020 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

债项概况：

本期中期票据发行规模：5~10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2020 年 3 月 30 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	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

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：

指示评级	aa ⁻	评级结果		AA ⁺
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	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
		调整因素和理由		
政府支持			2	

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”）是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体。近年来，公司在资本金注入、股权划拨和财政补贴等方面持续获得政府支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性弱、债务规模不断增长、公司利润对非经常性损益依赖大以及新型冠状病毒肺炎疫情对公司经营产生冲击等对其信用水平产生的不利影响。

考虑到公司在扬州市旅游基础设施建设及运营领域的重要地位，未来扬州市政府及扬州市蜀冈—瘦西湖风景名胜管理委员会（以下简称“瘦西湖管委会”）将持续支持公司发展，公司的业务经营将持续稳定。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以及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。

优势

- 近年来，扬州市经济持续稳步增长，财政实力较强，公司的经营环境良好。2018 年，扬州市实现地区生产总值 5466.17 亿元，同比增长 6.70%；完成一般公共预算收入 340.03 亿元。
- 旅游业是扬州市经济社会发展的支柱产业之一，近年来，扬州市旅游收入对全市 GDP 贡献不断提升、游客规模持续扩张。
- 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垄断优势，并持续得到政府在资本金注入、股权划拨和财政补贴等方面的支持。

关注

- 公司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，投资性房地产受限比例高，公司的资产流动性弱。

分析师：张 勇 丁 晓

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

2. 公司债务规模不断增长，债务负担有所加重。
3. 公司部分自营项目由瘦西湖管委会下属其他企业运营，收入不归公司所有，但相关债务偿还由公司承担，未来资金平衡方式有待明确。
4. 2020 年爆发的新型冠状病毒肺炎疫情对公司旅游产业带来冲击，联合资信将持续关注疫情发展对公司经营带来的影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	22.15	33.99	30.09	24.42
资产总额(亿元)	190.76	226.96	243.29	250.93
所有者权益(亿元)	79.16	110.32	111.07	103.53
短期债务(亿元)	37.20	16.20	28.27	28.71
长期债务(亿元)	56.60	80.54	82.76	92.91
全部债务(亿元)	93.80	96.74	111.02	121.62
营业收入(亿元)	13.55	9.21	10.44	9.36
利润总额(亿元)	4.92	4.51	2.02	0.91
EBITDA(亿元)	5.13	4.58	2.17	--
经营性净现金流(亿元)	-2.13	3.12	2.80	2.43
营业利润率(%)	13.53	21.19	12.30	15.70
净资产收益率(%)	4.37	3.02	1.35	--
资产负债率(%)	58.50	51.39	54.35	58.74
全部债务资本化比率(%)	54.23	46.72	49.99	54.02
流动比率(%)	194.97	391.03	315.67	272.68
速动比率(%)	106.00	243.77	177.09	147.04
现金收入比(%)	89.79	97.61	199.14	160.66
经营现金流动负债比(%)	-4.56	11.48	6.87	--
现金短期债务比(倍)	0.60	2.10	1.06	0.85
EBITDA 利息倍数(倍)	1.18	0.95	0.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.29	21.11	51.17	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	188.43	221.53	237.63	242.75
所有者权益(亿元)	80.58	93.29	93.93	86.13
全部债务(亿元)	90.63	90.97	105.94	112.22
营业收入(亿元)	11.16	6.33	7.06	5.42
利润总额(亿元)	5.09	4.25	1.78	0.57
资产负债率(%)	57.24	57.89	60.47	64.52
全部债务资本化比率(%)	52.94	49.37	53.00	56.58
流动比率(%)	195.95	229.76	220.48	201.49
经营现金流动负债比(%)	-8.36	44.41	3.51	--

注：1、2019 年三季度数据未经审计；2、已将长期应付款中有息部分计入有息债务核算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/8/19	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
AA ⁺	稳定	2017/8/30	崔俊凯 于 芷崧 何光 美	基础设施建设投资企业信用 分析要点（2015 年）	阅读全文
AA	稳定	2013/10/09	车飞 唐静	城投债评级方法及风险点简 介（2010 年）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，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

2020 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。截至2019年9月底，公司注册及实收资本均为20.00亿元，扬州市人民政府是公司唯一股东和实际控制人。

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；互联网平台建设维护管理。（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2019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；公司合并范围内共有13家一级子公司。

截至2018年底，公司资产总额243.29亿元，所有者权益111.07亿元（其中少数股东权益18.40亿元）。2018年，公司实现营业收入10.44

亿元，利润总额2.02亿元。

截至2019年9月底，公司资产总额250.93亿元，所有者权益合计103.53亿元（其中少数股东权益18.48亿元）；2019年1—9月，公司实现营业收入9.36亿元，利润总额0.91亿元。

公司注册地址：扬州市长春路118号；法定代表人：杜乾。

二、本期中期票据概况

公司拟于2020年注册10亿元的中期票据额度，并计划在注册额度内发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模5亿元，发行规模上限10亿元，期限3年。本期中期票据按年付息，到期一次性还本，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

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见表1），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三季度和第四季度同比

增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2016—2019年中国主要经济数据
(单位: 万亿元、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1

注: 1. 增速及增幅均为同比增长情况; 2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价; 3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率, GDP为不变价规模
数据来源: 联合资信根据国家统计局和wind数据整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态, 对外贸易总额同比减少。2019 年, 社会消费品零售总额同比增长 8.0%, 较上年下滑 1.0%, 其中网上零售额 10.6 万亿元, 同比增长 16.5%。全国固定资产投资 (不含农户) 同比增长 5.4%, 比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看, 制造业投资增速为 3.1%, 比上年低 6.4 个百分点, 其中 12 月有所回升; 基础设施投资增速为 3.8%, 增速与上年持平; 房地产投资增速为 9.9%, 比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%, 比上年回落 4.0 个百分点; 国有投资增速为 6.8%, 比上年高 4.9 个百分点。2019 年, 货物进出口总额 31.54 万亿元, 同比增长 3.4%, 增速比上年回落 6.3 个百分点。其中, 出口增长 5.0%, 进口增长 1.6%。进出口相抵, 顺差 2.92 万亿元, 同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7% 和 0.4%, 对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万

亿元, 增长 10.8%。

工业生产较为低落, 服务业较快发展。2019 年, 国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%, 占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%, 增速较上年同期回落 0.6 个百分点; 工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%, 此后降幅有所收窄, 但一直为负增长, 工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%, 其中, 战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%; 规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份, 服务业业务活动预期指数为 59.1%, 增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升, 生产价格同比下降。2019 年, 居民消费价格指数 (CPI) 同比上涨 2.9%, 涨幅比上年扩大 0.8 个百分点, 其中猪肉价格上涨较快, 全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%, 涨幅比上年提高 7.4 个百分点; 非食品价格上涨 1.4%, 涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%, 涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年, 工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比下降 0.3%, 比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 同比下降 0.7%, 涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓, 支出保持较快增长, 收支缺口扩大。2019 年, 全国一般公共预算收入 190382 亿元, 同比增长 3.8%, 增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元, 同比增长 1.0%; 非税收入 32390 亿元, 同比增长 20.2%。2019 年, 全国一般公共预算支出 238874 亿元, 同比增长 8.1%, 增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看, 与基建投资相关的支出明显增长, 城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元,

较去年同期大增 2.91 万亿元。

就业形势基本稳定,但就业压力持续存在。在制造业生产收缩,服务业增长放缓的影响下,全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5% (含) 以上,较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数,2019 年全年一直在荣枯线以下,反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节,保证经济运行在合理区间。财政方面,一是实施大规模降税降费,落实个税改革政策,进一步结构性下调增值税税率,全年减税降费目标 2 万亿元;二是大幅扩大地方政府专项债券规模,为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面,一是降低金融机构存款准备金率,其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点,释放长期流动性约 2.3 万亿元,为市场注入了适度充裕的流动性;同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率,加强对中小微企业的信贷支持,“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成;二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施,开启了 10 多年来新的降息进程,实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点,引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面,主要是继续优化营商环境,扩大对外开放,深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行,中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下,2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面,春节是传统的消费高峰期,包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等,而今年因为防范疫情,绝大部分人群居家隔离无法外出消费,网购由于配送问题亦大幅减少,

消费数据大幅回落。投资方面,由于隔离限制与人口流动限制,大量工人(尤其是农民工)返城问题突出,生产活动无法进行,制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面,虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施,但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级,限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫,必将在短期内加速中国经济下行,长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响,通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延,药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升,必然推高一季度 CPI,通胀压力进一步增加;另一方面,由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降,将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期,延缓企业复工复产,又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力,对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为,对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元(其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元),合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元,财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日,财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》,提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款,在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上,中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来,财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部,陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施,大幅度减轻企业负担,支持企业复工复产,稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本,支持企业降低疫情影响,度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个

百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10bp，5 年期报价 4.75%，下调 5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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

建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央

政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2014〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重

组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2018〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2018〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信综合整理

行业发展

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

府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一

些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

2. 旅游业

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。

2019 年，全年国内游客实现 60.1 亿人次，同比增长 8.4%，入境游客 1.45 亿人次，同比增长 2.9%；国内旅游实现收入 5.73 万亿元，同比增长 11.7%，国际旅游收入 1313 亿美元，同比增长 3.3%。

行业竞争

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，产品质量不高等深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间即是相互依存的合作伙伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。从长远看，国家政策的出台有利于产业整合和市场规范，行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰，从而为优势企业进一步控制市场资源，提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

政策环境

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，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。

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 7 日，国务院印发的《“十三五”旅游业发展规划》中指出，“十三五”旅游业发展的主要目标是“旅游经济稳步增长”“综合效益显著提升”“人民群众更加满意”“国际影响力大幅提升”。

2017 年 6 月 12 日，国家旅游局发布《全域旅游示范区创建工作导则》，提出创建工作要实现“五个目标”，并起到相应的示范引领作用：实现旅游治理规范化；实现旅游发展全域化；实现旅游供给品质化；实现旅游参与全民化；实现旅游效应最大化，成为旅游业惠民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。

2018 年 6 月 28 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），《指导意见》指出完善国有景区门票价格形成机制、降低重点国

有景区门票价格，是加快发展全域旅游，推动景区及旅游业实现持续健康发展的重要举措。2018年，在推进完善国有景区门票价格形成机制同时，降低重点国有景区门票价格任务取得明显成效。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，旅游业外部政策环境良好。目前国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇；未来，随着中国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发展空间。

疫情影响

2020年国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，对社会多方面造成影响。疫情作为突发事件，对旅游业短期影响很大，具体体现在各省市大部分景点景区停止接待游客、酒店入住率下降和餐饮类企业进店客流下降等。疫情防控期内，居民出行意愿大幅降低，旅游行业需求端已受到明显冲击，考虑到本次疫情的预计持续时间及需求复苏存在滞后，旅游行业全年经营业绩下滑的可能性很大。

3. 区域经济环境

公司经营区域主要在扬州市，扬州市的经济发展状况和财政实力将直接影响到公司的经营和发展。近年来，扬州市经济持续增长，财政实力较强，公司发展的外部环境良好。

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，近年来经济保持快速增长趋势。

近年来，扬州市经济实力不断增强，根据《扬州市国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年，扬州市分别实现地区生产总值4449.38亿元、5064.92亿元和5466.17亿元，按可比价格计算，分别同比增长9.40%、8.10%和6.70%，增速有所下滑。2018年，扬州市第一产业增加值273.34亿元，同比增长3.00%，

第二产业增加值2623.24亿元，同比增长5.80%，第三产业增加值2569.59亿元，同比增长8.20%。三次产业结构调整为5:48:47，按常住人口计算的人均地区生产总值为12.09万元。

2018年，扬州市规模以上工业增加值增长5.10%，其中轻工业增长3.80%，重工业增长5.50%；固定资产投资同比增长11.00%，其中工业投资增长16.20%，服务业投资增长5.00%。

2016—2018年，扬州市全年接待境内外游客分别为5627.69万人次、6297.38万人次和7044.23万人次，2018年同比增长11.90%；同期，扬州市分别实现旅游收入691.39亿元、796.72亿元和917.90亿元，分别同比增长15.10%、15.20%和15.20%，其中2018年旅游收入占扬州市总产值的16.79%，包括国内旅游收入904.76亿元，同比增长15.20%。旅游收入在扬州市经济总量中占比较大。

根据扬州市官网数据，2016—2018年，扬州市全市一般公共预算收入分别为345.30亿元、320.18亿元和340.03亿元，2017年下降主要是税收收入下降所致。2018年，扬州市一般公共预算支出563.57亿元，财政自给率为60.34%；税收收入272.11亿元，增长12.70%；政府性基金收入252.36亿元，同比增长14.20%；国有资本经营预算收入12.75亿元，同比增长46.50%；社会保险基金预算收入247.97亿元，同比增长22.80%。截至2018年底，扬州市地方政府债务余额为773.15亿元。

2019年1—9月，扬州市地区生产总值为4180.93亿元，同比增长7.1%，规模以上工业总产值同比增长8.0%，规模以上工业增加值同比增长8.4%，固定资产投资规模同比增长6.0%。2019年1—9月，扬州市一般公共预算收入为253.82亿元，同比增长1.9%。

五、基础素质分析

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—瘦西湖风景名胜区（以下简称“瘦西湖风景区”）开展旅游基

基础设施建设、旅游经营、古典园林施工和园林设计等业务，业务具有一定的区域垄断优势。近年来，公司持续得到扬州市政府和瘦西湖管委会在资本金注入、股权划拨和财政补贴等方面的支持。

1. 股权状况

截至 2019 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，是公司的实际控制人。扬州市人民政府授权瘦西湖管委会履行出资人职责。

2. 企业规模与竞争力

公司是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，主要负责瘦西湖风景区内的旅游基础设施建设和运营。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，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 年被授予成为 5A 级景区。依托于瘦西湖风景区的品牌优势，公司在区域内处于垄断经营地位，陆续开展旅游工程施工、旅游经营、古典园林施工、园林设计和房地产等业务，其中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，园林设计业务由子公司扬州园林设计院负责，其他业务由公司本部负责。

3. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司高级管理人员共有 7 名，包括总经理 1 名，副总经理 6 名。2019 年 9 月，公司免去吴玉林董事长和总经理职务，由杜乾担任公司副董事长兼总经理，公司董事长职务暂缺，由副董事长主持董事会工作。

杜乾，1975 年生，研究生学历，历任徐州第二中学政治教师、苏州天安财产保险公司经理、扬州市政府办公室城建处处长、常熟农商行扬州分行副行长，现任公司副董事长兼总经理。

截至 2019 年 9 月底，公司员工合计 62 人。从学历构成来看，本科及以上学历 46 人，大专学历 14 人，高中及中专的学历 2 人，公司员工文化素质普遍较高；从岗位设置来看，技术人员 43 人，财务人员 7 人，其他人员 12 人；从年龄构成来看，30 岁以下 17 人，30~50 岁 39 人，50 岁以上 6 人。

总体看，公司高层管理人员经验较为丰富，员工整体文化素质较高，岗位设置合理，目前董事长职位暂缺，由副董事长主持董事会工作，能够满足公司目前经营的需要。

4. 外部支持

公司的经营发展过程中，持续得到扬州市政府和瘦西湖管委会多方面的支持。

资本金注入

2015 年，瘦西湖管委会将 7.76 亿元的土地出让金划转至公司，计入“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 亿元征地拆迁款，计入“资本公积”。

股权划拨

2015 年，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% 股权无偿划转至公司。

财政补贴

2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司分别收到政府补助 0.15 亿元、0.02 亿元、0.07 亿元和 0.04 万元，计入“营业外收入”或“其他收益”。

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》（机构信用代码：G1032100300079600V），截至 2020 年 1 月 13 日，公司本部无已结清和未结清的不良或关注类信贷信息。

六、管理分析

公司根据相关规定建立了法人治理结构和内部控制体系，管理制度较完善，综合管理水

平较高，能够满足日常经营管理的需要。

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法人治理结构。

公司董事会由9名董事组成，非职工代表董事由出资人委派，职工代表董事1名由职代会选举产生；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、制定公司的年度财务方案和决算方案、决定公司内部管理机构的设置以及制定公司基本管理制度等职权。截至评级报告出具日，公司董事长职位暂缺，由副董事长主持董事会工作，联合资信将持续关注公司董事长到位情况。

公司监事会由5名成员组成，监事会设主席1名，由出资人从监事会成员中指定；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。公司董事、正副总经理和财务负责人不得兼任监事，未经出资人同意，不得在其他组织兼职。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等职权。

公司设总经理1人，由董事会聘任或解聘，若兼任董事长，则需经出资人同意。公司总经理负责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等事项。

2. 管理水平

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、各岗位职责以及财务日常工作管

理制度。

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。

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上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，为了加强对子公司的管理，公司制订了《子公司管理制度》，对各子公司的组织设置、业务权限、财务核算等方面进行控制和监督。

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，主要业务包括旅游基础设施建设、旅游经营、古典园林施工和房地产开发等。近年来，公司营业收入和综合毛利率均有所波动。

2016—2018年，受旅游工程施工业务影响，公司营业收入有所波动，年均复合下降

12.21%，分别为 13.55 亿元、9.21 亿元和 10.44 亿元。从收入构成来看，旅游工程施工业务是公司收入的主要来源，近三年波动下降，分别为 8.52 亿元、2.95 亿元和 3.95 亿元，主要受基建项目收入确认进度以及承接项目减少影响；旅游经营业务收入主要是瘦西湖风景区的门票收入，近三分别为 2.97 亿元、2.80 亿元和 2.88 亿元；2016—2018 年，受公司承接项目增加所致，古典园林施工收入持续增长，分别为 1.57 亿元、2.06 亿元和 2.78 亿元。

2016—2018 年，公司毛利率波动下降，分别为 15.68%、22.32%和 13.29%。近三年，公司旅游工程施工业务毛利率分别为 11.28%、14.17%和 10.04%，2018 年同比下降 4.13 个百分点，主要系新项目加成比例下降所致；同期，

公司旅游经营业务毛利率波动下降，分别为 35.02%、38.34%和 19.13%，2018 年同比下降 19.21 个百分点，主要系政策影响导致瘦西湖风景区门票价格下降所致；近三年，公司古典园林施工业务毛利率分别为 7.75%、11.39%和 10.42%。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 9.36 亿元，相当于 2018 年全年营业收入的 89.66%，综合毛利率为 16.11%，较 2018 年上升 2.82 个百分点。其中，公司房地产业务实现收入 0.87 亿元，主要来自漕河坊项目，毛利率为 3.44%，毛利率下降主要系漕河坊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所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019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	8.52	62.92	11.28	2.95	32.06	14.17	3.95	37.85	10.04	2.48	26.53	9.50
旅游经营	2.97	21.91	35.02	2.80	30.42	38.34	2.88	27.55	19.13	2.57	27.43	33.57
古典园林施工	1.57	11.56	7.75	2.06	22.35	11.39	2.78	26.58	10.42	2.95	31.48	10.58
园林设计	0.08	0.56	19.14	0.20	2.14	20.63	0.14	1.32	29.86	0.16	1.70	8.19
房地产开发	0.13	0.95	15.00	0.89	9.66	22.25	0.31	2.93	28.54	0.87	9.27	3.44
租赁业务	0.23	1.69	21.53	0.15	1.62	16.75	0.31	2.93	3.45	0.32	3.42	12.87
其他业务	0.06	0.41	145.61	0.16	1.74	40.64	0.88	0.84	13.94	0.02	0.16	88.73
合计	13.55	100.00	15.68	9.21	100.00	22.32	10.44	100.00	13.29	9.36	100.00	16.11

注：其他收入包括公司的水电费差价、停车场收费以及物业管理费，其中2016年的其他收入还包括演艺收入

资料来源：联合资信根据公司提供资料及审计报告整理

2. 业务经营分析

旅游基础设施建设

公司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公司的开发建设费用，并在总投资额的基础上加成一定比例的管理服务费作为公司经营收入。近年来，公司旅游工程施工收入波动下降，旅游基础设施建设加成比例下降，使得该业务盈利能力有所下降，在建项目投资规模不大。

自成立以来，公司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：公司根据《扬州市—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，扬州市财政局授予公司独家享有代建项目管理的收益权。在上述框架协议下，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与公司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。

2016—2018 年，公司旅游工程施工业务分别确认收入 8.52 亿元、2.95 亿元和 3.95 亿元，毛利率分别为 11.28%、14.17%和 10.04%，2018 年毛利率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；2019 年 1—9 月，公司实现旅游工程施工业务收入 2.48 亿元，相当于 2018 年全年的 62.78%，毛利率为 9.50%，较 2018 年下降 0.54 个百分点。

2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司累计收到旅游工程施工回款 14.68 亿元，旅游基础设施建设项目回款尚可

截至 2019 年 9 月底，公司已完工未决算的代建项目 17.95 亿元，主要包括傍花村二期、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、

长春路—三座桥改造工程、景区道路等维护—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回款情况。

截至 2019 年 9 月底，公司在建旅游基础设施项目预计总投资 43.91 亿元，已完成投资 33.35 亿元，未来尚需投资 10.56 亿元。

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，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。截至 2019 年 9 月底，唐子城综合保护项目已完成投资 18.26 亿元，主要是用作棚户区拆迁工作，累计确认收入 7.54 亿元。

表4 截至2019年9月底公司主要代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算总额	已投资	资金来源		计划投资额		
			自有资金	银行贷款	2019 年 10-12 月	2020 年	2021 年
瘦西湖新苑安置房四期	7.90	7.80	2.37	5.53	0.01	0.00	0.00
唐子城综合保护项目	20.00	18.26	2.00	18.00	0.00	1.00	0.00
景区道路维护-江都北路	0.80	0.67	0.24	0.56	0.05	0.05	0.00
景区道路维护-北城路	1.26	0.72	0.38	0.88	0.00	0.20	0.20
景区道路维护-三星路	0.65	0.60	0.20	0.45	0.01	0.01	0.00
景区道路维护-秋实路	0.60	0.56	0.18	0.42	0.01	0.01	0.00
长春路综合改造（含绿化、桥梁）	2.50	2.53	0.75	1.75	0.00	0.05	0.00
北城河项目	1.85	0.39	0.56	1.30	0.15	0.60	0.60
亚邦物流地块	0.85	0.81	0.26	0.60	0.00	0.00	0.00
槐泗河支流整治工程	3.50	0.82	1.05	2.45	0.06	1.00	1.00
江平路快速化改造工程	4.00	0.19	1.20	2.80	0.58	1.00	1.00
合计	43.91	33.35	9.19	34.73	0.87	3.92	2.80

注：上述表格中瘦西湖新苑安置房四期和长春路综合改造（含绿化、桥梁）与政府签订代建协议，唐子城综合保护项目纳入政府预算，其他项目执行2018年运营模式，尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

旅游景区运营

公司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。近年来，受扬州市旅游政策的影响，公司旅游经营业务有所波动。2020 年爆发的新型冠状病毒肺炎疫情对公司旅游产业造成一定不利影响，联合资信将持续关注疫情发展对公司经营带来的影响。

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”。公司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。

2016—2018 年，公司旅游经营业务分别实现收入 2.97 亿元、2.80 亿元和 2.88 亿元，毛利率分别为 35.02%、38.34%和 19.13%，2018 年毛利率下降主要系门票优惠政策导致瘦西湖风景区门票价格下降较多所致。2019 年 1—9 月，公司实现旅游经营收入 2.57 亿元，相当于 2018 年的 89.24%，毛利率为 33.57%，较 2018 年上升 14.44 个百分点，主要系成本尚未结转所致。

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，预计公司旅游经营收入同比将有所下降，联合资信将持续关注

疫情发展对公司经营带来的影响。

古典园林施工

近年来，受公司承接的古典园林施工项目增加影响，该部分业务快速增长，是公司收入的重要组成部分。

公司古典园林施工业务由子公司扬州园林负责。扬州园林以招投标方式承接项目，由工程发包方根据施工进度支付款项。扬州园林是集建筑施工、古建修缮、园林景观绿化施工和设计于一体的专业化建筑企业，截至 2019 年 9 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 2019 年 9 月底，扬州园林共有 58 个 100 万元以上的在手合同，合同金额合计 11.03 亿元，累计收到工程款 9.57 亿元。2016—2018 年，公司古典园林施工业务分别实现营业收入 1.57 亿元、2.06 亿元和 2.78 亿元，2018 年同比增长 34.80%，主要由于公司承接项目增加，2016—2018 年，古典园林施工业务毛利率分别为 7.75%、11.39%和 10.42%；2019 年 1—9 月，公司古典园林施工业务收入为 2.95 亿元，毛利率为 10.58%。

园林设计

公司园林设计业务由子公司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，公司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。

2016—2018 年，公司园林设计业务分别实现收入 0.08 亿元、0.20 亿元和 0.14 亿元，毛利率分别为 19.14%、20.63%和 29.86%；2019 年 1—9 月，公司园林设计业务实现收入 0.16 亿元，毛利率为 8.19%。

房地产开发

近年来，房地产业务收入有所波动，在建

项目未来尚需投资规模不大。

公司房地产开发业务由公司本部负责。截至 2019 年 9 月底，公司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 1.56 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 1.38 亿元，可销售面积 0.98 万平方米，累计销售 0.79 亿元。

2016—2018 年，公司房地产开发业务分别确认收入 0.13 亿元、0.89 亿元和 0.31 亿元，2018 年同比下降 65.59%，主要系在售房地产销售接近尾声所致；同期，公司房地产开发业务毛利率分别为 15.00%、22.25%和 28.54%，2018 年毛利率同比上升 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—9 月，公司房地产业务实现收入 0.87 亿元，毛利率为 3.44%。

截至 2019 年 9 月底，公司在建房地产项

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 1.00 亿元，尚需投资 4.18 亿元，建设完成后由公司对外租售；公司无拟建的房地产项目。

其他自营业务

公司部分自营项目由瘦西湖管委会下属其他企业运营，收入不归公司所有，但相关债务偿还由公司承担，未来资金平衡方式有待明确。

截至 2019 年 9 月底，公司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、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。项目预算总投资 20.56 亿元，已投资 15.37 亿元。

项目建设完成后，花都汇生态园艺中心、中医药养身基地和官河环境整治及商务综合体建设项目形成公司租赁收入，其他项目则交由瘦西湖管委会下属其他公司运营，收入不在报表体现。

表 5 截至 2019 年 9 月底公司主要在建自营项目情况表（单位：亿元）

项目名称	预算总额	截至 2019 年 9 月底已投资	计划投资额		
			2019 年 10—12 月	2020 年	2021 年
柏联国际度假社区	17.00	11.54	0.00	0.40	0.20
花都汇生态园艺中心	1.61	2.99	0.32	0.00	0.00
中医药养身基地	0.80	0.33	0.02	0.20	0.20
官河环境整治及商务综合体建设	1.15	0.51	0.01	0.50	0.10
合计	20.56	15.37	0.35	1.10	0.50

资料来源：公司提供

截至评级报告出具日，傍花村工程、笔架山温泉和友谊酒店已投入运营；柏联国际度假社区、中医药养身基地和官河环境整治及商务综合体建设项目仍在投资开发建设；花都汇生态园艺中心为生态旅游公园，无门票收入，但实现了租赁收入；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。

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. 财务概况

公司提供了 2016—2018 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

合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年三季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 9 月底，公司有纳入合并范围子公司 13 家。近三年，公司合并范围内子公司变动规模较小，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 243.29 亿元，所有者权益 111.07 亿元（其中少数股东权益 18.40 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 10.44 亿元，利润总额 2.02 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 250.93 亿元，所有者权益合计 103.53 亿元（其中少数股东权益 18.48 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 9.36 亿元，利润总额 0.91 亿

元。

2. 资产质量

近年来，受旅游工程项目持续投入影响，公司资产规模持续增长；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。总体来看，公司资产流动性弱，资产质量一般。

2016—2018 年，公司资产规模不断增长，年均复合增长 12.93%。2018 年底，公司资产总额 243.29 亿元，较 2017 年底增长 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 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.15	11.61	33.99	14.98	30.06	12.36	24.42	9.73
应收账款	15.66	8.21	14.60	6.43	8.65	3.56	3.92	1.56
预付款项	5.00	2.62	3.69	1.63	6.11	2.51	11.25	4.48
其他应收款	6.70	3.51	12.50	5.51	21.83	8.97	22.14	8.82
存货	41.64	21.83	39.96	17.61	56.45	23.20	57.50	22.91
其他流动资产	0.10	0.05	1.37	0.60	5.46	2.25	5.56	2.22
流动资产合计	91.25	47.84	106.12	46.76	128.59	52.86	124.80	49.73
投资性房地产	58.82	30.83	56.96	25.10	67.68	27.82	70.00	27.90
在建工程	37.96	19.90	60.07	26.47	42.20	17.35	51.33	20.46
非流动资产合计	99.50	52.16	120.84	53.24	114.70	47.14	126.14	50.27
资产总额	190.76	100.00	226.96	100.00	243.29	100.00	250.93	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2016—2018 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 18.71%，主要来自货币资金、其他应收款和存货的增长；2018 年底，公司流动资产为 128.59 亿元，较 2017 年底增长 21.18%，主要由货币资金（占 23.38%）、其他应收款（占 16.97%）和存货（占 43.90%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金有所波动，2018 年底为 30.06 亿元，较 2017 年底下降 11.55%，主要系对旅游工程项目的持续投入所致，其中银行存款占 86.16%，其他货币资金占 13.84%。

2016—2018 年，公司应收账款快速下降，

年均复合下降 25.67%。2018 年底，公司应收账款为 8.65 亿元，较 2017 年底下降 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；公司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 7 2018 年底公司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-瘦西湖风景名胜区政府管理委员会	8.12	93.77
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：联合资信根据公司审计报告整理

2016—2018 年，公司预付款项波动上升，年均复合增长 10.56%，2018 年底为 6.11 亿元，较 2017 年底增长 65.50%，主要系预付工程款增加所致。

公司其他应收款主要为往来款，2016—2018 年快速增长，年均复合增长 80.47%。2018 年底，公司其他应收款为 21.83 亿元，较 2017 年底增长 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，公司其他应收款中的前五名余额合计占 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，公司对其计提坏账准备 0.11 亿元。

表 8 2018 年底公司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 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：联合资信根据公司审计报告整理

2016—2018 年，公司存货波动增长，年均复合增长 16.43%，2018 年底为 56.45 亿元，较 2017 年底增长 41.26%，主要系旅游工程施工成本增加所致。2018 年底，公司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公司房地产开发成本。

2016—2018 年，公司其他流动资产快速增

长，年均复合增长 636.43%。2018 年底，公司其他流动资产为 5.46 亿元，较 2017 年底增加 4.09 亿元，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。

2016—2018 年，公司非流动资产有所波动，2018 年底为 114.70 亿元，较 2017 年底下降 5.08%，主要由投资性房地产（占 59.00%）和在建工程（占 36.79%）构成。

2016—2018 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 7.27%，2018 年底为 67.68 亿元，较 2017 年底增长 18.82%，主要系在建工程转入所致。2018 年底，公司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，房屋建筑物为友谊酒店、傍花村工程等自营项目。2018 年底，公司将投资性房地产中的 45.16 亿元用作抵押借款。

2016—2018 年，公司在建工程有所波动，2018 年底为 42.20 亿元，较 2017 年底下降 29.75%，主要系房屋建筑物转入投资性房地产所致。2018 年底，公司在建工程中主要为自营项目、待开发的地块拆迁以及部分旅游基础设施建设项目。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 250.93 亿元，较 2018 年底增长 3.14%，主要来自在建工程的增长，其中流动资产占 49.73%，非流动资产占 50.27%。2019 年 9 月底，公司货币资金为 24.42 亿元，较 2018 年底下降 18.78%，主要系用于工程项目支出所致；受收回部分款项所致，公司应收账款为 3.92 亿元，较 2018 年底下降 54.64%；在建工程为 51.33 亿元，较 2018 年底增长 21.64%，主要系公司对建设项目的持续投入。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益有所波动，稳定性一般；债务规模持续增长，以长期债务为主，债务负担有所加重，2020 年面临一定的集中偿

付压力。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益年均复合增长 18.45%，2018 年底为 111.07 亿元，与 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%）、其他权益工具（占 13.38%）和少数股东权益（占 16.57%）构成。

2016—2018 年，公司实收资本保持相对稳定，均为 20.00 亿元，出资方式包括现金、土地使用权和房产。

2016—2018 年，公司资本公积有所增长，年均复合增长 6.12%，2017 年底较 2016 年底增长 12.62%，包括政府向公司拨付 10.00 亿元征地拆迁款，同时受扬州市规划影响，土储中心收回公司账面价值为 7.93 亿元的土地。2018 年底，公司资本公积为 20.29 亿元，与 2017 年底持平。

2016—2018 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 934.61%，2018 年底少数股东权益为 18.40 亿元，与 2017 年底基本持平，主要是中保投资基金。

2016—2018 年，公司其他综合收益有所波动，2018 年底为 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。

2016—2018 年，公司其他权益工具年均复合增长 40.78%，2018 年底为 14.87 亿元，为公司发行的永续债券。

2019 年 9 月底，公司所有者权益为 103.53 亿元，较 2018 年底下降 6.79%，主要来自其他权益工具的减少，系公司偿还“16 瘦西湖 MTN001”所致。

负债

2016—2018 年，公司负债规模有所增长，年均复合增长 8.85%。2018 年底，公司负债总额 132.22 亿元，较 2017 年底增长 13.36%，其中流动负债占 30.81%，非流动负债占 69.19%，负债结构以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债有所波动，2018 年底为 40.74 亿元，较 2017 年底增长 50.11%，主要来自一年内到期的非流动负债增长。2018 年底，公司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。

2016—2018 年，公司短期借款快速下降，年均复合下降 25.62%，2018 年底为 10.32 亿元，较 2017 年底下降 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，2016—2018 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 81.61%，2018 年底为 4.31 亿元，较 2017 年底增长 82.56%。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 50.31%，2018 年底为 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。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 18.83%，2018 年底为 91.49 亿元，较 2017 年底增长 2.21%，主要由长期借款（占 47.48%）和应付债券（占 37.80%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款有所波动，2018 年底为 43.44 亿元，较 2017 年底下降 20.35%，主要系一部分调整至一年内到期的非流动负债所致。2018 年底，公司长期借款由抵押借款、保证借款、政府债和信用借款构成。

2016—2018 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 17.61%，2018 年底为 34.58 亿元，较 2017 年底增长 33.00%，主要由于公司发行 20.85 亿元的资产支持票据。2018 年底，公司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，公司长期应付款为 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 9 月底，公司负债总额 147.41 亿

元，较 2018 年底增长 11.48%，其中流动负债占 31.05%，非流动负债占 68.95%；流动负债为 45.77 亿元，较 2018 年底增长 12.35%，主要系公司增加借款和发行“19 瘦西湖 SCP001”所致；非流动负债为 101.64 亿元，较 2018 年底增长 11.09%，主要来自长期借款和应付债券的增长。

有息债务方面，近三年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 8.80%，2018 年底为 111.02 亿元，较 2017 年底增长 14.77%，其中短期债务占 25.46%，长期债务占 74.54%。2019 年 9 月底，公司全部债务合计 121.62 亿元，较 2018 年底增长 9.54%，其中短期债务占 23.61%，长期债务占 76.39%。

表 9 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
短期债务	37.20	16.20	28.27	28.71
长期债务	56.60	80.54	82.76	92.91
全部债务	93.80	96.74	111.02	121.62
资产负债率	58.50	51.39	54.35	58.74
全部债务资本化比率	54.23	46.72	49.99	54.02
长期债务资本化比率	41.69	42.20	42.70	47.30

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

债务指标方面，2016—2018 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动下降，长期债务资本化比率持续增长，2018 年底上述指标分别为 54.35%、49.99%和 42.70%，分别较 2017 年底上升 2.96 个、3.27 个和 0.50 个百分点；2019 年 9 月底，上述指标分别为 58.74%、54.02%和 47.30%，较 2018 年底分别上升 4.39 个、4.03 个和 4.60 个百分点。

有息债务到期分布方面，2019 年 10—12 月、2020 年和 2021 年，公司需偿还的有息债务分别为 13.38 亿元、52.77 亿元和 17.14 亿元，公司 2020 年面临一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

近年来，公司收入规模有所波动，但利润水平大幅下降，公司利润对非经常性损益依赖

大。

2016—2018 年，公司营业收入有所波动，分别为 13.55 亿元、9.21 亿元和 10.44 亿元，2018 年同比增长 13.35%，主要系旅游工程施工和古典园林施工业务增长所致；2016—2018 年，公司营业成本分别为 11.42 亿元、7.15 亿元和 9.05 亿元，2018 年同比增长 26.54%。近三年，公司营业利润率分别为 13.53%、21.19%和 12.30%，2018 年同比下降 8.89 个百分点。

公司非经常损益主要来自公允价值变动收益，2016—2018 年，公司公允价值变动收益分别为 3.47 亿元、2.90 亿元和 1.05 亿元，主要是投资性房地产的公允价值变动，分别占利润总额的 70.53%、64.30%和 51.98%。

盈利指标方面，近三年，公司总资本收益率和净资产收益率持续下降，2018 年分别为 0.67%和 1.35%，分别同比下降 0.94 个和 1.67 个百分点。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 9.36 亿元，相当于 2018 年全年营业收入的 89.66%；实现利润总额 0.91 亿元；同期，公司营业利润率为 15.70%，较 2018 年上升 3.40 个百分点。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	13.55	9.21	10.44
营业成本	11.42	7.15	9.05
公允价值变动收益	3.47	2.90	1.05
其他收益	0.00	0.01	0.07
营业利润	4.76	4.48	2.05
利润总额	4.92	4.51	2.02
营业利润率	13.53	21.19	12.30
总资本收益率	2.00	1.61	0.67
净资产收益率	4.37	3.02	1.35

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

5. 现金流分析

公司收入实现质量较好，经营活动现金流量持续呈现净流入；公司投资活动现金流持续净流出，未来随着公司在建和拟建项目投入的增加，公司面临一定的筹资压力。

经营活动方面, 2016—2018 年, 公司经营现金流入分别为 18.62 亿元、11.37 亿元和 23.61 亿元, 2018 年公司销售商品提供劳务收到的现金为 20.79 亿元, 同比增长 131.26%, 主要系项目回款增加所致。2016—2018 年, 公司现金收入比分别为 89.79%、97.61% 和 199.14%, 收入实现质量较好。2016—2018 年, 公司经营活动现金流出分别为 20.75 亿元、8.25 亿元和 20.81 亿元, 2018 年公司购买商品接受劳务支付的现金为 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为 11.44 亿元, 主要是往来款。2016—2018 年, 公司经营活动现金流量净额分别为 -2.13 亿元、3.12 亿元和 2.80 亿元。

投资活动方面, 2016—2018 年, 公司投资活动现金流入分别为 3.17 亿元、1.77 亿元和 1.32 亿元, 2018 年公司收回投资收到的现金为 1.30 亿元, 主要为公司赎回理财产品的资金。2016—2018 年, 公司投资活动现金流出分别为 10.53 亿元、30.14 亿元和 18.16 亿元。2018 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 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, 主要是公司对联营企业增资、对外借款以及购买理财产品的支出。2016—2018 年, 公司投资活动现金流量净额分别为 -7.36 亿元、-28.37 亿元和 -16.84 亿元。

表 11 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	18.62	11.37	23.61
经营活动现金流出量	20.75	8.25	20.81
经营活动现金流量净额	-2.13	3.12	2.80
现金收入比	89.79	97.61	199.14
投资活动现金流量净额	-7.36	-28.37	-16.84
筹资活动现金流量净额	4.93	48.48	11.70

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

筹资活动方面, 2016—2018 年, 公司筹资活动现金流入分别为 77.33 亿元、129.90 亿元和 62.85 亿元。2018 年, 公司取得借款收到的现金

为 34.27 亿元, 同比下降 45.82%, 发行债券收到的现金为 27.00 亿元, 同比增长 5.88%。2016—2018 年, 公司筹资活动现金流出分别为 72.40 亿元、81.42 亿元和 51.16 亿元, 主要用来偿还债务本息。近三年, 公司筹资活动现金流量净额分别为 4.93 亿元、48.48 亿元和 11.70 亿元。

2019 年 1—9 月, 公司经营活动现金流量净额为 2.43 亿元, 投资活动现金流量净额为 -6.41 亿元, 筹资活动现金流量净额为 -1.67 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标尚可, 长期偿债能力指标较弱, 考虑到公司是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营平台, 并持续得到扬州市政府和瘦西湖管委会的较大支持, 公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看, 2016—2018 年, 公司流动比率和速动比率波动上升, 2018 年底上述指标为 315.67% 和 177.09%, 分别较 2017 年底下降 75.36 和 66.68 个百分点, 2019 年 9 月底, 上述指标分别为 272.68% 和 147.04%, 较 2018 年底分别下降 42.99 和 30.05 个百分点; 近三年, 公司经营现金流动负债比分别为 -4.56%、11.48% 和 6.87%, 2018 年底和 2019 年 9 月底, 公司现金类资产分别为 30.09 亿元和 24.42 亿元, 分别为当期短期债务的 1.06 倍和 0.85 倍, 公司短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标看, 2016—2018 年, 公司 EBITDA 持续下降, 分别为 5.13 亿元、4.58 亿元和 2.17 亿元, 2018 年同比下降 52.65%; 近三年, 全部债务/EBITDA 分别为 18.29 倍、21.11 倍和 51.17 倍, EBITDA 利息倍数分别为 1.18 倍、0.95 倍和 0.44 倍。

截至 2019 年 9 月底, 公司对外担保余额为 22.23 亿元, 担保比率为 21.47%, 被担保企业均为扬州市内国有企业, 或有负债风险可控。

截至 2019 年 9 月底, 公司获得银行授信额度合计 78.17 亿元, 已使用 61.45 亿元, 尚

未使用 16.72 亿元，公司间接融资渠道尚可。

7. 母公司分析

公司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，负债水平高。

2018 年底，母公司资产总额为 237.63 亿元，较 2017 年底增长 7.27%。其中流动资产占 52.83%，非流动资产占 47.17%。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。

2018 年底，母公司所有者权益合计 93.93 亿元，与 2017 年底基本持平，主要由实收资本（占 21.29%）、资本公积（占 20.53%）、其他权益工具（占 15.83%）和其他综合收益（占 18.24%）构成，其他权益工具为“16 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。

2018 年底，母公司负债合计 143.70 亿元，较 2017 年底增长 12.06%，其中流动负债占 39.62%，非流动负债占 60.38%；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。2018 年底，母公司资产负债率为 60.47%，较 2017 年底上升 2.58 个百分点。

2018 年，母公司实现营业收入 7.06 亿元，利润总额 1.78 亿元。

2019 年 9 月底，母公司资产总额 242.75 亿元，所有者权益为 86.13 亿元；2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 5.42 亿元，利润总额为 0.57 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务影响

本期中期票据基础发行规模 5 亿元，发行规模上限 10 亿元，以发行规模上限计算（下同），相当于 2019 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 10.76% 和 8.22%，对现有债务影响较大。

2019 年 9 月底，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分别为 58.74%、54.02% 和 47.30%。以公司 2019 年 9 月底报表财务数据为基础，将 2019 年 9 月底以来发行的 13.00 亿元短期融资券和超短期融资债券考虑在内，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和长期债务资本化比率将分别上升至 62.21%、58.28% 和 52.82%，公司债务水平将有所上升，考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还公司有息债务，其发行后实际债务负担或将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 18.62 亿元、11.37 亿元和 23.61 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模上限的 1.86 倍、1.14 倍和 2.36 倍。近三年，公司经营活动的现金流量净额分别为 -2.13 亿元、3.12 亿元和 2.80 亿元，2016 年经营活动净现金流为负，对本期中期票据不具有保障能力，2017—2018 年经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行规模的 0.31 倍和 0.28 倍。2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 5.13 亿元、4.58 亿元和 2.17 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 0.51 倍、0.46 倍和 0.22 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

十、结论

公司是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，业务在瘦西湖风景区内具有垄断优势，近年来在资本金注入、股权划拨和财政补贴方面持续获得政府支持。

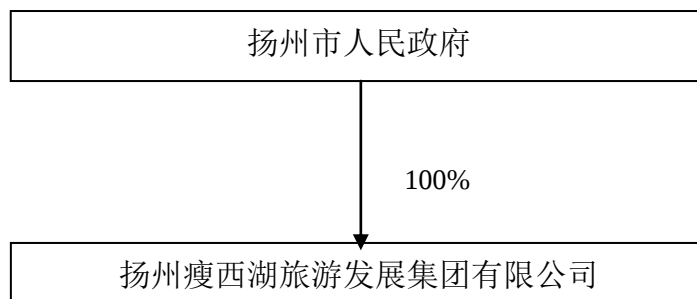
近年来，受旅游工程项目持续投入影响，公司资产规模持续增长，资产中存货和其他应收款占比较大，对公司资金形成一定占用，公司资产流动性弱；随着公司借款增加和发行债券，公司债务规模不断增长，以长期债务为主，

债务负担尚可，2020 年面临一定集中偿付压力。公司业务收入主要来源于旅游工程施工、旅游经营和古典园林施工业务，此外，公司还开展房地产开发和园林设计等业务，近年来，公司营业收入和综合毛利率均有所波动。

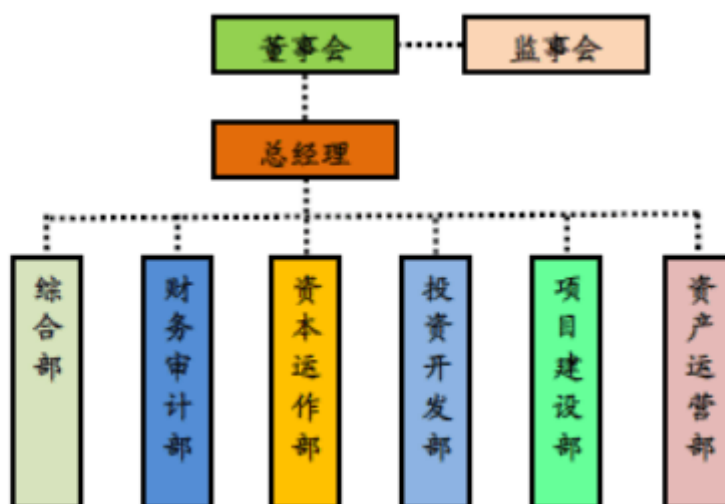
未来扬州市政府及瘦西湖管委会将持续支持公司发展，公司的业务经营将持续稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。综合评估，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 9 月底公司合并范围内一级子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
扬州园林设计院有限公司	100.00	风景名胜、城市公园、绿地、建筑设计	100.00		投资设立
扬州园林有限责任公司	3800.00	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		投资设立
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		投资设立
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、酒店管理服务等。	100.00		投资设立
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		投资设立
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		投资设立
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		投资设立
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		投资设立
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		投资设立
扬州市濂溪阁旅游管理服务服务有限公司	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		投资设立
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		投资设立
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		投资设立
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		投资设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.15	33.99	30.09	24.42
资产总额（亿元）	190.76	226.96	243.29	250.93
所有者权益（亿元）	79.16	110.32	111.07	103.53
短期债务（亿元）	37.20	16.20	28.27	28.71
长期债务（亿元）	56.60	80.54	82.76	92.91
全部债务（亿元）	93.80	96.74	111.02	121.62
营业收入（亿元）	13.55	9.21	10.44	9.36
利润总额（亿元）	4.92	4.51	2.02	0.91
EBITDA（亿元）	5.13	4.58	2.17	--
经营性净现金流（亿元）	-2.13	3.12	2.80	2.43
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.86	0.61	0.90	--
存货周转次数（次）	0.27	0.18	0.19	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.04	0.04	--
现金收入比（%）	89.79	97.61	199.14	160.66
营业利润率（%）	13.53	21.19	12.30	15.70
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	47.30
全部债务资本化比率（%）	54.23	46.72	49.99	54.02
资产负债率（%）	58.50	51.39	54.35	58.74
流动比率（%）	194.97	391.03	315.67	272.68
速动比率（%）	106.00	243.77	177.09	147.04
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	--
现金短期债务比（倍）	0.60	2.10	1.06	0.85

注：1、2019 年三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 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.34	31.58	28.67	22.38
资产总额（亿元）	188.43	221.53	237.63	242.75
所有者权益（亿元）	80.58	93.29	93.93	86.13
短期债务（亿元）	36.82	16.20	27.84	28.53
长期债务（亿元）	53.81	74.77	78.10	83.69
全部债务（亿元）	90.63	90.97	105.94	112.22
营业收入（亿元）	11.16	6.33	7.06	5.42
利润总额（亿元）	5.09	4.25	1.78	0.57
EBITDA（亿元）	5.12	4.29	1.80	--
经营性净现金流（亿元）	-3.83	19.78	2.00	1.92
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.73	0.43	0.02	--
存货周转次数(次)	0.23	0.12	0.14	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	91.96	91.72	242.03	179.23
营业利润率(%)	15.35	23.18	9.76	14.57
总资本收益率(%)	2.19	1.73	0.69	--
净资产收益率(%)	4.65	3.41	1.48	--
长期债务资本化比率(%)	40.04	44.49	45.40	49.28
全部债务资本化比率(%)	52.94	49.37	53.00	56.58
资产负债率(%)	57.24	57.89	60.47	64.52
流动比率(%)	195.95	229.76	220.48	201.49
速动比率(%)	106.72	143.95	125.58	110.96
经营现金流动负债比(%)	-8.36	44.41	3.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.71	21.21	58.92	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.06	0.89	0.03	--
现金短期债务比（倍）	0.55	1.95	1.03	0.78

注：1、2019 年三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 4 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-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

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

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 5-2 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。

附件 5-3 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

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 2020 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。