信用等级公告

联合〔2020〕3720 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“20 瘦西湖 MTN001”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主体长期信用等级为 AA^+，“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

二〇二〇年九月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

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跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
20 瘦西湖 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

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

跟踪评级时间：2020 年 9 月 23 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				调整子级
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，公司继续得到扬州市政府的财政补贴和资本金注入等支持。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、债务规模持续增长、存在一定的短期偿付压力以及新冠肺炎疫情对公司经营产生较大冲击等可能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，在扬州市政府及扬州市蜀冈—瘦西湖风景名胜区管理委员会（以下简称“瘦西湖管委会”）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+，“20瘦西湖MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司经营的外部环境良好。**跟踪期内，扬州市经济持续稳步发展。2019年，扬州市实现地区生产总值5850.08亿元，完成一般公共预算收入328.79亿元。旅游业是扬州市社会经济发展的支柱产业之一，跟踪期内，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，对公司业务形成有力支撑。
2. **持续得到政府支持。**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垄断优势；跟踪期内，公司持续得到政府在财政补贴和资金注入方面的支持。

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

关注

1. **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，对公司资金形成占用，非流动资产以投资性房地产和在建工程为主，公司的资产流动性弱。
2. **整体债务负担较重，集中偿付压力较大。**2020 年 3 月底，公司全部债务 125.59 亿元，2020 年 4－12 月需偿还有息债务 61.13 亿元。
3. **部分自营项目未来资金平衡方式有待明确。**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. **公司旅游业务受新冠疫情影响大。**2020 年爆发的新冠肺炎疫情对公司旅游产业带来较大冲击，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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	33.99	30.09	26.92	30.83
资产总额(亿元)	226.96	243.29	261.94	267.19
所有者权益(亿元)	110.32	111.07	119.26	119.53
短期债务(亿元)	16.20	28.27	65.24	63.41
长期债务(亿元)	80.54	82.76	56.97	62.17
全部债务(亿元)	96.74	111.02	122.20	125.59
营业收入(亿元)	9.21	10.44	10.48	5.59
利润总额(亿元)	4.51	2.02	1.28	0.32
EBITDA(亿元)	4.58	2.17	1.40	--
经营性净现金流(亿元)	3.12	2.80	-1.94	8.77
营业利润率(%)	21.19	12.30	15.55	9.77
净资产收益率(%)	3.02	1.35	0.84	--
资产负债率(%)	51.39	54.35	54.47	55.26
全部债务资本化比率(%)	46.72	49.99	50.61	51.24
流动比率(%)	391.03	315.67	181.25	185.57
速动比率(%)	243.77	177.09	103.67	105.03
现金收入比(%)	97.61	199.14	126.46	159.15
经营现金流动负债比(%)	11.48	6.87	-2.52	--
现金短期债务比(倍)	2.10	1.06	0.41	0.49
EBITDA 利息倍数(倍)	0.95	0.44	109.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.11	51.17	87.24	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	221.53	237.63	253.48	256.89
所有者权益(亿元)	93.29	93.93	101.70	101.91
全部债务(亿元)	90.97	105.94	111.64	117.36
营业收入(亿元)	6.33	7.06	7.47	3.13
利润总额(亿元)	4.25	1.78	0.69	0.25
资产负债率(%)	57.89	60.47	59.88	60.33
全部债务资本化比率(%)	49.37	53.00	52.33	53.52
经营现金流动负债比(%)	44.41	3.51	-6.08	--
流动比率（%）	391.03	315.67	181.25	185.57

注：2020 年一季度财务数据未经审计；已将其他流动负债、长期应付款中有息部分计入有息债务核算

评级历史：

债项名称	债项级别	主体级别	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	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	阅读原文

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，联合资信评估股份有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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“20 瘦西湖 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

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

跟踪期内，公司经营范围新增“互联网平台建设维护管理”业务。

截至2020年3月底，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14家一级子公司。

截至 2019 年底，公司资产总额 261.94 亿元，所有者权益 119.26 亿元（其中少数股东权益 18.48 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 10.48 亿元，利润总额 1.28 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 267.19 亿元，所有者权益合计 119.53 亿元（其中少数股东权益 18.47 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.59 亿元，利润总额 0.32 亿元。

公司注册地址：扬州市长春路 118 号；法定代表人：杜乾。

三、跟踪债券概况及其募集资金使用情况

公司于 2020 年 7 月发行了 10.00 亿元的 2020 年度第一期中期票据（债券简称“20 瘦西湖 MTN001”），期限为 3 年，按年付息，到期一次还本，具体情况见表 1。截至本次跟踪评级日，“20 瘦西湖 MTN001”尚未至还本付息日，募集资金已按发行条款约定使用 3.50 亿元。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	余额	起息日	到期日	票面利率
20 瘦西湖 MTN001	10.00	2020/07/22	2023/07/22	3.99

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然5－6月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长3.2%，但上半年同比依然下降1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020年上半年中国经济出现负增长，GDP累计同比下降1.6%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 2　2017－2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，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；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1－6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1－5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1－3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%

和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过

难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济及政策前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

五、行业及区域经济环境

1．城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐

性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点

2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

公司经营区域在扬州市，扬州市的经济发展状况和财政实力将直接影响到公司经营和发展。2019年，扬州市经济稳步发展，公司发展的外部环境良好。

根据《2019 年扬州市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年扬州市实现地区生产总值 5850.08 亿元，按可比价计算，增长 6.80%；其中第一产业增加值 292.80 亿元，增长 1.40%，第二产业增加值 2778.21 亿元，增长 7.60%，第三产业增加值 2779.07 亿元，增长 6.60%；三次产业结构调整为 5:47.5:47.5，按常住人口计算的人均地区生产总值为 12.89 万元。

2019 年，扬州市规模以上工业增加值增长 8.50%，其中轻工业增长 8.80%，重工业增长 8.40%；固定资产投资同比增长 6.10%，其中工业投资增长 3.40%，制造业投资同比增长 4.50%，房地产开发投资同比增长 12.10%。

2019 年，扬州市全年接待境内外游客 7747.07 万人次，同比增长 10.00%，实现旅游收入 1010.20 亿元，同比增长 10.10%，占扬州市总产值的 17.27%。旅游收入在扬州市经济总量中占比较大。

根据《关于扬州市 2019 年预算执行情况和 2020 年预算草案的报告》，2019 年扬州市全市完成一般公共预算收入 328.79 亿元，同比下降

3.30%，其中税收收入 263.81 亿元，同比下降 3.10%；一般公共预算支出 611.97 亿元，同比增长 8.60%，财政自给率为 53.73%。2019 年，扬州市政府性基金收入为 401.33 亿元，同比增长 59.00%；国有资本经营预算收入 3.65 亿元；社会保险基金预算收入 285.11 亿元，同比增长 3.50%。截至 2019 年底，扬州市地方政府债务余额为 853.52 亿元。

2020 年一季度，扬州市实现地区生产总值 1275.64 亿元，同比下降 5.60%，其中第一产业增加值为 30.20 亿元，同比下降 0.50%，第二产业增加值为 573.85 亿元，同比下降 7.70%，第三产业增加值为 671.59 亿元，同比下降 3.90%；一季度全市规模以上工业增加值同比下降 5.60%，固定资产投资同比下降 37.40%。

六、基础素质分析

公司主要开展旅游基础设施建设、旅游景区运营、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。跟踪期内，公司持续得到瘦西湖管委会在财政补贴和资本金注入方面的支持。

2019 年和 2020 年 1－3 月，公司分别收到来自政府的财政补贴 0.12 亿元和 0.02 元，计入“其他收益”。

根据扬财预〔2018〕22 号文件批示，公司无需偿还原计入“长期借款”科目的政府债券，余额为 15.37 亿元，2019 年，瘦西湖管委会将该笔政府债券转为对公司的增资，公司将其计入“资本公积”科目。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91321000760543980 5），截至 2020 年 9 月 15 日，公司本部无已结清和未结清的不良或关注类信贷信息。

七、管理分析

跟踪期内，根据公司股东决定，公司免去吴玉林董事长、总经理职务，由杜乾担任公司副董事长、法定代表人、总经理，公司董事长职位暂缺，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。

跟踪期内，公司管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事旅游基础设施建设、旅游景区运营、古典园林施工和房地产开发等业务。2019 年，公司营业收入和综合毛利率均有所增长。

2019 年，公司实现营业收入 10.48 亿元，同比略有增长；其中旅游工程施工收入 2.52 亿元，同比下降 36.34%，主要系完成决算项目减少所致；旅游经营业务收入主要是瘦西湖风景区的门票收入和游船收入，2019 年为 3.31 亿元，同比增长 15.19%；受公司承接项目增加所致，2019 年古典园林施工收入快速增长至 3.06 亿元；房地产开发业务实现收入 0.97 亿元，同比大幅增长，系公司老虎山西路住宅和瘦西湖新苑广场项目确认收入所致。

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

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.59 亿元，相当于 2019 年全年营业收入的 53.34%，

大幅增长主要来自旅游工程施工项目的收入确认，综合毛利率为 9.99%；同期，公司房地产业务仅实现收入 8.88 万元，主要来自车库销售，毛利率大幅下降；受疫情影响，旅游经营业务实现收入 0.64 亿元，同比减少 0.10 亿元。

表4　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年1－3月		
	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	3.95	37.85	10.04	2.52	24.01	12.84	2.49	44.58	6.46
旅游经营	2.88	27.55	19.13	3.31	31.62	23.55	0.64	11.45	25.62
古典园林施工	2.78	26.58	10.42	3.06	29.22	13.45	2.33	41.62	7.71
园林设计	0.14	1.32	29.86	0.17	1.62	24.40	0.05	0.96	22.73
房地产开发	0.31	2.93	28.54	0.97	9.26	4.00	0.00	0.02	-392.91
租赁业务	0.31	2.93	3.45	0.36	3.39	22.05	0.05	0.94	40.30
其他业务	0.88	0.84	13.94	0.09	0.88	21.91	0.02	0.44	98.12
合计	**10.44**	**100.00**	**13.29**	**10.48**	**100.00**	**16.16**	**5.59**	**100.00**	**9.99**

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；尾差系四舍五入所致；2020年1-3月房地产开发业务收入为8.88万元
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）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。2019 年，公司旅游工程施工收入有所下降，毛利率有所增长。

2018 年以前，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费的收益权。在上述框架协议下，瘦西湖管委会就具体项目和公司签订了《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。

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

2019 年和 2020 年 1－3 月，公司分别收到旅游工程施工回款 7.83 亿元和 6.03 亿元，项目回款尚可。

截至2020年3月底，公司已完工未决算的代建项目余额为19.67亿元，主要包括傍花村（一期和二期）、傍花村－长春路绿化、宋夹城－考古遗址公园、世界动物之窗、世界动物之窗－公交首末站、笔架山温泉拆迁项目、长春路综合改造、长春路－三座桥改造工程、景区道

路维护一盆景园沿路改造工程、扬菱路景观提升工程、友谊新村街景改造项目。联合资信将持续关注代建项目的结算及回款情况。

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

唐子城综合保护项目是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 2020 年 3 月底，唐子城综合保护项目已完成投资 18.26 亿元，主要是用作棚户区拆迁工作，累计确认收入 7.54 亿元。

表5　截至2020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	截至 2020 年 3 月底已投资	资金来源		计划投资额		
			自有资金	银行贷款	2020年4-12月	2021年	2022年
唐子城综合保护项目	20.00	18.26	2.00	18.00	0.05	0.00	0.00
景区道路维护-江都北路	0.80	0.67	0.24	0.56	0.00	0.00	0.00
景区道路维护-北城路	1.26	0.94	0.38	0.88	0.16	0.16	0.00
景区道路维护-三星路	0.65	0.60	0.20	0.45	0.05	0.00	0.00
景区道路维护-秋实路	0.60	0.59	0.18	0.42	0.01	0.00	0.00
长春路综合改造（含绿化、桥梁）	2.50	2.53	0.75	1.75	0.02	0.00	0.00
北城河项目	1.85	0.76	0.56	1.30	0.10	0.30	0.69
槐泗河支流整治工程	3.50	0.96	1.05	2.45	0.54	1.00	1.00
江平路快速化改造工程	4.00	0.78	1.20	2.80	0.20	1.51	1.51
老人沟整治工程	0.50	0.46	0.15	0.35	0.04	0.00	0.00
史可法路环境提升工程	0.30	0.20	0.09	0.21	0.10	0.00	0.00
在建项目合计	**35.96**	**26.75**	**6.79**	**29.17**	**1.27**	**2.97**	**3.20**
瘦西湖水系水环境治理（截污）工程	3.00	--	0.90	2.10	1.50	1.00	0.50
城北片区生活污水管网改造	0.50	--	0.15	0.35	0.40	0.10	0.00
景区六小行业专项整治	0.25	--	0.07	0.18	0.20	0.05	0.00
香茗湖公园	0.45	--	0.14	0.31	0.25	0.20	0.00
瘦西湖周边杆线下地工程	1.10	--	0.40	0.70	1.00	0.10	0.00
拟建项目合计	**5.30**	**--**	**1.66**	**3.64**	**3.35**	**1.45**	**0.50**

注：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；尾差系四舍五入所致；部分项目由于投资计划变更，已投资额超过预算总额

资料来源：公司提供

（2）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。2019 年，公司旅游经营收入和毛利率均有所增长。2020 年爆发的新型冠状病毒肺炎疫情对公司旅游产业造成一定不利影响，2020 年一季度收入规模较小，联合资信将持续关注疫情发展对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。

2019 年，公司旅游经营业务实现收入 3.31 亿元，同比增长 15.19%，系入园游客增长所致，其中包括瘦西湖公园经营收入 2.71 亿元，游船收入 0.60 亿元。

2020 年国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响瘦西湖风景区于 2020 年 1 月 24 日关闭，虽然景区于 2020 年 2 月 21 日已重新开放，但景区客流量尚需逐步恢复。2020 年 1－3 月，公司旅游经营业务实现收入 0.64 亿元，相当于 2019 年全年的 19.34%，联合资信将持续关注疫情发展对公司经营带来的影响。

（3）古典园林施工

2019 年，受公司承接的古典园林施工项目增加影响，该部分业务收入增幅较大，是公司收入的重要组成部分。

公司古典园林施工业务由扬州园林有限责任公司（以下简称“扬州园林”）负责。扬州园林以招投标方式承接项目，由工程发包方根据施工进度支付款项。扬州园林是集建筑施工、古建修缮、园林景观绿化施工和设计于一体的专业化建筑企业，截至2020年3月底，扬州园林已具备总承包三级资质、古建三级资质、市政总承包三级资质、装修二级资质以及绿化二级等资质。

截至 2020 年 3 月底，扬州园林共有 72 个 100 万元以上的在手合同，合同金额合计 14.73 亿元，累计收到工程款 12.55 亿元。2019 年，公司古典园林施工业务实现营业收入 3.06 亿元，同比增长 10.34%，主要由于公司承接项目增加，毛利率为 13.45%；2020 年 1－3 月，公司古典园林施工业务收入为 2.33 亿元，毛利率为 7.71%。

（4）园林设计

公司园林设计业务由子公司扬州园林设计院有限公司（以下简称“扬州园林设计院”）负责。扬州园林设计院通过招投标的方式参与业务，签订合同后预收50%费用，设计方案完成后收取剩余费用。

2019年以来，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。

2019年和2020年1－3月，公司园林设计业务分别实现收入0.17亿元和0.05亿元，毛利率分别为24.40%和22.73%。

（5）房地产开发

受结转收入项目增加影响，2019 年公司房地产业务收入大幅增长，公司在建项目未来尚需投资规模不大，未来销售情况受房地产市场行情影响大。

公司房地产开发业务由公司本部负责。截至2020年3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 1.55 亿元，已投资 1.36 亿元，可出售面积 1.42 万平方米，累计实现销售 0.96 亿元；老虎山西路住宅项目总投资 1.30 亿元，已投资 1.51 亿元，可销售面积

0.98 万平方米，累计销售 0.89 亿元。

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

截至2020年3月底，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 3.22 亿元，尚需投资 1.96 亿元，该项目为商务金融办公中心，建设完成后由公司对外租售；公司无拟建的房地产项目。

（6）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2020年3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、友谊酒店、花都汇生态园艺中心、九龙湖生态度假旅游观光项目土建及绿化工程项目、中医药养身基地项目和官河环境整治及商务综合体建设项目。公司在建项目预算总投资 5.68 亿元，已投资 8.98 亿元。

表 6　截至 2020 年 3 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 2020 年 3 月底已投资	计划投资额		
			2020 年 4－12 月	2021 年	2022 年
柏联国际度假社区-花文化艺术展示中心	2.12	2.85	0.15	0.15	0.00
花都汇生态园艺中心	1.61	4.49	0.04	0.00	0.00
中医药养身基地	0.80	0.82	0.03	0.00	0.00
官河环境整治及商务综合体建设	1.15	0.82	0.15	0.03	0.00
合计	**5.68**	**8.98**	**0.37**	**0.18**	**0.00**

注：花都汇生态园艺中心项目预算总额只包括垃圾填埋封装工程，后项目持续投入，导致投资超过总投；其他部分项目系投资计划更改，导致已投资额大于预算总额
资料来源：公司提供

截至评级报告出具日，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；中医药养身基地和官河环境整治及商务综合体建设项目均已投入运营，形成了租赁收入；傍花村工程、笔架山温泉、友谊酒店和柏联国际度假社区项目由瘦西湖管委会下属其他公司运营，收入不在公司报表体现。

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。

九、财务分析

1. 财务概况

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

截至2020年3月底，公司有纳入合并范围一级子公司 14 家。其中，2019 年公司合并范围内新增一家子公司，合并范围变化对公司财务数据可比性的影响小。

截至 2019 年底，公司资产总额 261.94 亿元，所有者权益 119.26 亿元（其中少数股东权益 18.48 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 10.48 亿元，利润总额 1.28 亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额267.19亿元，所有者权益合计 119.53 亿元（其中少数股东权益 18.47 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.59 亿元，利润总额 0.32 亿元。

2. 资产质量

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

截至 2019 年底，公司资产总额 261.94 亿元，较 2018 年底增长 7.66%，其中流动资产占 53.23%，非流动资产占 46.77%。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

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

2019 年底，公司流动资产为 139.44 亿元，较 2018 年底增长 8.44%，主要来自存货和应收类款项的增长；期末，公司流动资产主要由货币资金（占 19.31%）、应收账款（占 8.08%）、其他应收款（占 24.04%）和存货（占 42.80%）构成。

2019 年底，公司货币资金为 26.92 亿元，较 2018 年底下降 10.45%，其中银行存款占 79.48%，其他货币资金占 20.52%。

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

表 8 2019 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-瘦西湖风景名胜区管理委员会	10.76	95.28
扬州水利建筑工程公司	0.06	0.56
扬州市运广公园建设发展有限公司	0.05	0.44
扬州市邗江区瓜洲镇人民政府	0.05	0.42
江苏邗建集团有限公司	0.04	0.37
合计	**10.96**	**97.07**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司预付款项为 6.76 亿元，较 2018 年底增长 10.61%，主要系预付工程款增加所致。

公司其他应收款主要为往来款，2019 年底为 33.53 亿元，较 2018 年底增长 53.59%；按照账龄组合计提坏账准备的其他应收款为 12.15 亿元，其中账龄在一年以内的占 85.00%，1~2 年的占 7.65%，综合账龄较短。2019 年底，公司其他应收款中的前五名余额合计占 86.40%，主要是对扬州市政府部门及其下属企业的往来款，集中度高，对资金形成占用，公司对其计提坏账准备 0.09 亿元。

表 9　2019 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	16.52	48.81
扬州市瘦西湖建设发展有限公司	往来款	4.50	13.30
扬州市瘦西湖风景区管理处	往来款	3.76	11.11
扬州华裕置业有限公司	往来款	2.26	6.68
美锦（扬州）置业有限公司	往来款	2.20	6.50
合计	--	**29.24**	**86.40**

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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

2019 年底，公司其他流动资产为 1.28 亿元，较 2018 年底下降 76.59%，主要系公司赎回理财产品所致；其他流动资产包括 1.10 亿元理财产品和 0.18 亿元的预交税金。

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

2019 年底，公司投资性房地产为 68.73 亿元，较 2018 年底增长 1.56%，主要系在建工程转入所致；期末，公司投资性房地产主要由土地使用权（占 69.31%）和房屋建筑物（占 30.69%）构成，土地使用权是公司的商业用地，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、笔架山温泉等自营项目。2019 年底，公司将投资性房地产中的 46.67 亿元用作抵押借款。

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

公司无形资产主要由土地使用权构成。2019 年底，公司无形资产合计 7.57 亿元，较 2018 年底增加 7.28 亿元，主要系公司合并范围内新成立一家子公司扬州旅发置业有限公司（以下简称“旅发置业”），旅发置业招拍挂摘地并入公司所致，该部分土地已缴纳出让金。

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

3. 负债及所有者权益

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

所有者权益

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

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

2019 年底，公司资本公积为 35.66 亿元，

较 2018 年底增长 75.75%，系瘦西湖管委会将公司应偿还的 15.37 亿元政府债券转为增资所致。受公司偿还永续债券“16 瘦西湖 MTN001”影响，2019 年底公司其他权益工具为 7.43 亿元，较 2018 年底下降 50.00%。

2020 年 3 月底，公司所有者权益为 119.53 亿元，较 2018 年底变动不大。

负债

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

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

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

公司其他应付款主要由往来款构成，2019 年底为 4.07 亿元，较 2018 年底下降 5.58%。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 31.79 亿元，较 2018 年底增长 77.11%，主要由一年内到期的长期借款（占 70.44%）、一年内到期的长期应付款（占 6.44%）和一年内到期的应付债券（占 23.11%）构成。

2019 年底，公司其他流动负债为 8.50 亿元，为公司发行的短期融资券和超短期融资券。本报告将其计入有息债务核算。

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

2019 年底，公司长期借款为 22.50 亿元，较 2018 年底下降 48.22%，主要系政府债券转入资本公积所致；期末，公司长期借款由抵押借款、保证借款和信用借款构成。

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

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

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

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

表 10　公司有息债务情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

债务指标方面，2019 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率小幅上升，分别为 54.47%和 50.61%，长期债务资本化比率较 2018 年底下降 10.37 个百分点至 32.33%；2020 年 3 月底，上述指标分别为 55.26%、51.24%和 34.22%，较 2019 年底分别上升 0.79 个、0.63 个和 1.89 个百分点。

有息债务到期分布方面，2020 年 4－12 月、2021 年和 2022 年，公司需偿还的有息债务分

别为 61.13 亿元、27.88 亿元和 24.61 亿元。公司 2020 年面临较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

2019 年，公司收入规模小幅增长，但盈利水平有所下降，非经常性损益对公司利润总额的贡献较大。

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

公司期间费用主要为管理费用，2019 年为 0.67 亿元，同比增长 9.16%，占营业收入的 6.35%，公司费用控制能力尚可。

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

盈利指标方面，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.42%和 0.84%，分别同比下降 0.25 个和 0.51 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.59 亿元，相当于 2019 年全年营业收入的 53.34%；实现利润总额 0.32 亿元；同期，公司营业利润率为 9.77%，较 2019 年下降 5.77 个百分点。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年
营业收入	10.44	10.48
营业成本	9.05	8.79
公允价值变动收益	1.05	0.18
其他收益	0.07	0.12
营业利润	2.05	1.34
利润总额	2.02	1.28
营业利润率	12.30	15.55
总资本收益率	0.67	0.42
净资产收益率	1.35	0.84

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

5. 现金流分析

2019 年，受代建项目回款下降和往来支出多影响，公司经营活动现金流呈现净流出；投资活动持续净流出，未来随着公司在建和拟建项目投入增加，公司面临一定的对外筹资压力。

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

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

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	23.61	13.92
经营活动现金流出量	20.81	15.85
经营活动现金流量净额	2.80	-1.94
现金收入比	199.14	126.46
投资活动现金流量净额	-16.84	-14.27
筹资活动现金流量净额	11.70	13.07

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 71.28 亿元，全部为取得借款和发行债券收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出 58.21 亿元，主要用来偿还债务本息。2019 年，

公司筹资活动现金流量净额为 13.07 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额为 8.77 亿元，投资活动现金流量净额为-5.05 亿元，筹资活动现金流量净额为 0.20 亿元。

6. 偿债能力

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

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

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

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额为 24.64 亿元，担保比率为 20.61%，被担保企业主要是扬州市内国有企业（详见附件），或有负债风险可控。

截至 2020 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 93.32 亿元，已使用 73.82 亿元，尚未使用 19.50 亿元，公司间接融资渠道尚可。

7. 母公司财务分析

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，负债水平较高。

2019 年底，母公司资产总额为 253.48 亿元，较 2018 年底增长 6.67%，其中流动资产占 55.40%，非流动资产占 44.60%。从构成上看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，非流动资产主要由投资性房地产和在建工程构成。

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

2019 年底，母公司负债合计 151.77 亿元，较 2018 年底增长 5.62%，其中流动负债占 57.11%，非流动负债占 42.89%；其中流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，非流动负债由长期借款和应付债券构成。2019 年底，母公司资产负债率为 59.88%，较 2018 年底下降 0.60 个百分点。

2019年，母公司实现营业收入7.47亿元，利润总额0.69亿元。

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

十、跟踪评级债券偿还能力分析

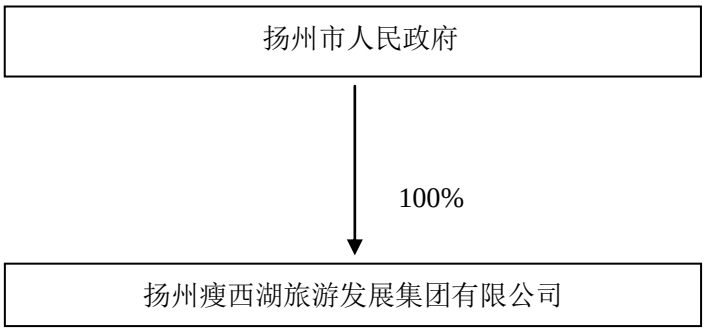
截至本报告出具日，“20瘦西湖MTN001”债券余额10.00亿元。2019年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为1.40亿元和13.92亿元，分别为“20瘦西湖MTN001”债券余额的0.14倍和1.39倍；经营活动现金流量净额为负数，对“20瘦西湖MTN001”无保障能力。

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，持续得到扬州市政府和瘦西湖管委会的较大支持，“20瘦西湖MTN001”到期不能偿还的风险很低。

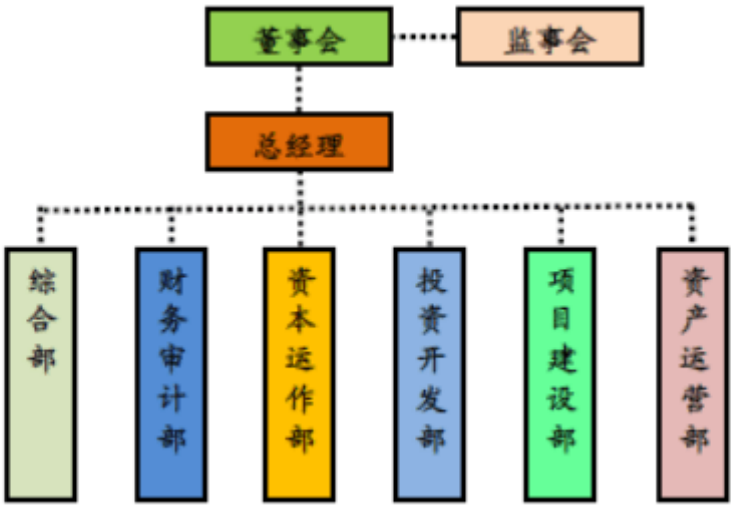
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，“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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2020 年 3 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（%）	
			直接	间接
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	
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	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	

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2　截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保期限
扬州瘦西湖风景区管理处	4300.00	2020.01－2021.01
	9000.00	2019.08－2022.08
	2000.00	2019.06－2020.06
	500.00	2019.09－2020.09
	1500.00	2020.01－2021.01
	3000.00	2019.05－2020.05
扬州市城建国有资产控股（集团）有限公司	40000.00	2020.03－2021.03
	70000.00	2019.08－2020.08
扬州瘦西湖旅游度假投资管理集团有限责任公司	11000.00	2016.01－2021.01
	1000.00	2019.03－2020.03
	5000.00	2019.09－2020.09
	4000.00	2019.06－2020.03
	54100.00	2019.05－2034.05
	9500.00	2019.10－2021.10
	7200.00	2019.12－2020.12
	2300.00	2020.01－2021.01
	4000.00	2020.03－2021.03
江苏扬城一味餐饮管理有限公司	1000.00	2019.12－2020.12
扬州虹桥坊酒店管理有限公司	1000.00	2019.12－2020.12
扬州迎宾馆经营管理有限公司	1000.00	2019.12－2020.12
扬州市交通产业集团有限责任公司	10000.00	2019.08－2020.07
	5000.00	2019.12－2020.06
合计	**246400.00**	--

注：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

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

注：1、2020 年一季度财务数据未经审计；2、已将其他流动负债和长期应付款中有息部分计入全部债务核算

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	31.58	28.67	25.24	25.13
资产总额（亿元）	221.53	237.63	253.48	256.89
所有者权益（亿元）	93.29	93.93	101.70	101.91
短期债务（亿元）	16.20	27.84	55.22	56.31
长期债务（亿元）	74.77	78.10	56.42	61.05
全部债务（亿元）	90.97	105.94	111.64	117.36
营业收入（亿元）	6.33	7.06	7.47	3.13
利润总额（亿元）	4.25	1.78	0.69	0.25
EBITDA（亿元）	4.29	1.80	0.76	--
经营性净现金流（亿元）	19.78	2.00	-5.27	5.86
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.43	0.02	0.02	--
存货周转次数（次）	0.12	0.14	0.12	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比（%）	91.72	242.03	138.88	204.77
营业利润率（%）	23.18	9.76	8.65	10.91
总资本收益率（%）	1.73	0.69	0.27	--
净资产收益率（%）	3.41	1.48	0.58	--
长期债务资本化比率（%）	44.49	45.40	35.68	37.46
全部债务资本化比率（%）	49.37	53.00	52.33	53.52
资产负债率（%）	57.89	60.47	59.88	60.33
流动比率（%）	229.76	220.48	162.03	166.21
速动比率（%）	143.95	125.58	97.78	96.99
经营现金流动负债比（%）	44.41	3.51	-6.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.21	58.92	146.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.89	0.03	0.01	--
现金短期债务比（倍）	1.95	1.03	0.46	0.45

注：1、2020 年一季度财务数据未经审计；2、已将其他流动负债和长期应付款中有息部分计入有息债务核算

附件 5　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	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1　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 6-2　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 6-3　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