

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1263 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，并维持“14瘦西湖MTN001”和“15瘦西湖MTN001”AA的信用等级。

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一五年七月十六日

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

中期票据跟踪评级报告

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 MTN001	5 亿元	2014/5/12-2017/5/12	AA	AA
15 瘦西湖 MTN001	5 亿元	2015/6/26-2018/6/26	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 16 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	3.41	13.03	25.94	23.21
资产总额(亿元)	109.35	126.67	168.36	182.59
所有者权益(亿元)	52.29	53.57	60.04	60.83
短期债务(亿元)	12.04	28.00	37.00	39.05
全部债务(亿元)	36.77	55.27	90.95	96.69
营业收入(亿元)	8.31	13.89	16.47	5.30
利润总额(亿元)	1.72	2.09	1.24	0.80
EBITDA(亿元)	1.77	2.33	1.31	--
经营性净现金流(亿元)	3.09	1.77	-13.53	-3.63
营业利润率(%)	24.00	16.25	14.36	18.09
净资产收益率(%)	3.14	3.02	0.85	--
资产负债率(%)	52.18	57.71	64.34	66.68
全部债务资本化比率(%)	41.28	50.78	60.24	61.38
流动比率(%)	201.34	160.04	209.78	192.33
全部债务/EBITDA(倍)	20.76	23.70	69.42	--
经营现金流流动负债比(%)	12.86	4.70	-30.00	--

注：1、公司 2015 年一季度财务数据未经审计；

2、现金类资产已扣除受限货币资金；

3、其他流动负债为短期融资券，已计入短期债务核算。

分析师

刘珏轩 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

跟踪期内，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”）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，具有区域环境和区域行业地位等多方面的优势，持续获得政府在政策、项目资金拨付和财政补贴等多方面的支持，资产和收入规模持续增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司主营业务收入结构稳定性较差、盈利能力下降、债务规模快速增长、存在一定短期支付压力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。

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”）和扬州市政府对公司的资金、政策等支持为公司未来发展提供了有力的保障。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。

公司经营活动现金流入量对待偿还中期票据的保障能力尚可。

基于以上，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14 瘦西湖MTN001”和“15 瘦西湖MTN001”AA 的信用等级。

优势

1. 扬州市整体经济和旅游行业均呈现良好发展趋势，为公司经营发展提供了良好条件。
2. 跟踪期内，公司得到了扬州市财政局和瘦西湖管委会财政局项目回购资金、财政补贴等方面的持续支持。

3. 公司经营活动现金流入量对待偿还中期票据的保障能力尚可。

关注

1. 跟踪期内，公司收入结构稳定性较差，且非经常性损益对利润总额有较大影响，盈利能力有所下降，公司运营面临一定的不确定性。
2. 跟踪期内，公司已抵押资产规模仍较大，债务规模增长快且在建及拟建项目投资规模大，资金需求压力大。
3. 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、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中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

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”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2015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2015年3月底，公司本部设办公室、项目开发部、工程技术部、人力资源部、审计法务部、财务部、资本运营中心和发展事业部8个职能部门（详见附件1）；纳入合并范围子公司14家。

截至2014年底，公司（合并）资产总额为168.36亿元，所有者权益合计60.04亿元（含少数股东权益0.16亿元）；2014年公司实现营业收入16.47亿元，利润总额1.24亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额为182.59亿元，所有者权益合计60.83亿元（含少数股东权益0.16亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入5.30亿元，利润总额0.80亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在

实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基

准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。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 and 自然等条件具有较强的依赖性，属于典型的敏感型行业。

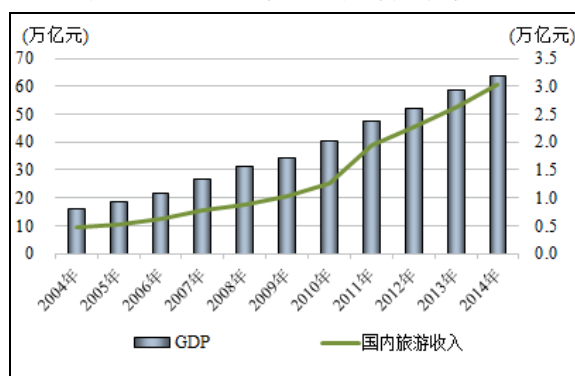
中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过 30 多年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

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。“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。2012年中国国内旅游市场保持较快发展，入境旅游市场基本持平，出境旅游市场继续快速增长；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；2014年，随着居民消费能力的提升以及城市化进程的持续加快，中国居民旅游潜力继续释放，国内旅游收入达到30312亿元，同比增长15.4%。2012~2014年，中国国内游客分别为29.6亿人次、32.6亿人次和36.1亿人次，同比分别增长12.1%、10.3%和10.7%，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 2004~2014年GDP与国内旅游收入



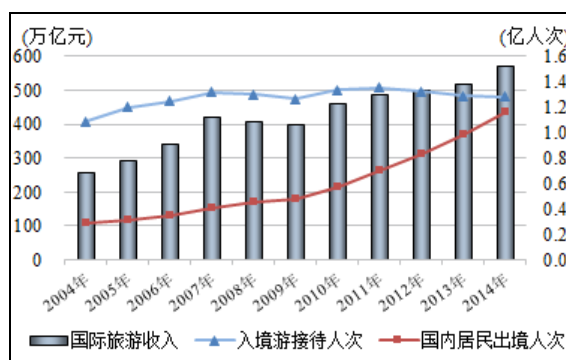
数据来源：国家旅游局和国家统计局

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 2004~2014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。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%；2014年，全国入境游客1.28亿人次，同比下降0.45%。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。2012~2014年，中国出境旅游总人数分别为0.83亿人次、0.98亿人次和1.17亿人次，分别同比增长18.6%、18.1%和18.7%。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，2014年中国旅游外汇收入为569亿美元，而居民出境花费预计将达到1550亿美元，旅游服务贸易逆差进一步扩大，预计达1000亿美元。

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。

2014年8月，国务院发布《关于促进旅游业改革发展的若干意见》（以下简称“意见”），部署进一步促进旅游业改革发展，提出到2020年，境内旅游总消费额达到5.5万亿元，城乡居民年人均出游4.5次，旅游业增加值占国内生产总值的比重超过5%。上述《意见》指出要深化旅游改革、推动区域旅游一体化、大力拓展入境旅游市场、积极发展休闲度假旅游、大力发展乡村旅游、创新文化旅游产品、积极开展研学旅行、大力发展老年旅游、扩大旅游购物消费、完善旅游交通服务、保障旅游安全、加强市场诚信建设、规范景区门票价格、切实落实职工带薪休假制度、加强旅游基础设施建设、加大财政金融扶持、优化土地利用政策等。中国旅游业正处于转型发展关键时期，上述《意见》是针对性更强、更细、更实的政策措施，有助于进一步激发旅游业发展的活力和潜力。

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2015年3月底中国共有约2700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。2012~2014 年，实现旅游总收入年均复

合增长 13.46%。2014 年扬州市全市旅游总收入 560.3 亿元，增长 17.7%；全年接待入境过夜游客 53539 人次，增长 12%；旅游外汇收入 4919.06 万美元，增长 12.6%；主要封闭式景区接待游客 811.82 万人次，增长 29.2%。全市拥有国家 A 级景区 36 家，其中 5A 级 1 家、4A 级 7 家、3A 级 14 家。

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，全国各地区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许多优惠政策，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。2014年全年，全国固定资产投资总额完成51.28万亿元，比上年增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资1.20万亿元，比上年增长33.9%；第二产业投资20.81万亿元，增长13.2%；第三产业投资28.19万亿元，增长16.8%。2014年全年房地产开发投资9.50万亿元，比上年增长10.5%，其中，住宅投资6.44万亿元，增长9.2%，办公楼投资0.56万亿元，增长21.3%；商业营业用房投资1.43万亿元，增长20.1%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房740万套，基本建成城镇保障性安居工程住房511万套。

截至2014年，中国城镇化率为54.77%，较上年提高1.04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。

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。2014年扬州市地方财政收入达到539.28亿元，同比增长7.62%；完成财政一般公共预算收入295.19亿元，同比增长13.9%。其中，税收收入242.22亿元，增长13.85%，税收收入占公共财政预算收入的比重达82.06%。

表2 2012~2014年扬州市财政收入构成情况
(单位: 亿元、%)

项目	2012年	2013年	2014年
地方财政收入	396.00	501.08	539.28
一般公共预算收入	225.00	259.26	295.19
一般公共预算收入占地方	56.81	51.74	40.62

财政收入比重			
税收收入	180.61	212.75	242.22
税收收入占一般公共预算收入比重	80.27	82.06	82.06

资料来源：扬州市统计局、公司提供

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2014年底，扬州市本级地方债务余额369.41亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为88.80%。总体看，扬州市本级地方政府债务负担重。

表3 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（2014年度）	金额	地方债务（截至2014年12月底）	金额
（一）地方一般公共预算收入	2075534	（一）直接债务余额	3491216
1. 税收收入	1692492	1. 外国政府贷款	
2. 非税收入	383042	2. 国际金融组织贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	528936	3. 国债转贷资金	4611
1. 一般性转移支付收入	142113	4. 农业综合开发借款	45100
2. 专项转移支付收入	252912	5. 解决地方金融风险专项借款	
3. 税收返还收入	133911	6. 国内金融机构借款	2139335
（三）国有土地使用权出让收入	1471134	7. 债券融资	458500
1. 国有土地使用权出让金	1424269	8. 粮食企业亏损挂账	
2. 国有土地收益基金	35398	9. 向单位、个人借款	271943
3. 农业土地开发资金	4286	10. 拖欠工资和工程款	92740
4. 新增建设用地有偿使用费	7181	11. 其他	478987
（四）预算外财政专户收入	84545	（二）担保债务余额	405852
		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	224251
		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	8100
		6. 其他	83501
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	4160149	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	3694142
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	88.80%		

资料来源：扬州市财政局

总体来看，扬州经济持续快速增长、居民收入水平快速提升、地方财政收入稳定增长，扬州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，2014年扩容后景区一般公共预算收入（全口径）4.17亿元，其中税收收入4.12亿元；一般公共预算收入（地方级）2.97亿元，其中税收收入2.92亿元。

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。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予公司较大支持力度，为公司经营发展提供良好支撑。

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-瘦西湖风景名胜区内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。

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》，公司 2013~2014 年共应收到代建回款 4.98 亿元。2012~2014 年，公司分别收到管委会和市财政通过管委会支付的合计回购资金 5.04 亿元、2.50 亿元和 5.00 亿元，计入“销售商品、提供劳务收到的现金”，整体回款情况较好。根据瘦西湖管委会《关于支付扬州瘦西湖旅游发展集团有限

公司 5 亿元款项的说明》，瘦西湖管委会于 2013 年支付公司的 5 亿元（支票号：11674051）为代扬州市财政局支付给公司的委托代建项目工程款；根据公司提供的《关于瘦西湖管委会 2013 年拨付项目回购款项的说明》，由于已竣工项目决算未出，只将上述款项中 2.5 亿元计入 2013 年回购款，剩余 2.5 亿元计入 2014 年回购款的预付；故公司 2014 年的 5.00 亿元回购款中 2.50 亿元来自于扬州市财政局，2.50 亿元来自于瘦西湖管委会。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。

2014 年，根据管委会财政审计局《关于“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司对豁免债务进行账务处理的请示”的批复》，管委会根据市政府关于加大对蜀冈-瘦西湖景区政策扶持的意见豁免景区欠市财政的 7 亿元债务及利息，其中 0.16 亿元作为财政贴息收入，6.84 亿元计入公司“资本公积”。

财政补贴

根据扬州市委《加快蜀冈-瘦西湖风景名胜区内建设专题会议纪要》（【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，2014年公司收到7100万元财政贴息计入营业外收入。另外，公司还收到旅游发展补贴、税费补贴收入、文化产业发展专项资金等政府补助，2014年公司计入“营业外收入”的政府补助1.80亿元。

跟踪期内，公司在政策支持、项目资金拨付和财政补贴方面得到扬州市政府和瘦西湖管委会的大力支持；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。

六、管理分析

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 2015 年 3 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副总经理、扬州瘦西湖旅游发展集团总经理助理，2014年7月起担任公司副总经理。

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、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。2014 年公司实现主营业务收入 16.42 亿元，同比增长 31.05%，主要来自旅游工程施工业务的增长。从收入构成来看，2014 年公司古典园林施工业务、旅游工程施工业务和旅游经营开发对收入的贡献均有上升，分别占主营业务收入 18.49%、60.01%和 19.02%，房地产业务收 2014 年房地产市场低迷

影响，收入规模大幅下降，对主营业务收入的贡献则有所下降，占比 2.14%，园林设计对主

营业务收入贡献始终保持较低水平。

表 4 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	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	98540.12	60.01	16.67	38830.97	73.85	16.67
旅游经营	22001.41	26.63	32.40	24459.18	19.52	26.33	31227.04	19.02	22.00	7073.57	13.45	33.28
古典园林施工	27536.11	33.33	10.88	31793.41	25.37	8.10	30356.80	18.49	8.95	5159.30	9.81	13.43
园林设计	251.64	0.30	56.27	347.86	0.28	56.73	583.49	0.36	18.14	353.36	0.67	48.33
房地产开发	15616.39	18.90	59.93	35508.31	28.34	8.81	3510.95	2.14	56.58	1167.57	2.22	15.00
合计	82621.99	100.00	27.00	125297.93	100.00	14.26	164218.41	100.00	17.11	52584.77	100.00	18.76

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逐年稳步上升，2014 年该板块毛利率 16.67%；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 2013~2014 年由于景区维修及市场推广优惠政策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%，2014 年毛利率大幅上升至 56.58%，因市政规划将现有土地面积减少，但相应成本公司在以前年度已确认所致；2013~2014 年公司古典园林施工毛利率相对稳定，但较 2012 年出现轻微下滑。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%，同比下降 12.75 个百分点；2014 年公司主营业务毛利率为 17.11%，同比上升 2.85 个百分点，主要因房地产开发业务贡献率下降所致。

2015 年 1~3 月公司实现主营业务收入 5.26 亿元，占 2014 年全年的 32.03%。毛利率方面，旅游工程施工业务板块毛利率水平较 2014 年变化不大，旅游经营、古典园林施工和园林

设计业务板块毛利率水平较 2014 年均有所提升；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，2015 年一季度毛利率为 15.00%；公司主营业务毛利率 18.76%，较 2014 年水平略有增长。

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。

2012~2014 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；2013~2014 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，2013~2014 年该板块实现收入分别为 3.32 亿元和 9.85 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。2015 年 1~3 月，公司旅

游工程施工板块确认收入 3.88 亿元，毛利率为 16.67%。

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 2014 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。

2012~2014 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 5.85 亿元、7.90 亿元和 6.20 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 3.39 亿元、2.07 亿元和 5.40 亿元；当年实际回收款项分别为 5.04 亿元、5.50 亿元（含 3 亿元财政借款）和 5.00 亿元。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 31 个代建工程项目，其中已竣工的项目有 26 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 2015 年 3 月底，公司主要在建项目有瘦西湖新苑安置房四期和双峰云栈项目等，已完成投资 5.04 亿元，未来仍需投资 9.60 亿元。

表5 截至2015年3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	
瘦西湖新苑安置房四期	79000.00	44481.49	23700.00	55300.00	2018.12
双峰云栈	55000.00	5956.98	16500.00	38500.00	2017.12

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	
合计	146378.00	50438.47	43900.00	102478.00	--

资料来源：公司提供

截至 2015 年 3 月底，公司尚未完成回购代建项目金额 15.52 亿元，预计 2019 年回笼完毕。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、柴油机厂 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-瘦西湖风景名胜区政府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 5.89 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。

2012~2014 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；毛利率逐年下降，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 32.40%、26.33% 和 22.00%。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；门票的调整对该板块盈利能力的提升作出较大贡献。2014 年，公司旅游经营板块收入 3.12 亿元，毛利率 22.00%，较 2013 年下滑 4.33 个百分点，主要系园区维修等成本增加、公司为推广瘦西湖旅游品牌，针对华东地区推出精品线路旅游促销优惠，折扣力度较大所致。

表 6 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月瘦西湖风景区经营数据

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
进入景区人数（万人次）	365	280	361	60
营业收入（万元）	21572.59	24222.00	23860.4	5310.91
其中：门票收入（万元）	14510.67	17304.00	19803.1	4329.79
门票价格（瘦西湖公园）	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	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；2014 年实现收入 3.12 亿元，其中门票收入 1.98 亿元，占旅游业务收入的 83%。2012~2014 年，瘦西湖风景区（含宋夹城遗址公园和世界动物之窗）接待游客数量波动下降，分别为 365 万人次、280 万人次和 361 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。2015 年 1~3 月，瘦西湖风景区接待游客 60 万人次。

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。

2012~2014 年，受益于承接工程量不断上升，三年共完成施工项目 29 个，公司古典园林施工业务收入呈波动增长趋势；2014 年为 3.04 亿元，同比增长 8.95%。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，2012~2014 年分别为 10.88%、8.10%和 8.95%。

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，建成多项境内外项目，并获得德国国际园林博览会“国际金奖”等奖项。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2015年3月底，扬州古建在手合同共8个，合同金额共274.00万元；已完工但尚未收回全部工程款的项目49个，合同金额共10377.00万元，已收到工程款6422.00万元。

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。2014年公司园林设计业务实现收入583.49万元，毛利率为18.14%。

目前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%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。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年该项目完成销售面积0.47万平方米，实现销售收入0.35亿元。2015年1~3月，公司实现房地产销售收入

1167.57万元。

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，造成房地产板块毛利率波动较大，2012~2014年分别为59.93%、8.81%和56.58%。

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。

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	2014年当年销售收入	截至2015年3月底销售总额	截至2015年3月底销售进度
瘦西湖休闲文化广场	商业	扬州	48400	52954	--	26176.26	100%
瘦西湖新苑三期A、B地块	住宅、商业	扬州	20869	64438	3510.95	29605.03	78%
新苑广场	商业	扬州	17729	20388	--	--	--
合计	--	--	86998	137780	3510.95	55781.29	--

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。

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。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2015年3月底共完成投资0.57亿元，后续资金还需要投入约19.73亿元。

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。

八、募集资金使用情况

公司于2014年5月发行了额度为5亿元的中期票据“14瘦西湖MTN001”并于2015年6月发行了额度为5亿元的中期票据“15瘦西湖MTN001”，均用于偿还银行贷款和补充营运资金。截至本报告出具之日，公司“14瘦西湖MTN001”募集资金已全部用于偿还银行贷款；“15瘦西湖MTN001”募集资金已全部用于偿还银行贷款。

九、财务分析

公司提供的 2011~2013 年度三年连审财务报表经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见；公司提供的 2014 年财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见；公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。公司 2012 年纳入合并范围的公司增加 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）；2014 年，公司通过收购将扬州瘦西湖酒店有限公司（持股比例 100%，注册资本 4000 万元）纳入合并范围，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 168.36 亿元，所有者权益合计 60.04 亿元（含少数股东权益 0.16 亿元）；2014 年公司实现营业收入 16.47 亿元，利润总额 1.24 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 182.59 亿元，所有者权益合计 60.83 亿元（含少数股东权益 0.16 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 5.30 亿元，利润总额 0.80 亿元。

1. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入及成本快速增长，分别实现营业收入 8.31 亿元、13.89 亿元和 16.47 亿元；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；2014 年，公司旅游工程施工、旅游经营收入增长较快，房地产开发收入有所减少，营业收入同比增长 18.63%。2012~2014 年，营

业成本随营业收入的增长而增长，三年年均复合增长 50.15%。

2012~2014 年，公司期间费用率分别为 4.94%、4.97%和 4.04%，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。2014 年，公司资产减值损失 0.65 亿元，主要系公司收购扬州瘦西湖酒店有限公司而计提的商誉减值损失。

非经常性损益方面，2012~2014 年，公司公允价值变动收益分别为 0.14 亿元、0.20 亿元和 -1.44 亿元，主要为投资性房地产的评估导致的公允价值变动；2014 年，公司投资收益 -0.16 亿元，其中长期股权投资收益 -78.11 万元，公司收购扬州瘦西湖酒店产生的投资收益 -0.22 亿元，理财产品投资收益 0.07 亿元；营业外收入 1.80 亿元，主要是收到的政府补助，主要包括财政贴息 0.71 亿元和旅游发展补贴 1.00 亿元等。

2012~2014 年，公司利润总额分别为 1.72 亿元、2.09 亿元和 1.24 亿元，2014 年利润水平有所下降主要是非经常损益所致。

盈利能力指标方面，公司近三年营业利润率持续下降，2012~2014 年分别为 24.00%、16.25%和 14.36%，2013 年下降系房地产业务毛利波动所致，2014 年下降系旅游经营业务毛利率下降和 2013 年其他业务收入中土地使用权公允价值增值不具可持续性所致。随着资产及权益的较快增长以及非经常损益的变动，总资产收益率及净资产收益率逐年下降，三年平均值分别为 1.00%及 1.96%，2014 年分别为 0.34%及 0.85%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.30 亿元，占 2014 年全年收入的 32.19%；营业利润率 18.09%；2015 年 1~3 月公司实现利润总额 0.80 亿元，占 2014 年全年水平的 64.41%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模持续增长，受各业务板块收入结构及毛利率变化的影响，毛利率水平持续下降；同时，非经常性损

益对公司利润有较大影响，公司整体盈利能力有所下降。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2012~2014 年，经营活动现金流入不断下降，年均下降 10.30%，2014 年经营活动现金流入 20.97 亿元，同比减少 18.56%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 15.42 亿元，同比增长 7.66%，收到与其他活动有关现金 5.55 亿元，同比下降 51.45%，主要系通过瘦西湖风景区管理处借款不再计入此科目所致。由于近年成本支出规模的扩大，公司经营活动现金流出快速增长，三年年均复合增长 22.54%，2014 年为 34.49 亿元。2014 年公司购买商品、接受劳务支付的现金 31.34 亿元，同比增长 187.05%；支付其他与经营活动有关的现金 2.60 亿元，同比大幅下降主要系偿还通过瘦西湖风景区管理处借款的现金不再计入此科目所致。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 135.98%、103.16%和 93.62%；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。2012~2014 年，公司现金活动产生的现金净额分别为 3.09 亿元、1.77 亿元和 -13.52 亿元。

投资活动现金流方面，公司 2012~2013 年投资活动现金流入规模较小，2014 年投资活动现金流入 8.67 亿元，其中收回投资收到的现金 8.60 亿元，主要系公司收回的短期理财产品。随着对在建项目（公司自建项目）的持续投入，2012~2014 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金规模较大，2014 年为 10.34 亿元；2014 年公司投资支付的现金 15.32 亿元，主要系投资短期理财产品、长期股权投资支付的现金。

筹资活动现金流方面，随着政府资本金的

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 145.32%，2014 年为 100.42 亿元，其中吸收投资收到的现金 6.84 亿元，主要系豁免债务的返还，取得借款和发行债券收到的现金 91.23 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 2.35 亿元，主要系通过瘦西湖风景区管理处所借款项。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，2014 年偿付利息支付的现金达 5.00 亿元；2012~2014 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、2.52 亿元和 3.15 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 4.84 亿元、10.11 亿元和 34.46 亿元。

2015 年 1~3 月，公司现金收入比为 116.07%，且随着公司代建项目的不断投入和集团的管理费用、销售费用、以及与子公司的往来款的增加，公司经营活动现金流净额为净流出 3.63 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 -3.15 亿元和 4.06 亿元，投资规模和融资规模均较上年同期有所上升。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流出规模较大，经营活动净现金流由正转负；随着建设项目的增加，资本支出规模有所增长；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。

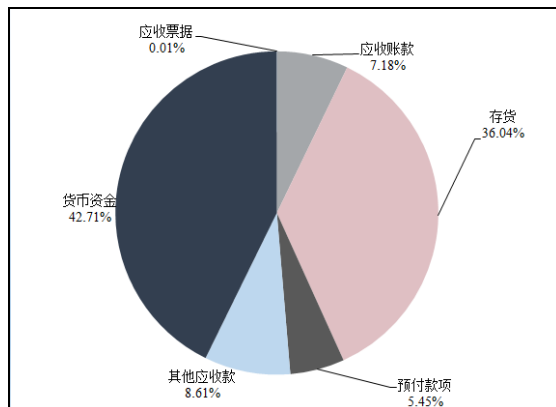
3. 资本及债务结构 资产

2012~2014 年，公司资产年均增长 24.08%，增长主要来源于货币资金、存货和在建工程。截至 2014 年底，公司资产（合并）总计 168.36 亿元，其中流动资产占 56.18%，非流动资产占 43.82%。公司资产构成以流动资产为主。

2012~2014 年，公司流动资产年均增长 39.80%，截至 2014 年底，公司流动资产合计

94.58 亿元,同比增长 56.73%,主要是由于 2014 年公司加大筹资力度账面存留货币资金大幅增长和存货中旅游工程规模扩大所致。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 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金年均增长 87.54%，截至 2014 年底，公司货币资金 40.39 亿元，同比大幅增加 72.25%，主要系公司当年取得借款较多。货币资金中银行存款 15.52 亿元，其他货币资金 24.87 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、质押贷款及贷款利息保证金、定期存款和银行理财产品。

2012~2014 年，公司应收账款规模波动中有所下降，年均下降 10.56%，截至 2014 年底，公司应收账款余额 6.79 亿元，较 2013 年底增长 9.05%，主要系为扬州市蜀冈-瘦西湖风景区名胜区管委会应收委托代建款（5.89 亿元）。从账龄来看，1 年以内款项占比 56.52%，1~2 年的占比 42.33%，账龄结构较好，且欠款人为政府机关，应收账款风险较小。公司未对应收政府委托代建款计提坏账准备，截至 2014 年底，公司对应收账款计提坏账准备 61.21 万元。

2012~2014 年，预付款项快速增长，截至 2014 年底，公司预付款项 5.15 亿元，较上年增长 75.66%，主要系预付工程款的增长，公司预付款项中账龄 1 年以内的款项占比 62.04%，1~2 年的占比 18.56%，2~3 年的占比 7.69%，3 年以上的占比 11.71%。截至 2014 年底，预付账

款欠款单位主要为扬州市维扬区人民政府瘦西湖街道办事处、扬州市经济适用房住房发展中心、扬州广源集团有限公司等。

2012~2014 年，公司其他应收款快速增长，年均增长 34.65%，2014 年底其他应收款余额 8.14 亿元，较上年底增长 38.28%，其中 1 年以内款项占比 63.23%，1~3 年款项占比 34.80%，3 年以上款项占比 1.97%；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 2014 年底，公司共对其他应收款计提坏账准备 728.00 万元。

表 8 截至 2014 年底公司其他应收款前五名

(单位：万元、%)

欠款单位	金额	占比	性质
扬州市瘦西湖风景区管理处	37749.68	45.94	往来款
中信泰富瘦西湖房地产扬州有限公司	11094.00	13.50	往来款
扬州瘦西湖酒店有限公司	9188.65	11.18	往来款
蜀冈-瘦西湖风景名胜管理 委员会基金户	7001.78	8.52	往来款
扬州瘦西湖风景名胜管理 委员会	5000.00	6.09	往来款
合计	70034.11	85.23	

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货快速增长，主要为旅游工程施工（未结算的施工项目），截至 2014 年底为 34.09 亿元，较 2013 年底增长 56.04%；其中，旅游工程施工占 80.91%，库存商品占 19.04%（包括瘦西湖新苑四期项目、扬菱路景观提升工程、宋夹城考古遗址公园、唐子城综合保护和世界动物之窗项目等）。整体看，公司存货跌价风险较小，但其变现性受政府结算时间影响，流动性一般。

2012~2014 年，公司非流动资产持续增长，年均增长 10.01%，截至 2014 年底，公司非流动资产 73.78 亿元，较 2013 年底增长 11.24%，增长主要来源于在建工程。公司非流动资产构成主要以投资性房地产和在建工程为主。

2012~2014 年，公司投资性房地产有所波

动，截至 2014 年底投资性房地产 54.66 亿元，较 2013 年底增长 5.31%。2014 年公司将所持有的瘦西湖文化休闲广场项目销售给其全资子公司扬州瘦西湖旅游发展资产管理有限公司（以下简称“资产管理公司”），并计划由资产管理公司对外出租该项目房产，故从合并口径看，该项目资产由固定资产转为投资性房地产，并以公允价值进行后续计量，瘦西湖文化休闲广场原作为固定资产计量账面价值为 5.31 亿元，现作为投资性房地产计量按公允价值 2.53 亿元入账，两者差额 2.78 亿元，其中 1.11 亿元减少当期其他综合收益，1.67 亿元计入当期公允价值变动损益。截至 2014 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【2015】第 18 号），账面价值为 52.13 亿元；房屋及建筑物经由江苏富华资产评估有限公司进行评估（苏富评报字【2015】第 19 号），账面价值 2.53 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；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。

2012~2014 年，随着公司对在建工程建设的不断投入，公司在建工程年均增长 67.02%，截至 2014 年底，公司在建工程 17.05 亿元，较 2013 年底增长 94.46%，主要来自对瘦西湖隧道周边景观和景区道路的维护投入以及笔架山温泉、傍花村温泉度假村的建设投入，年末在建工程中主要包括瘦西湖隧道周边景观维护、傍花村温泉度假村项目及笔架山温泉项目。

表 9 截至 2014 年底公司主要在建工程
(单位: 万元)

项目	2014 年底余额
瘦西湖隧道周边景观维护	43632.06
傍花村温泉度假村项目	28056.45
笔架山温泉	27055.96
傍花村一期	20291.06
傍花村二期	13542.49

资料来源：审计报告

2012~2014 年，公司固定资产波动增长，

年均复合增长 40.06%，截至 2014 年底，公司固定资产账面价值 0.28 亿元，较 2013 年底下降 94.78%。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，2014 年，公司将休闲广场项目用于出租，转入投资性房地产，故固定资产大幅下降。截至 2014 年底，公司固定资产构成以房屋建筑物（账面价值 0.14 亿元）、通用设备（账面价值 0.05 亿元）和办公及电子设备（账面价值 0.03 亿元）等为主，累计计提折旧和减值准备 0.25 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 182.59 亿元，较 2014 年底增长 8.45%，流动资产比重为 57.75%，较 2014 年底有所提高。流动资产方面，公司预付款项 7.39 亿元，较 2014 年增长 43.51%，主要是预付瘦西湖街道办事处工程款等；公司其他应收款较 2014 年底增长 53.03%，2015 年 3 月底达到 12.46 亿元，主要是瘦西湖风景区管理处的往来款项；存货较 2014 年底增长 5.12 亿元，主要系公司代建及回购项目的投入增加。非流动资产方面，公司在建工程 20.10 亿元，较 2014 年底增长 17.92%，系对原有在建工程的持续投入；无形资产较 2014 年底增长 100.92%，主要系子公司九龙湖旅游发展有限公司通过招拍挂购买的土地使用权。

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。

负债及所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益有所增长，年均增长 7.15%，主要由实收资本、其他综合收益、资本公积及未分配利润构成。2012 年，公司股东为扬州市瘦西湖风景区管理处公司增

资 5.00 亿元,截至 2014 年底公司实收资本 20.00 亿元。

2012~2014 年,公司资本公积年均复合下降 35.59%,2013 年资本公积减少 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;2014 年,公司资本公积较 2013 年底减少 12.74 亿元,其中公司根据最新修订的会计准则将投资性房地产增值 19.58 亿元计入其他综合收益,根据管委会财政审计局《关于“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司对豁免债务进行账务处理的请示”的批复》,管委会根据市政府关于加大对蜀冈-瘦西湖景区政策扶持的意见豁免景区欠市财政的 7 亿元债务及利息,其中 0.16 亿元作为财政贴息收入,6.84 亿元计入公司“资本公积”;截至 2014 年底,公司资本公积 9.27 亿元。公司未分配利润随着公司经营积累不断增长,2014 年底为 10.67 亿元,同比增长 3.65%。

从构成来看,截至 2014 年底,公司所有者权益以实收资本和其他综合收益为主,分别占全部所有者权益的 33.31%和 31.13%,未分配利润占 17.77%,资本公积占 15.44%,盈余公积和其他综合收益占比较低,占比分别为 2.08%和 0.27%。

截至 2015 年 3 月底,公司所有者权益合计 60.83 亿元,较 2014 年底增长 1.32%,主要是未分配利润的增长所致。所有者权益构成与期初相比变化不大,仍以实收资本和其他综合收益为主。跟踪期内,公司所有者权益稳定性较好。

2012~2014 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,公司负债规模快速增长,公司负债年均增长 37.78%;2014 年底公司负债合计为 108.32 亿元,同比增长 48.19%,其中流动负债占比 41.62%,非流动负债占比 58.38%。

截至 2014 年底,公司流动负债 45.09 亿元,同比增长 19.57%,主要来源于应付票据和其他

流动负债,截至 2014 年底公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、一年内到期非流动负债和其他流动负债构成,占流动负债的比重分别为 28.12%、28.43%、14.42%和 11.09%。

2012~2014 年,公司短期借款快速增长,年均复合增长 75.44%,截至 2014 年底公司短期借款余额 12.68 亿元,同比增长 8.41%,其中抵押借款 7.05 亿元,抵押物为土地使用权,保证借款 3.63 亿元,质押借款 2.00 亿元,质押物为银行定期存单和银行定存保证金。

2012~2014 年,公司应付票据年均增长 27.23%,截至 2014 年底,公司应付票据 12.82 亿元,同比增长 24.59%,全部为银行承兑汇票。

近三年应付账款快速下降,年均复合下降 22.25%,2014 年底为 3.98 亿元,同比下降 30.61%,主要是未结算工程款,其中 1 年内款项占比 13.72%,1~2 年的占 35.73%,2 年以上的占比 50.55%。

截至 2014 年底,公司一年内到期非流动负债 6.50 亿元,同比增加 8.15%,主要为一年内到期长期借款;其他流动负债 5.00 亿元,为短期融资券,已计入短期债务和全部债务核算。

2012~2014 年,公司非流动负债快速增长,年均复合增长 38.38%,截至 2014 年底,公司非流动负债 63.24 亿元,较 2013 年底增长 78.67%,增长主要来源于长期借款、应付债券和专项应付款。

2012~2014 年,公司长期借款年均增幅 25.50%,2014 年底为 38.95 亿元,同比增长 42.79%,主要为抵押借款及保证借款,抵押物主要为土地使用权和房屋所有权证。

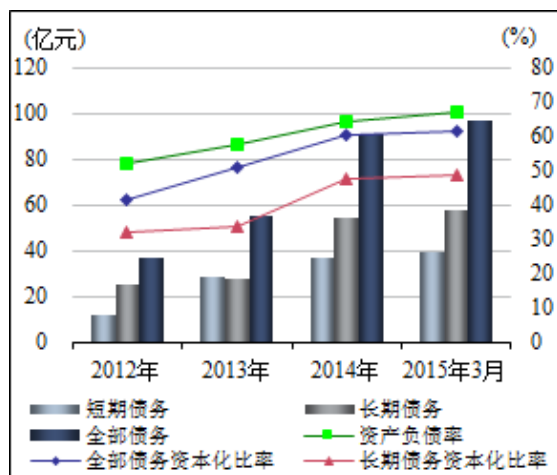
截至 2014 年底,公司应付债券 15.00 亿元,其中“14 瘦西湖债”10.00 亿元,“14 瘦西湖 MTN001”5.00 亿元;公司专项应付款 2.06 亿元,主要为市财政土地出让金返还款。

截至 2015 年 3 月底,公司流动负债较 2014 年底增长 21.61%,为 54.83 亿元,流动负债比重上升至 45.03%;其中,应付票据 21.04 亿元,

较 2014 年底增长 64.12%；预收款项 1.33 亿元，较 2014 年底增长 298.41%，主要系预收管委会土地返还款；其他应付款较 2014 年末增长 7.13 亿元，主要是尚未抵消的单位内部往来款；一年内到期非流动负债较 2014 年底减少 6.50 亿元系长期借款到期偿还所致。随着长期借款（较 2014 年底增加 9.48%），非流动负债 2015 年 3 月底上升至 66.93 亿元，较 2014 年底增长 5.84%，非流动负债比重上升至 54.97%。

2012~2014 年，公司全部债务规模快速增长，分别为 36.77 亿元、55.27 亿元和 90.95 亿元，2014 年底公司全部债务中长期债务占全部债务的 59.32%，其占比波动下降；近三年公司长期债务资本化率、全部债务资本化比率和资产负债率逐年上升，三年均值分别为 40.21%、53.61%和 59.92%，2014 年底值分别为 47.33%、60.24%和 64.34%。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务规模增加至 96.69 亿元，其中长期债务占比进一步上升至 59.61%。长期债务资本化比率、全部债务资本化比率及资产负债率分别为 48.65%、61.38%及 66.68%。

图 4 2012~2015 年 3 月公司债务情况



资料来源：联合资信根据公司提供财务数据整理

跟踪期内，公司有息债务尤其是短期债务规模快速增长，债务结构有待改善，公司债务负担有所加重，存在一定短期支付压力。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

从短期偿债能力指标看，公司流动比率及速动比率均呈现波动上升趋势，近三年上述两指标加权平均值分别为 193.17%及 120.58%，截至 2014 年底为 209.78%及 134.17%。截至 2015 年 3 月底，公司流动比率及速动比率较 2014 年底有所下降，分别为 192.33%和 120.82%。2012~2014 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 12.86%、4.70%和 -30.00%。同时，考虑到公司流动资产中受限资金和短期债务规模均较大，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，尤其是 2014 年受非经常损益规模较大、债务规模快速增长影响，全部债务/EBITDA 快速增长近三年公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 20.76 倍、23.70 倍和 69.42 倍。但考虑到公司获得土地出让金返还（体现在专项应付款中）、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 2015 年 3 月底，公司共获银行授信额度 56.19 亿元，已使用授信额度 53.95 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保额度 20.38 亿元，担保比率 33.50%，担保比率大。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。

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：B201505120078515728），截至 2015 年 5 月 12 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。近年来虽工程施工和旅游业务收入快速增长，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

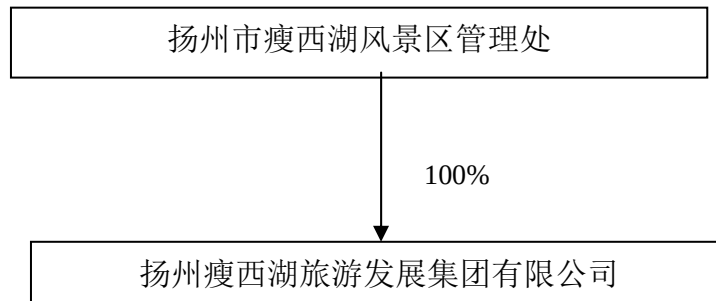
截至本跟踪报告出具日，公司存续期内的中期票据包括 5 亿元“14 瘦西湖 MTN001”和 5 亿元“15 瘦西湖 MTN001”，将分别于 2017 年 5 月和 2018 年 6 月到期兑付。

2014 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 分别为 20.97 亿元、-13.53 亿元和 1.31 亿元，对“14 瘦西湖 MTN001”和“15 瘦西湖 MTN001”合计本金 10 亿元的保障倍数分别为 2.10 倍、-1.35 倍和 0.66 倍，经营活动产生的现金流入量对待偿还中期票据的保障能力尚可。

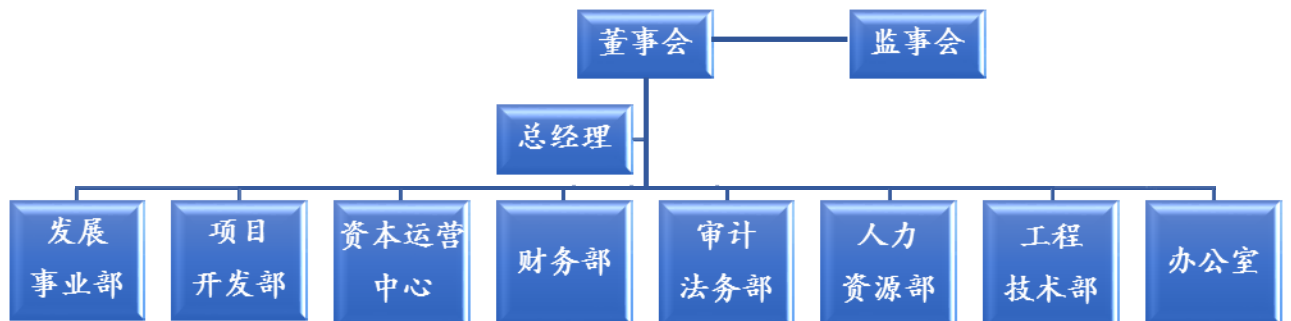
十一、结论

综合考虑，联合资信维持扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司的主体长期信用等级 AA，评级展望为稳定，并维持“14 瘦西湖 MTN001”和“15 瘦西湖 MTN001” AA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2015 年 3 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；装饰装修设计、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
14	扬州瘦西湖酒店有限公司	扬州	4000.00	公用浴室、游泳池；住宿；餐饮服务：中餐、西餐、自助餐；经营场所内零售卷烟、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

附件 2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.41	13.03	25.94	23.21
资产总额(亿元)	109.35	126.67	168.36	182.59
所有者权益(亿元)	52.29	53.57	60.04	60.83
短期债务(亿元)	12.04	28.00	37.00	39.05
长期债务(亿元)	24.73	27.28	53.95	57.64
全部债务(亿元)	36.77	55.27	90.95	96.69
营业收入(亿元)	8.31	13.89	16.47	5.30
利润总额(亿元)	1.72	2.09	1.24	0.80
EBITDA(亿元)	1.77	2.33	1.31	--
经营性净现金流(亿元)	3.09	1.77	-13.53	-3.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.99	1.87	2.53	--
存货周转次数(次)	0.27	0.52	0.49	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.12	0.11	--
现金收入比(%)	135.98	103.16	93.62	116.07
营业利润率(%)	24.00	16.25	14.36	18.09
总资产收益率(%)	1.88	1.51	0.34	--
净资产收益率(%)	3.14	3.02	0.85	--
长期债务资本化比率(%)	32.11	33.74	47.33	48.65
全部债务资本化比率(%)	41.28	50.78	60.24	61.38
资产负债率(%)	52.18	57.71	64.34	66.68
流动比率(%)	201.34	160.04	209.78	192.33
速动比率(%)	114.28	102.11	134.17	120.82
经营现金流动负债比(%)	12.86	4.70	-30.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.76	23.70	69.42	--

注：1、公司 2015 年一季度财务数据未经审计；

2、现金类资产已扣除受限货币资金；

3、其他流动负债为短期融资券，已计入短期债务核算。

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/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，中长期债券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

主体长期信用等级设置同中长期债券信用等级。