

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1528 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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，评级展望为稳定，维持“14瘦西湖MTN1”的信用等级为AA，并维持“14瘦西湖CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一四年七月三十日

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

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
14 瘦西湖 MTN1 5 亿元		2014/5/12- 2017/5/12	AA	AA
14 瘦西湖 CP001 3 亿元		2014/4/24~ 2015/4/24	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 30 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.62	3.41	13.03	6.70
资产总额(亿元)	96.42	109.35	126.67	129.67
所有者权益(亿元)	45.06	52.29	53.57	53.63
短期债务(亿元)	9.13	12.04	28.00	30.53
全部债务(亿元)	32.25	36.77	55.27	58.00
营业收入(亿元)	10.92	8.31	13.89	1.83
利润总额(亿元)	5.91	1.72	2.09	0.07
经营性净现金流(亿元)	3.17	3.09	1.77	-2.36
EBITDA(亿元)	5.94	1.77	2.33	--
营业利润率(%)	21.64	24.00	16.25	14.39
净资产收益率(%)	10.04	3.14	3.02	--
资产负债率(%)	53.27	52.18	57.71	58.64
全部债务资本化比率(%)	41.71	41.28	50.78	51.96
流动比率(%)	240.76	201.34	160.04	150.13
全部债务/EBITDA(倍)	5.43	20.76	23.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.43	1.01	0.52	--
经营现金流流动负债比(%)	16.45	12.86	4.70	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

唐 静 车 飞

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显著优势。同时,联合资信也关注到跟踪期内,公司盈利能力下降、债务规模快速增加且短期债务占比高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。

2012年1月18日,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,建设资金由瘦西湖管委会和扬州市财政局共同承担。2014年5月,瘦西湖财政局实现独立财政,且扩容后的瘦西湖景区范围内税收收入及土地出让收入有所增加,区域财政实力得到进一步加强。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。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,维持“14瘦西湖MTN1”的信用等级为AA,并维持“14瘦西湖CP001”的信用等级为A-1。

优势

1. 跟踪期内扬州市经济持续快速增长,地方财政实力稳步增强,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. 从 2014 年 5 月起,瘦西湖管委会拥有独立一级财政,且扩容后的瘦西湖景区范围内税收收入及土地出让收入有所增加,区域财政实力

得到进一步加强。

3. 跟踪期内，瘦西湖管委会在项目资金拨付方面到位情况较好，对公司未来项目建设的资金方面提供了良好的保障。

4. 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存续期内债券的覆盖程度较高。

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. 跟踪期内公司各业务毛利率水平均出现下滑，整体盈利能力降低。

3. 公司债务规模增长快且拟建项目投资规模大，资金需求压力大。

4. 公司货币资金中受限资金较多，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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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3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	增资金额	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2013年底，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7家（详见附件1）。

截至2013年底，公司合并资产总额126.67亿元；所有者权益合计53.57亿元；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3月底，公司合并资产总额

129.67亿元，所有者权益合计53.63亿元；2014年1~3月，公司实现营业收入1.83亿元，利润总额0.07亿元。

公司注册地址：扬州市长春路118号；法定代表人：陆友宝。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实

过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币

信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，

会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整

工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业与区域环境分析

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 and 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。

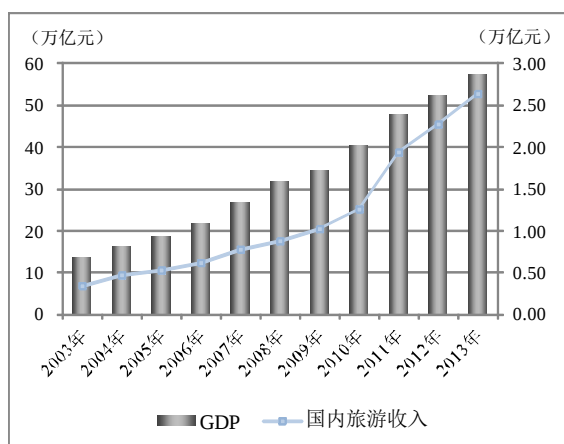
国内旅游现状

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

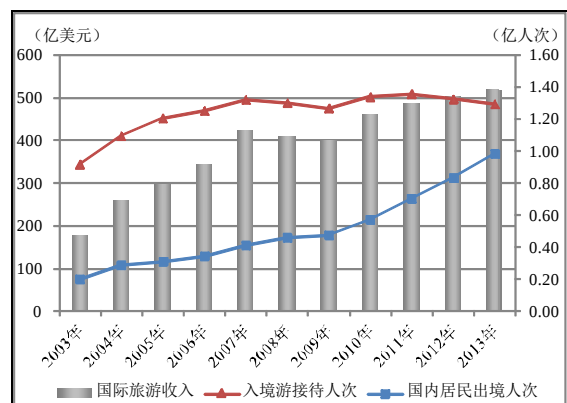


数据来源：国家旅游局和国家统计局

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会第二次会议通过的《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，相当部分游客对报团出游

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-瘦西湖风景名胜核心区为核心，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. 扬州市经济概况和财政实力

公司是扬州市蜀冈-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冈-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；一般公共预算收入 259.26 亿元，增长 15.23%。其中，税收收入

212.75 亿元，占一般公共预算收入的比重达 82.06%。从市本级来看，2013 年扬州市实现一般公共预算收入 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，一般公共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)、一般公共预算收入	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（截止 2013 年底）	金额(万元)
(一) 地方一般公共预算收入	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。

五、基础素质分析

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，扬州市政府和瘦西湖管委会在项目资金拨付等方面给与公司较大支持力度，为公司经营发展提供良好支撑。

区域扩容

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-瘦西湖风景名胜区分管区域扩容的通知》，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。

由于公司为瘦西湖景区开发及经营主体，扬州市政府对景区的扩容直接增加公司经营景区的地域规模，有利于提升公司整体竞争实力。

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-瘦西湖风景名胜区分管区域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。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，并在此基础上支付 20% 作为管理服务费，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%。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，拥有独立财政，区域内的税收等各项财政收入支出及土地出让收入均由瘦西湖管委会管理。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。

2012~2013 年，公司分别收到管委会回购资金 5 亿元和 7 亿元，计入“提供劳务、销售商品收到的现金”。跟踪期内政府资金到位情况较好，但资金主要来源于瘦西湖管委会，和扬州市财政局签订的两级回购框架协议执行力度有待关注。

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。2012~2013年，公司分别收到上述返还款1.50亿元和0.43亿元，计入“收到其他与经营活动有关的现金”，其中主要为土地出让金收入返还。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员发生如下变动：

公司董事长由张福堂变为陆友宝，总经理由黄建灿变为陆友宝。

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 3 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 55.68%，大专学历占 36.36%，中专及高中以下学历的占 7.96%，公司员工文化素质普遍较高；从年龄构成来看，30 岁以下的占 43.18%，31~50 岁的占 52.27%，51 岁以上的占 4.55%。

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，能满足公司目前经营需要。

六、管理分析

跟踪期内公司法人治理结构及管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

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综合经营开发的主体。跟踪期内，在蜀冈-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，2013 年公司实现主营业务收入 12.53 亿元，同比增长 51.65%；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 跟踪期内公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

项目	2012 年			2013 年			2014 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	17216.45	20.84%	15.60%	33189.18	26.49%	16.65%	3199.02	17.92%	22.52%
旅游经营	22001.41	26.63%	32.40%	24459.18	19.52%	26.33%	5333.39	29.88%	17.31%
古典园林施工	27536.11	33.33%	10.88%	31793.41	25.37%	8.10%	7460.93	41.79%	11.72%
园林设计	251.64	0.30%	56.27%	347.86	0.28%	56.73%	373.17	2.09%	30.36%
房地产开发	15616.39	18.90%	59.93%	35508.31	28.34%	8.81%	1484.86	8.32%	15.00%

合计	82621.99	100.00%	27.00%	125297.93	100.00%	14.26%	17851.37	100.00%	15.99%
----	----------	---------	--------	-----------	---------	--------	----------	---------	--------

资料来源：公司提供

从毛利率来看，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%；公司旅游工程施工板块由于基本上为瘦西湖管委会的代建项目，毛利率变化范围不大；由于 2013 年园林维修成本增加较多，旅游经营板块毛利率有所下滑，为 26.33%，同比下降 6.07 个百分点；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%；受上述综合影响，公司 2013 年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 1~3 月公司实现主营业务收入 1.79 亿元，占 2013 年全年的 14.25%，主要是由于一季度工程结算较少，且旅游淡季门票收入较少，综合毛利率 15.99%；实现利润总额 0.07 亿元，营业利润率为 14.39%。

2. 旅游工程施工

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。

2012 年公司与扬州市财政局、瘦西湖管委会签订《扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜项目建设项目委托代建协议书》，在此协议框架下，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。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，并在此基础上支付 20% 作为管理服务费，作为公司经营收入，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，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。如出现瘦西湖管委会无力支付的情况，扬州市财政局有义务安排资金对剩余款项进行偿付。

由于工程结算模式较为稳定，公司跟踪期内旅游工程施工板块毛利率变化不大，2013 年为 16.65%，较 2012 年提高 1.05 个百分点。

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；以代建项目完工进度为依据确认收入，同时结转相应的工程建设成本。

2014 年 1~3 月，公司旅游工程施工板块实现收入 0.32 亿元，主要是由于一季度结算项目较少；受个别项目影响，毛利率为 22.52%，预计全年水平变动不大。

从 2006 年开始涉及旅游工程业务至 2014 年 3 月底，公司合计实施了 28 个代建工程项目，其中已竣工的项目有 24 个；公司全部旅游施工项目已确认收入 31.56 亿元，已收回 12.04 亿元。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。

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。

由于近年来新扩建景区投入运营，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由60元调至120元,门票的调整对2012年末及2013年该板块盈利能力的提升作出较大贡献。2012~2013年旅游经营分别实现收入2.20亿元和2.45亿元,毛利率分别为32.40%和26.33%,2013年有所下滑的原因系上半年园区维修等成本增加所致。2014年1~3月,公司旅游经营板块实现收入0.53亿元,占2013年全年的21.81%,主要是由于一季度为旅游淡季而收入较少;毛利率为17.31%。

表5 2012年~2014年1-3月瘦西湖风景区经营数据

	2012年	2013年	2014年 1~3月
进入景区人数(万人次)	365.00	280.00	47.74
营业收入(万元)	21572.59	24459.00	4734.00
其中:门票收入(万元)	14510.67	17304.00	3791.00

资料来源:公司提供

注: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。

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,瘦西湖风景区接待游客数量280万人次,较2012年下降23.29%,主要是由于2013年团队游客减少较多;2014年1~3月,瘦西湖风景区接待游客47.74万人次,为2013年全年的17.05%,由于瘦西湖风景区旺季一般为每年3~6月和9~11月,接待游客规模有望在下半年继续扩大。另一方面,门票价格的调整对门票收入增长贡献较大,2013年在人数下降较多的情况下旅游板块实现营业收入2.45亿元,其中门票收入1.73亿元,占旅游业务收入的70.75%。

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。跟踪期内,扬州古建承接的项目数量稳定增加,公司古典园林施工业务收入也保持稳定增长趋势,2013年为

3.18亿元,同比增长15.46%。毛利率有所波动,主要受原材料、人工等营业成本上涨较快影响,2013年毛利率有所下滑,为8.10%。

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、建筑装修装饰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。但该板块的业务合同金额相对较小,且估算总投资时确定的成本偏低,项目建设中费用不断增加,造成毛利率近年来有所下滑。

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、泰州梅兰芳纪念馆、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3月底,扬州古建在手合同共16个,合同金额共1.37亿元,其中合同金额较大的

有民主路民国风情特色商业步行街，合同金额 0.50 亿元。

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、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，公司于

2012 年新增房地产业务，为瘦西湖·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。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，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 年底该部分已销售完毕，实现收入 2.62 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 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 6 2013 年房地产销售情况 (单位: 万元)

项目名称	建筑总面积	用地面积	截至 2014 年 3 月 底完成投资	截至 2014 年 3 月 底销售进度	2013 年单年销售 收入
瘦西湖新苑三期 A、B 区	64438	20869	34646.23	75%	9332.05
瘦西湖文化休闲广场	52954	48400	55461.39	100%	26176.26
合计	117392	69269	90107.62	--	35508.31

资料来源：公司提供

注：瘦西湖新苑一、二期为保障房，属于代建项目；瘦西湖新苑三期（即瘦西湖·名苑项目）为公司开发的商品房项目。

截至 2013 年底，除瘦西湖·名苑以外，公司目前暂无其他房地产项目，未来该板块收入不具有持续性。

7. 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。在建项目主要是柏联精品酒店、万花园花艺会所项目，总投资共计18.02亿元，截至到2014年3月底已完成投资0.2亿元，后续资金还需要投入

17.90亿元。

目前，公司尚未开工的拟建项目共2个，总投资11.95亿元，2014~2016年计划分别投入5.18亿元、3.48亿元和1.35亿元。

此外，公司还有2个瘦西湖管委会委托的代建项目，“双峰云栈”景点修复以及瘦西湖安置区四期，预计总投资共8.90亿元。

总体来看，公司未来三年每年的建设资金需求大约为13.45亿元、10.24亿元和5.44亿元，投资规模大，存在一定资金压力。

表7 未来五年公司主要投资项目（单位：万元）

项目名称	总投资	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年及以后
主要在建项目					
柏联精品酒店	169292	50000	30000	30000	59292.9
万花园花艺会所	11000	5000	3000	2812.39	
拟建项目					
笔架山地块综合整治	79500	31800	15900	13548.18	
万芳园地热开发施工	40000	20000	18939.68		
自建项目小计	300500	106800	67839.68	46360.57	59292.9
代建项目					
“双峰云栈”景点复建	10000	4000	3000	2989.31	
瘦西湖安置区四期	79000	23700	31600	5089.55	
代建项目小计	89000	27700	34600	8078.86	
合计	389500	134500	102439.68	54439.43	59292.9

资料来源：公司提供

8. 经营效率

跟踪期内，公司经营效率有所好转。2013 年销售债权周转次数为1.87次，存货周转次数，为0.52次，均较2012年有所提升，但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分别为0.13次、0.08次和0.12次。总体看，公司经营效率偏低。

八、募集资金使用情况

截至本报告出具之日，公司存续期内共有 2 支债券，分别为 2014 年 4 月发行的 3 亿元短期融资券和 2014 年 5 月发行的 5 亿元中期票据，均用于偿还银行贷款和补充营运资金。截至 2014 年 6 月底，3 亿元短期融资券已全部用于

偿还子公司扬州古建贷款；5 亿元中期票据其中 4.4 亿元已用于置换公司本部银行贷款，剩余 0.6 亿元计划于 2014 年 7 月底用于偿还银行贷款。

九、财务分析

公司提供的2011~2013年度三年连审财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留意见的审计结论；公司提供的2014年一季度财务数据未经审计。从合并范围来看，2013年公司新增合并范围内子公司2家，扬州瘦西湖旅游资产管理有限公司和扬州运河名城旅游发展有限公司，均为公司新设立的全资子公司，财务数据可比性强。以下财务分析主要以跟踪期内2013年财务数据为主。

截至2013年底，公司合并资产总额126.67亿元；所有者权益合计53.57亿元；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3月底，公司合并资产总额129.67亿元，所有者权益合计53.63亿元；2014年1~3月，公司实现营业收入1.83亿元，利润总额0.07亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅增长，2013年实现收入13.89亿元，较2012年增长67.14%，主要是由于当年旅游工程施工和房地产开发结算的收入均增加较多。营业成本方面，由于2013年公司房地产业务对应结转的成本较为集中，营业成本同比增长83.65%，大于收入增幅。

盈利能力指标方面，受房地产板块毛利率较低的影响，公司2013年营业利润率下降较多，为16.25%，同步下降7.75个百分点。随着资产及权益的增长，总资本收益率及净资产收益率有所下降，2013年分别为1.51%和3.02%。

2012~2013年，公司期间费用率分别为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。

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，但持续性不强。

2012年和2013年，公司利润总额分别为1.72亿元和2.09亿元，2013年主要是得益于政府补贴的增加，但实际经营业务盈利能力实际有所下滑。

2014年1~3月，公司实现营业收入1.83亿元，占2013年全年收入的13.16%，旅游工程施工及古典园林施工一季度确认收入的减少使得整体收入水平受到一定影响。2014年一季度公司营业利润率进一步下滑至14.39%，一季度公司实现利润总额0.07亿元。

总体看，跟踪期内公司收入大幅增长，收入结构及各板块毛利率的变化一定程度上影响

了利润规模的增长及整体盈利能力，公司期间费用控制能力较强，主营业务盈利能力下滑明显，政府补贴非经常性损益对公司利润有一定影响。

2. 现金流及保障

2013年，公司经营活动现金流入25.75亿元，由于政府回款的安排，销售商品、提供劳务收到的现金大幅上涨至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及其他往来款项。2013年，由于工程施工支出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略有下滑，为1.77亿元。2012年和2013年，公司现金收入比分别为135.98%和103.16%，主要是因为跟踪期内政府财政拨款情况较好，剩余的应收款项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，跟踪期内公司基本无投资活动现金流入；随着对在建项目的持续投入，2012及2013年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金规模较大，2012~2013年投资活动产生的现金流净额分别为-6.52亿元和-8.68亿元。

筹资活动现金流方面，2013年公司加大筹资力度，借款规模大幅提升，筹资活动现金流入规模为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，当年偿付利息所支付的现金也大幅增加，达到4.46亿元。2012~2013年公司筹资活动产生的现金流净额分别为4.84亿元和10.11亿元。

2014年1~3月，公司经营活动现金流入量5.11亿元，现金流净额为-2.36亿元。2014年一季度现金收入比173.30%。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-0.51亿元和-5.26亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流规模持续扩大，由于政府回款到位情况较好，收入实现质量有所改善；随着建设项目的增加，

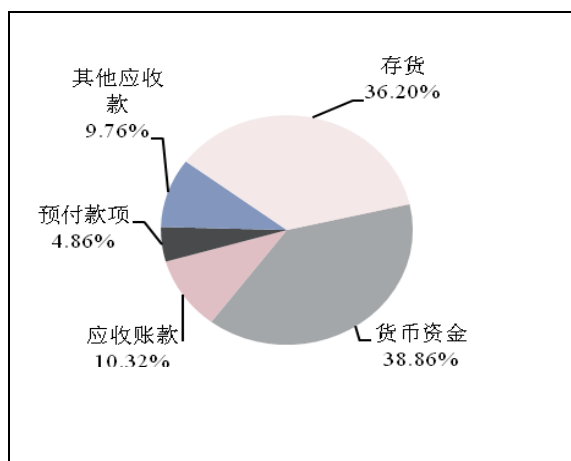
资本支出仍然保持一定规模；近年来公司筹资力度有所增加，债务负担进一步加重。总体看，未来随着公司投资规模的扩大，公司对外筹资压力有可能进一步加大。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产合计 126.67 亿元，同比增长 15.84%，主要来自货币资金的增加。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。

图 3 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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。

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。

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。

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。

2013 年公司其他应收款规模持续扩大，截至年底账面余额为 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 5 名

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区管理委员会	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	51164.73	86.87%

资料来源：公司提供

公司存货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%。整体看，公司存货风险较小。

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【2012】62 号），公司评估土地总面积为 955761.23 平方米，截至 2013 年底，账面价值为 51.91 亿元，和上年相比下降 4.70%，主要由于公允价值的变动引起。资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 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：扬州市统计局、公司提供

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 129.67 亿元，较 2013 年底增长 2.37%，流动资产比重为 47.93%，资产结构变动不大。随着预付工程及材料款项的增加，2014 年 3 月底公司预付款项较 2013 年底增长 26.78%；公司其他应收款较 2013 年底增长 87.59%，截至 2014 年 3 月底达到 11.05 亿元，主要欠款方仍为瘦西湖风景名胜管委会。非流动资产方面，截至 2014 年 3 月底，在建工程 9.88 亿元，较 2013 年底增长 13.88%，系对原有在建工程的持续投入。

总体看，公司资产结构呈现平稳状态，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；非流动资产中投资性房地产占比大。公司整体资产质量一般。

负债及所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 53.57 亿元，同比增长 2.44%，主要系未分配利润增加所致。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 3 月底，公司所有者权益合计 53.63 亿元，较 2013 年底变动不大，主要未分配利润的增长。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。

负债方面，随公司对外融资规模扩张，公司负债规模持续较快增长，2013 年公司负债合计为 73.10 亿元，同比增长 28.11%。其中，非流动负债占 48.42%，流动负债占 51.58%，流动负债的比重有所加大。

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%。

截至 2013 年底，公司短期借款 11.69 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。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。

截至 2013 年底，公司应付账款为 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%。

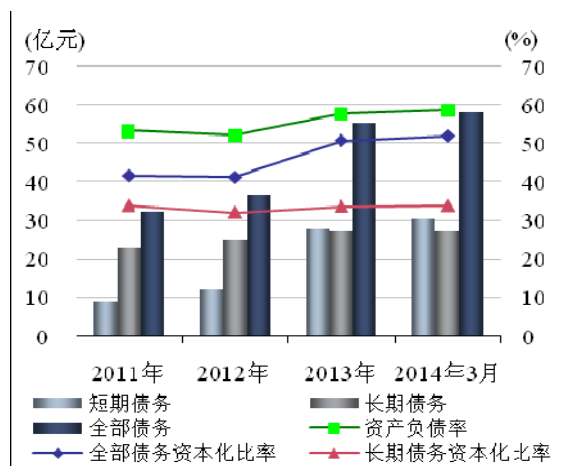
公司长期借款近年来规模逐渐扩大，截至 2013 年底为 27.28 亿元，同比增长 10.30%，全部为保证借款及抵押借款。

公司负债中有息负债占比较高，截至 2013 年底，公司全部债务规模 55.27 亿元，同比增长 50.32%，其中短期债务占比 50.65%，长期债务占比 49.35%，短期债务比重有较大幅度上升。2013 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整体呈现上升趋势，截至 2013 年底，上述指标分别为 57.71%、50.78%及 33.74%，分别较 2012 年底上升 5.53、9.50 和 1.63 个百分点。

截至 2014 年 3 月底，随着短期借款和应付票据的进一步增加（两项分别较 2013 年底增长 20.27%及 26.33%），公司流动负债较 2013 年底增长 9.78%，达到 41.39 亿元，流动负债比重进一步增长至 54.44%；非流动负债较 2013 年底变

动不大。截至 2014 年 3 月底，公司全部债务规模增加至 58.00 亿元，其中短期债务仍占比较高，为 52.63%。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 58.64%、51.96%及 33.88%。

图 4 2011~2014 年 3 月公司债务情况



资料来源：公司审计报告

总体看，负债结构中，流动负债与非流动负债趋于基本平衡，公司负债中有息债务占比较大，跟踪期内债务负担有所加重。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. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013 年底公司流动比率和速动比率分别为 160.04% 和 102.11%。截至 2014 年 3 月底，上述指标分别为 150.13% 和 94.52%，较上年底继续下降。2012 年~2013 年，公司经营现金流动负债比分别为 12.86% 和 4.70%，公司存在一定的短期债务压力，但跟踪期内瘦西湖管委会对代建项目的回款情况较好以及银行授信支持等因素，均有助于缓解公司短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2012 年~2013 年，公司 EBITDA 分别为 1.77 亿元和 2.33 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 1.01 倍和 0.52 倍（已考虑资本化利息）；全部债务/EBITDA 分别为 20.76 倍和 23.70 倍。考虑到瘦西湖管委会对景区内工程施工项目在资金方面的支持，公司整体债务

偿还能力尚可。

截至 2013 年底，公司已签订对外担保合同金额为 8.13 亿元，公司对外担保比例为 15.18%，或有负债风险不大。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得各商业银行授信额度 43.01 亿元，尚未使用额度 10.72 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

5. 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-201405160032761657），截至 2014 年 5 月 16 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。

6. 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。基于对公司经营风险和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿债能力

截至本跟踪报告出具日，公司存续期内债券基本信息见下表，

表 10 截至目前公司存续期内债券

名 称	本金 (亿元)	到期年份	还本方式
14 瘦西湖 MTN1	5	2017	到期一次性还本
14 瘦西湖 CP001	3	2015	到期一次性还本

资料来源：公司审计报告

针对一年以内到期的债券（“14 瘦西湖 CP001”），以 2013 年财务数据为基础，公司现金类资产（已剔除使用受限资金）、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对上述债券本金 3 亿元保护倍数分别为 4.34 倍、8.58 倍和 0.59 倍；截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产对上述债券保障倍数为 2.23 倍；公司现金类资产和经营活动现金流入量对一年内到期的债券保障能力较

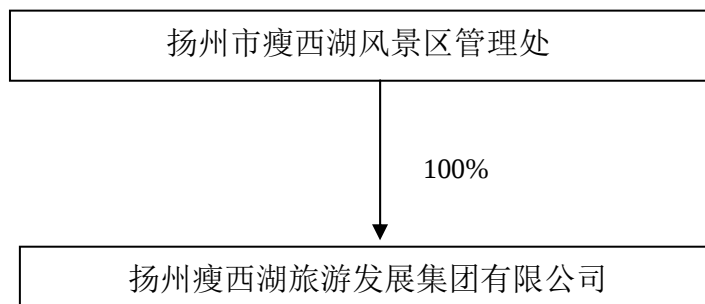
好。

2012~2013年，公司EBITDA对存续期内中长期债券（“14瘦西湖MTN1”）本金5亿元的覆盖倍数分别为0.35倍和0.47倍；2013年经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“14瘦西湖MTN1”的保护倍数分别为5.15倍和0.35倍，公司经营活动现金流入量对存续期内中长期债券的保障能力较强。考虑到未来随着景区的逐渐完善扩大，工程施工和旅游经营收入有望持续增长，对公司存续期债券保障能力不断提升，此外，公司债务主要是承担景区内旅游工程施工项目所致，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安全性较高。

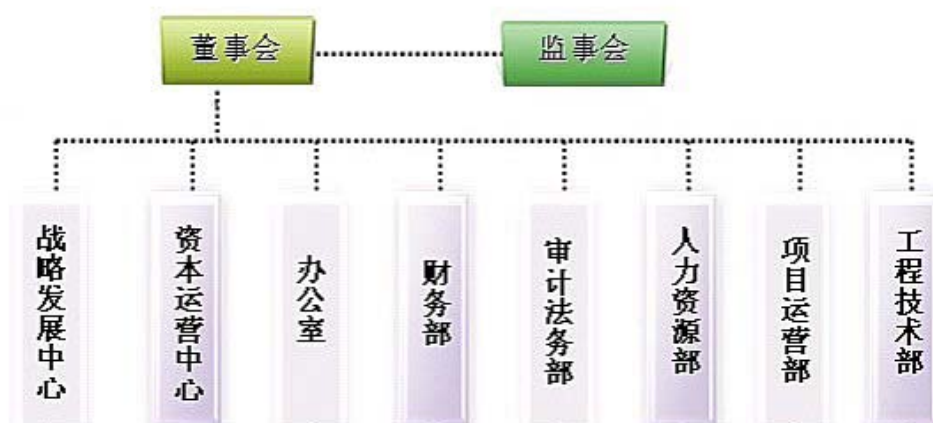
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“14瘦西湖MTN1”的信用等级为AA，并维持“14瘦西湖CP001”的信用等级为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 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.62	3.41	13.03	6.70
资产总额(亿元)	96.42	109.35	126.67	129.67
所有者权益(亿元)	45.06	52.29	53.57	53.63
短期债务(亿元)	9.13	12.04	28.00	30.53
长期债务(亿元)	23.12	24.73	27.28	27.48
全部债务(亿元)	32.25	36.77	55.27	58.00
营业收入(亿元)	10.92	8.31	13.89	1.83
利润总额(亿元)	5.91	1.72	2.09	0.07
EBITDA(亿元)	5.94	1.77	2.33	--
经营性净现金流(亿元)	3.17	3.09	1.77	-2.36
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)	0.36	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	173.30
营业利润率(%)	21.64	24.00	16.25	14.39
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	33.88
全部债务资本化比率(%)	41.71	41.28	50.78	51.96
资产负债率(%)	53.27	52.18	57.71	58.64
流动比率(%)	240.76	201.34	160.04	150.13
速动比率(%)	120.64	114.28	102.11	94.52
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	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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%
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 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期融资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。

级别设置	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