跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 2207 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司主体长期信用等级由AA上调为AA^+，评级展望为稳定，并将“15瘦西湖MTN001”、“16瘦西湖MTN001”的信用等级由AA上调为AA^+，确定维持“17瘦西湖CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年八月三十日

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

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司
跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+		评级展望：稳定	
上次评级结果：AA		评级展望：稳定	

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 瘦西湖 MTN001	5 亿元	2018/6/26	AA^+	AA
16 瘦西湖 MTN001[1]	7.5 亿元	2019/1/11	AA^+	AA
17 瘦西湖 CP001	3 亿元	2018/1/13	A-1	A-1

评级时间：2017 年 8 月 30 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
现金类资产(亿元)	40.40	32.97	22.15	42.05
资产总额(亿元)	168.36	183.98	190.76	222.81
所有者权益(亿元)	60.04	69.90	79.16	104.11
短期债务(亿元)	37.00	42.71	37.20	30.98
全部债务(亿元)	90.95	98.54	93.80	99.06
营业收入(亿元)	16.47	13.84	13.55	5.47
利润总额(亿元)	1.24	2.14	4.92	1.04
EBITDA(亿元)	1.31	2.37	5.17	--
经营性净现金流(亿元)	-13.53	-5.24	-2.13	0.07
营业利润率(%)	14.36	19.97	13.53	26.35
净资产收益率(%)	0.85	2.40	4.37	--
资产负债率(%)	64.34	62.01	58.50	53.27
全部债务资本化比率(%)	60.24	58.50	54.23	48.76
流动比率(%)	209.78	197.03	194.97	270.88
全部债务/EBITDA(倍)	69.42	41.59	18.15	--
经营现金流动负债比(%)	-30.00	-10.38	-4.56	--

注：1. 公司 2017 年上半年财务数据未经审计；
2. 其他流动负债为短期融资券，已计入短期债务核算。

分析师
崔俊凯　于芷崧　何光美

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

[1] “16 瘦西湖 MTN001”为永续中期票据。

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”）是扬州市人民政府下属旅游基础设施的投资建设和运营主体。跟踪期内，公司股东变更为扬州市人民政府，旅游投资范围进一步扩展，职能定位更加明确；公司经营管理的蜀冈—瘦西湖风景名胜区是扬州市唯一的国家级 5A 景区，区域地位优势突出；跟踪期内，政府增资款的到位使公司资本实力进一步提升。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到公司债务规模仍然较大、未来投资规模大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

文化旅游业作为扬州市经济发展的支柱产业和未来重点拓展的领域之一，具有广阔的发展空间。考虑到公司在扬州市旅游基础设施及运营领域的重要地位，扬州市政府及瘦西湖管委会持续对公司给予支持，公司整体抗风险能力得以增强，联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由AA上调为AA^+，评级展望为稳定，并将“15瘦西湖MTN001”和“16瘦西湖MTN001”的信用等级由AA上调为AA^+，确定维持“17瘦西湖CP001”的信用等级为A-1。

优势

1. 旅游业为扬州市经济社会发展的支柱产业之一，跟踪期内，扬州市旅游总收入对全市 GDP 贡献进一步提升，游客规模持续扩大，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是扬州市人民政府下属旅游基础设施的投资建设和运营主体，其经营管理的扬州蜀冈—瘦西湖风景区不仅是扬州市唯一的国家级 5A 景区，也是扬州市旅游产业重点打造的“一城一轴四片”旅游规划中的核心区域，区域地位优势突出。

3. 为进一步支持公司发展，跟踪期内，公司股东由瘦西湖管委会变更为扬州市人民政府，市级旅游投资平台定位更加明确。
4. 2017 年，扬州市人民政府通过瘦西湖管委会对公司进行了增资，公司资本实力进一步增强，债务负担有所减轻。

关注

1. 公司在建的景区代建工程项目投资规模大，存在较大的对外融资压力。
2. 跟踪期内，公司已抵押资产占比较高，受限货币资金规模较大，应收类款项占比较高，对公司资金形成较大的占用，整体资产流动性较弱。
3. 公司利润总额中非经常性损益占比高。

声　明

一、本报告引用的资料主要由扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相关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
跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“公司”）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（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”）共同以货币形式出资组建；公司初始注册资本为人民币1310.00万元，其中扬州市瘦西湖公园出资人民币1000.00万元，持股比例为76.34%，为公司控股股东。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转让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。历经多次增资（详见表1），截至2017年6月底，公司注册资本为人民币20.00亿元。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，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。

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	变更后注册资本
2006年9月30日	4240	货币	5550
2007年6月2日	50000	土地使用	55550
2008年7月31日	398.5	房屋	55948.5
2009年2月4日	14051.5	货币	70000
2011年10月30日	80000	货币	150000
2012年10月31日	50000	货币	200000

资料来源：公司提供

公司经营范围：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。

截至2017年6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、项目建设部及资产运营部共6个职能部门（详见附件1-2）；纳入合并范围子公司19家。

截至2016年底，公司（合并）资产总额为190.76亿元，所有者权益合计79.16亿元（含少数股东权益0.17亿元）；2016年公司实现营业收入13.55亿元，利润总额4.92亿元。

截至2017年6月底，公司（合并）资产总额为222.81亿元，所有者权益合计104.11亿元（含少数股东权益18.32亿元）；2017年1~6月公司实现营业收入5.47亿元，利润总额1.04亿元。

公司注册地址：扬州市长春路118号；法定代表人：吴玉林。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2017年6月底，公司存续债券的募集资金均已全部使用完毕，尚需偿还债券本金合计15.50亿元。

表 2 存续期债券概况（单位：亿元）

名 称	发行金额	债券余额	募集资金用途	起息日	到期兑付日
17 瘦西湖 CP001	3.00	3.00	偿还金融机构借款	2017/1/13	2018/1/13
15 瘦西湖 MTN001	5.00	5.00	偿还金融机构借款	2015/6/26	2018/6/26
16 瘦西湖 MTN001	7.50	7.50	偿还金融机构借款	2016/1/11	2019/1/11

资料来源：联合资信整理

注：“16瘦西湖MTN001”为永续中期票据，到期兑付日为首次赎回权行权日。

公司存续期债券中，“16 瘦西湖 MTN001”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于“16 瘦西湖 MTN001”条款，可得出以下结论：

（1）“16 瘦西湖 MTN001”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，“16 瘦西湖 MTN001”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）“16 瘦西湖 MTN001”如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 500 个基点。从票面利率角度分析，公司在“16 瘦西湖 MTN001”赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）“16 瘦西湖 MTN001”在除发生强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。跟踪期内，公司未发生强制付息事件，且选择按期支付利息，并已于 2017 年 1 月 11 日按期支付相关利息。

综合以上分析，“16 瘦西湖 MTN001”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过相关条款的分析，认为“16 瘦西湖 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

2017 年 6 月 26 日，“15 瘦西湖 MTN001”已按期支付利息。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0%的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年上半年，中国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017 年 1-6 月，全国一般公共预算收入和支出分别为 9.43 万亿元和 10.35 万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字 9177 亿

元，为历年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017 年 1-6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017 年 1-6 月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017 年 1-6 月，中国固定资产投资 28.1 万亿元，同比增长 8.6%（实际增长 3.8%），增速略有放缓。受益于 2016 年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自 5 月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域 PPP 模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017 年 1-6 月，中国社会消费品零售总额 17.2 万亿元，同比增长 10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017 年 1-6 月，网络消费同比增长 33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017 年 1-6 月，中国进出口总值 13.1 万亿元，同比增加 19.6%，连续 6 个月实现同比正增长，实现贸易顺差 1.3 万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持 10%以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017 年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使中国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，中国 2017 年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7%左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设

（1）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。近些年，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称《43 号文》）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称《351 号文》）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称《88 号文》），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称《152 号文》），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富

债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 旅游行业概况

旅游业的发展与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，属于典型性的敏感型行业。

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扩大趋势。2014~2016年，中国国内游客分别为36.1亿人次、41.20亿人次和44.4亿人次，同比分别增长10.7%、14.13%和11.20%，国内旅游业增速持续增长，国内居民出游欲望仍较强烈，出游消费已呈现一定惯性。

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，拥有众多的名声古迹等良好的旅游环境，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。

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带来更大竞争。2014年，全国入境游客1.28亿人次，同比下降0.45%；2015年，全国入境游客1.33亿人次，同比增长3.91%；2016年，全国入境游客1.38亿人次，同比增长3.50%。中国入境游正处于长时间高速发展滞后逐渐复归常态化的趋势。

出境旅游方面，在国内经济持续增长的形势下，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趋势。2014~2016年，中国出境旅游总人数分别为1.17亿人次、1.28亿人次和1.35亿人次，分别同比增长18.7%、9.67%和5.70%。受此影响，中国旅游服务的贸易顺差不断扩大，中国旅游研究院研究显示，2016年中国国际旅游收入1200亿美元，而居民出境花费预计将达1098亿美元，旅游服务贸易顺差较大。

从政策环境来看，《中华人民共和国旅游法》的正式施行和中央及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对旅游业带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的健康发展，从而增强中国旅游行业的竞争力。

3. 扬州市旅游业概况

“十二五”扬州市旅游业发展情况

“十二五期间”，扬州市委市政府将旅游业定位为扬州永久性基本产业，不断扩大旅游产业规模，逐步将扬州打造为观光旅游与休闲度假旅游并重的国内首选、国际知名的旅游城市。截至 2015 年底，扬州市全市共有 A 级景区 35 家，其中 5A 级 1 家，4A 级 8 家，年接待量超过 100 万人次的景区 5 家。

表 3　2010~2015 年扬州旅游接待人数及总收入情况（单位：万人次、亿元、%）

计划指标	2010 年实绩	2015 年实绩	“十二五”期间平均增长
旅游接待总人数	2703.23	5032.33	13.23
旅游总收入	307.67	600.71	14.32
旅游总收入占全市 GDP 的比例	13.93	14.95	1.42
旅游增加值	130.30	293.04	17.60
旅游增加值占全市 GDP 的比例	5.90	7.30	4.35

数据来源：扬州市旅游局

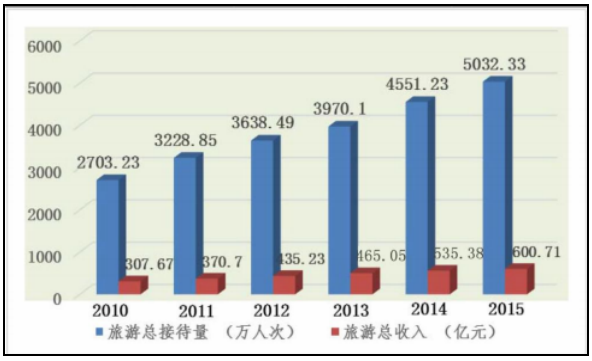
从扬州市旅游局公布数据显示，“十二五”期间，扬州市旅游经济总量稳步增长，根据扬州市旅游局对外公布数据显示，2015 年，扬州旅游接待总人数 5032.33 万人次，旅游总收入 600.71 亿元，占当年全市 GDP14.95%，旅游增加值占比 7.3%。

表 4　2010~2015 年扬州旅游接待人数及总收入情况（单位：年、万人次、%、亿元）

年份	旅游总接待量	比上年增长	旅游总收入	比上年增长	旅游业增加值占 GDP 比重
2010	2703.23	16.74	307.67	21.51	5.90
2011	3228.85	19.40	370.70	20.50	6.16
2012	3638.49	12.70	435.23	17.40	6.34
2013	3970.10	9.10	465.05	6.85	6.70
2014	4551.23	14.64	535.38	15.12	7.00
2015	5032.33	10.57	600.71	12.20	7.30

数据来源：扬州市旅游局

图 1　2010~2015 年旅游接待量与旅游总收入图



数据来源：扬州市旅游局

扬州市旅游业目前发展状况

根据扬州市统计局对外公布数据显示，2016 年，扬州市全市旅游总收入 691.39 亿元，增长 15.1%，全市旅游总收入占全市 GDP 的 15.54%，同比增加 0.59 个百分点；全年接待入境过夜游客 5.86 万人次，增长 14.3%，增幅列全省第三位。旅游外汇收入 6289 万美元，增长 12.4%，增幅列江苏全省首位。主要封闭式景区接待游客 1042.54 万人次，增长 14.6%。截至 2016 年底，扬州市全市拥有国家 A 级景区 37 家，其中 5A 级 1 家、4A 级 10 家、3A 级 13 家。省星级乡村旅游区（点）48 家，其中四星级 16 家。共有星级饭店 48 家，其中五星级 4 家、四星级 13 家。星级饭店客房出租率 67.55%。旅行社 138 家，其中出境游组团社 7 家。

扬州市旅游业未来发展

扬州市旅游业作为扬州市经济发展的重要

支柱产业，蜀冈—扬州瘦西湖风景区是未来扬州市重点打造的核心区域。

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，扬州市旅游业在“十二五”期间已成为扬州市经济发展的支柱产业，随着“十三五”期间扬州市委市政府对旅游产业发展的持续推进，扬州市旅游产业规模有望进一步扩张，对当地 GDP 贡献进一步增高，是扬州市经济发展不可或缺的重要组成部分。同时，公司负责建设运营的蜀冈—瘦西湖风景名胜区不仅是扬州市唯一的国家级别 5A 级景区，也是扬州市旅游产业重点打造的“一城一轴四片”旅游规划中的核心区域，依托蜀冈—瘦西湖风景区的品牌及区域优势，公司经营发展优势显著。

4. 扬州市经济及财政实力

公司是扬州市蜀岗-瘦西湖景区建设运作的市场化主体，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。

根据《2016 年扬州市国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，扬州市全市实现地区生产总值 4449.38 亿元，可比价增长 9.4%。其中，第一产业增加值 251.49 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 2197.63 亿元，增长 8.3%；第三产业增加值 2000.26 亿元，增长 12.0%。三次产业结构由上年的 6.0：50.1：43.9 调整为 5.6：49.4：45.0。人均地区生产总值 99150 元，增长 9.2%。

2016年，扬州市市一般公共预算收入（全口径）345.30亿元，增长2.5%，其中，税收收入267.16亿元，下降2.7%。2016年，扬州市本级一般预算收入240.49亿元，同比增长2.96%，其中税收收入177.91亿元，同比下降5.39%，税收收入占一般预算收入比重为73.98%；扬州市本级转移支付和税收返还收入82.21亿元，同比下降17.87%；受土地市场行情影响政府对土地出让的速度放缓，扬州市本级2016年国有土地使用权出让收入72.99亿元，同比下降12.61%；受转移支付和税收返还收入及国有土地使用权出让收入下滑的影响，扬州市本级地方综合财力40.82亿元，同比下降3.45%。

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2016年底，扬州市本级地方债务余额402.54亿元（直接债务余额+担保债务余额×50%），债务率为98.61%。总体看，扬州市本级地方政府债务负担较重。

表 5　扬州市本级地方综合财力及政府债务余额（单位：万元）

地方财力（2016 年度）	金额	地方债务（截至 2016 年 12 月底）	金额
（一）地方一般预算收入	2404948	（一）直接债务余额	3939576
1．税收收入	1779065	1．外国政府贷款．	

地方财力（2016 年度）	金额	地方债务（截至 2016 年 12 月底）	金额
2．非税收入	625883	2．国际金融组织贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	822099	3．国债转贷资金	3386
1．一般性转移支付收入	217482	4．农业综合开发借款	
2．专项转移支付收入	365081	5．解决地方金融风险专项借款	
3．税收返还收入	239536	6．国内金融机构借款	683377
（三）国有土地使用权出让收入	729856	7．债券融资	3057933
1．国有土地使用权出让金	700412	8．粮食企业亏损挂账	
2．国有土地收益基金	27517	9．向单位、个人借款	51989
3．农业土地开发资金	1927	10．拖欠工资和工程款	8850
4．新增建设用地有偿使用费		11．其他	134041
（四）预算外财政专户收入	125088	（二）担保债务余额	171653
		1．政府担保的外国政府贷款	
		2．政府担保的国内金融机构贷款	20345
		3．政府担保的国内金融机构借款	58408
		4．政府担保的融资平台债券融资	90000
		5．政府担保向单位、个人借款	
		6．其他	2900
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	4081991	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	4025403
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	98.61%		

资料来源：扬州市财政局提供

总体来看，跟踪期内扬州市经济持续稳步发展、居民收入水平快速提升、一般预算收入小幅增长，为扬州市基础设施和公用事业建设提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 股东变更

公司为国有独资公司，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，持有公司 100%股权。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

扬州是驰名中外的历史文化名城，是中国首批优秀旅游城市。瘦西湖景区 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 年扬州瘦西湖景区上升为全国 5A 级景区，也是扬州市唯一的一个 5A 级景区。在江苏省旅游发展总体规划（2001-2020）中，确立了将江苏发展成国内一流、国际驰名的中国旅游强省的发展目标，扬州则被列为江苏省旅游发展的增长极。公司作为扬州蜀冈—瘦西湖景区旅游资源的核心经营主体，在当地旅游市场具备显著的垄断优势，公司依托瘦西湖为核心建立的大旅游景区，将直接受益于其美誉度，具备明显的品牌优势；2017 年 8 月 15 日，扬州市政府同意扬州市蜀冈—瘦西湖风景名胜区管委会和扬州市发展和改革委员会《关于请求市政府认定公司为市级平台公司的请示》（扬景管【2017】64 号），扬州市政府对公司定位更加明晰，公司地位得到提升，业务将获得进一步发展。

3. 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的综合开发经营。跟踪期内，扬州市政府委托瘦西湖管委会

在资金注入等方面给予公司较大支持，为公司经营发展提供良好支撑。

资本金注入

跟踪期内，根据瘦西湖管委会《关于同意对扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司增资批复》（扬景管【2017】60号文），扬州市人民政府通过瘦西湖管委会向公司拨付10.00亿元征地和拆迁转为对公司的增资，其中6.00亿元增资体现在公司半年报中，计入公司“资本公积”，剩余4亿元的增资已于2017年7月31日到账。

财政补贴

跟踪期内，公司收到政府补助0.15亿元。

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。

七、管理分析

跟踪期内，根据瘦西湖管委会《关于吴玉林等先生职务任免的通知》，吴玉林先生任公司董事长，陆友宝先生任公司监事会主席，不再担任董事长一职；边卫明先生不再担任监事会主席一职。

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

以上职务变动属于正常变动，同时，公司股东变更为扬州市人民政府，公司高管人员及股东的变动未对公司经营产生影响。

公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

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。

受旅游经营收入及古典园林施工收入下滑影响，2016 年公司实现营业收入 13.55 亿元，同比下降 2.15%。从收入构成来看，2016 年公司古典园林施工业务、旅游工程施工业务和旅游经营业务分别占营业收入 11.56%、62.92%和 21.91%，房地产业务收入 2016 持续下滑，为 0.13 亿元，占比 0.95%，园林设计对主营业务收入贡献始终处于低水平。

从毛利率来看，公司旅游工程施工业务均为与瘦西湖管委会代建项目，2016 年旅游工程施工毛利率 11.28%，同比有所下降，主要因 2016 年公司有部分自建项目转为代建并结算，并未按照以往代建协议中的毛利计算收益所致；旅游经营是公司营业收入构成中重要的板块，2016 年旅游经营毛利率为 35.02%，同比下降 7.38 个百分点，主要系营改增以及门票收入中扬州市民游园卡占比升高所致；房地产开发板块毛利率持续下降，2016 年为 15.00%，主要系 2016 年房产销售为瘦西湖安置房三期小高层，销售已接近尾声所致；古典园林施工毛利率有所下降，2016 年为 7.75%。受各业务板块毛利率下滑的影响，2016 年公司营业收入综合毛利率为 15.67%，同比下降 6.24 个百分点。

表 6　公司 2015~2016 年及 2017 年 1~6 月营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1~6 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	68312.46	49.34	16.67	85234.37	62.92	11.28	18944.68	34.62	14.17
旅游经营	34523.22	24.94	42.40	29680.26	21.91	35.02	19019.21	34.75	50.46

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
古典园林施工	29323.75	21.18	9.58	15656.59	11.56	7.75	9836.80	17.97	5.49
园林设计	613.12	0.44	24.74	753.99	0.56	19.13	2144.14	3.92	11.05
房地产开发	3167.93	2.29	18.79	1285.72	0.95	15.00	3769.28	6.89	46.02
其他收入	2501.86	1.81	30.21	2852.98	2.10	-11.38	1014.37	1.85	-17.32
合计	**138442.35**	**100.00**	**21.91**	**135463.89**	**100.00**	**15.67**	**54728.48**	**100.00**	**26.57**

资料来源：公司提供

注：其他收入主要包括公司的演艺收入及租赁收入，2016~2017年1~6月公司其他收入毛利率为负，主要系演艺节目调整，大部分演艺节目暂停，收入下滑较快所致。

2017 年 1~6 月公司实现营业收入 5.47 亿元，占 2016 年全年的 40.40%。毛利率方面，公司主要收入来源旅游工程施工为 14.17%，较 2016 年全年增加 2.89 个百分点；旅游经营毛利率 50.46%，较 2016 年全年增加 15.44 个百分点，主要系扬州市政府降低票价，游客人数增多，景区内消费占比增高所致；古典园林施工和园林设计毛利率较上年全年有所下降，分别为 5.49%和 11.05%；受结转销售的房产价格较高，房地产开发毛利率增幅较大，为 46.02%；公司营业收入综合毛利率 26.57%，较 2016 年增加 10.90 个百分点。

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。

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成本支出，并在总投资额的基础上支付 20%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支付部分资金，以使公司持续、稳定、有效地开展各项工程建设工作。

2016 年，公司实现旅游工程业务收入 8.52 亿元，同比增长 24.74%；受结转的度假村地块、隋阳西路及老小区改造工程毛利较低的影响，旅游工程业务毛利率下降至 11.28%。2017 年 1~6 月，公司旅游工程施工板块确认收入 1.89 亿元，毛利率为 14.17%。

2016 年，公司未与景区管委会签订代建项目合同；当年实际完成投资 8.70 亿元；当年实际回收款项为 4.20 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司主要在建项目有柏联国际度假社区和唐子城综合保护一期（棚改）项目等，已完成投资 30.58 亿元，未来仍需投资约 52.93 亿元。

唐子城综合保护项目不仅是公司未来打造重点项目，也是扬州“十三五”旅游业大发展的重要举措，公司对唐子城在保护的前提下进

行整体开发。唐子城区域东至瘦西湖路，西至平山路，南至平山堂东路，北至江平东路，面积 5.72 平方公里，唐子城一期预算总投资 50.00 亿元，截至 2017 年 6 月底，已完成投资 9.95 亿元，主要是用作于前期涉及区域范围内的棚户区拆迁工作。由于唐子城综合保护项目为扬州市重点项目，为更好的支持公司保障唐子城综合项目的开发建设，根据扬州市人民政府《市政府关于同意以政府采购方式推动唐子城保护利用和国家级旅游度假区创建的批复》扬府复【2016】19 号文件及扬州市人民代表大会常务委员会文件《关于同意市政府关于提请同意将唐子城保护利用和国家级旅游度假区创建项目政府采购资金列入财政预算的报告的通知》，同意政府以采购方式推进唐子城保护利用和国家级旅游度假区创建项目，所需资金全部本息逐年纳入市级财政预算和政府采购预算资金，同时，瘦西湖管委会作为政府采购主体签署政府采购合同。

为了顺利推进唐子城项目，公司与中保投资有限责任公司（以下简称“中保投”）及扬州市现代金融投资集团有限责任公司（以下简称“扬州现代金融公司”）共同成立中保投京杭大运河（扬州）生态基金合伙企业（有限合伙），公司作为劣后级出资，中保投作为优先级出资，出资比例为优先级 90%，劣后级 10%，扬州现代金融公司作为基金管理人共同参与唐子城项目投资开发建设。截至目前，资金到位 18 亿元。

表7　截至2017年6月底公司主要在建项目情况表（单位：万元）

项目名称	预算总额	已投资	计划投资额			预计竣工时间
			2017 年	2018 年	2019 年	
柏联国际度假社区	170000.00	74400.40	8000.00	8000.00	8000.00	2021.12
傍花村工程	80000.00	77973.44	675.00	675.00	676.56	完工
笔架山温泉	29000.00	31300.24	--	--	--	完工
友谊酒店	19978.00	9191.10	5000.00	5786.90	--	2018.12
九龙湖生态度假旅游观光项目土建及绿化工程	20000.00	4170.53	3000.00	6000.00	6000.00	2020.12
花都汇项目	16090.00	9276.92	8000.00	4000.00	4090.00	2020.12
唐子城综合保护一期（棚改）	500000.00	99458.54	13351.38	13351.38	13351.38	2022.12
合计	**835068.00**	**305771.17**	**38026.38**	**37813.28**	**32117.94**	--

资料来源：公司提供

注：以上工程除唐子城综合保护一期项目外暂未签订协议，待工程完工再签订相关协议。

截至 2016 年底，公司尚未完成回购代建项目金额 33.89 亿元，未收回金额的回收期约为 6 年；2017~2019 年，公司旅游工程施工业务预计可回笼资金 15.00 亿元。其中，跟踪期内，世界动物之窗、宋夹城湿地公园已决算；已竣工时间较长且未完成决算审计的项目主要为宋夹城遗址公园等项目，未决算原因主要为该项目准备升级建设。联合资信会持续关注代建项目的回款情况。

总体上看，公司新承接的唐子城综合保护一期项目（棚改）已与瘦西湖管委会签订了《政府采购协议》，所需资金全部本息逐年纳入市级财政预算和政府采购预算资金，资金回款保障性进一步增强。

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，现游览区面积约100公顷，公司在区域内处于垄断经营地位。瘦西湖景区被誉为中国湖上园林的代表，1988年被国务院列为“具有重要历史文化遗产和扬州园林特色的国家重点名胜区”，2010年被授予中国旅游界

含金量最高荣誉——5A级景区。

公司目前旅游经营业务收入主要来自瘦西湖景区，2016年该景区收入占当年旅游经营业务收入的86.31%，主要收入为景区范围内三个收费景点的门票，另有少量收入来自游船及纪念品销售。2016年，进入瘦西湖风景区人数204万人次，同比下降50.00%，主要系当年未将持有游园卡人数进行统计。2016年，瘦西湖风景区实现旅游经营收入2.56亿元，其中门票收入2.22亿元，占公司当年旅游经营业务收入的74.75%。2017年1~6月，瘦西湖风景区接待游客312万人次，较上年增长52.94%，主要系根据中共扬州市委《关于更好服务游客，建设宜游城市的意见》扬发【2017】3号文件，对瘦西湖等重大景点实行阶段性门票价格优惠带来游客增长所致。

表 8　2015~2016 年及 2017 年 1~6 月瘦西湖风景区经营数据

	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
进入景区人数（万人次）	408	204	312
景区营业收入（万元）	23751.21	25618.42	16225.23
其中：门票收入（万元）	21965.57	22168.49	15187.17
门票价格（瘦西湖公园）	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已于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，其中 2016 年未将持有游园卡进入景区人数统计在内。

4. 古典园林施工

跟踪期内，根据扬景管【2016】3 号文件，公司出让持有的扬州古建 56%的股权，扬州古建公司未收回工程款，在建项目均与公司不再相关。公司古典园林施工业务由下属子公司扬州园林建筑装饰工程有限公司（以下简称“扬州装饰”，公司持股比例为 100%）经营，扬州装饰是集建筑施工、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，经营规模较小，短期内公司收入及利润规模将受到一定影响。

截至 2017 年 6 月底，园林装饰合并口径[2]已具备建筑总承包三级、古建三级、市政总承包三级、装修二级、绿化二级等资质。拥有各类专业技术人员四十余人。

扬州装饰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%，两年后收取合同价款的 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。

截至 2017 年 6 月底，扬州装饰 100 万元以上在施合同共 26 个，合同金额共 47721.84 万元，已收到工程款 29085.37 万元。其中 2016 年，受扬州古建划出影响，古典园林施工实现业务收入 1.57 亿元，同比下降 46.42%。毛利率水平易受原材料、人工等营业成本影响而波动，跟踪期内该板块毛利率水平有所下降，2016 年为 7.75%。

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。2016年公司园林设计业务实现收入753.99万元，毛利率为19.13%。

[2] 扬州装饰拥一家有全资子公司扬州市景盛环境建设有限公司，该子公司已取得绿化二级资质。

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、风景名胜区、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、公园和庭院设计、城镇广场设计、道路绿化规划与设计、城市滨河绿地设计等业务。

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收50%，设计方案完成提交后收取剩余50%。

6. 房地产开发

为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，公司于 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%和 22%，容积率分别为 2.91 和 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。

2016年该项目完成销售面积5278.33平方米，实现销售收入0.13亿元。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，造成房地产板块毛利率波动较大，2016年为15.00%，同比下降3.79个百分点。

表 9　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	2016 年销售收入	2017 年 1~6 月销售总额	截至 2017 年 6 月底销售进度
瘦西湖新苑三期 A、B 地块	住宅、商业	扬州	20869	64438	1285.72	2393.65	92%
新苑广场	商业	扬州	17729	20388	--	1375.63	20%
合计	--	--	**38598**	**84826**	**1285.72**	**3769.28**	--

资料来源：公司提供

7. 未来发展

跟踪期内，公司股东变更为扬州市人民政府，市级旅游投资平台的职能定位更加明确，目前，公司旅游投资项目已拓展到景区外，如仪征枣林湾生态园，公司将以社会资本方的形式参与到仪征枣林湾生态园的绿化工程打造，重点区域“一轴一环”的景观建设；同时，根据扬州市人民政府专题会议纪要《关于三湾景观提升的专题会议纪要》，利用公司在旅游景区景点多年积累形成的优势，全面介入三湾公园1520亩核心区的提升打造工程。

未来，公司将按照集团化、市场化、产业化的发展思路，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运提升，丰富游览内容，引进综艺演出，举办特色活动，制造旅游亮点。“十三五”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、宋夹城演艺等节目的打造，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，未来，随着完工代建项目返还款的逐步到位，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。

九、财务分析

公司提供了 2016 年度财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2017 年上半年财务数据未经审计。

从合并范围看，2016 年不再纳入合并范围范围的子公司 3 家，分别为新中置业扬州有限公司（持股比例 100%，注册资本 2.72 亿元）、扬州古典园林建设有限公司（持股比例 56.36%，注册资本 2000 万元，截至 2016 年底，扬州古典园林建设有限公司净资产规模为 6448.14 万元）、扬州运河名城旅游发展有限公司（持股比例 100.00%，注册资本 1000 万元。2017 年，公司出资设立子公司扬州瘦西湖旅游建设有限公司，公司持股比例为 51.83%。合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额为 190.76 亿元，所有者权益合计 79.16 亿元（含少数股东权益 0.17 亿元）；2016 年公司实现营业收入 13.55 亿元，利润总额 4.92 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 222.81 亿元，所有者权益合计 104.11 亿元（含少数股东权益 18.32 亿元）；2017 年 1~6 月公司实现营业收入 5.47 亿元，利润总额 1.04 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 190.76 亿元，同比增长 3.69%；其中流动资产占比 47.84%，非流动资产占比 52.16%。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产 91.26 亿元，同比下降 8.20%。流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

截至 2016 年底，公司货币资金为 22.15 亿元，同比下降 32.81%；货币资金中，其他货币资金 18.94 亿元，为使用受限的银行承兑汇票保证金及定期存单。公司受限货币资金规模较大，对资产流动性产生一定影响。

截至 2016 年底，公司应收账款增长至 15.66 亿元，同比增长 7.50%；从账龄看，账龄 1 年以内占比 87.34%，1~2 年占比 7.94%，2~3 年占比 0.28%，3 年以上的占比 4.43%；应收账款主要为应收瘦西湖风景名胜区管理委员会的应收委托代建款 13.98 亿元，集中度高，回收风险较小，未计提坏账准备，但对资金形成一定占用。

截至 2016 年底，公司预付款项 5.00 亿元，同比增长 12.87%，主要为预付工程款。从账龄看，1 年以内占比 46.72%，1~2 年占比 23.39%，2~3 年占比 11.08%，3 年以上占比 18.81%，账龄较短；前五名的预付账款单位合计占比 34.80%，集中度较为分散。

表 10　截至 2016 年底公司其他应收款前五名

（单位：亿元、%）

欠款单位	金额	占比	性质
扬州华景置地有限公司	2.60	38.79	往来款
扬州瘦西湖旅游度假投资管理集团有限公司	1.60	23.87	往来款
中信泰富瘦西湖房地产扬州有限公司	0.89	13.24	往来款
扬州市蜀冈—风景名胜区管理委员会	1.15	17.17	往来款

扬州市邗江区公道镇人民政府	0.20	2.98	往来款
合计	6.44	96.06	--

资料来源：公司审计报告

注：扬州华景置地有限公司为江苏省华建建设股份有限公司的全资子公司，是瘦西湖景区招商引资的客商，合作开发房地产项目，故产生相关的往来款。

截至 2016 年底，公司其他应收款 6.70 亿元，同比下降 11.50%，主要为往来款；其中账龄在 1 年以内占比 39.55%，1~2 年占比 48.00%，2~3 年占比 11.70%，3 年以上占比 0.75%，账龄较短；前五名欠款单位合计占比 96.06%，集中度高，公司已累计计提坏账准备 0.26 亿元。

截至 2016 年底，公司存货 41.64 亿元，同比增长 4.43%，主要来自旅游工程施工及新增开发成本（瘦西湖新苑商业广场）的增加。存货构成中，主要以旅游工程施工（占 82.88%）和开发产品（占 14.70%）为主。公司未计提跌价准备。总体看，存货中旅游工程施工占比大，资产流动性较弱。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 99.50 亿元，同比增长 17.66%，构成主要以投资性房地产和在建工程为主。

截至 2016 年底，公司投资性房地产中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【2017】第 023 号），账面价值为 56.21 亿元；房屋及建筑物经由江苏富华资产评估有限公司经行评估（苏富评报字【2017】第 021 号），账面价值 2.61 亿元。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。截至 2016 年底，公司投资性房地产 58.82 亿元，同比增长 9.13%，主要系公司新增 3 处土地所致：①扬邗国用（2016）0053 号，老虎山路西侧、漕河北侧、凤凰新村东侧、御河苑南区西侧，商住用地，面积 7597 平米，评估值 3832.8 万元；②扬邗国用（2016）0120 号，扬州市新湖路北侧、高桥北路东侧，商业用地，面积 13863 平米，评估值 8956.7 万元；③苏（2016）扬州市不动产权第 0003367 号，傍花村（温泉度假村），商业用地，面积 113247 平米，评估值 37880.67 万元。截至 2016 年底，公司土地使用权 56.21 亿元，其中 36.22 亿元已用于抵押，抵押比例较高。

截至 2016 年底，公司在建工程 37.96 亿元，同比增长 34.98%，主要是待开发地块拆迁、对柏联国际度假社区、景区道路等维护以及花都汇项目的建设投入。

截至 2016 年底，公司固定资产原值 1.14 亿元；从固定资产构成看，主要由房屋及建筑物（占 44.74%）、运输设备（占 21.93%）和专用设备（占 18.42%）构成；公司累计折旧 0.32 亿元，期末固定资产净额 0.82 亿元。

截至 2016 年底，公司无形资产原值 0.62 亿元，同比下降 42.45%，主要系土地使用权的减少（部分转入投资性房地产科目）。公司累计摊销 342.84 万元，期末无形资产净额 0.58 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司资产总额 222.81 亿元，较 2016 年底增长 16.80%，流动资产占比小幅提升至 51.58%。流动资产方面，截至 2017 年 6 月底，公司流动资产为 114.93 亿元，较 2016 年底增长 25.94%，主要来自货币资金和存货增长。受融资规模增加影响，公司货币资金快速增长至 42.05 亿元，其中受限资金 27.67 亿元；公司存货增长至 44.32 亿元，较 2016 年底增长 6.44%，主要系工程施工成本增加所致；非流动资产方面，截至 2017 年 6 月底，公司非流动资产 107.88 亿元，较 2016 年底增长 8.42%，主要来自长期股权投资和在建工程的增长，其中长期股权投资增长系投资中保投京杭大运河（扬州）生态基金合伙企业。

总体看，公司流动资产中受限货币资金、及应收类款项占比较大，对资金形成较大的占用，非流动资产主要以投资性房地产及在建工程为主；公司整体资产质量尚可，流动性较弱。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 79.16 亿元（含少数股东权益 0.17 亿元），同比增长 13.25%，主要来自未分配利润及其他权益工具（永续中票 7.50 亿元）的增加。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 25.32%、资本公积占 22.81%、盈余公积占 2.35%、未分配利润占 19.33%、其他权益工具占 9.49%和其他综合收益占 20.69%。

截至 2017 年 6 月底，公司所有者权益 104.11 亿元，较 2016 年底增长 31.51%，主要来自少数股东权益的增加（成立中保投京杭大运河（扬州）生态基金合伙企业，首期募集股权基金 20 亿，其中中保投出资 18 亿，公司出资 2 亿，作为注册资本投入新成立的瘦西湖旅游发展建设有限公司），同时，根据瘦西湖管委会《关于同意对扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司增资批复》（扬景管【2017】60 号文），管委对公司增资 6 亿元，计入公司的“资本公积科目”。

总体看，公司所有者权益有所增长，结构稳定性一般。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 111.60 亿元，同比下降 2.18%；其中流动负债占比 41.94%，非流动负债占比 58.06%，负债结构较为合理。

截至 2016 年底，公司流动负债 46.81 亿元，同比下降 7.23%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

截至 2016 年底，公司短期借款快速上升至 18.65 亿元；短期借款构成中，质押借款占 57.21%、抵押借款占 21.88%、保证借款占 20.38%和信用借款占 0.55%。

截至 2016 年底，公司应付票据大幅下降至 3.60 亿元，全部为银行承兑汇票。

截至 2016 年底，公司应付账款 2.93 亿元，同比增长 25.09%，主要为应付工程款。从账龄看，1 年以内占比 67.75%，1~2 年占比 19.12%，2~3 年占比 11.92%，3 年以上占比 1.22%。

截至 2016 年底，公司预收款项 0.67 亿元，同比下降 13.08%，主要为预收工程款。

截至 2016 年底，公司其他应付款快速增长至 1.31 亿元，同比增长 25.69%，主要系应付往来款增加所致。

截至 2016 年底，公司一年内到期非流动负债 7.94 亿元，同比下降 31.05%，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 7.00 亿元，同比下降 12.50%，全部为公司短期融资券（16 瘦西湖 SCP002 和 16 瘦西湖 CP001），已计入公司有息债务。

截至 2016 年底，公司非流动负债 64.79 亿元，同比小幅增长 1.83%，主要来自应付债券的增长。

截至 2016 年底，公司长期借款 31.60 亿元，同比下降 11.82%，主要由抵押借款（占 54.10%）、保证借款（占 18.56%）和政府债（占 27.34%）。

截至 2016 年底，公司应付债券 25.00 亿元，同比增长 25.00%，主要由 10 亿元企业债、5 亿元私募和 10 亿元中期票据构成。具体为 2014 年 6 月 25 日发行“14 瘦西湖债”额度 10 亿元、2015 年 6 月 26 日发行“15 瘦西湖 MTN001”额度 5 亿元、2014 年 5 月 12 日发行“14 瘦西湖 MTN001”额度 5 亿元以及 2016 年 3 月 11 日发行华夏银行 5 亿元私募债。

截至 2016 年底，公司专项应付款 0.62 亿元，同比下降 0.01%，全部为扬州市财政局拨入的土地出让金返还款。

截至 2017 年 6 月底，公司负债总额 118.70 亿元，较 2016 年底增长 6.37%，其中流动负债较 2016 年底下降 9.35%，主要来自短期借款的下降。截至 2017 年 6 月底，公司短期借款下降至 15.98 亿元；公司其他流动负债快速增长至 13.00 亿元，较 2016 年底增长 85.71%，主要系公司于 2017 年 3 月 15 日发行的 5 亿元“17 瘦

西湖 SCP001”及 2017 年 1 月 12 日发行的 3 亿元“17 瘦西湖 CP001”所致。非流动负债方面，截至 2017 年 6 月底，公司非流动负债 76.27 亿元，较 2016 年底增长 17.72%，主要来自长期借款增长。

截至 2016 年底，公司全部债务 93.80 亿元，其中短期债务占比 39.66%，长期债务占比 60.34%。

债务指标方面，2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 58.50%、54.23%及 41.69%，同比分别下降 3.51 个百分点、4.27 个百分点及 2.72 个百分点。公司债务负担有所减轻。截至 2017 年 6 月底，公司全部债务规模增长至 99.06 亿元，较 2016 年底增长 5.61%，其中短期债务占比下降至 31.27%。2017 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别持续下降至 53.27%、48.76%及 39.54%。

考虑到公司发行的“16 瘦西湖 MTN001”为永续中期票据，将“16 瘦西湖 MTN001”7.50 亿元调入债务后，截至 2016 年底，公司全部债务（含永续）为 101.13 亿元，长期债务（含永续）为 64.10 亿元，资产负债率（含永续）为 62.43%，全部债务资本化比率（含永续）为 56.04%；截至 2017 年 6 月底，公司全部债务（含永续）为 106.56 亿元，长期债务（含永续）为 75.58 亿元，资产负债率（含永续）为 56.63%，全部债务资本化比率（含永续）为 52.45%。

总体看，公司负债以非流动负债为主，永续中期票据发行、少数股东权益增长带动所有者权益快速增长，公司债务负担有所减轻；有息债务中，长期债务占比较高。随着未来在建和拟建项目资金的后续投入，公司债务规模或将有所加重。

4. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 13.55 亿元。公司营业收入主要源自旅游工程施工、旅游经营和古典园林施工，同比下降 2.15%。

2016 年三项费用支出总额 0.33 亿元。2016 年，由于公司借款费用基本上已做资本化处理，因此财务费用体仍体现为负值。2016 年，期间费用占营业收入比重为 2.43%，公司期间费用控制能力较上年相比有所改善。2016 年资产减值损失为 0.15 亿元，主要系公司坏账损失减值损失。

2016 年，公司公允价值变动收益为 3.47 亿元，主要为投资性房地产的评估导致的公允价值变动。2016 年，公司营业外收入 0.16 亿元，主要表现为政府补助 0.15 亿元。2016 年，公司公允价值变动损益和营业外收入占利润总额比重为 73.90%，对利润总额贡献程度高。

盈利能力指标方面，2016 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 13.53%、2.03%和 4.37%，同比分别减少-6.44 个百分点、增加 1.01 个和 1.97 个百分点。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 5.47 亿元；营业利润率 26.35%；实现利润总额为 1.04 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所下降，且利润总额中非经常性损益占比高，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年，公司经营活动现金流入为 18.62 亿元，同比下降 14.85%；其中销售商品、提供劳务收到的现金 12.16 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 6.46 亿元；公司经营活动现金流出 20.75 亿元，同比下降 23.43%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 16.43 亿元，同比下降 17.94%；支付其他与经营活动有关的现金 3.61 亿元，同比下降 41.27%。公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，2016 年为-2.13 亿元。从收入实现质量来看，公司现金收入比为 89.79%，收入实现质量较上年有所下降。

投资活动方面，公司投资活动产生的现金

流入同比快速上升，2016年为3.17亿元，较上年同期增加1.85亿元，主要表现为处置子公司及其他单位收到的现金净额的现金（原价处置）。2016年，公司收回投资收到的现金快速下降至0.30亿元，主要为收回购买理财产品的本金及利息，同比下降75.21%。2016年，公司投资活动现金流出快速增长至10.53亿元，同比增长334.10%，其中，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金10.13亿元；公司投资支付的现金0.37亿元，同比下降71.89%。2016年，公司投资活动产生的现金流量净额为-7.36亿元。

2016年，公司筹资活动前现金流量净额为-9.49亿元，经营活动现金流量净额未能满足当期投资活动所需，公司对外融资需求较大。

筹资活动方面，2016年公司筹资活动现金流入量为77.33亿元，同比增长21.83%，主要系取得借款和发行债券收到的现金增长所致。公司取得借款收到的现金快速增长至52.83亿元，同比增长48.27%；发行债券收到的现金24.50亿元，同比增长88.46%。2016年，公司筹资活动现金流出为72.40亿元，同比增长22.81%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2016年，公司偿还债务支付的现金58.02亿元，同比增长20.18%，支付其他与筹资活动有关的现金9.54亿元，同比增长119.60%。2016年，筹资活动产生的现金流量净额为4.93亿元。

2017年1~6月，公司经营活动现金流量净额738.89万元，现金收入比为70.82%，较2016年下降18.97个百分点；投资活动现金流量净额为-8.07亿元；筹资活动现金流量净额24.36亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量有所下降，收入实现质量一般，且经营活动持续呈净流出趋势，经营活动现金流无法满足投资需求；未来随着公司投资规模的扩大，公司对外筹资压力或将有所加大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016年，公司流动比率和速动比率分别为194.97%和106.01%，同比分别下降2.06个和11.99个百分点。截至2017年6月底，上述两项指标分别为270.88%和166.41%。2016年，公司经营现金流动负债比持续为负值。公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司全部债务/EBITDA分别为69.42倍、41.59倍和18.15倍。考虑到政府支持及公司区域垄断地位等因素，综合判断公司整体偿债能力尚可。

截至2017年6月底，公司共获银行授信额度47.69亿元，已使用授信额度30.35亿元，未使用授信额度17.34亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2017年6月底，公司对外担保余额19.94亿元，担保比率19.15%，主要被担保方为扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司、扬州市瘦西湖风景区管理处和扬州瘦西湖旅游度假投资管理集团有限责任公司，均系国有企业或事业单位。截至2017年6月底，被担保方经营正常，公司或有负债风险较低。

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，公司近三年不存在未结清和已结清的不良信贷信息记录。

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。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很强。

十、存续期内债券偿债能力

截至本跟踪报告出具日，公司存续期内的债券“17CP001”、“15 瘦西湖 MTN001”和“16 瘦西湖 MTN001”将分别于 2018 年 1 月、2018 年 6 月、2019 年 1 月到期兑付；存续期内，上述 3 期债券合计金额为 15.50 亿元。截至 2016 年底，公司经营活动现金流入及 EBITDA 分别为 18.62 亿元和 5.17 亿元，对上述合计金额覆盖倍数分别为 1.20 倍和 0.33 倍。

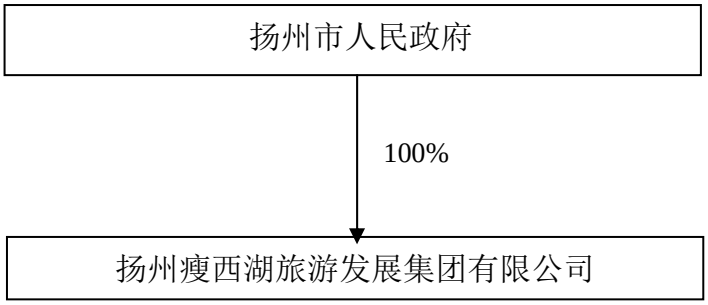
考虑到17CP001”及“15瘦西湖MTN001”（合计金额8亿元）均将于2018年兑付，截至2017年6月底，公司现金类资产42.05亿元，对上述存续期债券覆盖倍数5.26倍。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较强，现金类资产对集中兑付的债券覆盖程度较高。同时，考虑到未来随着景区设施及条件的逐渐完善及扩大，公司工程施工和旅游经营收入有望持续增长，扬州市政府及瘦西湖管委会对其资金偿还支持力度大。整体看，上述存续期债券到期按时偿还本息的安全性较高。

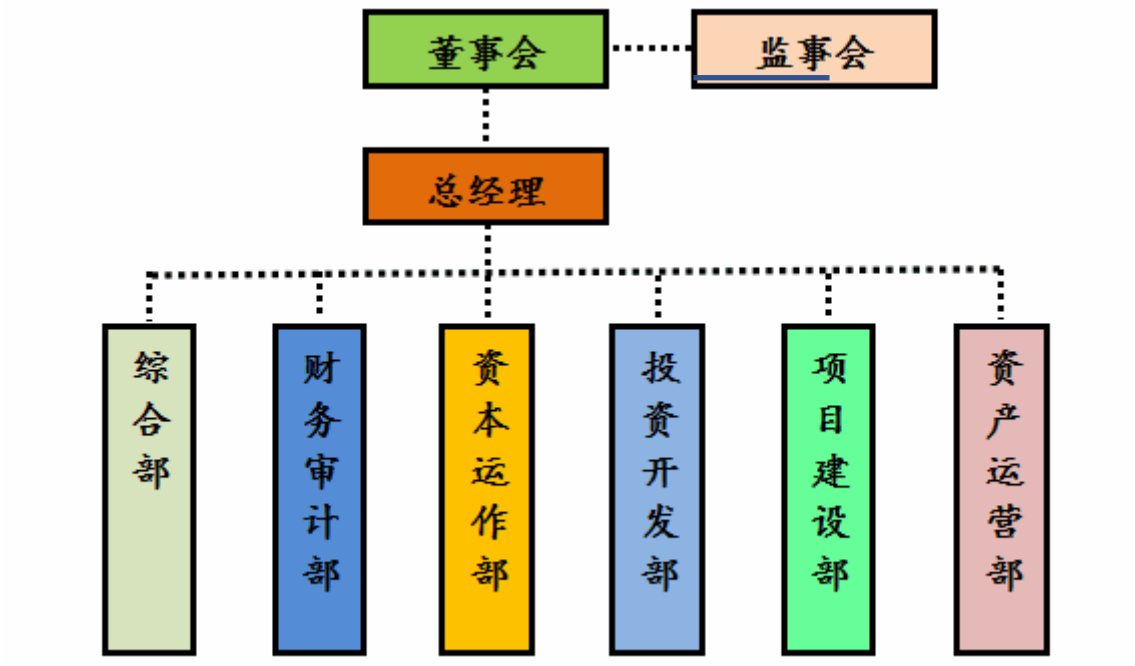
十一、结论

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由AA上调为AA^+，评级展望为稳定，并将“15瘦西湖MTN001”和“16瘦西湖MTN001”的信用等级由AA上调为AA^+，确定维持“17瘦西湖CP001”信用等级为A-1。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.40	32.97	22.15	42.05
资产总额(亿元)	168.36	183.98	190.76	222.81
所有者权益(亿元)	60.04	69.90	79.16	104.11
短期债务(亿元)	37.00	42.71	37.20	30.98
长期债务(亿元)	53.95	55.83	56.60	68.08
全部债务(亿元)	90.95	98.54	93.80	99.06
营业收入(亿元)	16.47	13.84	13.55	5.47
利润总额(亿元)	1.24	2.14	4.92	1.04
EBITDA(亿元)	1.31	2.37	5.17	--
经营性净现金流(亿元)	-13.53	-5.24	-2.13	0.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.53	1.30	0.90	--
存货周转次数(次)	0.49	0.29	0.28	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.08	0.07	--
现金收入比(%)	93.62	100.62	89.79	70.82
营业利润率(%)	14.36	19.97	13.53	26.35
总资本收益率(%)	0.34	1.02	2.03	--
净资产收益率(%)	0.85	2.40	4.37	--
长期债务资本化比率(%)	47.33	44.41	41.69	39.54
全部债务资本化比率(%)	60.24	58.50	54.23	48.76
资产负债率(%)	64.34	62.01	58.50	53.27
流动比率(%)	209.78	197.03	194.97	270.88
速动比率(%)	134.17	118.00	106.01	166.41
经营现金流动负债比(%)	-30.00	-10.38	-4.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	69.42	41.59	18.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	20.20	16.48	11.08	--

注：1. 公司 2017 年上半年财务数据未经审计；
2. 其他流动负债为短期融资券，已计入短期债务核算。

附件 3　主要财务指标的计算公式（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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。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 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息