

信用等级公告

联合[2014] 2112 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 2015 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

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年十二月八日



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

网址：www.lhratings.com

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司

2015 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

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 5 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

发行目的: 偿还银行贷款及补充营运资金

评级时间: 2014 年 12 月 8 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	96.42	109.35	126.67	156.15
所有者权益(亿元)	45.06	52.29	53.57	55.14
长期债务(亿元)	23.12	24.73	27.28	56.65
全部债务(亿元)	32.25	36.77	55.27	84.36
营业收入(亿元)	10.92	8.31	13.89	8.63
利润总额(亿元)	5.91	1.72	2.09	0.76
EBITDA(亿元)	5.94	1.77	2.33	--
经营性净现金流(亿元)	3.17	3.09	1.77	-2.86
营业利润率(%)	21.64	24.00	16.25	11.99
净资产收益率(%)	10.04	3.14	3.02	--
资产负债率(%)	53.27	52.18	57.71	64.69
全部债务资本化比率(%)	41.71	41.28	50.78	60.48
流动比率(%)	240.76	201.34	160.04	217.35
全部债务/EBITDA(倍)	5.43	20.76	23.70	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.19	0.35	0.47	--

注: 2014 年三季度财务数据未经审计。

分析师

刘新泉 于芷崧

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司(以下简称“公司”或“瘦西湖旅游”)的评级反映了公司作为蜀冈-瘦西湖风景名胜区内景观建设、旅游设施建设、文化旅游产业及相关配套服务的综合开发经营主体,在区域环境、政府支持及区域行业地位等多方面的优势。同时,联合资信也关注到公司主业收入结构稳定性较差,导致盈利能力波动、债务规模增长快以及未来投资规模较大等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

公司与扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区管理委员会(以下简称“瘦西湖管委会”)和扬州市政府签订了建设项目委托代建协议书,未来建设资金来源由区级扩充至市级,为公司未来发展提供了有力保障。随着瘦西湖景区建设的不断完善,未来公司将积极拓展休闲度假、电子商务、旅游地产、文化文艺等新型旅游业态,整体抗风险能力有望进一步增强,联合资信对公司评级展望为稳定。

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

优势

1. 近年来扬州市经济持续快速增长,地方财政实力稳步增强,2013年瘦西湖景区扩容,瘦西湖管委会财政实力得以增强;旅游业呈现良好发展趋势,为公司经营发展提供了良好条件。
2. 公司运营的瘦西湖风景区为国家“5A”级旅游景区,公司在区域内处于相对垄断的经营地位。
3. 瘦西湖管委会在增资、经营性业务注入、财政补贴以及项目资金拨付等多方面给予

公司大力支持，上述政府支持可持续性较强，为公司未来发展提供了有力保障。

4. 公司与扬州市财政局及瘦西湖管委会财政局签订了三方代建协议，资金回流来源扩大到扬州市财政局，回款质量得以提升。
5. 近年来公司经营活动现金流水平较好，经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较高。

关注

1. 旅游行业易受宏观经济环境以及突发公共事件的影响，近两年全球性金融危机的爆发和传染病的蔓延对旅游行业产生较大冲击。
2. 近三年公司收入结构稳定性较差导致盈利波动大，公司运营面临一定的不确定性。
3. 投资性房地产占资产总额比重较高，且公允价值变动产生的收益对利润总额有一定影响。
4. 公司已抵押资产规模较大，债务规模增长快，债务负担较重；在建及拟建项目资本性支出较大，资金需求压力大。
5. 公司货币资金中受限资金较多，代建项目形成存货和应收账款对公司资金形成一定占用，资产流动性一般，存在一定短期支付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

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”或“瘦西湖旅游”）前身系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和扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司共同以货币出资方式组建；其中扬州市瘦西湖公园出资人民币1000万元（持股比例为76.34%，为公司控股股东），2010年6月11日公司变更为现名。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，扬州市扬子江投资发展集团有限责任公司和扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司分别将其所持公司股份全部转让给扬州市瘦西湖风景区管理处。公司初始注册资本为人民币1310万元，历经多次增资（详见表1），截至2014年9月底，公司注册资本人民币20.00亿元。扬州市瘦西湖风景区管理处系全民事业法人单位，为公司唯一股东，实际控制人为扬州市蜀冈-瘦西湖风景区管理委员会（以下简称“瘦西湖管委会”）。

表 1 公司历次增资明细情况（单位：万元）

时间	增资额	增资方式	增资方	验资报告	变更后注册资本
2006年9月30日	4240	货币	扬州市瘦西湖风景区管理处	扬东会验字(2006)第055号	5550
2007年6月2日	50000	土地使用权	扬州市瘦西湖风景区管理处	扬弘瑞江验(2007)第047号	55550
2008年7月31日	398.5	房屋	扬州市瘦西湖风景区管理处	苏亚诚验字(2008)第033号	55948.5
2009年2月4日	14051.5	货币	扬州市瘦西湖风景区管理处	苏润审（2009）B013号	70000
2011年10月30日	80000	货币	扬州市瘦西湖风景区管理处	苏润验（2011）B0064号	150000
2012年10月31日	50000	货币	扬州市瘦西湖风景区管理处	苏润验（2012）B0053号	200000

资料来源：公司提供

公司业务范围涵盖房地产开发；一般经营项目：蜀冈-瘦西湖风景名胜区内景观建设、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；房屋销售等。

截至2014年9月底，公司本部设办公室、项目运营部、工程技术部、人力资源部、审计法务部、财务部、资本运营中心和战略发展中心等8个职能部门；纳入合并范围子公司13家（详见附件1）。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为126.67亿元，所有者权益合计53.57亿元（含少数股东权益0.14亿元）；2013年公司实现营业收入13.89亿元，利润总额2.09亿元。

截至2014年9月底，公司（合并）资产总额为156.15亿元，所有者权益合计55.14亿元（含少数股东权益0.16亿元）；2014年1~9月公司实现营业收入8.63亿元，利润总额0.76

亿元。

公司注册地址：扬州市长春路118号；法定代表人：陆友宝。

二、本期中期票据概况

公司于2014年注册中期票据额度10亿元，已于2014年5月发行“14瘦西湖MTN001”5亿元3年期中期票据，现计划于本期发行剩余额度5亿元，期限为3年（以下简称“本期中期票据”）本期中期票据募集资金中3.60亿元将用于偿还银行贷款，以降低融资成本，优化财务结构，提高资金使用效率；1.40亿元将用于补充子公司扬州古典园林建设有限公司营运资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值 419908 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%。分季度看，一季度同比增长 7.4%，二季度增长 7.5%，三季度增长 7.3%。虽然 GDP 增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%，比上年同期提高 1.2 个百分点，高于第二产业 2.5 个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%，比上年同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.8%），增速比上年回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）357787 亿元，同比名义增长 16.1%（扣除价格因素实际增长 15.3%），增速比上年回落 1.2 个百分点；进出口总额 194223 亿元人民币，同比增长 3.3%，增速比上年加快 2.1 个百分点。

2014 年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元，比去年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（ M_2 ）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（ M_1 ）余

额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 旅游行业概况

旅游产业是指凭借旅游资源和设施，专门或者主要从事招徕、接待游客，为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等六个环节的服务并获取经济收益的综合性产业。旅游业的发展以整个国民经济发展水平为基础并受其制约，其对外部经济、政治、社会和自然等条件具有较强的依赖性，属于典型的敏感型行业。

中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过 30 多年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

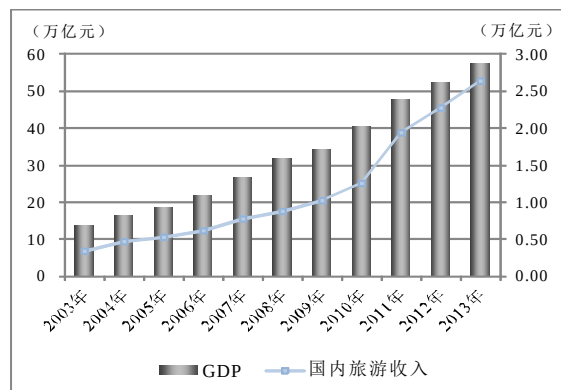
国内旅游现状

近十年，随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。从旅游业的发展规律看，GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，中国 GDP 及

城乡居民收入的稳定、快速增长直接推动了旅游行业的快速启动，国内出游人数和旅游总收入总体保持稳步增长趋势。但需要注意的是，2003年由于受到SARS的影响，中国国内旅游人数以及旅游收入同期呈现负增，显现出行业对外部环境存在较强的敏感性，容易受到各种突发事件影响。从其后几年的恢复情况看，旅游行业又体现出一定的韧性，在受到各类突发事件和自然灾害冲击后，能够在较短时间内得以恢复。

“十一五”期间，中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，国内旅游人数平均增长12%，入境过夜旅游人数年均增长3.5%，出境旅游人数年均增长19%，全国旅游业总收入年均增长15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国，居民人均出游率达1.5次，旅游直接就业达1350万人，旅游消费对社会消费的贡献超过10%，旅游业对中国经济社会发展的积极作用更加明显。2011年，中国旅游经济总体保持较快发展，国内旅游及出境旅游增长均高于预期，入境旅游则受到日本地震、中东动荡以及欧债危机等因素影响，增速低于预期；2012年国内旅游收入2.27万亿元，同比增长17.6%；2013年，受政府抑制“三公消费”政策影响，公务旅游消费急剧下降，商务旅游消费明显放缓，而国民休闲旅游消费则表现出强劲的增长势头。2011~2013年，中国国内游客分别为26.4亿人次、29.57亿人次、32.6亿人次，同比分别增长13.2%、12.1%、10.3%，中国国内旅游业增速持续放缓，但国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现出一定的惯性。

图1 2003~2013年GDP与国内旅游收入

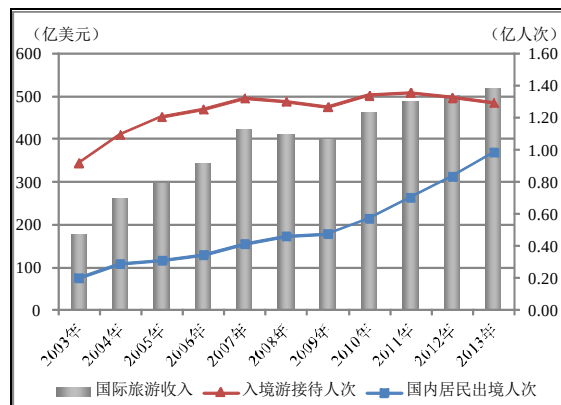


数据来源：国家旅游局和国家统计局

国际旅游现状

国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。中国人文历史悠久，拥有众多的名胜古迹等良好的旅游环境，再加上2008年北京奥运会、2010年广州亚运会和上海世博会的成功申办和召开扩大了中国在世界上的影响范围，中国入境旅游市场近十几年得到快速发展；同时，由于国内旅游业在某种程度上已满足不了部分居民的旅游需求，境外旅游成为了中国旅游业的有益补充。

图2 2003~2013年国际旅游收入及人数



数据来源：Wind资讯

入境游方面，金融危机深层次影响还在延续，周边国家放松签证政策等带来更大竞争。2011年，在全球经济恶化、人民币持续升值的形势下，中国入境游市场增长低于预期，全年共计接待入境旅游者1.35亿人次，同比增长1.24%；2012年，随世界经济复苏不确定性增加，

全年共计接待入境旅游者1.32亿人次，同比下降2.23%；2013年，全国入境游客1.29亿人次，同比下降2.51%，中国入境游正处于长时间高速发展之后逐渐复归常态化的阶段。

出境旅游方面，在国内经济持续增长形势下，受益于人民币汇率的升值以及周边国家和地区入境旅游竞争力的提升，近年来出境旅游继续保持高速增长态势。2011~2013年，中国出境旅游总人数分别为0.70亿人次、0.83亿人次、0.98亿人次，分别同比增长22.4%、18.6%、18.1%。受此影响，中国旅游服务的贸易逆差不断扩大，中国旅游研究院研究显示，2013年中国旅游外汇收入为517亿美元，而居民出境花费预计将达到1200亿美元，旅游服务贸易逆差进一步扩大，预计达720亿美元。

2. 政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2011年3月公布的《中国国民经济和社会发展规划十二五规划纲要》把推动现代服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点，提出要全面发展国内旅游，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游；坚持旅游资源保护和开发并重，加强旅游基础设施建设，推进重点旅游区、旅游线路建设；推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展，全面推动生态旅游，深度开发文化旅游，大力发展红色旅游；完善旅游服务体系，加强行业自律和诚信建设，提高旅游服务质量。

2012年2月国务院七部委联合发布的《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》（银发【2012】32号）文件，以加强和改进对旅游业的金融服务，完善金融支持政策，促进旅游业加快发展。

2013年10月1日，由中华人民共和国第

十二届全国人民代表大会常务委员第二次会议通过的《中华人民共和国旅游法》（以下简称《旅游法》）正式施行，这一举措力图保障旅游者和旅游经营者的合法权益，规范旅游市场秩序，保护和合理利用旅游资源，促进旅游业持续健康发展。该项法律明文禁止旅行社低团费、零团费、强迫购物及参加自费项目等行为。2013年12月17日，《国家旅游局关于严格执行旅游法第三十五条有关规定的通知》明确了关于指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目、关于“以不合理的低价组织旅游活动”等条款的具体解释。如旅行社在旅游活动中指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目的，应当按照诚实信用、自愿平等、协商一致的原则，与旅游者订立书面合同，且不得以不合理的低价组织旅游活动，不得诱骗旅游者，不得通过指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目获取回扣等不正当利益，也不得影响其他不参加相关活动的旅游者的行程安排。《旅游法》实施后，旅游团费普遍上涨，相当部分游客对跟团出游采取了观望态度，短期内造成跟团游客的减少，但自由行出游人数则明显增加。从中长期来看，《旅游法》的实施将对传统旅游经营模式的带来挑战，倒逼旅行社进行产品结构调整和创新，市场竞争亦将愈加激烈，一些规模较小的旅行社可能被淘汰，有利于行业进行整合。同时，规范的法律将提升旅游行业的规范性，保障旅游行业的发展质量。

总体看，中央和地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳健康发展，从而增强中国旅游行业的竞争力。

3. 市场竞争

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。仅从上市旅游公司的数量来看，截至2014年3月底中国共有约2500家A股上市公司，其中旅游类上市公司仅有30家左右，占比不足2%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

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。宏观经济的不确定性短期内对国内旅游市场产生了一定冲击，但从长远看，近期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。

4. 扬州市旅游业概况

扬州的建城历史可至公元前486年，是驰名中外的历史文化名城，是中国首批优秀旅游城市。扬州市旅游资源丰富，集北方妙景之雄，兼南方佳境之秀，被誉为“淮东第一观”。扬州市内有拥有汉、隋帝王的陵墓，唐宋古城遗址，明清私家园林等众多的人文景观；扬州市市区拥有纵横交错的运河、城河、瘦西湖3大水系，通向中国最古老的运河——京杭大运河的大小河流共有22条，总长70.71公里，至今旧城内保存有36座古桥，碧水环城，桥水相连；扬州盆景栽培艺术独特，有“一寸三弯”之说，是中国盆景艺术的五大流派之一；扬州是中国烹饪协会正式认定的“淮扬菜之乡”，淮扬菜以色、香、味、形见长，与川、粤、鲁菜系齐名，是中国四大菜系之一，素有“吃在扬州”的美誉。

近年来，在重点培育旅游业以及相关配套

行业战略背景下，扬州市旅游业呈现快速发展趋势。2011~2013年，接待旅游总人数和实现旅游总收入年均复合增长率分别为10.89%和16.28%。2013年扬州市接待旅游总人数3970.1万人，同比增长9.1%，国内游客占绝大部分；实现旅游总收入501.2亿元，同比增长6.88%。

根据扬州市政府制定的《扬州旅游业发展总体规划2009~2030》，未来扬州市旅游发展总体布局为“一城一轴四片”。“一城”为扬州主城区，是旅游资源最为集中的地区。未来规划以蜀冈-瘦西湖风景名胜区为核心，将平山堂（大明寺、鉴真图书馆）——瘦西湖景区（宋夹城遗址）——盐阜路两侧（个园、工艺坊、汪氏小苑、“双东”历史街区等）——泰州路——南通东路——徐凝门街（何园）等文化旅游景点串联，打造成为扬州市精品旅游线路。“一轴”是指古运河和大运河沿线风光轴。古运河和大运河扬州段南北贯穿扬州全市，未来规划古运河和大运河沿线风光轴以运河为纽带，连接沿岸周边地区众多景点，形成扬州市独具特色的水上游览路线；“四片”是扬州市域范围的主要分区，是旅游发展的重要板块，分别为东片养生休闲度假区、南片滨江时尚休闲度假区、西片运动健身休闲体验区和北片环湖自然生态旅游区。

总体看，作为旅游资源丰富的历史文化名城，近年来扬州市旅游业呈现快速发展趋势。公司负责建设运营的蜀冈-瘦西湖景区为扬州市“一城一轴四片”旅游规划中的核心区域，经营发展面临良好的外部环境。

5. 城市基础设施建设行业概况

城市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物质基础，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。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，比上年增长19.3%，扣除价格因素，实际增长18.9%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资0.92万亿元，比上年增长32.5%；第二产业投资18.48万亿元，增长17.4%；第三产业投资24.25万亿元，增长21.0%。2013年全年房地产开发投资8.60万亿元，比上年增长19.8%，其中，住宅投资5.90万亿元，增长19.4%，办公楼投资0.47万亿元，增长38.2%；商业营业用房投资1.19万亿元，增长28.3%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。

截至2013年，中国城镇化率为53.73%，较上年提高1.16个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，中国城镇化建设的指导思想是，紧紧围绕全面提高城镇化质量，加快转变

城镇化发展方式，以人的城镇化为核心，有序推进农业转移人口市民化；以城市群为主体形态，推动大中小城市和小城镇协调发展；以综合承载能力为支撑，提升城市可持续发展水平；以体制机制创新为保障，通过改革释放城镇化发展潜力，走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路，促进经济转型升级和社会和谐进步，为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

6. 扬州市经济概况和财政实力

公司是扬州市蜀岗-瘦西湖景区建设运营的市场化主体，目前经营与投资的项目均在蜀岗-瘦西湖景区范围内。公司的业务经营直接受扬州市经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

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，近年来经济发展迅速。

2013年，扬州市实现地区生产总值3252.01亿元，可比价增长12.0%；其中，第一产业实现增加值224.47亿元，增长4.6%；第二产业实现增加值1693.70亿元，增长12.3%；第三产业实现增加值1333.84亿元，同比增长12.7%。人均地区生产总值72774元；三次产业结构由上年的7.0：53.0：40.0调整为6.9：52.1：41.0，产业结构不断优化。

近年来，扬州市重视加快城市基础设施建设投资，全社会固定资产投资增幅明显，2013年扬州市共完成固定资产投资2025.20亿元，增长20.3%；其中建设项目完成投资1709.3亿元，增长17.4%；房地产开发完成投资315.9亿元，

增长34.0%。从三大产业来看，第一产业投资26.6亿元，增长49.7%；第二产业投资1146.9亿元，增长14.5%；第三产业投资851.7亿元，增长27.7%。

2013年，扬州市规模以上工业完成总产值8499.39亿元，增长16.8%；实现工业增加值2003.56亿元，增长13.2%。其中全市五大千亿级主导产业，包括汽车产业、机械装备产业、船舶产业、石化产业和新能源光源产业，累计完成产值6120.6亿元，占全市规模以上工业总产值的72.0%，同比增长16.0%。

随着社会经济的快速发展，扬州市财政收

入稳定增长，财政实力逐步增强。2013年扬州市全口径财政总收入达到560.28亿元；一般预算收入259.26亿元，增长15.23%。其中，税收收入212.75亿元，占一般预算收入的比重达82.06%。从市本级来看，2013年扬州市实现一般预算收入27.60亿元，其中税收收入22.68亿元。从扬州市财政收入的构成来看，一般预算收入主要由税收收入构成，税收收入占比基本保持稳定。此外，以土地出让收入为主的政府基金性收入是扬州市地方财力的重要组成部分，2013年为74.10亿元（市本级），财政收入受土地出让情况影响大。

表2 2011~2013年扬州市本级财政收入构成情况（单位：万元）

项目	2011年	2012年	2013年	复合增长率
(一)、一般预算收入	221803	255984	275991	11.55%
其中：税收收入	109864	178937	226771	43.67%
非税收入	11939	77047	49220	103.04%
(二)、上级补助收入	202065	245051	191978	-2.53%
其中：一般性转移支付收入	6455	15053	24499	94.82%
专项转移支付收入	131880	165682	101956	-12.07%
返还性收入	63730	64316	65523	1.40%
(三)、政府性基金收入	393710	485089	741046	37.19%
其中：国有土地使用权出让收入	322531	419301	468725	20.55%
(四)、预算外财政专户收入	55458	59945	74359	15.79%
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	873036	1046069	1283374	21.24%

资料来源：扬州市财政局

地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2013年底，扬州市地方债务余额62.04亿元（直接债务余额+担保债务余额

*50%），债务率48.34%。总体看，扬州市地方政府债务负担一般。

表3 扬州市本级综合财力及政府债务余额（单位：万元）

地方财力（2013年度）	金额（万元）	地方债务（截至2013年底）	金额(万元)
(一) 地方一般预算收入	275991	(一) 直接债务余额	570888
1. 税收收入	226771	1. 外国政府贷款	
2. 非税收入	49220	2. 国际金融组织贷款	
(二) 转移支付和税收返还收入	191978	3. 国债转贷资金	4538
1. 一般性转移支付收入	24499	4. 农业综合开发借款	
2. 专项转移支付收入	101956	5. 解决地方金融风险专项借款	
3. 税收返还收入	65523	6. 国内金融机构借款	321032
(三) 国有土地使用权出让收入	741046	7. 债券融资	39500

其中：国有土地使用权出让金	468725	8. 粮食企业亏损挂账	
(四) 预算外财政专户收入	74359	9. 向单位、个人借款	
		10. 拖欠工资和工程款	
		11. 其他	205818
		(二) 担保债务余额	99006
		1. 政府担保的外国政府贷款	23246
		2. 政府担保的国内金融机构借款	
		3. 政府担保的国内金融机构借款	5760
		4. 政府担保的融资平台债券融资	70000
		5. 政府担保向单位、个人借款	
		6. 其他	
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	1283374	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	620391
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%	48.34%		

资料来源：扬州市财政局

公司作为扬州市基础设施和公益事业建设、投资和运营的主要实体，地方政府的财政实力在一定程度上决定着公司的竞争实力。总体来看，扬州经济持续快速增长、居民收入水平快速提升、地市基础设施和公用事业建设具有良好的发展前景。

7. 瘦西湖财力

2014年5月，根据扬编办[2014]24号文，瘦西湖管委会增设财政审计局，为管委会内设机构，管理区级各项财政收入、区级非税收入和财政专户，管理景区国有资产，根据预算安排确定财政税收收入计划等。根据市财政局统计的蜀冈-瘦西湖风景名胜区国库收入，2013年扩容后景区一般预算收入（全口径）4.00亿元，其中税收收入3.94亿元；一般预算收入（地方级）2.78亿元，其中税收收入2.72亿元。

五、基础素质及管理分析

1. 产权状况

公司为国有独资公司，扬州市瘦西湖风景区管理处持有公司100%股权，是公司唯一股东，实际控制人为瘦西湖管委会。

2. 政府支持

公司依据扬州市委、市政府建设旅游名城、

文化名城的战略要求，负责扬州蜀冈-瘦西湖风景名胜区内景观建设、旅游设施建设、文化旅游产业及相关配套服务的综合开发经营。近年来扬州市政府和瘦西湖管委会在增资、经营性业务注入、政策支持、项目资金拨付以及财政补贴等方面给予公司较大支持力度，为公司经营发展提供良好支撑。

股东增资

公司自成立以来，控股股东扬州市瘦西湖风景区管理处先后多次以注入货币、房屋以及土地资产的方式充实公司注册资本。2011年10月30日，根据扬州市人民政府扬府字【2011】430号批文，扬州市瘦西湖风景区管理处以货币出资8.00亿元方式对公司增加注册资本；2012年11月16日，根据扬州市政府扬府字【2012】465号批文，扬州市瘦西湖风景区管理处以货币出资5.00亿元方式对公司增加注册资本，目前上述增资款已经到位（苏润验[2012]B00053号验资报告），并于2012年12月12日完成工商变更手续，变更后公司注册资本为人民币20.00亿元。

经营性业务注入

根据瘦西湖管委会于2009年3月下发的《关于将瘦西湖风景区经营收入成本划归扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司的通知》，为加快瘦西湖风景区景观建设，自2009年起将瘦西湖风景区经营收入划归公司，相应支出由公司承担。2011~2013年，公司经营的瘦西湖风景区分

别实现收入 1.91 亿元、2.14 亿元和 2.42 亿元。

政策支持

根据扬州市政府《关于蜀冈-瘦西湖风景名胜区内税费和土地收益管理问题的复函》(扬府办复【2011】8号)文件,对蜀冈-瘦西湖风景区内的税费和土地出让金实行封闭运作管理,由扬州市财政局设立专项账户返还给瘦西湖管委会,作为景区内重大基础设施建设的财政投入。

根据扬州市人民政府 2013 年 1 月发布的扬府发【2013】20 号文《市政府关于蜀冈-瘦西湖风景名胜区代管区域扩容的通知》,政府同意将邗江区平山乡(不含朱塘、荷叶、石油山庄社区)划归景区代管;将邗江区城北乡(不含黄金、瓦窑村、竹西、安平社区)划归景区代管。将邗江区槐泗镇的槐二村(不含原唐沟村 6 个村民小组)、槐子树和槐泗社区划归平山乡代管(景区代管)。扩容后,瘦西湖景区面积已达到 29.6 平方公里。

2014 年 5 月,根据扬编办[2014]24 号文,瘦西湖管委会增设财政审计局,为管委会内设机构,管理区级各项财政收入、区级非税收入和财政专户;管理景区国有资产;根据预算安排,确定财政税收收入计划等。加之 2013 年初瘦西湖景区扩容后管委会管辖范围增加,管委会财政实力得到加强。

扬州市政府通过批准实行封闭运作管理以及设立独立财政为景区管委会提供有力的资金保障,由于公司为瘦西湖景区开发及经营主体,对公司经营业务的发展形成有力支撑;扬州市政府对景区的扩容直接扩大公司的区域经营范围,进一步提升公司区域优势和整体实力。

项目资金拨付

由于公司承担的基础设施建设项目投资规模较大,为加快蜀冈-瘦西湖风景区建设,支持公司经营发展,扬州市财政局和瘦西湖管委会于 2012 年与公司签订了《扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区建设项目委托代建协议书》,并就单个具体项目的相关内容签订《建设工程委托代

建合同》,并授予公司独家享有代建项目管理费的收益权。扬州市财政局和瘦西湖管委会支付公司投资、建设项目所发生的实际支出成本,并在总投资额的基础上支付 20%作为管理服务费(除瘦西湖新苑 1~4 期工程合同以年均投资收益率 7.4%计算工程的投资收益),作为公司经营收入,成本返还和管理服务费由扬州市财政局、瘦西湖管委会双方各承担 50%,并约定从项目建设竣工决算后进行支付,具体支付比例为:竣工结算之日起一年内支付至 30%、竣工结算之日起二年内支付至 65%、竣工结算之日起三年内支付至 100%。在实际运作中,扬州市财政局和瘦西湖管委会根据施工项目实际进展灵活地支付部分资金,以使公司持续、稳定、有效开展各项工程的建设工作。三方代建协议的签订使得资金回流来源扩大到扬州市财政局,资金回款保障性进一步增强。

2012~2013 年,公司分别收到管委会回购资金 5.04 亿元和 2.50 亿元,计入“销售商品、提供劳务收到的现金”,受财政回款安排影响,旅游施工业务的收入确认与实际回款存在一定的时间差异。

财政补贴

根据扬州市委《加快蜀冈-瘦西湖风景名胜区建设专题办公会议纪要》(【2006】17号)文件,扬州市财政局每年向公司拨付不少于 1600 万元的补贴用于贷款贴息。2012 年及以前年度公司将收到的贴息款直接冲减在建工程中的资本化利息,2013 年公司收到 3300 万元财政贴息款计入营业外收入。

整体而言,公司在经营发展过程中得到扬州市政府和瘦西湖管委会多方面的大力支持;由于公司承担基础设施建设任务较多,上述政府支持今后仍将得以继续,为公司可持续发展提供了有力保障。

3. 人员素质

2014 年 7 月,为顺利推进“政企分开”,加快国资企业改革步伐,根据扬瘦景[2014]号决

议，公司决定调整董事会人员，免去张福堂董事长职务，免去黄建灿、胡晓峰、张培居河边卫明董事职务，新委任徐顺美、李大冲、王玉蓉为公司董事会成员，其他董事会成员不变动。委任陆友宝同志为公司董事长、法定代表人，免去张培居同志、胡晓峰同志副总裁职务，新聘任郑建新同志为公司副总经理、徐东同志为总经理助理，其他副总经理不变动。变动后，截至 2014 年 9 月底，公司高级管理人员 5 名。其中总经理 1 人，由董事会聘任或者解聘，负责公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议；副总经理 3 人；财务部部长 1 人。公司高级管理人员均为大学以上学历。

陆友宝先生，现年 45 岁，本科学历，获高级经济师技术职称，曾任职扬州市汽车运输公司、扬州瘦西湖旅游发展集团财政处主任、扬州瘦西湖旅游发展集团副总经理，自 2014 年 7 月起担任公司董事长兼总经理。

公司副总经理郑建新先生，现年 46 岁，本科学历，获高级会计师技术职称，曾任职扬州食品制造总厂财务科、大扬印铁制罐有限公司中方财务代表、亲亲集团大和制罐有限公司财务经理、副总经理、扬州瘦西湖旅游发展集团财务科长、总经理助理，2014 年 7 月起担任公司副总经理。

截至 2014 年 9 月底，公司共有在编员工 88 人，从学历构成情况看，本科及以上学历的占 53.41%，大专学历占 39.78%，中专及高中以下学历的占 6.81%，公司员工文化素质普遍较高；从岗位设置来看，技术人员占 42.04%，财务人员占 9.10%，其他人员占 48.86%。

总体看，公司高层管理人员文化和专业水平高，有助于公司现有业务的经营。公司员工整体文化素质较高，岗位结构合理，能满足公司目前经营需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据《公司法》和《公司章程》，公司设立董事会、监事会和经理层，形成了决策、监督和执行相分离的管理体系。

公司董事会由 7 名董事组成，由出资人征得蜀冈-瘦西湖风景名胜区管委会国有资产监管同意后委派。董事会设董事长 1 人，由出资人从董事会成员中指定。董事会行使决定公司的经营计划和投资方案、内部管理机构设置、制定基本管理制度等职权。

公司监事会由 5 名监事组成，监事会设主席 1 名，由监事选举产生；职工监事 2 人，由职代会选举产生，监事 2 人，由出资人委派。监事会行使检查公司的财务，对董事、高级管理人员履行职务时的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或董事会决议的董事、高级管理人员提出罢免建议，向董事会提出建议或提案等职权。

总体来看，目前公司已形成较为完善的法人治理结构，能够满足日常经营管理的需要。

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、设备管理、物资采购管理、合同管理、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。

行政管理方面，公司制订和完善了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》、《扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司印章使用管理办法》、《扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司部门工作职责》等内部规章制度，以保证公司规范运作。

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》和其它法律法规等规定，结合实际情况制订了《财务部人员岗位职责》、《财务审批制度》等制度，明确财务

部门的职能、财务部门各岗位职责以及财务日常工作管理制度，着重规范了财务审批、现金管理办法，并制订了相关的处罚办法

财务审计方面，为加强公司内部风险控制，确保国有资产的安全完整，公司制订了《审计管理办法》。公司审计法务部在董事会的授权下，根据审计项目的具体情况，组织专业人员成立审计工作组，组织和负责公司的审计事项，行使审计监督权，对公司董事会负责和报告。

物资采购管理方面，为规范物资采购管理，加强内部控制，公司制订《物资采购管理办法》，明确规定了经营所需的设备、材料、低值易耗品以及固定资产购置的采购要求、采购行式、采购程序等。合同管理方面，公司制订《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。计划财务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工作部，协作部门为审计部、工程建设部等部门。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。由综合工作部负责招标公告、资格预审文件、招投标文件等的编制并报招投标工作管理领导小组审核组织开标、评标、定标等工作。

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

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

七、经营分析

1. 经营现状

公司是蜀岗-瘦西湖风景名胜区内景观建设、旅游设施建设、文化旅游产业及相关配套服务综合经营开发的主体。2011~2013年，在蜀岗-瘦西湖风景名胜区综合开发进程加快背景下，公司各业务板块经营状况整体良好，2011~2013年公司分别实现营业收入10.92亿元、8.31亿元和13.89亿元。2012年公司实现主营业务收入8.26亿元，同比下降23.98%，随着往期建设项目的完工及园区基础设施达到进一步完善，公司旅游工程施工业务有所下降，但同时新增房地产开发业务，主要为商品房项目；2013年公司实现主营业务收入12.53亿元，同比增长51.56%，全部业务板块收入规模同比均有不同程度的增长。从收入构成来看，2013年公司旅游工程施工业务和房地产开发对收入的贡献均有上升，分别占主营业务收入26.49%和28.34%，房地产业务发展较为迅速。旅游经营、古典园林施工业务对主营业务收入的贡献则有所下降，分别占比19.52%和25.37%，园林设计对主营业务收入贡献始终保持较低水平。

表4 2011~2014年1~9月公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2011年			2012年			2013年			2014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	74471.35	68.52	27.34	17216.45	20.84	15.60	33189.18	26.49	16.65	40624.89	47.86	15.32
旅游经营	19546.23	17.99	15.99	22001.41	26.63	32.40	24459.18	19.52	26.33	18928.92	22.30	20.35

古典园林施工	14530.62	13.37	7.73	27536.11	33.33	10.88	31793.41	25.37	8.10	22304.71	26.28	9.39
园林设计	131.30	0.12	75.55	251.64	0.30	56.27	347.86	0.28	56.73	496.51	0.58	0.35
房地产开发				15616.39	18.90	59.93	35508.31	28.34	8.81	2531.37	2.98	43.28
合计	108679.50	100.00	22.74	82621.99	100.00	27.00	125297.93	100.00	14.26	84886.40	100.00	15.63

资料来源：公司提供

从毛利率来看，旅游工程施工业务毛利率波动较大，2012 年该板块毛利率下滑 11.74 个百分点至 15.60%，主要是由于大多数毛利率较高的项目已于 2011 年完工并确认收入所致；由于 2012 年旅游业整体向好，加之 2012 年 10 月开始瘦西湖景区门票价格由 60 元调至 120 元，2012 年公司旅游经营板块毛利率提升至 32.40%，同比增加 16.41 个百分点，但 2013 年由于景区维修导致毛利率有所下降；2012 年公司新增房地产开发项目，但项目结转前确认的成本较少，当年账面毛利率达到 59.93%，提升了整体毛利率水平，2013 年由于成本集中确认，毛利率大幅下降至 8.81%；公司古典园林施工毛利率相对较稳定，但 2013 年也出现轻微下滑，为 8.10%。2012 年公司主营业务毛利率达 27.00%，同比上升 4.26 个百分点，主要是由于新增房地产开发业务的毛利率较高以及旅游经营和古典园林施工业务毛利率同比上升带动；2013 年受房地产业务板块毛利率大幅下降以及旅游景区维修影响，主营业务综合毛利率较 2012 年大幅下降，为 14.26%，同比减少 12.75 个百分点。

2014 年 1~9 月公司实现主营业务收入 8.49 亿元，占 2013 年全年的 67.75%，主要是由于房地产开发实现收入较低所致。毛利率方面，旅游工程施工、旅游经营和古典园林施工业务板块毛利率水平较 2013 年变化不大，而园林设计毛利率大幅下降主要是由于人工成本上升和尚未年度结算所致；由于公司房地产开发按照销售进度确认收入，而成本基本上是在工程完工决算后才能确定，确认收入时预估成本，导致其毛利率波动较大，2014 年前三季度毛利率为 43.28%；公司综合毛利率 15.63%，较 2013 年水平略有回升。

2. 旅游工程施工

公司作为扬州市蜀冈-瘦西湖景区旅游资源的开发主体，根据扬州市政府和景区管委会的科学规划和指导，对蜀冈-瘦西湖景区范围内的景观工程、旅游配套设施、市政基础设施及公共配套设施进行开发建设。

2011~2013 年，公司旅游工程施工业务收入波动下降，主要受施工进度影响，2012 年该板块实现收入 1.72 亿元；2013 年，公司旅游工程施工业务收入大幅增长，主要是扩容后景区内新增了一些道路基础设施建设项目，当年结算项目较多，2013 年该板块实现收入 3.32 亿元。该板块毛利率有所波动主要是由于瘦西湖新苑安置房项目的投资收益率水平与其他代建项目不同，各年完成上述两类项目的比重不同导致；由于旅游工程施工基本上为瘦西湖管委会的代建项目，毛利率变化范围不大。2014 年 1~9 月，公司旅游工程施工板块确认收入 4.06 亿元，毛利率为 15.32%。

2011 年及以前，公司旅游工程施工业务主要是以“委托代建”的形式接受瘦西湖管委会的委托，对蜀冈-瘦西湖景区范围内的景观工程、旅游配套设施、市政基础设施及公共配套设施进行开发建设。2012 年公司与扬州市财政局、瘦西湖管委会签订《扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区分区建设项目委托代建协议书》，委托公司对蜀冈-瘦西湖风景名胜区基础设施项目进行投资、融资和施工建设，按规定使用项目建设用地，并授予公司独家享有代建项目管理费的收益权。在上述协议框架下，瘦西湖管委会和公司就单个具体项目的相关内容签订《建设工程委托代建合同》，并授予公司独家享有代建项目管理费的收益权。扬州市财政局（财政局应支付的委托代建款划拨至瘦西湖管委会，并由

其代为支付)和瘦西湖管委会支付公司投资、建设项目所发生的实际支出成本,并在总投资额的基础上支付20%作为管理服务费(除瘦西湖新苑1~4期工程合同以年均投资收益率7.4%计算工程的投资收益),作为公司经营收入,成本返还和管理服务费由扬州市财政局、瘦西湖管委会双方各承担50%,并约定从项目建设竣工决算后进行支付,具体支付比例为:竣工结算之日起一年内支付至30%、竣工结算之日起二年内支付至65%、竣工结算之日起三年内支付至100%。在实际运作中,扬州市财政局和瘦西湖管委会根据施工项目实际进展灵活地支付部分资金,以使公司持续、稳定、有效开展各项工程的建设工作。

根据扬州市财政局出具的《关于划拨扬州市蜀冈—瘦西湖风景名胜区建设项目委托代建款项的说明》,2012年至2013年市财政局应支付公司的委托代建款已划至景区管委会,并由其代为支付,今后该协议项下的所有应支付公司的相关款项均划拨至扬州市蜀冈—瘦西湖风景名胜区内管理委员会由其代为支付。

会计处理方面,代建项目的工程建设成本列入“存货-工程施工”核算;公司按期以完工百分比法为原则,以建设工程的完工进度结合工程款支付情况为依据确认工程建设收入,计提缴纳各项税金,同时预结转相应的工程成本;

当整个项目建成并审计完毕后,按工程审定金额,与景区管委会已支付金额差额部分形成对景区管委会的应收款项,在资产负债表上归入“应收账款”项目。

2011~2013年,公司与景区管委会签订的各期合计代建项目合同概算分别为2.98亿元、5.85亿元和7.90亿元(此为项目合同投资概算,项目实际完成投资需在工程竣工并进行项目竣工审计后得以确定);当年实际完成投资分别为6.21亿元、3.39亿元和2.07亿元;当年实际回收款项分别为0元、5.04亿元和5.50亿元(含3亿元财政借款)。公司各年实际投资额与实际收到回款之间的差异主要是受代建协议的回款时间安排影响;整体上看,政府回款执行情况较好。

从2006年开始涉及旅游工程业务以来,公司合计实施了28个代建工程项目,其中已竣工的项目有25个。已完工的主要项目包括:傍花村—长春路绿化、扬菱路景观提升工程、扬服地块、唐子城综合保护、宋夹城考古遗址公园、宋夹城湿地公园、公交首末站—扬州殡仪馆搬迁、世界动物之窗、万花园一期、万花园二期、瘦西湖新苑安置房一、二期等。截至2014年9月底,公司主要在建项目有工人疗养院、瘦西湖新苑安置房四期和双峰云栈项目等,已完成投资4.56亿元,未来仍需投资10.07亿元。

表5 截至2014年9月底公司主要在建代建项目情况表

(单位:万元)

项目名称	预算总额	实际已投资 (包括贷款和自有资金)	资金来源		预计竣工时间
			自有资金	银行贷款	
工人疗养院	12378.00	10507.92	3700.00	8678.00	2014.12
瘦西湖新苑安置房四期	79000.00	34961.78	23700.00	55300.00	2018.12
双峰云栈	55000.00	162.33	16500.00	38500.00	2017.12
合计	146378.00	45632.03	43900.00	102478.00	-

资料来源:公司提供

截至2013年底,公司尚未完成回购代建项目金额24.24亿元,未收回金额的回收期约为7年,预计平均每年3亿左右;2014至2018年,公司旅游工程施工业务预计可回笼资金15.36亿元。其中,公司已竣工时间较长且未完成决算审计的项目主要有世界动物之窗、宋夹城湿

地公园和宋夹城遗址公园等项目,未决算原因主要为:①宋夹城湿地公园由江苏立信会计师事务所进行决算审计,因施工单位-扬州市绿化工程队负责人离任,导致施工工作量审定缓慢;②世界动物之窗和宋夹城遗址公园分别由江苏金永利建设投资管理咨询有限公司和扬州中鑫

建设咨询管理有限公司进行决算审计，其中涉及一两家施工单位的审核进程缓慢，导致最终审核价暂不能出具；③应政府相关部门的要求对瘦西湖景区拆迁工作要进行全面审计，而公司涉及项目崔志远纪念馆、扬服地块、柴油机房 8、9 号地块拆迁、科技教育综合馆等须根据此审计报告核定成本，故暂没有进行决算审计；④其他竣工于 2011 年的建设工程大多因使用中发现有须完善提升之处，不断有小规模的提升工程进行，造成决算工作无法迅速完成。公司上述项目已尽快落实决算审计，同时根据《关于扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司代建项目回款安排情况的说明》，扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区管委会对公司代建项目的回款安排作出了明确的说明，承诺将严格按照相关合同及约定履行付款责任，及时足额支付款项。联合资信会持续关注代建项目的回款情况。

总体上看，公司与扬州市财政局及瘦西湖管委会财政局签订了三方代建协议，资金回流来源扩大到扬州市财政局，资金回款保障性进一步增强。此外，虽然截至 2014 年 9 月底，公司应收账款中应收景区管委会的工程款和管理服务费 6.89 亿元，规模相对较小，但若代建项目无法在竣工后较快完成审计决算以及进行相应支付，公司的垫支可能使其面临资金短缺的局面，影响其正常经营活动。

3. 旅游经营

公司负责建设运营的蜀冈—瘦西湖风景区位于扬州市北郊，现有游览区面积 100 公顷左右，公司在区域内处于相对垄断的经营地位。其中瘦西湖景区被誉为中国湖上园林的代表，1988 年被国务院列为“具有重要历史文化遗产和扬州园林特色的国家重点名胜区”；2010 年被授予中国旅游界含金量最高荣誉——5A 级景区。

2011~2013 年，受益于景区接待人数快速提升、新建成景区投入运营以及门票价格的上升，公司旅游经营业务收入实现较快增长，年

均复合增长 11.86%；毛利率波动上升，主要是受景区票价上涨和园区维修影响所致，近三年毛利率分别为 15.99%、32.40% 和 26.33%。由于公司对景区建设的持续投入，扬州瘦西湖景区规模不断扩大；为弥补景区建设的前期投入，根据扬州市物价局《关于调整瘦西湖景区门票价格的通知》（扬价服【2012】99 号），自 2012 年 10 月 10 日起，瘦西湖公园门票计价淡季由 60 元调至 120 元，旺季由 90 元调至 150 元；门票的调整对 2012 年及 2013 年该板块盈利能力的提升作出较大贡献，2012 年和 2013 年毛利率分别较 2011 年毛利率水平上升 16.41 和 10.34 个百分点。2013 年，公司旅游经营板块收入 2.45 亿元，毛利率 26.33%，较 2012 年下滑 6.07 个百分点，主要系当年园区维修等成本增加所致。

根据不同的景观特征，蜀冈-瘦西湖风景名胜区分分为瘦西湖风景区、蜀冈风景区、唐子城风景区、笔架山风景区、绿杨村风景区。瘦西湖风景区巧妙地利用河流、丘壑自然风貌，亭廊楼阁依势而筑，傍水而建，形成集锦式的“湖上古典园林”群落。史有著名二十四景，现存卷石洞天、西园曲水、长堤春柳、徐园、小金山、莲花桥、白塔、二十四桥、静香书屋等，是全国“湖上园林”的杰出代表。蜀冈风景区由东峰、中峰、西峰组成，东峰、中峰以宗教文化著称，千年古刹大明寺、观音禅寺香烟缭绕，平山堂、谷林堂、欧阳祠、鉴真纪念堂令人凭风怀古，西峰自然风光秀丽，生态环境优良。唐子城风景区以唐古城文化著称，唐代城池清晰可辨，现有古城墙、古护城河、唐西华门、唐南华门、下马桥、唐十字街遗址、隋宫、铁佛寺等著名历史遗存。笔架山风景区植被丰富，山色葱翠，更有茶园、古树名木、花木盆景等植物点缀其间；区内还有充裕的可用于理疗及沐浴的优质温泉水资源，宋夹城护城河为湿地造景、水上游览提供了有利条件。绿杨村风景区与老城区毗邻，内有史公祠、梅花岭、天宁寺、重宁寺、御码头、冶春、绿杨村等众多的文物古迹和风景园林，并有较为齐全的旅

游服务设施，形成城市与风景园林相互因借、融为一体的完美格局。

表 6 2011 年~2014 年 1~9 月瘦西湖风景区经营数据

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
进入景区人数（万人次）	429	365	280	337
营业收入（万元）	19282.00	21572.59	24222.00	18162.20
其中：门票收入（万元）	12725.75	14510.67	17304.00	15076.23
门票价格（瘦西湖公园）	淡季 60 元、旺季 90 元	10 月 10 日起淡季 120 元、旺季 150 元	淡季 120 元、旺季 150 元	淡季 120 元、旺季 150 元

资料来源：公司提供

注：1. 上述数据为瘦西湖公园、宋夹城考古遗址公园以及世界动物之窗合计数；除上述瘦西湖风景区的相关收入外，公司下属子公司扬州古城文化旅游发展有限公司的租金、商品收入亦纳入在旅游经营范围内，但金额较小；宋夹城考古遗址公园和世界动物之窗景区于 2013 年 3 月 11 日起门票免费；
2. 旺季一般为 3 月至 6 月、9 月至 11 月，其余为淡季；
3. 进入景区人数中包含持年票入园的扬州市民，年票价格为 100 元/人。

公司目前旅游经营业务板块的主要收入来自瘦西湖景区范围内三个收费景点的门票、游船及纪念品销售收入；2013 年实现收入 2.45 亿元，其中门票收入 1.73 亿元，占旅游业务收入的 70.75%。2011~2013 年，瘦西湖风景区（含宋夹城遗址公园和世界动物之窗）接待游客数量不断下降，分别为 429 万人次、365 万人次和 280 万人次，主要是由于门票价格提升、团队游客减少以及受政府抑制“三公消费”政策影响所致。2014 年 1~9 月，瘦西湖风景区接待游客 337 万人次，大于 2013 年全年的总入园人次，但收入规模和利润率低于 2013 年水平，主要是由于公司针对华东地区推出精品线路旅游促销优惠，折扣力度较大，故游客量增长，但并未带来收入的同步增长。

4. 古典园林施工

公司古典园林施工业务由下属子公司扬州古典园林建设有限公司（以下简称“扬州古建”，公司持股比例为 56%）经营。扬州古建是集建筑施工、古建修缮、园林景观绿化施工、设计于一体的专业化建筑企业。目前扬州古建拥有园林古建筑专业承包二级资质、文物保护二级资质、城市园林绿化施工二级资质、建筑装饰装修工程专业承包三级资质；拥有各类专业技术人员四十余人。

扬州古建通过招投标方式揽接工程项目，一般采用包工包料的形式进行经营施工。对于应收工程款，公司的结算方式一般为：工程完工收取合同价款的 30%，一年后收取合同价款的 30%，两年后收合同价款的 30%，三年后收审定价款的 10%。实际操作中，工程发包方根据施工进度适当支付部分预付款项，以保证施工正常推进。

2011~2013 年，受益于承接工程量不断上升，三年共完成施工项目 30 个，公司古典园林施工业务收入保持稳定增长趋势，年均复合增长 47.92%；2013 年为 3.18 亿元，同比增长 15.46%。由于该板块的业务合同以包工包料形式签订，毛利率水平易受原材料、人工等营业成本影响而波动，故近年来该板块毛利率水平有所波动，2011~2013 年分别为 7.73%、10.88% 和 8.10%。

截至 2013 年底，扬州古建完成的中国境内主要项目有：北京世界公园中国园“清音境”、北京平谷公园、甘肃酒泉公园主要景点、盐城新四军军部纪念馆、无锡东林书院、泰州梅兰芳纪念园、扬州“二十四桥景区”建设、扬州市古运河风光带、万花园景区建设、宋夹城湿地公园、瘦西湖趣园景区建设、扬州世界动物之窗建设等工程；完成的境外工程主要有：1989 年在美国首都华盛顿建造中国式园林

“翠园”、“峰园”；1989年12月在加拿大多伦多兴建“中国城”仿古建筑群；1993年代表中国参加在德国举行的国际园林博览会，设计与现场建造的“中国园”并获得国际金奖；1999年设计建造了德国曼海姆“多景园”仿古建筑工程，该工程是目前中国对外输出的面积最大的园林古建筑工程项目；2001年承接了德国科隆布吕尔“幻想国”项目，2006年8月承接了泰国世界园艺博览会“中国唐园”项目。

截至2014年9月底，扬州古建在手合同共5个，合同金额共3635.02万元；已完工但尚未收回全部工程款的项目13个，合同金额共10963.65万元，已收到工程款3614.84万元。

5. 园林设计

公司园林设计业务主要由下属子公司扬州园林设计院有限公司（以下简称“扬州园林设计”，公司持股比例100%）经营。2013年公司园林设计业务实现收入347.86万元，毛利率为56.73%。

目前扬州园林设计拥有各类专业技术人员二十余人，专业从事园林、风景名胜、城市绿地系统规划和城市环境景观设计；古典建筑修复和仿古建筑设计；居住区绿化环境设计；城市历史街区的保护与整合设计；旅游度假区规划；公园、庭院设计；城镇广场设计；道路绿化规划与设计；城市滨河绿地设计等各项设计业务。

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

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

6. 房地产开发

为了有效利用资金和土地资源，公司将瘦西湖新苑三期中部分楼盘转变为商品房销售（瘦西湖·名苑项目）；2011年11月21日，扬州市发改委下达关于该项目开发核准决定书的通知，并于2012年实现房地产业务销售。项目用地分为A、B两地块，建筑密度分别为20%、22%，容积率分别为2.91、2.19，绿地率分别为5.1%、4.5%，规划总用地面积20869平方米，其中：A地块15403平方米，B地块5466平方米。

其中A区块总建筑面积51186平方米（计容建筑面积44809平方米），主要建设：小高层住宅楼7幢，建筑面积44809平方米（含按规定折算后的阁楼、阳台建筑面积）；住宅楼半地下车库建筑面积3891平方米；地下人防工程建筑面积2486平方米。B区块总建筑面积13252平方米（计容建筑面积12047平方米），主要建设：小高层住宅楼2幢，建筑面积11890平方米（含按规定折算后的阁楼、阳台建筑面积）；配电房建筑面积114平方米；泵房建筑面积43平方米；住宅楼底层车库建筑面积1205平方米。

截至2012年底时，项目已全部竣工并取得预售权，当年完成销售面积1.73万平方米，实现销售收入1.56亿元；2013年该项目完成销售面积1.15万平方米，实现销售收入0.93亿元。此外，瘦西湖休闲文化广场部分商铺对外销售，截至2013年底该部分已基本销售完毕，实现收入2.62亿元。2014年1~9月，公司实现房地产销售收入2531.37万元。

由于公司按照销售进度确认收入，而成本基本上是在工程完工决算后确认，造成2012年和2013年房地产板块毛利率波动较大，分别为59.93%和8.81%。

表 7 公司房地产销售情况 (单位: 平方米、万元)

项目名称	项目类别	地理位置	占地面积	规划建筑面积	2013 年单年销售收入	截至 2014 年 9 月底销售总额	截至 2014 年 9 月底销售进度
瘦西湖休闲文化广场	商业	扬州	48400	52954	9332.05	26176.26	100%
瘦西湖新苑三期 A、B 地块	住宅、商业	扬州	20869	64438	26176.26	27568.69	78%
合计			69269	117392	35508.31	53744.95	

资料来源: 公司提供

注: 瘦西湖新苑一、二期、四期为保障房, 属于代建项目; 瘦西湖新苑三期中瘦西湖·名苑项目为公司开发的商品房项目, 其余部分为保障房项目。

公司未来 2~3 年拟开发新苑广场和瘦西湖沿路商业住宅, 其中前者靠近瘦西湖风景区及竹西公园, 具有良好的景观资源, 主要定位为社区配套商业区, 已完成土地储备 1.77 万平方米, 总建筑面积 2.04 万平方米, 容积率 1.15, 预计总投资 6180 万元; 后者位于瘦西湖路东侧, 占地面积约为 12.4 万平方米, 建筑面积约为 16 万平方米, 主要建设商业住宅, 以商业用房为主, 该项目尚处于规划研究阶段, 目标地块尚未完成挂牌转让。

7. 经营效率

2011~2013 年, 公司经营效率随收入规模的变动呈波动上升的趋势。近三年销售债权周转次数加权平均值 1.50 次, 2013 年为 1.87 次; 存货周转次数近三年加权平均值 0.44 次, 2013 年为 0.52 次, 由于公司将大量未结算的施工项目计入该项, 导致存货周转次数始终保持较低水平; 近三年公司总资产周转次数加权平均值 0.11 次, 2013 年为 0.12 次。总体看, 公司受其经营性质及模式影响, 公司经营效率偏低。

8. 未来发展

未来公司计划投资项目分为目前在建项目的后续投资和拟建项目, 均属于公司自建项目。仍需建设投资的主要在建项目是柏联精品酒店、万花园花艺会所项目, 预算总投资分别为 17 亿元和 3.5 亿元, 截至 2014 年 9 月底共完成投资 0.47 亿元, 后续资金还需要投入约 20 亿元。

目前, 公司拟建项目主要为笔架山地块综合整治和万芳园地热开发利用, 概算总投资分别为 7.95 亿元和 4.00 亿元, 预计将在未来 3~5 年建设完成。

此外, 公司还有 3 个瘦西湖管委会委托的代建项目 (工人疗养院、瘦西湖新苑安置房四期和双峰云栈), 预计尚需投资约 10 亿元。总体来看, 公司未来几年的建设资金需求较大, 存在一定资金压力。

未来公司将按照集团化、市场化、产业化发展思路, 全面加大文化演艺、品牌管理输出、旅游电子商务三大平台建设力度, 大力发展休闲度假、电子商务、旅游地产、文化文艺等新型业态, 不断延伸旅游增值服务, 打造全新客源市场, 实现更大市场突破。具体包括:

丰富游览内容

重点对万花园、宋夹城考古遗址公园、世界动物之窗等新建项目进行全方位的市场营销提升, 丰富游览内容, 引进综艺演出, 举办特色活动, 制造旅游亮点。“十二五”期间, 重点建设蜀冈—瘦西湖风景名胜子景区——唐子城, 该项目建成后, 将形成以经营性、参与性、休闲性、体验性为主要特性的又一个地标性旅游目的地。

提升消费功能

形成全面链接“吃、住、行、游、购、娱”的现代旅游休闲产业, 构建“文化+旅游+商贸”的多元化、产业化发展格局: 计划将沿相别路、宋夹城河、长春路区域形成集温泉度假、商务旅游、康体疗养为一体的多产品类型、多消费层次的产业集群; 突出打造四大休闲街区, 重

点推进瘦西湖文化休闲广场建设,引进知名连锁性餐吧、茶吧,满足游客餐饮、休憩等基本需求;打造长春路文化休闲旅游街区,改造西沿线建筑,建设花艺坊,建成具有扬州古韵,精致、典雅,集观光、购物、休闲、体验为一体的特色街区,留住游客、延伸消费;加快友谊广场招商,建成旅游商品集散中心;启动建设园林式、观光型花鸟鱼宠市场。

打造文化卖点

推进瘦西湖演艺、宋夹城演艺等节目打造,加大万花会等节庆活动组织力度,使之成为知名品牌活动。

综合来看,作为蜀冈-瘦西湖风景区的综合开发和经营主体,近年来在旅游工程施工和旅游业务带动下,公司经营状况良好。目前随着房地产项目的开发,公司主营业务结构发生一定变化,投资运营面临一定不确定性。未来,随着完工的代建项目返还款逐步到位以及旅游经营业务的持续快速发展,公司经营发展情景良好。但考虑到公司拟建项目投资规模大,预计公司未来对外筹资压力较大。

八、经营分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 年度三年连审财务报表经中兴华会计师事务所有限责任公司审计,并出具了标准无保留审计意见,2014 年一季度财务数据未经审计。公司 2012 年纳入合并范围的子公司增加 3 家,分别为在香港设立的子公司瘦西湖旅游控股有限公司(注册资本 600 万美元)、孙公司扬州九龙湖旅游发展有限公司(注册资本 2000 万美元)、孙公司扬州宜雨轩拍卖有限公司(注册资本 100 万元);2013 年纳入合并范围的子公司增加 2 家,分别为在扬州投资设立的全资子公司扬州瘦西湖旅游资产管理有限公司(注册资本 15000 万元)和扬州运河名城旅游发展有限公司(注册资本 1000 万元),合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2013 年底,公司(合并)资产总额

为 126.67 亿元,所有者权益合计 53.57 亿元(含少数股东权益 0.14 亿元);2013 年公司实现营业收入 13.89 亿元,利润总额 2.09 亿元。

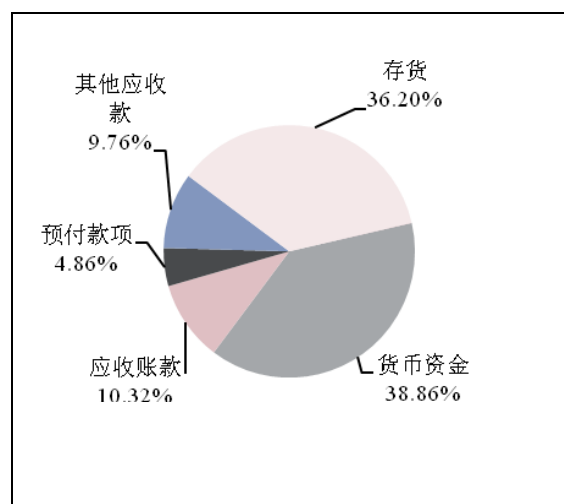
截至 2014 年 9 月底,公司(合并)资产总额为 156.15 亿元,所有者权益合计 55.14 亿元(含少数股东权益 0.16 亿元);2014 年 1~9 月公司实现营业收入 8.63 亿元,利润总额 0.76 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年,公司资产年均增长 14.62%,其中流动资产年均增长 13.98%,货币资金及其他应收款增长幅度较大;得益于投资性房地产、固定资产及在建工程的增长带动,非流动资产年均增长 15.20%。截至 2013 年底,公司资产(合并)总计 126.67 亿元,其中非流动资产占 52.36%,流动资产合计占 47.64%。公司资产构成以非流动资产为主。

截至 2013 年底,公司流动资产合计 60.35 亿元,同比增长 24.70%,主要是由于 2013 年公司加大筹资力度账面存留货币资金大幅增长。流动资产构成以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。

图 3 截至 2013 年底公司流动资产构成



来源: 公司审计报告

2011~2013 年,公司货币资金年均增长 76.35%,截至 2013 年底,公司货币资金 23.45 亿元,同比大幅增加 104.20%,主要系公司当年取得借款较多。货币资金构成以银行存款为

主，占 94.23%。截至 2013 年底，公司货币资金中存在使用权受到限制的资金共 10.42 亿元，为银行承兑汇票保证金 10.29 亿元及质押贷款保证金 0.13 亿元。

2011~2013 年，公司应收账款规模波动下降，年均下降 12.85%，截至 2013 年底，公司应收账款余额 6.23 亿元，较 2012 年底减少 26.64%，绝大部分款项的欠款方为扬州市蜀冈-瘦西湖风景区名胜区管委会（4.93 亿元）。从账龄来看，1 年以内款项占比 98.71%，账龄结构较好，且欠款人为政府机关，应收账款风险较小。

2011~2013 年，预付款项波动下降，截至 2013 年底，公司预付款项 2.93 亿元，和上年变动不大，其中一年以内款项占比 53.65%，1~3 年款项占比 29.88%，3 年以上款项占比 16.47%。截至 2013 年底，预付账款欠款单位主要为扬州市经济适用房住房发展中心、扬州广源集团有限公司、扬州扬建集团有限公司、扬州市维扬区人民政府瘦西湖街道办事处等。

2011~2013 年，公司其他应收款增幅较大，年均增长 52.20%，2013 年底其他应收款余额 5.94 亿元，其中 1 年以内款项占比 70.48%，1~3 年款项占比 29.51%，3 年以上款项占比 0.01%；主要应收方为扬州瘦西湖风景区管理处，回收风险较小。截至 2013 年底，公司共对其他应收款计提坏账准备 495.56 万元。

表 8 截至 2013 年底公司其他应收款前五名

(单位: 万元)

欠款单位	金额	占比
扬州市瘦西湖风景区管理处	23748.47	40.32%
蜀冈-瘦西湖风景名胜管理委员	15000.00	25.47%
扬州迎宾馆有限责任公司	7000.00	11.89%
扬州瘦西湖天沐温泉实业有限公司	5120.00	8.69%
扬州市建筑安装管理局	296.27	0.50%
合计	51164.74	86.87%

资料来源: 公司提供

2011~2013 年，公司存货呈现波动下降，主要为旅游工程施工（未结算的施工项目），截至 2013 年底为 21.84 亿元，较 2012 年底增

长 4.40%；其中，旅游工程施工占 69.46%，库存商品占 30.48%（瘦西湖名苑商品房项目）。整体看，公司存货风险较小，但其变现性受政府结算时间影响，流动性一般。

2011~2013 年，公司投资性房地产波动中有所增长 3.90%，2012 年底投资性房地产同比增长 13.28%，主要为公司购入土地使用权并以评估价值入账所致，增值部分相应计入资本公积。公司投资性房地产构成全部为土地使用权，经由江苏富华资产评估有限公司进行评估（苏富评报字[2014]第 17 号），公司评估土地总面积为 966900.19 平方米，截至 2013 年底，账面价值为 51.91 亿元，同比下降 4.70%，主要是由于公司将一块土地转为自用所致（转入固定资产），相应地将该块土地对应的初始评估增值由资本公积转入当期损益（利润表中的其他业务体现）。截至 2013 年底，公司投资性房地产中累计确认公允价值变动合计 31.20 亿元（主要为 2011 年度评估增值所致）。公司投资性房地产主要集中在瘦西湖风景区周边的商业区域，用途多数为商业用地，整体质量良好；但同时，由于投资性房地产中全部土地使用权已用于借款抵押，其融资受到一定限制。

2011~2013 年，随着公司对在建工程建设的不投入，公司在建工程年均增长 130.39%，2012 年在建工程同比增幅较大，主要来自新开工的傍花村一期及二期项目的投资增加；截至 2013 年底，公司在建工程 8.68 亿元，较 2012 年底增长 42.00%，主要来自新开工的傍花村温泉度假村项目，年末在建工程中主要包括傍花村温泉度假村项目及笔架山温泉项目。

表 9 截至 2013 年底公司主要在建工程

(单位: 万元)

项目	2013 年底余额
傍花村温泉度假村项目	21664.95
笔架山温泉	18251.82
傍花村一期	17015.79
度假村地块拆迁	13864.00
傍花村二期	11270.45

资料来源: 审计报告

2013 年，公司根据景区管委会的批复将原代建的文化休闲广场项目转为自留项目处置，其中部分对外销售，未销售部分转为自有房产，故截至 2013 年底公司固定资产账面价值较 2012 年底大幅上升至 5.30 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 156.15 亿元，较 2013 年底增长 23.27%，流动资产比重为 51.48%，较 2013 年有所提高。流动资产方面，公司货币资金较 2013 年底大幅增加 13.81 亿元，主要来自于其他货币资金和银行存款的增长，其中其他货币资金 19.42 亿元，主要为公司办理银行承兑汇票和保理业务的保证金；公司预付款项 5.58 亿元，较 2013 年增加 2.65 亿元，主要是预付瘦西湖街道办事处、梅岭街道和扬州市经济适用房发展中心等相关单位拆迁安置款；公司其他应收款较 2013 年底增长 25.84%，2014 年 9 月底达到 7.41 亿元，主要是应收扬州市蜀岗-瘦西湖风景名胜区政府管理处和中信泰富瘦西湖房地产扬州有限公司往来款项。非流动资产方面，公司固定资产账面价值下降至 0.24 亿元，较 2013 年底减少 5.06 亿元，降幅较大，主要是由于公司本部将自持的文化休闲广场项目处置给公司全资子公司扬州瘦西湖旅游资产管理有限公司（以下简称“旅游资管公司”），旅游资管公司将该项目资产计入投资性房地产科目，并导致 2014 年 9 月底投资性房地产有所上升；在建工程 15.27 亿元，较 2013 年底增长 75.94%，系对原有在建工程的持续投入。

总体看，公司流动资产中货币资金、存货及往来款占比较大，货币资金中受限资金较多，存货及往来款风险较小，但存货的变现性受政府结算时间影响；非流动资产中投资性房地产占比大，且全部土地使用权用于借款抵押。公司整体资产质量一般，流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益有所增长，年均增长 9.04%，主要由实收资本、资本公积及未分配利润构成。2011 及 2012 年，公司股

东方扬州市瘦西湖风景区管理处分别向公司增资 8.00 亿元及 5.00 亿元，截至 2013 年底公司实收资本增加至 20.00 亿元；公司资本公积始终保持较大规模，主要系投资性房地产增值计入该项，2013 年底资本公积 22.01 亿元，同比减少 0.34 亿元，主要是由于当年处置投资性房地产中的土地使用权，相应的初始确认形成的资本公积减少所致；公司未分配利润随着公司经营积累不断增长，2013 年底为 10.29 亿元。从构成来看，截至 2013 年底，归属于母公司所有者权益 53.43 亿元，以实收资本和资本公积为主，分别占全部所有者权益的 37.33% 和 41.09%，未分配利润占 19.21%，盈余公积（占 2.12%）占比较低。公司所有者权益中实收资本和资本公积占比大，稳定性较好。

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益合计 55.14 亿元，较 2013 年底略有增长，主要是未分配利润和资本公积（投资性房地产公允价值变动）的增长所致。所有者权益构成与期初相比变化不大，仍以实收资本和资本公积为主。

负债

2011~2013 年，随着公司投资建设规模的持续上升，公司对外融资规模扩张，公司负债规模持续较快增长，公司负债年均增长 19.30%；2013 年公司负债合计为 73.10 亿元，同比增长 28.11%。随着流动负债的较快增长（年均复合增长 39.80%），流动负债规模于 2013 年底超过非流动负债规模，流动负债占比提升至 51.58%，非流动负债占比 48.42%。

截至 2013 年底，公司流动负债 37.71 亿元，同比增长 56.88%，主要来源于 2013 年短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债大幅增长，截至 2013 年底上述科目占流动负债的比重分别为 31.02%、27.29%和 15.94%。

2011~2013 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 149.75%，截至 2013 年底公司短期借款余额 11.49 亿元，同比增长 183.91%，其中大部分为抵押借款，抵押物为土地使用权、存款收益权等。

2011~2013 年，公司应付票据年均增长 21.24%，截至 2013 年底，公司应付票据 10.29 亿元，同比增长 29.92%，全部为银行承兑汇票。

近三年应付账款波动中有所上升，年均增长率 5.86%，2013 年底为 5.74 亿元，同比减少 12.87%，主要是未结算工程款，其中一年内款项占比 52.78%，1~2 年的占 46.84%。其他应付款方面，2013 年底余额 0.87 亿元，同比下降 26.36%，主要为往来款项，其中 1 年内款项占比 60.00%，1~2 年占 29.33%。

公司预收款项主要为土地款返还，截至 2013 年底为 1.78 亿元，同比减少 47.36%。

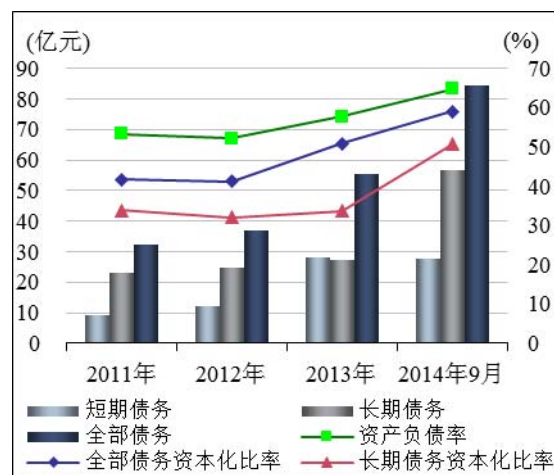
2011~2013 年，公司长期借款年均增幅 8.62%，2013 年底为 27.28 亿元，同比增长 10.30%，主要为保证借款及抵押借款。

截至 2014 年 9 月底，公司流动负债较 2013 年底小幅下降 1.91%，为 36.98 亿元，流动负债比重下降至 36.61%；其中，预收款项下降至 -0.04 亿元主要是由于公司原先收到 1.80 亿元预收款的交易取消所致；其他应付款较 2013 年末增长 1.38 亿元，主要是与外部单位的往来款以及收取保证金增多所致；其他流动负债较 2013 年底增加 5.00 亿元系公司发行了两期共计 5 亿元的短期融资券所致。随着长期借款（较 2013 年底增加 52.69%）及应付债券（公司 2014 年 5、6 月分别发行的中票票据及公司债券所致）增加，非流动负债较 2013 年底大幅增长 80.91%，非流动负债比重上升至 63.39%。

2011~2013 年，公司全部债务规模增长较快，分别为 2.25 亿元、36.77 亿元和 55.27 亿元，2013 年底公司全部债务中长期债务 56.65 亿元，占全部债务的 67.15%，其占比逐年下降；同时，随着所有者权益的快速增长，公司长期债务资本化率波动下降，三年均值及 2013 年底值分别为 33.28%和 33.74%；由于公司全部债务的年均增长速度高于所有者权益的增长速度，公司资产负债率和全部债务资本化率波动上升，上述指标加权平均值分别为

55.16%和 46.12%，2013 年底上述指标分别为 57.71%和 50.78%。截至 2014 年 9 月底，公司全部债务规模增加至 84.36 亿元，其中长期债务仍占比较高，为 71.38%。资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 64.69%、60.48%及 50.68%。

图 4 2011~2014 年 9 月公司债务情况



资料来源：公司审计报告

总体看，随着债务快速增长，公司债务负担有所加重。随着未来在建和拟建项目资金的后续投入，公司债务规模有进一步加重的趋势。

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司收入及成本呈现波动上升态势，分别实现营业收入 10.92 亿元、8.31 亿元和 13.89 亿元；随着 2012 年原主要业务旅游施工收入的下降，公司当年营业收入同比下降 23.90%；2013 年公司全部业务板块收入均有不同程度的增长，同时公司经批准于 2013 年四季度将文化休闲广场代建项目改为自留项目，该项目商品房销售形势较好，收入大幅增加，公司当年营业收入同比增长 67.15%。2011~2013 年，营业成本随营业收入的变化而波动。总体看，公司收入结构的变化导致公司营业收入及成本的波动。

盈利能力指标方面，公司近三年营业利润率波动下降，2011~2013 年分别为 21.64%、24.00%和 16.25%，2012 年和 2013 年盈利能力波动系房地产业务毛利波动所致。随着资产及

权益的较快增长，总资本收益率及净资产收益率逐年下降，三年平均值分别为 2.49% 及 4.46%，2013 年分别为 1.51% 及 3.02%。

2011~2013 年，公司期间费用率分别为 2.76%、4.94% 和 4.97%，由于公司借款费用基本上已做资本化处理，期间费用主要体现为管理费用，公司期间费用控制能力较好。

非经常性损益方面，2011~2013 年，公司公允价值变动收益分别为 3.94 亿元、0.14 亿元和 0.20 亿元，主要为投资性房地产的评估增值；2013 年，公司营业外收入 0.39 亿元，主要是收到的政府补助，主要包括财政贴息 0.33 亿元和其他税费返还款等。

2011~2013 年，公司利润总额分别为 5.91 亿元、1.72 亿元和 2.09 亿元，2011 年利润总额规模大得益于非经常性收益的增加，2013 年利润水平有所上升得益于政府补贴的增加。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 8.63 亿元，占 2013 年全年收入的 62.16%，主要是由于房地产开发实现收入较低所致；营业利润率进一步下滑至 11.99%；同时，受公司公允价值变动损益和投资收益均为负影响，2014 年 1~9 月公司收到政府补贴 0.70 亿元，实现利润总额 0.76 亿元，仅占 2013 年全年水平的 36.21%。

总体看，近年来，受各业务板块收入及毛利率变化的影响，公司收入规模和毛利率水平波动较大，由于期间费用控制能力较强，公司整体盈利能力较好；但同时，非经常性损益对公司利润有一定影响。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，2011~2013 年，经营活动现金流入年均增长 14.19%，2013 年经营活动现金流入 25.75 亿元，由于收入的增长和政府回款的到位，销售商品、提供劳务收到的现金上升至 14.32 亿元。公司近年来收到其他与经营活动有关的现金规模保持较高水平，主要为收取的财政拨款、政府补贴及其他往来款项。由于 2013 年成本支出规模和往来款支出规模的扩大，公司经营活动产生的现金净额

同比有所下滑，为 1.77 亿元。由于政府回款期限的安排与收入确认造成的不一致，公司现金收入比波动较大，近三年现金收入比指标分别为 24.79%、135.98% 和 103.16%；现金收入比波动较大主要是受回款时间安排影响，整体政府回款执行情况较好，且公司应收方主要为政府机关部门，现金回收风险较小。

投资活动现金流方面，随着对在建项目（公司自建项目）的持续投入，2011~2013 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金规模较大，2011~2013 年投资活动产生的现金流净额分别为 -7.16 亿元、-6.52 亿元和 -8.68 亿元；筹资活动前现金流净额分别为 -3.99 亿元、-3.43 亿元和 -6.90 亿元，公司经营活动净现金流无法满足投资活动资金需求。

筹资活动现金流方面，随着 2011 及 2012 年政府资本金的注入及近三年借款规模的快速提升，近三年筹资活动现金流入规模年均增长 54.85%，2013 年为 28.23 亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，受借款规模的大幅上升，2013 年偿付利息所支付的现金也大幅增加，偿付利息支付的现金达 4.30 亿元，同比增长 154.16%；2012 年和 2013 年筹资活动现金流出中支付其他与筹资活动有关的现金分别为 2.58 亿元和 2.52 亿元，主要是支付的银行承兑汇票保证金。近三年筹资活动产生的现金流净额分别为 5.92 亿元、4.84 亿元和 10.11 亿元。

2014 年 1~9 月，由于公司代建回购款主要在年底由管委会或市财政局拨付给公司，2014 年三季度现金收入比仅为 70.93%，且随着公司代建项目的不断投入，现金流净额为净流出 2.86 亿元。投资活动产生的现金流量净额和筹资活动现金流净额分别为 -7.79 亿元和 17.54 亿元，投资规模和融资规模均较上年同期有所上升。

总体看，公司经营活动现金流规模较大，收入实现质量有所改善；随着建设项目的增加，资本支出仍然保持一定规模；近年来公司筹资力度有所增加，债务负担进一步加重。总

体看，未来随着公司投资规模的扩大，公司对外筹资压力有可能进一步加大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率及速动比率均呈现下降趋势，近三年上述两指标加权平均值分别为 188.57%及 109.47%，截至 2013 年底为 160.04%及 102.11%。截至 2014 年 9 月底，公司流动比率及速动比率有所提升，分别达到 217.35%和 154.53%。2011~2013 年公司经营现金流动负债比随着公司经营活动净现金流的下降以及短期债务的快速增长而逐年下滑，分别为 16.45%、12.86%和 4.70%。同时，考虑到公司流动资产中受限资金规模较大，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，受公司经营性质和投资模式的影响，公司 EBITDA 规模有限，近三年公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 5.43 倍、20.76 倍和 23.70 倍，EBITDA 利息倍数分别为 3.43 倍、1.01 倍和 0.52 倍。但考虑到公司获得的税费及土地出让金返还（公司以部分返还的资金作为实收资本增资，而未体现在损益表中）、瘦西湖管委会对公司景区内工程施工项目的资金支持等政府支持及区域垄断等因素，公司整体债务偿还能力尚可。

截至 2014 年 9 月底，公司共获银行授信额度 52.57 亿元，已使用授信额度 42.68 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2014 年 9 月底，公司对外担保额度 18.68 亿元，担保比率 33.88%。主要被担保方为扬州市城建控股集团有限公司、扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司、扬州个园管理处及扬州大明寺，截至目前，被担保单位经营正常，公司存在一定或有负债风险。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201412030057768691），截至 2014 年 12 月 3 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为国有独资公司，是蜀冈-瘦西湖风景名胜区内景观建设、旅游设施建设、文化旅游产业及相关配套服务的综合开发经营主体，在区域环境、政府支持及区域行业地位等多方面具备显著优势。近年来虽工程施工收入有所减少，但旅游业务保持稳定增长，房地产业务对收入贡献程度逐步增强，收入及利润水平受到结构调整的影响，但整体经营情况良好。未来公司将在景区建设日趋完善的基础上，积极拓展休闲度假、电子商务、旅游地产、文化文艺等新型旅游业态，整体抗风险能力有望进一步增强。

总体看，公司整体抗风险能力较强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行额度为 5 亿元，占 2014 年 9 月底公司长期债务的 8.82%，全部债务的 5.93%，对公司现有债务和债务结构影响较小。

2014 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.69%和 60.48%，以公司 2014 年 9 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 65.79%和 61.84%。公司债务指标进一步上升，但考虑到本期中票募集资金将部分用于偿还银行贷款，公司实际债务水平可能低于指标测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011 年~2013 年，公司 EBITDA 值分别为 5.94 亿元、1.77 亿元和 2.33 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 1.19 倍、0.35 倍和 0.47 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力较弱。

2011~2013 年，公司经营活动的现金流入量分别为 19.75 亿元、26.06 亿元和 25.75 亿元，为本期中期票据发行额度的 3.95 倍、5.21 倍

和 5.15 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较好；2011 年~2013 年公司经营活动现金流量净额分别为 3.17 亿元、3.09 亿元和 1.77 亿元，为本期中期票据拟发行额度的 0.63 倍、0.62 倍和 0.35 倍。考虑到公司 2014 年 5 月发行的第一期中期票据金额为 5.00 亿元，期限为 3 年期，可能存在集中支付压力。公司经营活动的现金流入量为一期中期票据及本期中期票据拟发行额度的 1.96 倍、2.61 倍和 2.58 倍，公司经营活动现金流入量对两期中期票据的覆盖程度较好；2011~2013 年公司经营活动现金流量净额为一期中期票据及本期中期票据拟发行额度的 0.32 倍、0.31 倍和 0.18 倍。

整体看，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖能力较好。同时考虑到公司门票收入的增长和房地产业务的扩大，为公司债务偿还提供了一定的保障，本期中期票据到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

六、结论

扬州市是旅游资源丰富的历史文化名城，近年来旅游业呈现快速发展趋势，为公司经营发展提供良好的外部环境。作为蜀冈-瘦西湖风景名胜区内综合开发经营主体，近年来虽工程施工收入有所减少，但旅游业务保持稳定增长，房地产业务对收入贡献程度逐步增强，收入及利润水平受到结构调整的影响，但整体经营情况良好，政府支持力度大。同时，联合资信也关注到公司主营业务结构调整以及未来投资规模较大等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

蜀冈-瘦西湖景区为扬州市“一城一轴四片”旅游规划中的核心区域，未来公司将在景区建设日趋完善的基础上，积极拓展休闲度假、电子商务、旅游地产、文化文艺等新型旅游业态，整体抗风险能力有望进一步尚可。

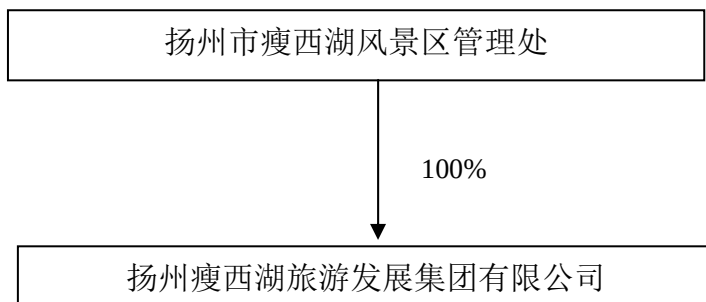
公司资产规模增长较快，存货在流动资产中占比高；非流动资产中主要以投资性房地产为主；所有者权益结构稳定性较好；负债规模

呈逐步扩张态势；随着公司投资规模的扩大，公司对外筹资压力有可能加大；公司整体偿债能力较强。

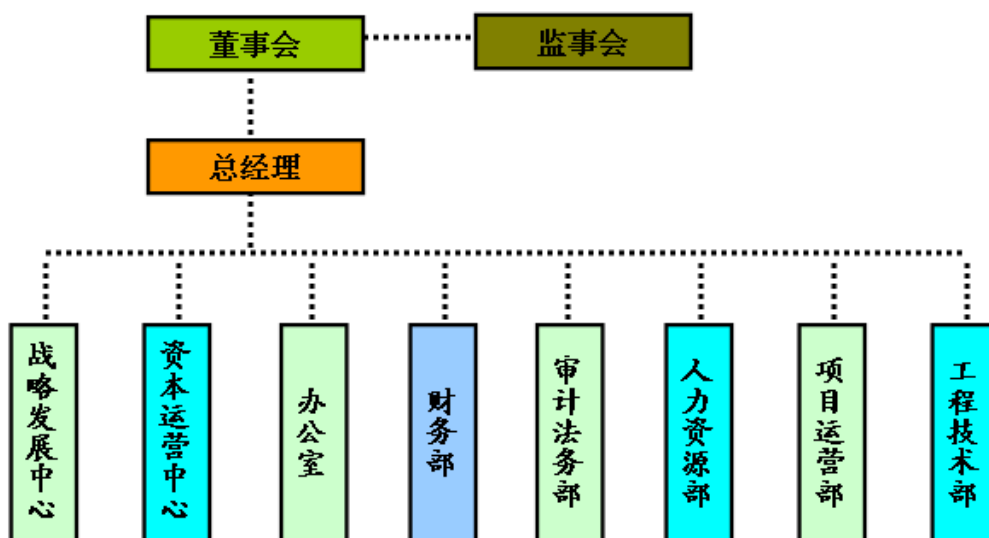
公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖能力较好。

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

附表 1-1 公司股权结构图



附表 1-2 公司组织结构图



附表 1-3 截至 2014 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

序号	子公司名称	注册地	注册资本(万元)	经营范围	持股比例(%)
1	扬州古典园林建设有限公司	扬州	2000.00	一般经营项目：园林绿化工程设计、施工。古建筑工程施工；装饰装潢设计、施工、修缮、加工、服务。	56.00
2	扬州园林设计院有限公司	扬州	100.00	一般经营项目：风景名胜区、城市公园、绿地、广场总体规划设计；民用建筑、古建筑、仿古建筑设计；城市道路、小区环境绿化设计；文物保护单位的保养维护工程、抢险加固工程的方案及施工图设计；建筑装饰、室内装潢设计；风景园林工程勘测、设计、咨询、监理和施工总承包。	100.00
3	扬州古城文化旅游发展有限公司	扬州	500.00	一般经营项目：旅游用品（艺术品、工艺品、民间工艺）制作、展示、销售；旅游管理咨询；传媒创意的策划。物业管理服务（凭资质经营）。	80.00
4	扬州园林建筑装饰工程有限公司	扬州	1600.00	一般经营项目：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
5	瘦西湖旅游控股有限公司	香港	1180.00 万美元	旅游宣传、策划及瘦西湖品牌的宣传推介。	100.00
6	扬州九龙湖旅游发展有限公司	扬州	1180.00 万美元	生态农业观光、休闲。	间接 100.00
7	扬州宜雨轩拍卖有限公司	扬州	100.00	国家法律法规和政策允许的有形资产和无形资产拍卖。	间接 80.00
8	扬州瘦西湖旅游资产管理有限公司	扬州	15000.00	旅游及其关联产业的投资及自有投资管理、物业管理、旅游商品零售、不动产租赁、停车场管理服务、酒店管理服务。	100.00
9	扬州运河名城旅游发展有限公司	扬州	1000.00	非通航水域内水上游览观光接待服务、游船租赁。	100.00
10	扬州瘦西湖酒店有限公司	扬州	4000.00	公共浴室、游泳池、住宿；餐饮服务：中餐、西餐、自助餐；本经营场所内零售卷烟（雪茄烟）。棋牌、会议服务、洗衣服务、代客停车；工艺礼品、百货、服装、旅游用品销售；对温泉沐浴行业的投资。	100.00
11	扬州月牙湖生态农业有限公司	扬州	1000.00	花卉、蔬菜、苗木种植；水产品养殖	间接 100.00
12	扬州瘦西湖影视传媒有限公司	扬州	2000.00	广播电视节目（不得制作时政新闻类广播电视节目）制作与发行；影视文化项目的策划与开发；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
13	扬州市长春别院餐饮有限公司	扬州	10.00	许可经营项目：餐饮服务；小型餐馆（含凉菜，不含裱花蛋糕，不含生食海产品）。一般经营项目：会务服务。	100.00

附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.62	3.41	13.03	24.95
资产总额(亿元)	96.42	109.35	126.67	156.15
所有者权益(亿元)	45.06	52.29	53.57	55.14
短期债务(亿元)	9.13	12.04	28.00	27.72
长期债务(亿元)	23.12	24.73	27.28	56.65
全部债务(亿元)	32.25	36.77	55.27	84.36
营业收入(亿元)	10.92	8.31	13.89	8.63
利润总额(亿元)	5.91	1.72	2.09	0.76
EBITDA(亿元)	5.94	1.77	2.33	--
经营性净现金流(亿元)	3.17	3.09	1.77	-2.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.32	0.99	1.87	--
存货周转次数(次)	0.48	0.27	0.52	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.08	0.12	--
现金收入比(%)	24.79	135.98	103.16	70.93
营业利润率(%)	21.64	24.00	16.25	11.99
总资本收益率(%)	5.88	1.88	1.51	--
净资产收益率(%)	10.04	3.14	3.02	--
长期债务资本化比率(%)	33.91	32.11	33.74	50.68
全部债务资本化比率(%)	41.71	41.28	50.78	60.48
资产负债率(%)	53.27	52.18	57.71	64.69
流动比率(%)	240.76	201.34	160.04	217.35
速动比率(%)	120.64	114.28	102.11	154.53
经营现金流动负债比(%)	16.45	12.86	4.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.43	1.01	0.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.43	20.76	23.70	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	3.95	5.21	5.15	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.63	0.62	0.35	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.19	0.35	0.47	--

注：公司 2014 年三季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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/主营业务收入×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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司、主管部门、交易机构等。

