

2014 年扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2014年扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【558】号 01

债券简称：14瘦西湖债
/PR瘦西湖

债券剩余规模：4亿元

债券到期日期：2021年
06月25日

债券偿还方式：按年付
息，存续期后五年等额
偿付本金

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020年6月28日	2019年6月28日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“瘦西湖集团”或“公司”）及其2014年6月25日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2020年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：扬州旅游行业和先进制造业快速发展，区域经济增长良好；公司作为扬州市蜀岗-瘦西湖风景名胜区的旅游资源开发运营主体，区位优势明显，其主要业务收入保障性较好，获得的较大力度的外部支持。同时中证鹏元也关注到了公司营业利润受投资收益和公允价值变动收益影响较大，未来存在一定的不确定性；工程项目投入较大，面临一定的资金压力；有息债务规模有所增加，面临较大的短期偿债压力且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 扬州旅游业和先进制造业快速发展，区域经济增长良好。扬州市作为传统旅游城市，景区资源丰富，旅游业维持较快增长；2019年先进制造业中新型电力装备产业、生物医药和新型医疗器械产业、汽车及零部件产业均实现两位数增长，是当地经济发展的重要动力。2019年扬州市实现GDP 5,850.08亿元，同比增长6.8%，区域经济增长良好，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司作为扬州市蜀岗-瘦西湖风景名胜区的旅游资源开发运营主体，区位优势明显。扬州市蜀岗-瘦西湖风景名胜区是扬州首家且唯一的国家5A级旅游景区，

分析师

姓名：
张伟亚 党雨曦

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司城投公司信用评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

是扬州市旅游产业规划中的核心区域；公司作为扬州市蜀岗-瘦西湖风景名胜区主要的旅游资源开发运营主体，承担着风景区基础设施建设、旅游景点开发和旅游项目运营等旅游服务职能，区位优势明显。

- **公司主要业务收入保障性较好。**截至 2020 年 3 月末，公司在建旅游施工项目总投资 65.81 亿元，其中唐子城项目一期预计总投资 50.00 亿元；公司古典园林施工业务 100.00 万以上在手合同共 72 个，合同金额共 14.73 亿元。
- **公司获得的较大力度的外部支持。**2019 年，扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区管理委员会（以下简称“瘦西湖景区管委会”）将公司对其的 153,691.00 万元政府债务转为资本公积注入公司，大幅提升公司资本实力。此外，政府给予公司 1,248.47 万元政府补助，计入其他收益。

关注：

- **公司营业利润受投资收益和公允价值变动收益影响较大，未来存在一定的不确定性。**公司投资收益和公允价值收益变动较大，2019 年公司投资收益 2,675.50 万元，占营业利润的 19.91%；2019 年公司公允价值变动收益同比下降 83.03%，致使 2019 年公司利润总额大幅下降。截至 2019 年末，公司投资性房地产公允价值模式计量的账面价值为 687,293.57 万元，规模较大，价值易受房地产市场波动的影响。同时，需关注 COVID-19 疫情对公司未来营业利润的影响。
- **公司工程项目投入较大，面临一定的资金压力。**截至 2020 年 3 月末，公司在建旅游工程项目尚需继续投入 36.50 亿元，公司自身经营产生现金流仍不足，未来将面临一定的资金支出压力。
- **公司有息债务规模有所增加，面临较大的短期偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务规模为 1,222,024.09 万元，同比增加 10.07%，占公司负债总额 85.65%。公司一年内到期的有息债务为 652,357.31 万元，占有息债务总额的 53.38%；公司现金短期债务比降至 0.41。公司现金对短债债务保障程度较差，面临较大的短期偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额合计约 173,600.00 万元，占期末净资产余额的比例为 14.56%，主要担保对象均为国有单位，但均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	2,619,358.70	2,432,917.00	2,269,591.40
所有者权益	1,192,596.78	1,110,668.61	1,103,150.15
有息债务	1,222,024.09	1,110,237.68	967,366.00
资产负债率	54.47%	54.35%	51.39%
现金短期债务比	0.41	1.06	2.10
营业收入	104,807.34	104,411.34	92,110.76
其他收益	1,248.47	676.03	-0.36
利润总额	12,780.27	20,196.78	45,094.86
综合毛利率	16.16%	13.29%	22.32%
EBITDA	13,879.56	21,698.21	45,824.99
EBITDA 利息保障倍数	-	0.44	0.95
经营活动现金流净额	-19,390.96	27,996.51	31,165.96
收现比	1.26	1.99	0.98

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年6月25日发行7年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于募投项目柏联国际度假社区项目和万芳园地热开发利用工程项目。截至2020年6月16日，本期债券募集资金账户余额为0.94万元。

二、发行主体概况

2019年，公司注册资本、控股股东、实际控制人和主营业务均未发生变更。截至2019年末，公司注册资本和实收资本仍为200,000.00万元，控股股东以及实际控制人仍为扬州市人民政府，扬州市人民政府授权瘦西湖景区管委会履行出资人职责。公司2019年9月29日公告，根据公司股东决定免去吴玉林、李大冲、金川、郑建新、徐顺美董事职务，增补杜乾、顾伟东、王石群、李刚、王群、王玉蓉（原职工董事变更为董事）、朱法斌为董事，由职代会选举居昊为职工董事，任期三年。同时，免去吴玉林董事长、总经理职务，由杜乾任副董事长兼总经理（法定代表人）并主持董事会工作。根据公司有权机构决定，免去吴玉林总经理职务，由杜乾任担任总经理（法定代表人）。2019年公司合并范围增加1家子公司，截至2019年末公司合并范围内共有子公司19家，见附录二。其中公司2019年1月18日以1.94亿元现金购买扬州旅发置业有限公司，购买日公司净资产1.78亿元。

表1 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2019年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
扬州旅发置业有限公司	100.00%	19,000.00	房地产开发经营；房地产销售；房屋租赁；物业管理；对房地产业的投资	收购

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019

年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低

收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

扬州市经济实力持续增长，新型电力装备、生物医药和新型医疗器械、汽车及零部件等产业发展较快，但盈利情况不佳；当地旅游业保持增长，但需关注 COVID-19 疫情对其的影响

2019 年扬州市实现地区生产总值 5,850.08 亿元，增长 6.8%，增速较为稳定，其中第一、二、三产业增加值分别为 292.80 亿元、2,778.21 亿元和 2,779.07 亿元，分别增长 1.4%、7.6% 和 6.6%，第二产业增速较上年有所增加。三次产业结构由 2018 年的 5.0：48.0：47.0 调整为 2019 年的 5.0：47.5：47.5，第三产业占比有所提高。2019 年扬州市人均 GDP 为 128,856 元，是全国人均 GDP 的 181.76%，整体经济发展水平较高。

2019 年扬州全市规模以上工业增加值增长 8.5%，增速较快。先进制造业发展加快，全市先进制造业产值同比增长 8.5%，对规上工业产值增长的贡献率达 75.3%。其中新型电力装备产业、生物医药和新型医疗器械产业、汽车及零部件产业均实现两位数增长；但扬州市规模以上工业企业利润下降 17.2%。先进制造业发展较快，但盈利情况不佳。旅游业方

面，扬州市有瘦西湖（5A级景区）、个园（4A级景区）和何园（4A级景区）等旅游景区，景区资源丰富，旅游业维持较快增长，2019年全市接待境内外游客7,747.07万人次，增长10.0%；实现旅游总收入1,010.2亿元，增长10.10%。但2020年COVID-19疫情的爆发，对扬州市旅游业产生较大影响。

投资和消费是拉动扬州市经济增长的重要动力，2019年全市固定资产投资增长6.10%，其中房地产开发投资同比增长12.1%，是固定资产投资增长的重要动力。2019年全市实现社会消费品零售总额1,655.90亿元，增长6.3%。全市全年完成进出口总额113.05亿美元，下降5.7%。其中出口83.6亿美元，下降2.1%，主要受对欧盟和美国的出口下降影响；进口29.4亿美元，下降14.8%。扬州市外贸行业受各贸易国政策变动影响较大。

表2 扬州市主要经济指标及变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,850.08	6.8%	5,466.17	6.7%
第一产业增加值	292.80	1.4%	273.34	3.0%
第二产业增加值	2,778.21	7.6%	2,623.24	5.8%
第三产业增加值	2,779.07	6.6%	2,569.59	8.2%
工业增加值	-	8.5%	-	5.1%
固定资产投资	-	6.1%	-	11.0%
社会消费品零售总额	1,655.90	6.3%	1,557.03	9.2%
进出口总额（亿美元）	113.05	-5.7%	119.90	11.1%
存款余额	6,700.46	11.7%	5,997.55	5.2%
贷款余额	5,374.85	16.1%	4,630.51	15.5%
人均 GDP（元）	128,856		120,944	
人均 GDP/全国人均 GDP	181.76%		187.09%	

资料来源：2018-2019年扬州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年扬州市实现一般公共预算收入328.79亿元，同比下降3.3%；其中税收收入263.81亿元，同比下降3.1%，占一般公共预算收入的比重为80.2%；实现政府性基金收入401.33亿元，同比增长59%。全市一般公共预算支出为611.97亿元，增长8.6%，财政自给率为53.73%。

四、经营与竞争

公司收入来源主要包括旅游工程施工、旅游经营、古典园林施工、园林设计、房地产开发等业务收入。2019年公司主营业务收入为103,880.58万元，较上年保持稳定，营业收

入仍主要来自旅游工程施工、旅游经营和古典园林施工；当年房地产开发业务收入大幅增加，有效补充了公司的营业收入。2019年公司主营业务毛利率为16.11%，同比增加2.83个百分点，主要系公司旅游工程施工、旅游经营和古典园林施工毛利率均有所增加所致。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
旅游工程施工	25,160.94	12.84%	39,521.03	10.04%
旅游经营	33,137.90	23.55%	28,767.27	19.13%
古典园林施工	30,621.59	13.45%	27,752.01	10.42%
园林设计	1,699.93	24.40%	1,376.12	29.86%
房地产开发	9,709.86	4.00%	3,060.98	28.54%
租赁业务	3,550.37	22.05%	3,057.67	3.45%
主营业务合计	103,880.58	16.11%	103,535.09	13.28%

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司施工工程结算减少，致使业务收入大幅下降；因公司在建旅游施工项目较多，未来收入较有保障，但面临一定资金压力

作为扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区旅游资源的开发主体，公司主要负责该区域的景观工程、旅游配套设施、保障房、市政基础设施及公共配套设施的开发建设。公司与瘦西湖景区管委会签订了《建设工程委托代建合同》，瘦西湖景区管委会将景区设施建设项目委托给公司，公司负责除项目政府补助资金以外部分的建设资金筹措。根据代建合同，旅游设施及景区维护项目瘦西湖景区管委会按工程总投资的一定比例支付给公司作为代建费，保障房项目按工程总投资的7.40%支付给公司作为代建费，成本按照实际发生额支付。双方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，瘦西湖景区管委会可能根据施工项目实际进展来安排支付。

2019年受公司旅游施工工程结算较少影响，旅游工程施工业务收入大幅下降。当年结算的部分工程约定收益率较高，致使2019年旅游工程施工业务毛利率同比略有上升。

截至2020年3月末，公司主要在建旅游工程项目为瘦西湖新苑四期、景区道路维护-江都北路、唐子城项目等项目，在建项目概算总投资为65.81亿元，已完成投资29.31亿元，主要在建旅游工程项目至少仍需投资36.50亿元，未来工程代建收入较有保障，但项目回款期限较长，面临一定的资金支出压力。

表4 截至2020年3月末公司主要在建旅游工程情况（单位：万元）

项目名称	预算总投资	已投资
瘦西湖新苑四期	79,000.00	79,000.00
江平路快速化改造工程	40,000.00	7,800.00
唐子城项目	500,000.00	182,600.00
景区道路维护-北城路	12,566.00	9,400.00
景区道路维护-江都北路	8,000.00	6,700.00
北城河项目	18,513.62	7,600.00
合计	658,079.62	293,100.00

注：瘦西湖新苑四期部分房屋用于其他拆迁安置项目，该部分投资成本已转入其他拆迁项目成本
 资料来源：公司提供

2016年12月，中保投京杭大运河（扬州）生态基金合伙企业和公司共同成立瘦西湖旅游建设发展有限公司，该公司具体负责唐子城项目的开发建设。公司持有瘦西湖旅游建设发展有限公司51.83%的股权，作为其控股股东，自2017年1月起将其纳入公司合并范围。中保投京杭大运河（扬州）生态基金合伙企业向瘦西湖旅游建设发展有限公司投资18亿元，用于唐子城项目的开发建设。唐子城项目由扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区管理委员会和公司签订政府购买协议，对唐子城内共912户，拆迁建筑面积192,200平方米的区域进行征地、拆迁。项目总投资50亿元，扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区管理委员会从2017年-2026年分年按约定向公司采购，总采购金额71.20亿元。根据2016年9月19日扬州市人民代表大会出台的扬人发【2016】24号文，扬州市政府同意将唐子城项目采购资金列入政府预算。

表5 截至2020年3月末公司主要在建自营工程情况（单位：万元）

项目名称	预算总投资	已投资
瘦西湖路新金融商务综合体	51,780.00	31,173.14
花都汇项目	16,090.00	44,900.00
合计	67,870.00	76,073.14

资料来源：公司提供

公司有部分自建项目，其中柏联国际度假社区已引进上海隐居集团经营管理，已开业；花都汇生态园艺中心已开园营业。部分自营项目经营协议等仍在报管瘦西湖景区管委会协调中。公司主要在建自营项目截至2020年3月末总投资6.79亿元，已投资7.61亿元。自营项目中傍花村工程、笔架山温泉、友谊酒店和柏联国际度假社区由瘦西湖景区管委会下属其他公司运营，收入不在公司报表体现。

2019年，公司旅游经营业务收入及毛利率均有所增加；未来需关注COVID-19疫情对业务的影响

蜀冈-瘦西湖名胜区已建成的收费景区有瘦西湖公园、宋夹城考古遗址公园和世界动物之窗。根据扬州蜀冈-瘦西湖风景名胜区管委会（2009年）6号文《关于将瘦西湖风景区经营收入成本划归扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司的通知》，为加快瘦西湖风景名胜区

景观建设，筹集建设资金，做大做强旅游产业，从2009年起瘦西湖风景区经营收入划归公司，相应经营支出（不含上缴上级支出）由公司承担。其中瘦西湖公园为收费景区，收入来源以门票收入为主；宋夹城公园及世界动物之窗自2013年3月后已调整为免费景区，收入来源主要为其他经营收入。

2018年，根据扬州市人民政府颁布的扬州市政府【2018】3号文件，瘦西湖公园的门票由2017年的收费政策：4、5、10三个月节假日和周末，瘦西湖景区门票150元；周一至周五（不含节假日），瘦西湖公园门票优惠至90元。其他月份的节假日和周末，瘦西湖公园门票优惠至60元；周一至周五（不含节假日），瘦西湖公园门票优惠至30元；调整为3、4、5、9、10、11六个月份瘦西湖公园门票优惠至100元；2、6、7、8四个月份瘦西湖公园门票优惠至60元；1、12两个月份瘦西湖公园门票优惠至30元。2019年瘦西湖门票收费沿用2018年政策。

2019年瘦西湖风景区游客次数为306.60万人次，同比增加15.26%，游客次数增加较多。受游客人数增加影响，当年瘦西湖风景区门票收入同比有所上升。2019年公司旅游经营收入主要来自瘦西湖风景区收入及景区游客带来的游船收入等，合计33,137.90万元，较上年有所增加。2019年，受游船业务及其他景区附属业务毛利率较高影响，公司旅游经营业务毛利率较上年大幅增加。

2020年COVID-19疫情爆发，瘦西湖风景区于2020年1月24日关闭，后于2020年2月21日重新开放。2020年第一季度，公司获得旅游经营业务收入0.64亿元，为上年同期的86.49%。COVID-19疫情对瘦西湖风景区旅游业务带来一定影响，需关注景区未来的经营情况。

表6 瘦西湖风景区收入情况（单位：万人次、万元）

项目	2019年	2018年
瘦西湖公园游客人数	306.60	266.00
瘦西湖风景区门票收入	24,467.91	22,162.97
瘦西湖风景区其他收入	2,630.45	6,604.30
瘦西湖风景区收入合计	27,098.36	28,767.27

注：宋夹城遗址公园和世界动物之窗数据统计计入瘦西湖公园内
 资料来源：公司提供

公司古典园林施工业务为市场化业务，近年收入较为稳定；在手订单较多，未来业务持续性较好

2016年1月起，公司古典园林业务由子公司扬州园林建筑装饰工程有限公司（以下简称“园林公司”）运营，业务范围仍主要分布在扬州市境内，其中以蜀冈-瘦西湖风景区内园林绿化、古建施工工程居多。

园林公司具有建筑总承包三级、古建三级、市政总承包三级、装饰二级等资质。公司古典园林施工业务通过招投标的方式承揽工程项目，工程施工周期较短（一般为1-2个月），公司在工程完工时收取工程款的30%，一年后收取工程款的30%，两年后收取合同款的30%，三年后收取审定价款的10%，工程回款周期较长。实际业务中，工程发包方会根据施工进度适当支付部分预付款项。公司古典园林施工业务的成本主要来自材料费用和人工费用，其占总成本的比重分别为60%和40%。业务毛利率易受原材料和人工成本变动影响有所波动。公司主要业务来自瘦西湖景区管委会，剩余业务在高邮、宝应等地区。公司主要原材料供应商扬州宏康建设工程有限公司、扬州万隆建设有限公司和扬州维扬区大树花木场等。

公司以实际回款金额确认收入。2019年，公司实现古典园林施工业务收入30,621.59万元，同比增长10.34%，主要系当年项目增加所致。

截至2020年3月底，公司古典园林施工业务100.00万以上在手合同共72个，合同金额共14.73亿元，累计收到工程款12.55亿元，业务未来持续性较好。

公司房地产收入大幅上升；但在售房地产项目销售已进入尾声，未来收入可能大幅下降

房地产方面，公司具有二级房地产开发资质，自2011年起自主开发房地产项目。公司已开发房地产项目主要为瘦西湖文化广场、瘦西湖新苑三期和新苑商业广场。

瘦西湖新苑三期位于扬州市新民路与北城路交叉口西南角，该项目分为A、B地块。项目总规划用地20,869平方米，其中A地块15,403平方米，B地块5,466平方米。A区块总建筑面积51,186平方米，主要包括：小高层住宅楼7幢，建筑面积44,809平方米；B区块总建筑面积13,252平方米，主要包括：小高层住宅楼2幢，建筑面积11,890平方米。瘦西湖新苑三期项目自2012年开始销售，销售期限较长，资金回笼较慢。

新苑商业广场靠近瘦西湖风景区，为社区配套商业地产，规划建筑面积20,388平方米，计划总投资15,547.00万元。新苑商业广场2019年获得销售收入814.69万元。

漕河坊位于老虎山西路南侧、漕河北侧、凤凰新村东侧、御河苑南区西侧。规划用地面积7,597平方米，总建筑面积16,344平方米，其中：农贸市场2,402平方米，住宅楼5,735平方米，社区服务用房1,170平方米，物业管理用房1,163平方米，地上车库912平方米，地下4,962平方米。2019年漕河坊获得销售收入8,884.83万元。

2019年，公司房地产销售收入9,709.86万元，同比增加217.21%，主要系漕河坊项目获得销售收入所致。随着在售公司房地产项目销售趋近尾声，未来房地产销售收入可能大幅下降。2019年，公司房地产毛利率为4%，较上年大幅下降，主要系漕河坊项目配套建设

的农贸市场及社区办公用房项目有一定成本投入，但因无法对外销售而无法获得相应收入。

表7 截至2020年3月末公司房地产业务销售情况（单位：万元、平方米）

项目	项目类别	总投资	销售比例	可供销售面积	累计销售面积	2019销售收入
瘦西湖新苑三期 A\B 地块	商业、住宅	60,393.00	91.19%	60,761.13	55,410.54	10.34
新苑商业广场（新都坊）	商业	15,547.00	79.63%	14,183.79	11,294.77	814.69
漕河坊（老虎山西路住宅）	商业、住宅	13,000.00	91.92%	9,767.12	8,977.85	8,884.83
合计		75,940.00		84,712.63	75,683.16	9,709.86

注：公司对瘦西湖新苑三期数据进行调整

资料来源：公司提供

公司租赁业务主要为瘦西湖附近的虹桥坊商区出租，租客多为餐饮业务，收入较为稳定，是公司业务收入的有效补充。2019年，租赁业务收入为3,550.37元，同比增加16.11%。2019年租赁业务毛利率22.05%，较上年大幅增加，主要系商铺水电费成本下降所致。

公司作为扬州市重要基础设施建设与旅游运营平台，持续获得一定力度的外部支持

公司作为扬州市市级融资平台，同时列入财政局市级平台考核体系。2019年，瘦西湖景区管委会将其借予公司的153,691.00万元政府债务转为资本公积注入公司，大幅提升公司资本实力。此外，政府给予公司1,248.47万元政府补助，计入其他收益，有效提升了公司盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年至2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年审计报告依据财会【2019】6号和《关于修订印发合并财务报表格式（2019版）的通知》进行修订。公司2019年合并范围新增1家子公司，详情见表一。

资产结构与质量

2019年公司资产持续增长，但整体流动性一般

2019年受政府资金注入等因素影响，公司资产规模持续上升。公司资产仍以流动资产

为主。

公司货币资金主要为银行存款，2019年末余额为269,222.65万元，同比下降10.45%。货币资金规模较大，无受限情况，流动性较好。公司应收账款主要为应收瘦西湖景区管委会的委托代建款，2019年末账面价值为112,723.65万元，同比增加30.32%。应收账款计提坏账准备199.81万元。其中托管人瘦西湖景区管委会应收款占应收账款的95.28%。应收账款规模较大，回收期限有一定的不确定性，对公司资金形成一定占用。2019年末，预付款项主要为预付施工单位的工程款，账面价值为67,577.75万元，同比增加10.61%，主要系公司当年新增工程较多所致。

2019年末，其他应收款主要为和政府单位及其关联方的往来款，账面价值为335,265.16万元，同比增加53.59%，主要系与托管人瘦西湖景区管委会的往来款增加。截至2019年末，按账龄组合其他应收款已累计计提3,167.20万元坏账准备。其他应收款主要应收对象为政府机构、国有企业及民营企业，其中民营企业为公司子公司房地产业务的合作对象，与其往来款为支付的土地出让金、契税和参股资金，应收款金额较小，但存在一定的坏账风险，需关注民营企业经营波动给公司带来影响。且其他应收款金额较大，多数回收期限不确定，对公司的资金形成了一定的占用。

2019年末，公司存货期末余额为596,823.82万元，同比增加5.72%。存货中旅游工程施工账面价值为554,278.99万元，同比增加7.37%，占存货的比重为92.87%，主要为公司在建的旅游设施项目包括旅游施工工程唐子城项目等，及已完工待结算的旅游施工工程项目宋夹城考古遗址公园等。开发成本为公司房地产项目，2019年末账面价值为41,753.55万元，同比下降11.95%，占存货的比重为7.00%，主要系房地产项目销售所致。公司其他流动资产主要为购买的理财产品，2019年末余额为12,790.13万元，同比下降76.59%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	269,222.65	10.28%	300,635.71	12.36%
应收账款	112,723.65	4.30%	86,499.44	3.56%
预付款项	67,577.75	2.58%	61,094.53	2.51%
其他应收款	335,265.16	12.80%	218,280.84	8.97%
存货	596,823.82	22.79%	564,511.08	23.20%
其他流动资产	12,790.13	0.49%	54,625.46	2.25%
流动资产合计	1,394,403.16	53.23%	1,285,925.43	52.86%
投资性房地产	687,293.57	26.24%	676,769.63	27.82%
在建工程	413,329.53	15.78%	422,021.17	17.35%

无形资产	75,692.11	2.89%	2,858.49	0.12%
非流动资产合计	1,224,955.54	46.77%	1,146,991.57	47.14%
资产总计	2,619,358.70	100.00%	2,432,917.00	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

投资性房地产主要为公司拥有的土地使用权和房屋建筑物，以公允价值模式计量，2019年末余额分别为476,387.83万元和210,905.74万元，其中房屋建筑物的增加主要系在建工程转入的傍花村温泉度假村、友谊酒店、瘦西湖农贸市场、虹桥坊广场等工程。公司土地使用权中共26块土地，较上年较少1块，系转入房屋建筑，土地性质均为出让，土地用途多为商业或商业金融用地。2019年末，公司投资性房地产账面价值的67.91%已用于抵押，流动性受到了一定限制。公司投资性房地产以公允价值入账，2019年其中房屋的公允价值下降，需关注未来扬州市房价变动情况及投资性房地产的减值风险。公司在建工程主要为包括募投项目在内的公司自营项目和华侨城项目土地拆迁成本，账面余额413,329.53万元，同比下降2.06%，主要系部分工程完工转入投资性房地产及部分项目转入存货所致。公司无形资产主要为公司拥有的土地使用权，2019年末账面价值为75,692.11万元，主要系公司2019年购入子公司扬州旅发置业有限公司，子公司拥有的两块土地入账所致。公司无形资产中账面价值53,556.92万元的土地尚未办理产权证书。

总体而言，随着旅游设施项目的持续投入，公司资产持续增长。但公司资产负债中存货和在建工程主要为工程项目，取得收入有一定的不确定性；投资性房地产抵押比例较高；且应收款项规模较大，存在较大的资金占用情形，整体流动性一般。

盈利能力

2019年公司综合毛利率略有增加；受公允价值变动大幅下降影响，公司营业利润大幅下降

公司收入来源主要包括旅游工程施工、旅游经营、古典园林施工、园林设计、房地产开发等业务收入。2019年公司营业收入为104,807.34万元，较上年保持稳定，营业收入仍主要来自旅游工程施工、旅游经营和古典园林施工；当年房地产开发业务收入大幅增加，有效补充了公司的营业收入。2019年公司综合毛利率为16.16%，同比增加2.87个百分点，主要系公司旅游工程施工、旅游经营和古典园林施工毛利率均有所增加所致。

2019年公司获得公允价值变动收益1,778.24万元，主要来自土地使用权的公允价值变动，同比下降83.03%，致使2019年公司利润总额大幅下降。公司投资性房地产规模较大，价值易受到房地产市场波动的影响，存在一定的不确定性。2019年公司获得投资收益

2,675.50万元，主要来自中海瘦西湖房地产扬州有限公司，有效补充公司营业利润。公司公允价值变动收益和投资收益分别占当期营业利润的13.23%和19.91%，是公司营业利润的重要构成。公司融资成本由政府承担，致使公司财务费用大幅下降，极大的增加了公司的盈利能力。

2019年公司获得政府补助1,248.47万元，计入其他收益，有效的补充了公司的利润总额。

表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	104,807.34	104,411.34
其他收益	1,248.47	676.03
投资收益	2,675.50	2,393.15
公允价值变动收益	1,778.24	10,479.06
营业利润	13,438.42	20,541.46
利润总额	12,780.27	20,196.78
综合毛利率	16.16%	13.29%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动创造现金能力较差；随着公司对项目工程建设的不断推进，投资活动现金持续净流出且未来资金需求较大，公司面临一定资金支出压力

2019年公司收到政府拨付的往期项目的结算款规模较上年有所下降，致使收现比下降至1.26，但业务收现能力仍处于较好水平。2019年，公司收到结算款同比下降，销售商品、提供劳务收到的现金大幅下降；同时支付和收到与其他经营活动有关的现金主要为往来款，2019年支出往来款较多。2019年，公司经营活动产生的现金流净额由净流出转为净流入。公司经营活动创造现金流能力较弱。

从投资活动来看，2019年公司收到投资收到的现金主要为其他单位借款返还计入；构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金主要为公司购买的土地及支付给景区内其他公司的借款。2019年投资活动现金流持续呈大额净流出。

近年公司经营活动现金流入难以满足公司经营活资金需求，公司较依赖外部融资。2019年，公司通过银行借款及发行债券等融资方式借入较多资金，筹资活动现金流呈净流入。考虑到未来公司在建项目尚有较大规模资金投入，预计公司未来存在一定资金压力。

表10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	1.26	1.99
销售商品、提供劳务收到的现金	132,540.63	207,923.73
收到的其他与经营活动有关的现金	6,616.59	28,217.26
经营活动现金流入小计	139,157.22	236,140.98
购买商品、接受劳务支付的现金	72,241.03	84,196.58
支付的其他与经营活动有关的现金	77,472.13	114,408.05
经营活动现金流出小计	158,548.18	208,144.47
经营活动产生的现金流量净额	-19,390.96	27,996.51
投资活动产生的现金流量净额	-142,719.44	-168,404.29
筹资活动产生的现金流量净额	130,697.34	116,986.67
现金及现金等价物净增加额	-31,413.06	-23,421.10

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模和占比均有所上升，短期债务大幅增加，面临较大的短期偿债压力

2019年末，公司所有者权益为1,192,596.78万元，较上年末增加7.38%，主要系瘦西湖景区管委会将公司借政府的153,691.00万元政府债转为对公司的增资及公司偿还永续债16瘦西湖MTN0017.50亿元所致。公司所有者权益中永续债17瘦西湖MTN0017.50亿元，其他综合收益主要为公司投资性房地产公允价值变动形成。公司融资规模进一步扩大，负债总额有所上升。2019年末，负债总额为1,426,761.92万元，较上年末增加7.90%。2019年末，公司产权比率为119.63%，随公司负债持续增加，所有者权益对负债的覆盖程度有所下降，保障程度较差。

表11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	1,426,761.92	1,322,248.39
所有者权益	1,192,596.78	1,110,668.61
产权比率	119.63%	119.05%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年随公司短期债务大幅增加，公司负债由非流动负债为主转为流动负债为主。2019 年末，短期借款余额为 249,500.00 万元，同比增加 141.76%，主要为保证借款。2019 年末，公司应交税费余额为 39,731.80 万元，同比增加 2.89%，主要为增加的企业所得税。公司其他应付款包括其他应付款和应付利息，2019 年末余额为 52,564.96 万元，同比下降

8.49%，主要为往来款和应付利息。2019年末，公司一年内到期的非流动负债余额为317,857.31万元，同比增加77.11%，主要为一年内到期的长期借款和应付债券。公司其他流动负债主要为2019年发行的短期融资券19瘦西湖SCP001、19瘦西湖SCP002和19瘦西湖CP001，规模分别为5.00亿元、3.50亿元和5.00亿元，利率分别为3.37%、3.37%和4.28%，其中19瘦西湖SCP0012019年末已到期。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	249,500.00	17.49%	103,200.00	7.80%
应交税费	39,731.80	2.78%	38,616.66	2.92%
其他应付款	52,564.96	3.68%	57,440.49	4.34%
一年内到期的非流动负债	317,857.31	22.28%	179,473.64	13.57%
其他流动负债	85,000.00	5.96%	0.00	0.00%
流动负债合计	769,330.62	53.92%	407,364.38	30.81%
长期借款	224,950.00	15.77%	434,401.00	32.85%
应付债券	317,348.99	22.24%	345,797.56	26.15%
长期应付款	27,369.14	1.92%	47,366.83	3.58%
递延所得税负债	87,763.18	6.15%	87,318.62	6.60%
非流动负债合计	657,431.30	46.08%	914,884.00	69.19%
负债合计	1,426,761.92	100.00%	1,322,248.39	100.00%
其中：有息债务	1,222,024.09	85.65%	1,110,237.68	83.97%

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司长期借款余额为224,950.00万元，主要为抵押借款、保证借款和信用借款，同比下降48.22%，其中瘦西湖景区管委会将公司借政府的153,691.00万元政府债券转为公司的资本公积。2019年末，公司应付债券余额317,348.99万元，同比减少8.23%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。公司长期应付款主要为融资租赁款，2019年末余额为27,369.14万元，同比下降42.22%。2019年末，公司递延所得税负债余额为87,763.18万元，同比增加0.51%，主要为投资性房地产公允价值变动导致的应纳税金差异。

表13 截至2019年末公司应付债券（单位：亿元、年）

债券简称	剩余规模	发行年份	利率
14瘦西湖债	4	2014	6.80%
18瘦西湖MTN001	5	2018	5.67%
华夏银行私募债	5	-	4.65%
ABN债券	20	2018	6.00%
19瘦西湖MTN001	5	2019	4.28%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司有息负债 1,222,024.09 万元，同比增加 10.07%，占公司负债总额 85.65%。公司一年内到期的有息债务为 652,357.31 万元，占有息债务总额的 53.38%。公司有息债务规模和占比均不断上升，且短期债务大幅增加，面临较大短期偿债压力。

2019 年，公司资产负债率较上年保持稳定。受短期借款规模大幅增加影响，公司现金短期债务比大幅下降，现金对短期债务的保障程度较差。2019 年公司融资成本均由政府负担，有效减低了公司的债务负担。受当年公司扩大融资规模影响，有息债务对 EBITDA 的比值大幅增加。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	54.47%	54.35%
现金短期债务比	0.41	1.06
EBITDA 利息保障倍数	-	0.44
有息债务/EBITDA	88.04	51.17

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2017 年 1 月 1 日至报告查询日（2020 年 5 月 22 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至 2019 年末，公司对外担保余额合计约 173,600.00 万元，占期末净资产余额的比例为 14.56%，公司担保对象主要为扬州市下属国有单位，区域集中度较高，且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表15 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保
扬州市瘦西湖风景区管理处	4,300.00	2019.1.18-2020.1.16	否
	9,000.00	2019.8.7-2022.8.6	否
	2,000.00	2016.6.28-2020.6.27	否
	500.00	2019.9.29-2020.9.24	否

	1,500.00	2019.1.21-2020.1.20	否
	3,000.00	2019.5.9-2020.5.9	否
扬州市城建国有资产控股（集团）有限公司	20,000.00	2019.8.30-2020.8.30	否
	10,000.00	2017.1.3-2020.1.3	否
	13,500.00	2018.12.28-2020.7.10	否
扬州瘦西湖旅游度假投资管理集团有限责任公司	11,000.00	2016.1-2021.1	否
	1,000.00	2019.3-29-2020.3.28	否
	5,000.00	2019.9.27-2020.9.26	否
	4,000.00	2019.6.24-2020.3.7	否
	54,100.00	2019.5-2034.5	否
	9,500.00	2019.10.30-2021.10.16	否
	7,200.00	2019.12.31-2020.12.30	否
江苏扬城一味餐饮管理有限公司	1,000.00	2019.12.25-2020.12.22	否
扬州迎宾馆经营管理有限公司	1,000.00	2019.12.25-2020.12.22	否
扬州虹桥坊酒店管理有限公司	1,000.00	2019.12.25-2020.12.22	否
扬州市交通产业集团有限责任公司	10,000.00	2019.8.23-2020.7.16	否
	5,000.00	2019.12.30-2020.6.24	否
合计	173,600.00		

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

扬州市旅游业和先进制造业快速发展，引领地方经济持续增长。2019年扬州市实现GDP5,850.08亿元，同比增长6.8%，区域经济增长良好。公司作为扬州市蜀岗-瘦西湖风景名胜区内主要的旅游资源开发运营主体，承担着风景区基础设施建设、旅游景点开发和旅游项目运营等旅游服务职能，区位优势明显。截至2020年3月末，公司旅游施工项目和古典园林施工业务在建工程及在手订单较多，未来收入保障性较好。瘦西湖景区管委会将公司的政府债务转为资本公积注入公司，2019年政府给予公司1,248.47万元政府补助，有效的提升了公司的资本实力和盈利水平。

同时，中证鹏元也关注到2019年公司公允价值变动收益同比下降83.03%，致使2019年公司利润总额大幅下降。公司投资性房地产规模较大，价值易受房地产市场波动的影响。公司未来利润总额存在一定的不确定性。截至2020年3月末，公司在建旅游工程项目尚需投入资金较多，公司面临一定的资金压力。2019年，公司有息债务规模和占比不断增加，期末现金对短期债务的保障程度较差，面临较大的偿债压力，且公司存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	269,222.65	300,635.71	339,876.82
预付款项	67,577.75	61,094.53	36,915.60
其他应收款	335,265.16	218,280.84	125,067.30
存货	596,823.82	564,511.08	399,623.88
其他流动资产	12,790.13	54,625.46	13,661.30
流动资产合计	1,394,403.16	1,285,925.43	1,061,165.65
投资性房地产	687,293.57	676,769.63	569,574.01
在建工程	413,329.53	422,021.17	600,714.62
无形资产	75,692.11	2,858.49	2,877.97
非流动资产合计	1,224,955.54	1,146,991.57	1,208,425.75
资产总计	2,619,358.70	2,432,917.00	2,269,591.40
短期借款	249,500.00	103,200.00	112,000.00
应交税费	39,731.80	38,616.66	37,476.18
其他应付款	52,564.96	57,440.49	37,749.17
一年内到期的非流动负债	317,857.31	179,473.64	-
其他流动负债	85,000.00	-	50,000.00
流动负债合计	769,330.62	407,364.38	271,375.06
长期借款	224,950.00	434,401.00	545,366.00
应付债券	317,348.99	345,797.56	260,000.00
长期应付款	27,369.14	47,366.83	5,001.35
递延所得税负债	87,763.18	87,318.62	84,698.85
非流动负债合计	657,431.30	914,884.00	895,066.20
负债合计	1,426,761.92	1,322,248.39	1,166,441.26
有息债务	1,222,024.09	1,110,237.68	967,366.00
所有者权益	1,192,596.78	1,110,668.61	1,103,150.15
营业收入	104,807.34	104,411.34	92,110.76
营业利润	13,438.42	20,541.46	44,767.29
其他收益	1,248.47	676.03	-0.36
净利润	10,032.17	14,988.46	33,367.82
经营活动产生的现金流量净额	-19,390.96	27,996.51	31,165.96
投资活动产生的现金流量净额	-142,719.44	-168,404.29	-283,740.06
筹资活动产生的现金流量净额	130,697.34	116,986.67	484,820.00
财务指标	2019年	2018年	2017年

综合毛利率	16.16%	13.29%	22.32%
收现比	1.26	1.99	0.98
产权比率	119.63%	119.05%	105.74%
资产负债率	54.47%	54.35%	51.39%
现金短期债务比	0.41	1.06	2.10
EBITDA（万元）	13,879.56	21,698.21	45,824.99
EBITDA 利息保障倍数	-	0.44	0.95
有息债务/EBITDA	88.04	51.17	21.11

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
扬州瘦西湖园博工程建设有限公司	10,000.00	100.00%	园林绿化工程、建筑装饰装修设计、施工；房屋建筑工程、古建筑工程、钢结构工程、井点降水工程、屋面防水工程、幕墙工程施工；古建筑修缮；苗木、花卉种植；工程管理服务；工程技术咨询；建筑工程项目管理；集装箱建筑工程设计与施工；市政公用工程、城市道路照明工程施工；园艺服务。
扬州瘦西湖旅游商务管理集团有限公司	5,000.00	100.00%	旅游及其关联产业的经营管理；旅游商务信息咨询服务；受托固定资产管理；物业服务；不动产租赁；会务及展览展示服务；停车场管理服务；酒店管理服务；旅游商品及文创产品销售；文旅类项目策划
扬州花都汇商业管理有限公司	200.00	100.00%	商业运营管理、商业管理咨询；项目管理；物业服务；物业管理咨询；企业管理、企业管理咨询；会展服务；商务服务；房地产营销策划等
扬州虹桥坊商务经营管理有限公司	300.00	100.00%	旅游商务经营管理及信息咨询服务、物业服务、不动产租赁、停车场管理服务。
扬州科融源商务管理有限公司	200.00	100.00%	旅游商务经营管理及信息咨询服务、物业服务、餐饮、住宿、不动产租赁、酒店管理服务、文旅类项目策划、会务及展览展示服务、旅游商品及文创产品销售、民宿项目投资经营、文艺娱乐服务、百货、预包装食品兼散装食品批发及零售、停车场管理服务。
扬州瘦西湖旅游发展有限公司	1,000,000.00	56.65%	唐子城保护利用和国家级旅游度假区范围内的基础设施建设、生态景观修复建设、不动产拆迁、改造和征收
扬州市濂溪阁旅游管理服务有限公司	9,000.00	100.00%	旅游管理服务；房地产开发；房屋租赁；旅游配套设施建设
扬州瘦西湖影视传媒有限公司	2,000.00	100.00%	广播电视节目制作与发行；影视文化项目的策划与开发；信息咨询服务；广播电视设备、器材租赁；组织文化艺术交流活动；文化产业投资；会议及展览服务
扬州市长春别院餐饮有限公司	10.00	100.00%	餐饮服务：小型餐饮；会务服务
扬州瘦西湖旅游资产管理有限公司	15,000.00	100.00%	旅游及其关联产业的投资及自有投资管理、城乡基础设施建设、土地整理、房屋拆除、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；蔬菜、花卉、苗木培育；苗木花卉、蔬菜、建材销售
扬州园林有限责任公司	3,800.00	100.00%	房屋建筑工程、市政公用工程；园林绿化工程设计、施工；古建筑工程施工；古建筑修缮；建筑装饰装修、钢结构工程、井点降水、屋面防水、幕墙施工；工程管理服务、工程技术咨询、建筑工程项目管理、建筑劳务分包、环保工程施工、地基与基础工程施工、消防设施工程施工、文物保护工程施工；近现代文物建筑保护、电子智能化工程施工、土石方工程施工、水利水电工程施工；景观规划设计，装饰装潢设计及施工；雕塑设计和制作；照明工程施工。

扬州笔架山酒店有限公司	1,000.00	100.00%	公共浴室、住宿服务、餐饮服务；卷烟（雪茄烟）零售；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
扬州市景盛环境建设有限公司	2,698.00	100.00%	环境工程、园林绿化工程、园林设计、绿地养护、古典建筑工程设计施工、修缮、市政环保配套工程设计施工、室内外装饰装修工程设计施工等
扬州园林设计院有限公司	100.00	100.00%	风景名胜区、城市公园、绿地、建筑设计
扬州瘦西湖酒店有限公司	4,000.00	100.00%	餐饮服务：中餐、西餐、自助餐；棋牌、会议服务、代客停车。
瘦西湖旅游控股有限公司	1,180.00 万美元	100.00%	
扬州九龙湖旅游发展有限公司	1,180.00 万美元	100.00%	生态农业观光、休闲酒店管理咨询服务
扬州九龙湖房地产开发有限公司	2,000.00	100.00%	房地产开发与销售；酒店管理、高尔夫场地管理、餐饮企业管理、温泉企业管理、物业管理
扬州月牙湖生态农业有限公司	1,000.00	100.00%	花卉、蔬菜、苗木种植；水产品养殖
江苏瘦西湖文化旅游股份有限公司	1,007.00	62.50%	扬州古运河非通航水域内水上旅游观光接待服务；游船租赁；扬州市河水域游览活动；绿化养护服务；小型餐馆；日用百货、旅游纪念品等销售
扬州万隆建设工程有限公司	2,000.00	100.00%	市政公用工程施工；土方工程施工；园林绿化工程施工及养护；园林古建筑工程施工；民用建筑工程施工；工业工程施工；电子设备安装维护；城市及道路照明工程施工；工程管理服务、工程技术咨询、建筑工程项目管理、建筑劳务分包、环保工程施工、地基与基础工程施工、消防设施工程施工、文物保护工程施工；苗木、花卉种植；房屋建筑工程、园林绿化工程设计、施工；古建筑工程施工；古建筑修缮；建筑装饰装修、钢结构工程、井点降水、屋面防水、幕墙施工。
扬州旅发置业有限公司	19,000.00	100.00%	房地产开发经营；房地产销售；房屋租赁；物业管理；对房地产业的投资。

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。