

苏州文化旅游发展集团有限公司

2020 年度第二期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2020) 010565】

评级对象: 苏州文化旅游发展集团有限公司 2020 年度第二期中期票据

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA

注册额度: 10 亿元

本期发行: 5 亿元

存续期限: 5 年

增级安排: 无

评级时间: 2020 年 4 月 22 日

发行目的: 偿还银行借款、债务融资工具和补充流动资金

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.05	0.35	0.55	0.21
刚性债务	5.91	8.11	7.37	8.93
所有者权益	12.52	18.94	18.97	19.86
经营性现金净流入量	-0.03	-0.11	-0.16	0.42
合并口径数据及指标:				
总资产	45.36	52.94	53.80	57.73
总负债	26.03	29.41	30.98	32.05
刚性债务	12.95	21.28	19.36	20.47
所有者权益	19.33	23.53	22.82	25.68
营业收入	4.08	4.91	9.27	1.54
净利润	0.21	0.63	1.33	0.59
经营性现金净流入量	0.14	-0.55	5.15	0.68
EBITDA	0.75	1.32	3.23	—
资产负债率[%]	57.38	55.55	57.58	55.52
权益资本与刚性债务比率[%]	149.21	110.58	117.87	125.44
流动比率[%]	89.37	135.18	100.92	108.51
现金比率[%]	19.41	26.85	20.85	13.11
利息保障倍数[倍]	0.45	1.04	1.44	—
净资产收益率[%]	1.12	2.93	5.73	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.02	-4.47	41.16	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-21.74	-40.05	7.95	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.12	1.59	1.88	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.08	0.16	—

注: 根据苏州文旅经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈婷婷 ctt@shxsj.com

黄梦姣 hmj@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **区域旅游业发展环境良好。** 苏州市经济发达, 文化旅游资源较丰富。苏州文旅作为苏州市政府唯一的文化旅游产业投资及运营企业, 具有区域经营优势。
- **政府支持优势。** 苏州市政府对当地旅游业扶持意愿较强, 作为苏州市国资委独资企业, 苏州文旅多次获得股东增资, 并可在政策扶持、资源配置等方面得到支持。
- **拥有一定规模经营性及金融资产。** 苏州文旅对区域内文化旅游资源整治后形成多处可利用并且地理位置优越、以成本模式计量的经营性资产, 并持有较多金融企业股权和理财产品等, 能够对债务偿付提供保障。
- **融资渠道较畅通。** 苏州文旅目前财务结构仍属合理, 并且与多家银行保持了良好的合作关系, 未使用银行授信规模较大, 融资渠道较畅通。

主要风险:

- **主业盈利能力弱, 近期受新冠肺炎疫情冲击较大。** 苏州文旅主业营业收入规模较小, 且稳定性较弱。2020 年初我国爆发新冠肺炎疫情, 对公司酒店经营、旅游及资产出租等业务的短期收入及现金流均造成较大影响, 或将影响公司全年业绩。
- **金融资产价格波动风险。** 近年来, 金融市场环境变化, 对苏州文旅持有的上市公司股权等金融资产价值产生波动影响。
- **项目投资及资金压力。** 苏州文旅承担较多古城保护相关的文化旅游项目开发、修缮工作, 而建设项目经济价值实现及投资资金回笼相对

缓慢，给公司造成较大资金压力。

➤ 未来展望

通过对苏州文旅及其发行的本期中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中期票据还本付息安全性很强，并给予了本期中期票据 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



苏州文化旅游发展集团有限公司 2020 年度第二期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

为进一步优化苏州文化旅游资源配置，做大做强国有资产，2010 年 12 月，经苏州市十届市委第 99 次常委会会议审议通过及中共苏州市委办公室“苏办抄〔2010〕字第 3 号”和苏州市人民政府办公室“苏府办抄〔2010〕22 号”文件，公司正式成立¹，其中苏州市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“苏州市国资委”）和苏州市广播电视总台（简称“苏州广电总台”）分别首次出资 0.50 亿元和 0.20 亿元，分别占比 94.29% 和 5.71%。2011 年 3 月 30 日，苏州市国资委继续出资 1.30 亿元，公司注册资本增至 2.00 亿元。2011 年 11 月 2 日，苏州市国资委以货币出资 1.00 亿元，股权出资 2.00 亿元，注册资本变更为 5.00 亿元，苏州市国资委和苏州广电总台分别持有公司 96.00% 和 4.00% 的股权。2015 年 1 月，苏州广电总台将其持有的公司 4% 股权转让给苏州市国资委，公司成为苏州市国资委全资控股企业。2017 年 6 月，苏州市国资委对公司增资 6 亿元（以货币形式出资），公司实收资本增至 11.00 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司实收资本仍为 11.00 亿元，苏州市国资委仍持有公司 100% 股权。

该公司是苏州市政府重点支持的一家以发展文化旅游产业为主营业务的国有企业集团。公司主动顺应苏州大力发展全域旅游、推进古城保护的时代步伐，集中力量打造文化旅游、金融股权、现代商贸三大主业，旅游、古城保护、精品酒店、文化、文商旅开发、金融投资六大板块的发展格局。目前，公司业务涉及景点运营、酒店经营、物业管理、资产租赁、文化旅游产业投资等，业务资源主要集中在苏州市内。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司申请注册发行总额度 10 亿元的中期票据，已分别于 2020 年 4 月 7 日及 2020 年 4 月 16 日获得公司董事会及苏州市国资委的批复核准，其中本期

¹ 该公司组建流程计划分为三个阶段，大致包括：第一阶段由苏州市国资委和苏州广电总台于 2010 年底前共同出资成立公司；第二阶段将物资公司、进出口公司的资产经审计评估后以苏州市国资委增资的形式注入公司，并将东方水城的股权变更为公司持有；第三阶段将苏州环古城河部分周边资产、盘门景区资产、苏州市会议中心的资产经审计评估后以苏州市国资委增资的形式注入公司，并将国贸中心的中方股权集中变更至公司名下。

中期票据发行金额为 5 亿元，期限 5 年，公司计划将募集资金全部用于偿还银行借款、债务融资工具和补充流动资金。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	苏州文化旅游发展集团有限公司 2020 年度第二期中期票据
总发行规模:	10 亿元人民币
本期发行规模:	5 亿元人民币
本次债券期限:	5 年
债券利率:	按实际发行情况决定
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：苏州文旅

截至本评级报告日，该公司已发行尚在存续期的债券合计 11.00 亿元，具体债券情况如下表。

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
15 苏州文旅 MTN001	3.00	5 年	5.37	2015 年 5 月	5.3 亿元/2014 年 10 月	未到期，正常付息
20 苏州文旅 MTN001	5.00	3 年	3.70	2020 年 3 月	5 亿元/2019 年 11 月	未到付息日
20 苏州文旅 SCP001	3.00	270 天	3.00	2020 年 3 月	7 亿元/2019 年 11 月	未到期

资料来源：苏州文旅

(2) 募集资金用途

该公司本期中期票据发行金额为 5.00 亿元，公司拟将 1.50 亿元用于偿还银行借款，3.00 亿元用于偿还债务融资工具“20 苏州文旅 SCP001”，0.50 亿元用于补充抗击疫情相关流动资金。

(3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫

情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

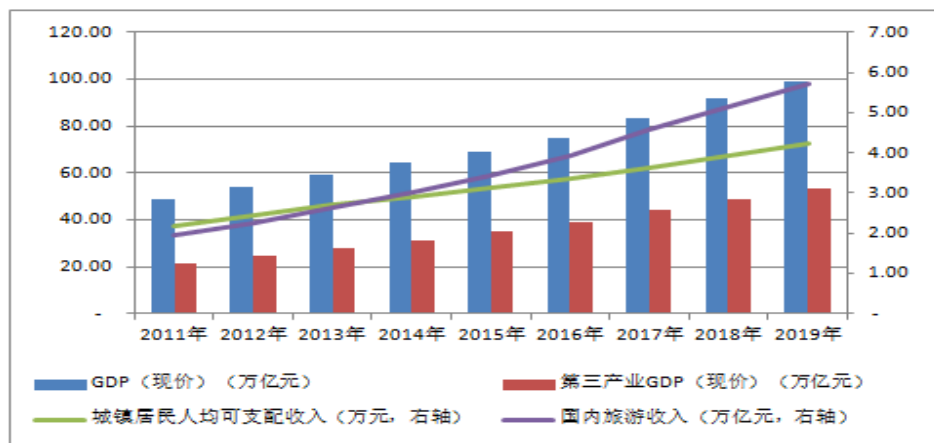
(2) 行业因素

近年来，在我国 GDP 和人均可支配收入不断增长的推动下，居民旅游消费需求不断增加，国内旅游人数和收入规模均保持稳定增长。同时，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。但随着 2020 年初新冠肺炎疫情的爆发，春节假期以来旅游业基本陷于停滞状态，景区、酒店、旅游服务及餐饮所受冲击巨大，在一定的政策扶持下，预计能够较有效抵御此次疫情带来的短期冲击，但相关企业 2020 年上半年度甚至全年经营业绩及现金流，仍会面临很大挑战。

A. 行业概况

近年来，在我国 GDP 和人均可支配收入不断增长的推动下，居民旅游消费需求不断增加，我国国内旅游人数和收入规模均保持稳步增长。据国家旅游局公开数据显示，2017~2019 年，我国国内旅游人数分别为 50.01 亿人次、55.39 亿人次和 60.10 亿人次，分别同比增长 12.64%、10.76% 和 8.50%，同期国内旅游收入分别实现 4.57 万亿元、5.13 万亿元和 5.73 万亿元，分别同比增长 15.92%、12.30% 和 11.65%，除 2003 年非典期间呈现负增长外，近 20 年来增速一直保持在 10% 以上。

图表 3. 我国 GDP、第三产业 GDP、城镇居民人均可支配收入与国内旅游收入对比

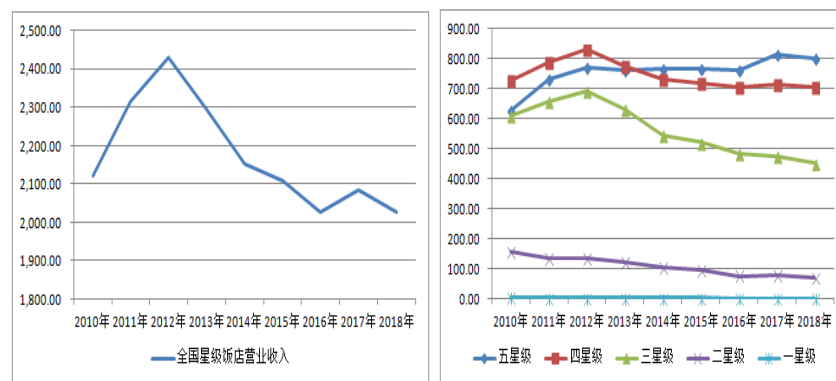


资料来源：Wind，新世纪评级整理、绘制

景区管理方面，1999 年国家旅游局开始实行旅游区（点）质量等级管理，景区根据服务质量、环境质量、景观质量以及游客意见进行等级划分为 1A 到 5A 级，2007 年我国开始首次评定 5A 级景区，截至 2019 年末，我国共有 5A 级景区 280 家，其中 2019 年新增 22 家。由于景区经营类企业的经营性资产主要以门票和景区交通为主，其中景区门票价格通常由当地物价局制定或批准，变更可能性较小，故门票收入规模受客流量的影响较大，拥有国家最高等级景区门票经营权的企业景区竞争优势更为明显。以黄山景区、丽江景区、峨眉山景区、桂林景区、乌镇景区和海南南山景区等知名度较高的上市景区为例，其游客接待量和经营主体业绩整体保持稳步增长态势。

酒店方面，根据《中华人民共和国星级酒店评定标准》，我国酒店按等级分为一星级到五星级 5 个标准。星级越高，表示酒店的档次越高。根据国家旅游局的数据，2019 年 9 月末，共有 8,077 家星级饭店通过省级文化和旅游行政部门审核，包括一星级 34 家，二星级 1,166 家，三星级 3,831 家，二星级 2,247 家，五星级 799 家，近年来，受三公消费限制政策的约束，以及行业内竞争不断加剧的影响，星级饭店数量整体呈现下降的趋势。2016-2018 年，全国星级饭店累计实现营业收入分别为 2,027.26 亿元、2,083.93 亿元和 2,027.75 亿元，其中 2018 年餐饮收入占比 40.21%，客房收入占比 45.93%。2019 年前三季度，全国星级饭店累计实现营业收入 1,430.90 亿元。具体来看，二星级、三星级饭店因同档次酒店数量众多，竞争较为激烈，加之三公消费限制政策的约束，二星级、三星级饭店营业收入自 2013 年以来持续下滑；而近几年四星级、五星级酒店收入基本较为稳定。长期来看，随着人民群众生活水平的日益提升以及对旅游住宿需求的提高，大众消费将成为高星级饭店消费的主要受众，公务消费限制政策的影响将不断趋弱。

图表 4. 全国星级饭店营业收入走势（单位：亿元）



资料来源：国家旅游局，新世纪评级整理、绘制

从客房出租率来看，受益于大众消费需求的提升，2016 年以来酒店客房出租率较上年有所提升。从季度详细数据来看，酒店客房出租业务有明显的季节周期性。2019 年第一季度-第三季度，五星级、四星级和三星级饭店季度客房出租率区间分别为 54.65-64.32%、48.43-61.20%和 46.18-56.65%。从平均房价来看，2017 年以来，我国星级酒店平均房价整体有所上升，且各档次星级酒店之间房价具有较大的差异。其中 2019 年第一季度、第二季度和第三季

度，五星级酒店平均房价为 604.00 元/间/天、667.59 元/间/天和 598.09 元/间/天；四星级酒店平均房价为 321.67 元/间/天、332.31 元/间/天和 339.14 元/间/天；三星级酒店平均房价为 212.17 元/间/天、229.78 元/间/天和 226.43 元/间/天。

2020 年以来，随着新冠肺炎疫情的爆发，全国 31 个省市、自治区陆续启动重大突发公共卫生事件一级响应，采取了包括关闭景区、交通管制、延长春节假期、限制聚集性活动、区域封闭式管理等手段，在严格的防控措施及居民较强的防疫意识下，旅游行业短期内受冲击严重。从细分领域看，对景区经营企业而言，疫情期间全国多处景区自除夕以来相继暂停营业，酒店业方面，根据 STR 初步数据分析，中国大陆地区的酒店入住率在 2020 年 1 月 14 日至 26 日期间较去年同期下滑 75%，春节的酒店入住率较去年同期下滑 71%，已售客房平均房价较去年同期上涨 10%，但仍无法弥补当期业绩的下滑。餐饮方面，2020 年春节假期多数餐饮品牌暂停营业或缩短营业时间仅开放部分外卖，营业收入受到很大的影响，而房屋租金、员工工资、水电煤等固定成本却无法相应缩减，经营压力较大。根据美团研究院于 2020 年 2 月初针对新冠肺炎疫情对我国餐饮商户影响的问卷调查显示，58.4% 的正餐连锁集团关店率超过 60%，88.9% 的正餐连锁集团认为即便疫情结束后也需要 4 周以上时间才能恢复到正常营业水平；26.8% 的餐饮商户表示资金已经周转不开，37.0% 的餐饮商户表示资金极度紧缺（只能维持 1-2 个月）。总体看，受新冠肺炎疫情影响，短期内旅游行业大量企业失去主要收入来源，而房屋租金、员工工资、水电煤等固定经营成本却无法相应缩减，企业一季度收入和现金流将明显弱化。

B. 政策环境

2016 年 12 月，国务院印发《“十三五”旅游业发展规划》（简称“《规划》”）。《规划》提出，“十三五”期间我国旅游业发展要实现四大目标。一是旅游经济稳步增长。城乡居民出游人数年均增长 10% 左右，旅游总收入年均增长 11% 以上，旅游直接投资年均增长 14% 以上。到 2020 年，旅游市场总规模达到 67 亿人次，旅游投资总额 2 万亿元，旅游业总收入达到 7 万亿元。2017 年 8 月，国家旅游局发布《2017 年全域旅游发展报告》，报告中指出，2016 年我国民众人均出游率达 3 次，旅游已成为我国民众生活的必需品，全域旅游因此应运而生。国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度，使其成为一项中长期国家战略和国策，并得到进一步强化和巩固。

2018 年 3 月，《政府工作报告》提出要“创建全国旅游示范区，降低重点国有景区门票价格”，同年 6 月国家发改委发布《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》，为国有景区降价划定了时间表，明确提出在今年“十一”黄金周旅游高峰之前，切实降低一批重点国有景区偏高的门票价格，上述政策的实施或将对部分以门票收入为主的旅游类企业产生一定影响，但门票价格的下降也将在一定程度上刺激游客量的增长。总体来看，中央和地方政府近年来一直持续推动旅游发展，各项旅游刺激方案存在积极意义，旅游行业在产业政策的支持下整体呈现稳中向好的趋势。

针对 2020 年爆发的新冠肺炎疫情，全国多地迅速采取措施支持行业内企业发展。2020 年 2 月 6 日，文化和旅游部办公厅发布《关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》，决定向旅行社暂退部分旅游服务质量保证金，暂退标准为现有交纳数额的 80%，可对停业期间的现金流产生一定程度上的短期支撑。同日，财政部、税务总局《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》提到，对受影响较大的交通运输、餐饮、住宿、旅游四大类困难行业企业 2020 年度发生的亏损，最长结转年限由 5 年延长至 8 年。同时，大部分地区陆续出台支持企业平稳发展相关意见。但行业是否能在疫情结束后快速恢复，仍主要取决于有针对性的消费刺激政策的出台及国内消费行业和旅游业整体大环境的复苏情况。

C. 竞争格局/态势

从国内市场竞争格局来看，虽然我国旅游资源较为丰富，但由于地域面积较大，资源分布较为分散，因此单一企业所占份额较小，行业整体市场化程度较高，竞争压力较大。受旅游资源质量和特色、周边交通便利程度、住宿及餐饮娱乐一体化程度等各方面因素影响，旅游行业呈现出较强的区域性竞争特点，东部和中部地区客流量较大且游客来源广泛。

我国旅游业经营主体通常采用多元化经营模式，涉及的细分子行业较多。其中，高等级景区因其稀缺性和不可复制性而具有较高的吸引力，拥有该类景区开发运营管理权的企业通常系央企或地方国企，故该类经营主体盈利情况通常较好；酒店餐饮业属于完全竞争行业，各企业间竞争优势较不明显，因此发债企业相对较少，且各企业所运营的酒店也主要集中在高星级；旅行社行业内企业众多，三大龙头企业（中国国旅、中国旅社、青旅总社）得益于较高的行业地位，近年来毛利率较其他企业相对较高，但累计市场份额自 2000 年以来一直保持在 30% 以下，未来产业融合和业态创新将是我国旅行社业发展的核心增长点；随着互联网的高速发展，在线旅游已形成一定规模，OTA 将进入平稳的发展阶段。为适应科技对居民旅游需求带来的改变，航空公司、酒店、景点、汽车租赁公司、海内外旅游局等旅游服务供应商纷纷搭建在线旅游平台，在线旅游的发展将带动酒店行业的收入增长，为景区线上门票收入增长提供助力，但同时加剧了传统旅行社行业的竞争压力。

D. 风险关注

旅游行业风险主要来自：（1）投融资风险较高。我国旅游投资主要以民营资本为主、政府投资和国有企业投资为辅，整体投资体量较大，资金来源保障性较低。加之项目建设进度及投运后的盈利情况不确定性较大，企业投融资风险相对较高。（2）突发事件影响。旅游业对外部环境存在较强的敏感性，病疫情、国家政策、国际政局等都对旅游行业整体营收、细分行业格局以及目的地产生了不同程度的影响。随着旅游行业在国民经济中的地位和外交地位的不断提升，信息传播的高速发展，突发事件的产生来源、影响范围也将进一步扩大。2020 年以来新冠肺炎疫情的爆发使得旅游行业基本停滞，企业 2020 年上半年甚至全年经营业绩及现金流面临很大挑战。（3）市场竞争

风险。旅游行业市场化程度较高，竞争压力较大，行业内多数企业旅游产业链尚未完善，旅游项目同质化现象明显。特别是以酒店餐饮和旅行社为主业的经营主体，需要分别关注其在酒店业品牌化、集团化和在线旅游冲击下的竞争能力。

(3) 区域市场因素

苏州市作为长江三角洲重要的中心城市之一，近年来经济保持增长，区域经济实力较强。苏州市文化旅游资源丰富，近年来旅游市场保持良好发展，但2020年以来，受新冠肺炎疫情爆发的影响，苏州市1-2月旅游总收入大幅下滑，短期内对区域旅游企业造成明显冲击。

苏州市文化旅游资源丰富，是我国首批历史文化名城及中国十大重点风景名胜旅游城市之一，有“人间天堂”的美誉，苏州园林被列入世界文化遗产名录，中国大运河苏州段入选世界遗产名录，2018年苏州入选2018中国大陆最佳地级城市第1名，2018年中国最佳旅游目的地城市第3名。同时作为长江三角洲重要的中心城市之一，苏州市经济较发达，近年来经济保持增长，2019年苏州实现地区生产总值1.93万亿元，同比增长6.0%。全年实现一般公共预算收入2,221.8亿元，同比增长4.8%，其中税收收入完成1,991.0亿元，同比增长3.2%，税收占一般公共预算收入的比重为89.6%，财政收入总量、税收占比继续保持全省第一。2019年全年一般公共预算支出2,141.3亿元，同比增长9.7%。

近年来苏州市旅游市场保持良好发展。其中2018年全市实现旅游总收入2,601.00亿元，同比增长11.75%；全年接待入境过夜游客182.78万人次，同比增长4.07%；接待国内游客12,847.67万人次，同比增长6.65%。2019年1-11月全市实现旅游总收入2,803.00亿元，同比增长8.69%。截至目前，全市共有5A级景区6家（11个点）、4A级景区35家，五星级饭店24家，高等级景区、星级酒店、旅游度假区、乡村旅游点数量继续保持全省领先，并获评首批中国休闲旅游示范城市。近年来，苏州积极推进“苏州旅游总入口”建设，丰富产品体系，推出古城精华游等深度组合产品，加强市场监管，强化“一日游”旅行社管理。但是2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，苏州市旅游市场受到较大的影响，2020年1-2月全市实现旅游总收入75.90亿元，同比下降71.78%，短期内区域内旅游企业受冲击较明显。

近年来，国家层面、江苏省层面、苏州市层面，密集出台了针对旅游业发展的一系列针对性政策。其中根据《苏州市旅游发展总体规划（2009-2020）》、《苏州市旅游发展“十三五”规划》、《关于促进苏州市旅游业改革发展的实施意见》，十三五期间苏州市旅游总收入将达到3,000亿元，及实现年均增长率9.7%的发展目标。此外，为积极应对新冠肺炎疫情，2020年2月，苏州市政府发布《苏州市人民政府关于应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情支持中小企业共渡难关的十条政策意见》，提出要确保小微企业信贷余额不下降、确保小微企业融资成本降低、缓缴社会保险费、减免中小企业房租、减免中小企业税费、延

期交纳税款等，以支持中小企业渡过难关。针对新冠肺炎疫情对文化旅游产业的影响，2020年4月，苏州市文化广电和旅游局发布《关于组织开展文化和旅游企业贷款需求对接工作的通知》，苏州各县级市2020年1月至6月受新型冠状病毒感染的肺炎疫情影响、生产经营遇到困难的文化旅游中小微企业有贷款需求的，可按照规定流程发布贷款需求，由苏州市文化广电和旅游局提供贷款需求对接，并可享受风险补偿和贷款贴息。

2. 业务运营

该公司目前已基本形成酒店经营、旅游及景区运营、物业管理、资产出租等业务板块，旗下拥有会议中心、环古城河周边地块、多处修缮后古建老宅等资产。近三年公司主业经营较平稳，主业营收保持增长。但公司现有业务体量较小，主业盈利能力较弱。2020年以来新冠肺炎疫情爆发，公司旗下酒店入住率急剧下滑、景区暂停运营、相关物业实行减免租金，2月份和3月份业务基本处于停滞状态，公司一季度营业收入和现金流将呈现较大幅度下滑，并影响全年业绩实现。此外，公司作为苏州市属文化旅游产业的主要经营主体，承担了较多的政府文化旅游项目的整治、开发工作，在建项目资本性支出较大而收益回笼相对较慢，因此给公司带来一定投融资压力。

该公司为苏州市承担文化旅游资源整合及文化旅游项目开发建设的唯一国有企业集团，在当地经营优势明显。公司收入主要来源于酒店经营、物业管理、旅游及景区运营及资产出租等。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
酒店经营	苏州	规模/管理/政策
旅游	苏州	规模/管理/政策
物业管理	苏州	规模/管理

资料来源：苏州文旅

2016-2018年及2019年第一季度，该公司营业收入分别为4.08亿元、4.91亿元、9.27亿元及1.54亿元，分别同比增长8.24%、20.31%、88.84%及38.86%，其中酒店经营、物业管理、旅游及景区运营、资产出租等核心主业经营稳定，收入逐年稳步增长，同期核心主业分别实现收入3.92亿元、4.38亿元、4.79亿元和1.00亿元。除核心主业外，公司还从事房地产销售、咨询、对外输出酒店管理²等其他业务，对主业收入形成补充，但相关业务开展不具持续性。其中2018年光华苑项目因政策调整由保障性住房转为上市销售，公司因此新增4.21亿元房地产销售收入，导致当年收入增长明显，目前该项目已销售完毕，公司无新在开发房地产项目。

²目前公司外接2家酒店管理项目，分别为中国人寿江苏培训中心、苏州新区玉屏客舍会议中心。

2020年以来新冠疫情爆发，对该公司酒店经营、旅游及景区运营、资产出租等核心主业均造成较大影响。根据公司预算数据³，疫情影响后，经初步测算，2020年公司预计实现营业收入20,776万元，较前次预算数将调减6,236万元，其中因减免租金调减686万元，旅游收入调减3,000万元，酒店收入（不包括会议中心）调减1,542万元。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计		4.08	4.91	9.27	1.54	1.11
其中：核心业务营业收入	金额	3.92	4.38	4.79	1.00	1.05
	占比	96.04	89.21	51.75	64.73	94.91
其中：（1）酒店经营	金额	1.08	1.04	1.45	0.28	0.29
	占比	26.40	21.21	15.68	18.34	26.09
（2）旅游及景区运营	金额	0.32	0.45	0.58	0.07	0.08
	占比	7.94	9.27	6.29	4.45	7.05
（3）物业管理	金额	2.14	2.48	2.32	0.52	0.61
	占比	52.36	50.63	25.03	34.05	55.32
（4）资产出租	金额	0.38	0.40	0.44	0.12	0.07
	占比	9.34	8.10	4.75	7.89	6.45

资料来源：苏州文旅

A. 酒店经营

该公司酒店经营业务主要由苏州市会议中心（简称“会议中心”）及苏州桃园国际度假酒店有限公司（简称“桃园酒店公司”）负责运营。其中会议中心是一家集会议、展览、演出、餐饮、住宿为一体的服务类企业，会议中心主要资产包括苏州中心大酒店、苏州市人民大会堂及中心广场。其中苏州中心大酒店占地面积6.8万平方米，建筑面积10万平方米，拥有382间（套）客房，682张床位；26个餐厅，约2,300个餐位；54间会议室；1,000多平方米的展厅。配套有800多平方米的演艺中心，桑拿、室内游泳馆等娱乐健身设施。苏州市人民大会堂是苏州地区最大的会议场所，观众厅可容纳1,080人，是举办大型会议及演出的重要场所。临街的中心广场可举办广场演出、产品展示、咨询活动、广告宣传等活动。

会议中心是苏州市政府主要指定的政府接待及会议提供方，主要收入来源于餐饮和住宿，近年来受政策及经济因素影响，中高端餐饮冲击较大，会议中心虽然加大市场化经营，不断推进商务消费类和婚宴的接待，但由于同行业酒店竞争激烈，尤其是其中体量最大的婚宴受酒店所处区域及整体风格的局限，导致餐饮近年来收入逐年下降。住宿方面，为优先满足政府会议要求，会议中心对旅游团体等社会消费群体接待比重较低，2016-2018年及2019年第一季度，

³ 由于会议中心和物管股份单独考核，故下述公司预算数未包括会议中心和物管股份。

会议中心客房出租率分别为 58.60%、65.80%、64.00% 及 42.00%，与周边星级酒店出租率基本持平，但由于政府精简会议并增加电视电话会议，近年来会议中心承接会务数量有所下降，住宿收入也存在下滑压力。

图表 7. 2016 年以来会议中心业务收入构成情况（单位：万元、%）

收入项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度		2018 第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
住宿	2,331.70	29.37	2,807.00	31.15	2,563.56	30.56	336.50	16.80	516.00	24.72
餐饮	3,725.90	46.94	3,546.00	39.35	3,308.34	39.43	1,404.38	70.11	807.00	38.67
会务	1,205.50	15.19	1,041.00	11.55	914.96	10.91	228.74	11.42	249.00	11.93
其他 ⁴	675.10	8.50	1,617.00	17.94	1,602.36	19.10	33.60	1.68	515.00	24.68
合计	7,938.20	100.00	9,011.00	100.00	8,389.22	100.00	2,003.22	100.00	2,087.00	100.00

资料来源：苏州文旅

桃园酒店公司于 2014 年根据苏州市国资委相关文件划入该公司，主要经营的桃园酒店属于四星级酒店，205 间客房分布在 24 幢别墅中，分 6 种类型，满足不同客人需求。2018 年，桃园酒店被携程酒店口碑榜授予 2018 年最受欢迎度假酒店奖，携程网苏州大市范围排名前十。餐饮方面以苏帮菜为主要特色，其他菜系为辅，以厨师长为首的 5 名厨师均被苏州烹饪协会授予了苏州“第四代苏帮菜传承人”及“美食工匠”称号。2016-2018 年及 2019 年第一季度桃园酒店公司实现收入分别为 3,457.70 万元、3576.55 万元、3,699.98 万元和 806.24 万元，近年来经营较为稳定。

图表 8. 桃园酒店基本情况

酒店名称	开业时间	建筑面积（平方米）	类型	客房数量	2018 年入住率	会议室数量	会议室接待容量	客户定位
桃园酒店	1996 年 10 月	17,999	四星级酒店	205 间（套）	67.29%	6	558 人	商务客、公司协议客、OTA、会议团队、普通散客

资料来源：苏州文旅

该公司近年来还与上海花间堂投资管理有限公司、旅悦（天津）酒店管理有限公司等企业合作参股了多家酒店，包括花间堂探花府精品酒店、“文旅花筑”万年桥项目⁵等，根据从合资酒店中积累到的先进管理经验，2018 年以来公司注重自创品牌建设，着手培养自己的精品酒店管理人才，加强对修缮后的古建老宅物业资产的利用。公司新成立苏州姑苏小院酒店管理有限公司，打造自有品牌“姑苏小院”，主要产品为分散式精品酒店，其中一期试点项目潘缙芬故居于 2019 年 3 月份正式对外营业，共有 5 间客房，截至 2019 年 4 月末入住率为 38.00%，平均房价 907 元，未来公司还将通过加盟的方式扩大“姑苏

⁴ 主要为对外输出酒店管理服务，在营业收入分类中计入其他业务收入。

⁵ 2012 年参股花间堂探花府精品酒店，注册资本 1,275 万元，公司持股 40%，2018 年实现收入 1,785 万元，净利润 106 万元，尚未确认投资收益。2016 年 11 月公司参股苏州文旅隐居酒店管理有限公司，注册资本 1,600 万元，公司持股 40%，目前隐居酒店所处宣州会馆内部装修已完成，但尚未对外营业。2017 年 10 月公司参股苏州文旅旅悦酒店管理有限公司，注册资本 1000 万元，公司持股 40%，主打“文旅花筑”万年桥项目，2018 年 12 月完成一期装修，共有 43 间客房和 540 m²餐厅，已于 2019 年 3 月正式对外营业。

小院”的经营范围，未来自主品牌的精品酒店是公司酒店领域重要发展方向。

2020年初受新冠肺炎疫情影响，该公司旗下酒店订单基本全部取消，客房入住率呈现“跳崖”式下降，平均房价下降明显；餐饮库存滞销，隐性成本上升；聚餐和会务等集群性活动根据相关规定和疫情实际情况，基本取消或延后，对公司酒店板块影响较大。目前，疫情基本得到有效控制，但空房状况仍在持续，酒店板块经营压力仍存在。以桃园酒店为例，2020年2月酒店实际营业收入仅4万元，而去年同期营业收入196万元，下滑较明显。总体看，受疫情影响，2020年全年公司酒店收入（不包括会议中心）较原预算预计将减少1,542万元。

B. 物业管理

该公司物业管理经营主体为子公司会议中心下属的苏州市会议中心物业管理股份有限公司⁶（简称“物管股份”）。物管股份成立于2003年12月，具有国家物业管理一级资质，现为中国物业管理协会理事单位、江苏省房地产协会理事单位、苏州市物业管理协会副会长单位，于2015年11月10日起完成“新三板”挂牌（股票简称：物管股份，股票代码：834213.OC）。物管股份系2018年中国物业服务百强企业，并获2018中国物业服务市场化运营领先品牌企业。

物管股份主要为中高档小区、大型商业广场、医院、别墅、学校、公共场馆、办公楼、会议中心园林及物流园等多样化群体提供物业管理服务，截至2019年3月末在管项目91个，主要包括苏州市地方税务局/各网点、苏州市人民检察院、苏州市国家安全局、苏州银行、宁波银行苏州分行及各支行、苏州市立医院等，项目在管总面积556.73万平方米，根据成本收益加成法确定物业价格。2016-2018年及2019年第一季度，该公司物管业务收入分别为2.14亿元、2.48亿元、2.32亿元及0.52亿元，物业管理收入与当年在管项目数量以及物管费有关，近年来收入小幅波动。此外，物管业务还通过智慧平台建设提高管理水平、提升服务质量、降低人员成本，并增加延伸服务以增加收入。

C. 旅游及景区运营

该公司作为苏州市属文化旅游产业的主要经营主体，成立以来当地政府已陆续注入了一定量的文化旅游资源，其中盘门景区和环古城河水上观光游是公司现有运营较成熟的旅游项目，两者均由子公司苏州东方水城旅游发展有限公司（简称“东方水城”）负责经营。

a 环古城河水上观光游项目

2016年该公司下属全资子公司东方水城与苏汽集团合资组建了苏州水上旅游发展有限公司（简称“水上游公司”）⁷，运用市场化手段开展环古城河水

⁶ 截至2018年12月31日止，物管股份总股本为1,875万股，由公司下属全资子公司苏州市会议中心、苏州市城市建设投资发展有限责任公司及公司出资设立，直接持股比例分别为40%、35%和25%，公司实际持股比例为65%。

⁷ 东方水城持股55%，苏汽集团持股45%。

上旅游整合工作，截至目前，水上游公司已全部完成对环古城河水上旅游的整合工作，截至 2019 年 3 月末，共有在运营游船 61 艘，客位 2,795 个，种类包括各类画舫船、欧式游船、双层游艇等，可满足不同类型客户的观光需求，游船配备了沿途讲解及评弹演出等，同时推出了餐饮、婚礼包船等业务。水上游公司运营以来游客人数不断上升，船票价格也有所提升，2016-2018 年环古城河水上观光游项目实现收入分别为 0.32 亿元、0.44 亿元及 0.59 亿元。但是 2019 年以来，受一日游整顿影响，游客总数量下降明显，而散客占比不断加大，由于散客船票单价明显高于团体票，船票平均价格由 2018 年的 22.00 元上升至 2019 年第一季度的 47.00 元，当期实现营业收入 686.00 万元，同比下降 12.28%，未来公司将继续加大与电商平台的合作，进一步提升散客占比。

图表 9. 2016 年以来环古城河水上观光游项目运营情况

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度	2018 年第一季度
游客数量 (万人次)	207	256	257	15	49.4
船票价格 (元/人)	15.65	17.31	22.00	47.00	15.83
营业收入 (万元)	3,240	4,431	5,939	686	782
其中: 船票收入(万元)	3,240	4,431	5,700	678	782

资料来源：苏州文旅

b 盘门景区

盘门景区坐落于苏州古城区西南隅，系苏州古城的代表之一，历史悠久，具有吴文化的深厚历史底蕴。自上个世纪 80 年代以来，苏州市政府曾多次对盘门景区进行修整改造。目前，盘门景区占地 24.86 公顷，系全国重点文物保护单位。盘门景区以瑞光古塔、水陆城门、吴门古桥的“盘门三景”而著称，且景区因与护城河相连接，具有较完善的水陆互动功能，盘门系中国现存唯一的水陆并联城门。盘门景区资产为政府划拨资产，因事业单位性质，景区门票收入无法纳入该公司合并范围，盘门景区门票收入全部归入盘门景区管理处，公司仅因资产外包租赁等获得少量收入，2016-2018 年及 2019 年第一季度，盘门景区贡献收入分别仅为 1,397.90 万元、1,691.53 万元、1,866.80 万元及 266.57 万元。

2020 年以来随着新冠疫情的爆发，该公司旅游及景区运营板块受到较大的冲击。其中盘门景区在疫情期间暂停开放，至 3 月初开始恢复开放。环古城河水上观光游项目疫情期间暂停运营，3 月底开始恢复运营，2020 年 2 月和 3 月的（预计）营业收入均为 0，而去年同期的收入分别为 272 万元和 339 万元。2020 年全年公司旅游及景区运营板块收入较原预算数预计减少 3,000 万元。另外，水上游公司正在进行游船的更新改造和新建工作，新游船的购置和淘汰所带来的投入较大，水上游公司收入的减少将进一步影响其现金流和全年的利润水平。

D. 资产出租

该公司资产租赁收入主要来源于子公司苏州物资控股（集团）有限责任公司（简称“物资公司”）、东方水城及苏州古城投资建设有限公司（简称“古城

公司”)。其中物资公司租赁面积约 5.91 万平方米，出租的主要资产为白洋湾货场，仓储土地面积约 18 万平方米，包括近 1.5 万平方米的室内库房以及 6 条铁路专用线，另外物资公司还拥有昆山一处酒店物业及苏州市区的多个菜场物业，租期通常为 1-5 年，目前已全部租出。东方水城出租的资产主要为环古城河周边的商用物业，租赁面积 2.19 万平方米以及近 200 个车位，承租方以个人商户和民营服务性企业为主，出租年限主要为 1~3 年，目前租赁率为 97.67%。古城公司出租资产主要为 7 处古建老宅和相门城墙景区的商业物业出租，租赁面积约 1.14 万平方米，租赁期限主要为 1~5 年，目前已全部出租。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现资产租赁收入 0.38 亿元、0.40 亿元、0.44 亿元及 0.12 亿元，收入规模不大但逐年稳定增长。

2020 年初新冠肺炎疫情下，该公司及旗下全资子公司贯彻市政府、市国资委“苏惠十条”文件精神，从 2 月份开始，落实“1 个月免租，2 个月房租减半”的政策，共涉及 252 个承租户，12.45 万平营业面积，共计减免租金约 756 万元，影响营业收入 686 万元。此外，子公司古城公司旗下相关物业均处于关门停业状态，虽古城公司已对承租户租金实行减免等措施，但鉴于疫情影响还在延续，商户后续月份仍可能存在违约不按时缴纳租金的情况。

E. 在建、拟建项目

苏州市古城、古镇、古村、古建筑等文化旅游资源丰富，仅古城区就保留了众多历史遗存。但现有资源较为分散，且存在进一步开发利用的空间及修缮保护的需求。作为苏州市政府重点支持的一家以文化旅游为主业的国有企业集团，该公司成立以来承担了较多的与古城保护相关的文化旅游项目开发工作，并因此形成了一定规模古建老宅物业资产，该类资产补交手续费后可获得产权证，且部分古建老宅位于平江路、山塘街等核心区域附近，位置优越，市场价值较高。

截至 2019 年 3 月末，该公司主要在建项目计划总投资 40.63 亿元，已累计投资 16.99 亿元，已回笼资金 12.14 亿元。其中“两河一江”环古城河提升、古城墙保护修缮二期工程、环古城河慢行系统、环古城河健身步道及提升项目、码头改造、城湖联动等公益性项目已完工，已累计投入 3.44 亿元，经财政评审后，截至 2019 年 3 月末累计收到市财政给予补助 2.71 亿元。茅山塘地块改造搬迁已完成 90%，已投入资金 1.53 亿元，由于搬迁工作未完成尚未收到财政拨款。平江新城 43 号地块光华苑项目原计划用作古建老宅保护修缮工程中居民安置房，后因古建老宅保护修缮工程中居民安置普遍采用现金安置方式，导致配套建设的安置房大量闲置，按照苏州市人民政府[2016]165 号专题会议纪要要求，保障性住房剩余房源上市销售，截至目前光华苑住宅项目已全部售罄，现已回笼资金 7.60 亿元，2018 年确认收入 4.21 亿元，根据交房进度预计 2019 年可继续确认 2.50 亿元收入，剩余部分于 2020 年确认。

此外，受搬迁进度影响，古建老宅保护修缮工程项目投资进度较为缓慢。古建老宅保护修缮一期二期项目共计 33 处老宅，总投资 23.00 亿元，截至 2019 年 3 月末已累计投入 6.00 亿元，目前已启动建设的共 18 处，已完工并投入使

用 7 处，获得政府补助 1.73 亿元。未来，公司将丰富已修缮老宅的业态，除改造成精品酒店外，公司还在积极打造苏州文旅会客厅，预计今年年底开业。2018 年该公司新增对新春巷海红坊潘宅保护修缮工程项目及光福冲山文旅项目的投资，其中新春巷海红坊潘宅保护修缮工程项目继续按古建筑老宅保护修缮相关政策开展立项、搬迁、修缮利用等工作，项目总投资约 0.29 亿元，目前尚未开始投资。光福冲山文旅项目总投资 5.00 亿元，分三期建设，项目整体定位为苏州古城外的分散式乡村酒店，主要功能包括住宿餐饮、休闲娱乐、农事体验、户外拓展、研学旅行、山地徒步、渔家生活等，目前处于前期阶段，仅产生少量投资。此外，公司还拟对游船更新改造项目投资，计划总投资 2.50 亿元，主要包括改造 7 艘欧 V 动力大中型游船、新建 16 艘 60 客位混合动力大型游船、25 艘 45 客位混合动力中型游船、15 艘 20 客位纯电动小型游船，以及岸上充电装置等配套设施等，截至 2019 年 3 月末已投入 0.65 亿元。总体看，公司后续项目仍存在较多资本性支出计划，将给公司带来较大投融资压力。

随着新冠肺炎疫情爆发，该公司部分在建工程施工进度受到影响，不能按计划完工，其中古建筑老宅保护修缮项目中的顾廷龙故居项目春节前已签订施工协议，但受疫情波及，施工工期预计顺延 4 个月以上。

图表 10. 2019 年 3 月末公司在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资 ⁸	已投资	完工进度	收益模式	已回笼资金
古建筑老宅保护修缮项目	23.00	6.00	目前启动开展 18 处，已完工并投入使用 7 处。完工进度根据搬迁情况，时间暂时无法预估。	主要以财政补贴、项目建成后的物业出租、出售收入为主。已收到补贴资金 1.73 亿元，出租收入 0.1 亿元。	1.83
平江新城 43 号地块光华苑项目	4.50	4.96	已完工并开始销售，其中住宅部分已售罄。	项目完成后的出售收入。	7.60
荣春堂古建筑装修项目	0.60	0.40	目前已完成修缮部分的主体结构。	后期准备与喜林苑合作，做国际教育交流营地，客房 18 间，学生客房 8 间，配套餐饮服务，计划年底投入运营。	-
“两河一江”环古城河提升工程	0.60	0.56	2015 年末已完工，项目决算审计尚未完成。	为无收益的公益性项目。工程竣工后，经财政评审，由市财政给予补助。	-
古城墙保护修缮二期工程	0.82	1.16	2015 年末未完工，尚未完成竣工结算。	为无收益的公益性项目。工程竣工后，经财政评审，由市财政给予补助。	1.11
环古城河慢行系统	0.24	0.17	2015 年已完工，财政决算审计已完成。	为无收益公益项目。由市财政给予补助。	0.17
环古城河健身步道项目	0.72	0.90	健身步道及提升项目已基本竣工	财政拨款	0.85
环古城河健身步道提升项	0.53	0.45	工程已完工，项目各单	财政拨款	0.45

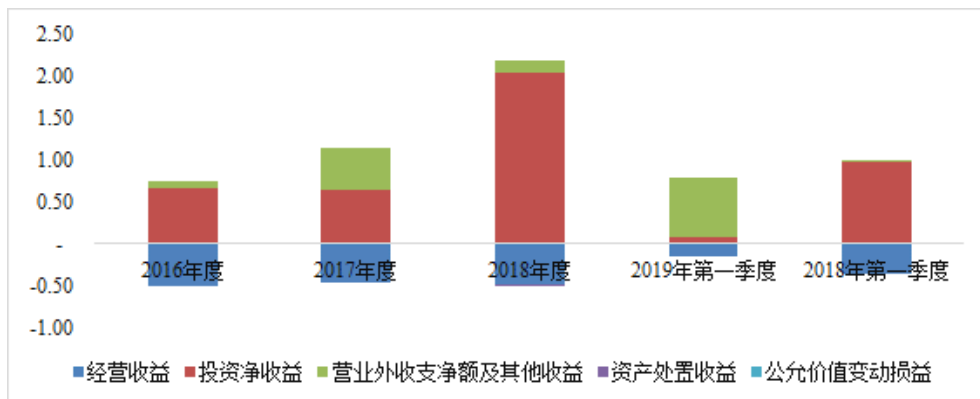
⁸ 平江新城 43 号地块光华苑项目土地取得为定销安置房，项目建设完成后做为商品房上市，预估补缴土地出让金 0.8 亿元，实际总投资 4.96 亿元，超出原计划总投资。古城墙保护修缮二期工程项目建设过程中涉及 1 块土地出让，涉及金额 4600 万元，故最终实际投资 1.16 亿元，超出原计划。环古城河健身步道项目新增三期提升建设，涉及财政资金安排，建设资金纳入一期，因此已投资额大于总投资额。

项目名称	总投资 ⁸	已投资	完工进度	收益模式	已回笼资金
目			项结算价基本审定，拟进行项目竣工财务决算审计。		
码头改造	0.25	0.13	已经竣工。	为无收益公益项目。由财政拨款解决。	0.06
城湖联动	0.18	0.07	已经竣工。	为无收益公益项目。由财政拨款解决。	0.07
茅山塘地块改造	1.40	1.53	2017年启动，已完成拆迁进度90.6%	为无收益公益项目。由财政拨款解决。	-
新春巷海红坊潘宅保护修缮工程项目	0.29	0	项目选址、立项已完成	建成后自营或出租收入	-
光福冲山文旅项目	5.00	0.01	项目前期总体规划设计中	建成后运营收入	-
游船更新改造项目	2.50	0.65	一期23条新建游船已交付使用	建成后运营收入	-
合计	40.63	16.99	-	-	12.14

资料来源：苏州文旅

(2) 盈利性

图表 11. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据苏州文旅所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司酒店经营、物业管理等主营业务整体盈利能力不强，且折旧、人员、利息等费用支出规模较大，经营收益持续处于亏损状态，利润主要来源于投资收益及营业外收入、其他收益等。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年度	2017年度	2018年度	2019年 第一季度	2018年 第一季度
营业收入合计（亿元）	4.08	4.91	9.27	1.54	1.11
毛利率（%）	24.47	25.25	28.39	25.95	26.13
其中：酒店经营（%）	24.81	23.48	24.77	11.42	37.76
旅游及景区运营（%）	55.28	39.39	21.23	3.25	23.03
物业管理（%）	9.25	6.20	6.84	5.65	10.90

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
资产出租 (%)	64.21	69.19	65.77	70.93	54.71
毛利 (亿元)	1.00	1.24	2.63	0.40	0.29
其中: 酒店经营 (亿元)	0.27	0.24	0.36	0.03	0.11
旅游及景区运营 (亿元)	0.18	0.18	0.12	0.00	0.02
物业管理 (亿元)	0.20	0.15	0.16	0.03	0.07
资产出租 (亿元)	0.24	0.27	0.29	0.09	0.04
期间费用率 (%)	33.80	31.02	25.75	31.89	55.69
其中: 财务费用率 (%)	1.17	3.38	8.07	9.58	14.51
全年利息支出总额 (亿元)	0.67	0.83	1.71	-	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.62	0.65	0.96	-	-

资料来源: 根据苏州文旅所提供数据整理。

随着该公司收入规模的增长, 近年来公司毛利呈现逐年上升的趋势, 2016-2018 年及 2019 年第一季度公司实现毛利分别为 1.00 亿元、1.24 亿元、2.63 亿元及 0.40 亿元, 其中 2018 年同比上升 112.30%, 主要由于当年光华苑的房地产销售贡献了 1.56 亿元的毛利。同期公司毛利率分别为 24.47%、25.25%、28.39% 及 25.95%, 其中 2018 年毛利率同比增长 3.14 个百分点, 主要由于当年新增房地产销售收入毛利率达 37.16%, 对公司整体毛利率水平有所拉动; 2019 年第一季度公司毛利率有所下滑, 主要由于酒店经营和旅游景区运营板块毛利率下降明显, 其中公司自有品牌“姑苏小院”于 2019 年 3 月份刚开业, 还处于推广期, 但增加的折旧摊销及人员成本较多, 拉低了酒店经营板块的毛利率水平, 而受整顿“一日游”影响, 公司水上游游客数量大幅下降, 同时公司不断进行游船的更新与改造, 折旧摊销增多, 使得公司旅游及景区运营板块毛利率持续较大幅度下滑。

2016-2018 年及 2019 年第一季度, 该公司期间费用分别为 1.38 亿元、1.52 亿元、2.39 亿元及 0.49 亿元, 主要以工资、社保、折旧费等管理费用为主, 另外由于 2018 年子公司新增贷款导致当期利息支出明显上升, 财务费用增长较快。同期, 公司期间费用率分别为 33.80%、31.02%、25.75% 及 31.89%, 公司期间费用水平较高, 对盈利造成一定不利影响。

图表 13. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	0.67	0.65	2.05	0.09	0.98
其中: 权益法核算的长期股权投资收益 (亿元)	0.16	0.30	0.63	0.09	0.08
可供出售金融资产在持有期间的投资收益 (亿元)	0.47	0.33	0.60	-	-
转让万和广场公司获得的投资收益 (亿元)	-	-	0.76	-	0.76
营业外收支净额及其他收益 (亿元)	0.09	0.50	0.15	0.70	0.00

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
其中：政府补助（亿元）	0.11	0.04	0.16	0.46	-
拆迁补偿（亿元）	-	0.007	0.03	0.25	-
权益法核算的长期股权投资初始成本调整（亿元）	-	0.49	-	-	-

资料来源：根据苏州文旅所提供数据整理。

投资收益及营业外收入是该公司利润的重要补充。2016-2018 年及 2019 年第一季，公司投资净收益分别为 0.67 亿元、0.65 亿元、2.05 亿元及 0.09 亿元，主要是持有东吴证券的股票及苏州信托产生的投资收益，其中 2018 年投资收益明显上升，主要是转让万和广场获得 0.76 亿元的投资收益⁹。同期，公司营业外收支净额及其他收益分别为 0.09 亿元、0.50 亿元、0.15 亿元及 0.70 亿元，主要是政府补助及拆迁补偿，受项目进展及政府审批进度影响存在波动，另外，2017 年因苏州信托初始投资成本调整增加 0.49 亿元，导致当年营业外收入规模较大。受上述因素影响，同期公司净利润分别为 0.21 亿元、0.63 亿元、1.33 亿元及 0.59 亿元，呈现逐年上升的趋势，但由于公司净利润对投资收益及营业外收入依赖程度较大，稳定性不高。

未来短期内新冠肺炎疫情将影响该公司 2020 年业绩实现，根据公司预测数据¹⁰，公司 2020 年全年预计利润总额 1.15 亿元，疫情影响后将调降 6,534 万元；其中营业收入减少 6186 万元，同时参股公司净利润下滑，投资收益预计减少约 400 万元。

（3）运营规划/经营战略

该公司在建项目投资规模较大且多数带有公益性质，由于政府补助资金存在滞后性，且项目以租金为主的投资收益方式回笼资金较慢，后续仍持续存在外部融资需求。此外，公司为实现金融资本与文旅产业的融合发展，未来仍会加大金融类企业股权投资支出。公司资金缺口将主要通过债务融资筹集。

图表 14. 公司 2020 年~2021 年投融资规划

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度
资本性支出计划（亿元）	5.87	5.40
其中：金融类企业股权投资（亿元）	2.85	2.40
古建老宅保护修缮项目（亿元）	1.00	1.00
光福冲山文旅项目（亿元）	1.00	1.00
水上游游船更新改造	1.02	1.00
营运资金需求（净额，亿元）	暂不明确	暂不明确
融资安排（净额，亿元）	暂不明确	暂不明确

资料来源：根据苏州文旅所提供数据整理。

⁹ 高铁新城万和广场系公司原孙公司苏州文旅集团万和广场发展有限公司（简称“万和广场公司”）的开发项目，2018 年公司已将万和广场公司的全部股权转让给苏州高铁新城文化旅游发展有限公司，交易对价 2.76 亿元，获得投资收益 0.76 亿元。

¹⁰ 因会议中心和物管股份单独考核，故公司下述预测数据未包括会议中心和物管股份。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为苏州市国资委全资控股企业，公司自成立以来已建立了符合经营管理要求的法人治理结构以及适应自身经营管理需要的职能部门，并不断完善管理体系、修订规章制度，以为其经营发展提供有效的组织和制度保障。另外，受政府机构改革及党委换届影响，2018 年公司高层管理人员发生一定变动，但并未对公司经营产生重大不良影响。

(1) 产权关系

该公司为苏州市国资委全资控股公司，历年来多次获得股东增资，截至 2019 年 3 月末，公司实收资本为 11.00 亿元，苏州市国资委持有公司 100% 股权。公司产权状况详见附录一。

该公司系在整合多家苏州市属企业基础上成立，定位为发展文化旅游产业为主营业务的国有企业集团，历年来受到控股股东苏州市国资委的增资、资产划拨、政策多方面支持，在苏州市国资委体系内地位重要。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要体现为酒店物业出租，金额较小。其中 2018 年子公司古城公司将潘祖荫古宅部分出租给苏州花间堂酒店管理有限公司（简称“花间堂酒店公司”），确认租金收入 138.15 万元，将宣州会馆出租给苏州文旅隐居酒店管理有限公司，确认租金收入 15.28 万元，子公司东方水城将物业出租给花间堂酒店公司，确认租金收入 117.45 万元。关联方应收应付款方面，主要为应付苏州市国资委代持收益 1.85 亿元。

(3) 公司治理

该公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国企业国有资产法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》及其他有关法律、法规的规定，建立法人治理结构。公司设立党委，设党委书记 1 名，副书记 2 名，党委委员若干，董事长、党委书记原则上由一人承担，同时，按规定设立纪委。公司董事会由 9 名董事组成，董事任期 3 年，任期届满，可连任，董事会设董事长 1 名，设副董事长 2 名，由苏州市国资委在董事会中指定。国资委向公司派出监事会，监事会由 5 名监事组成，设监事会主席 1 名，由国资委在监事会成员中指定。公司设总经理 1 名，副总经理 4 名，公司高级管理人员由董事会聘任或解聘，对董事会负责，公司董事长可兼任总经理。

人事变动方面，2018 年以来，因政府机构改革及党委换届，李东不再担任监事会主席，目前监事会 4 人，监事会主席空缺。王金兴不再担任总经理职务，

张纯不再担任副总经理职务，由包维明¹¹担任总经理职务，张树多担任副总经理职务，目前公司经理层人员 3 名。公司人员变动均为正常人事调整，暂未对公司经营造成重大不良影响。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司已根据自身经营发展需要，设立了工联会、团委、组织人事部、纪律监督室、办公室（法务部）、投资发展部、资产管理部、财务部、内审部、安全生产办公室、文化旅游研究设计中心等多个部门，并不断完善内部控制体系，公司组织架构图详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

近年来，该公司对多项规章制度进行了重新修订，进一步完善集团法人治理结构，提高决策的科学化、民主化、规范化水平。公司修订了《党委会议事规则》、《董事会议事规则》、《总经理办公室议事规则》三会议事规则，对三会的议事范围进行了明确区分，并确定了议事程序、决议、执行与监督。此外，公司还制定了《苏州文化旅游发展集团有限公司“三重一大”决策制度实施办法》，对公司重大决策、重要人士任免、重大项目安排和大额度资金运作的事项的决策程序进行了明确安排。

(3) 投融资及日常资金管理

财务管理方面，该公司按照《会计法》等有关法律、法规制定了《内部财务管理制度》，由财务部分负责公司财务核算工作，会计科目采用国家统一规定的标准科目，二级科目根据公司实际情况设立，并对会计核算办法、财务日常管理、关联方和关联方交易、会计档案管理等进行了详细说明。

预算管理方面，该公司制定了《预算管理办法》，建立由公司预算委员会、各预算责任单位构成的两级预算管理体系。公司财务部作为预算委员会执行机构，在预算委员会的领导下工作，负责预算的编制、初审、平衡、调整和考核计算等工作，并监督预算执行情况，分析预算与实际执行的差异，提出改进措施和建议。公司组织人事部牵头负责预算考核评价工作。

投融资管理方面，该公司制定了《投融资管理办法》，规定公司所属子公司的融资业务，纳入公司融资计划统筹管理，子公司在公司财务部的指导下开展融资业务，编制公司年度融资预算计划书中应包含子公司上报的融资计划及方案，并附申请报告及子公司董事会决议。投资方面，公司不得从事委

¹¹ 包维明于 2018 年 6 月开始担任公司党委副书记、总经理，历任江苏化工农药集团公司职员、苏州市平江区工业局干部、副局长，平江区团委副书记，平江区政府办公室副主任、主任科员、信访局局长，平江历史街区保护整治公司总经理，平江区委宣传部副部长兼文明办主任，平江区旅游局局长，苏州市旅游局副局长、党组成员（援藏任拉萨旅游文化公司副总）。

托理财、股票、期货以及高风险金融衍生品等高风险投资，单笔 500 万元以下(含)且 7 天以内由董事会授权财务部负责人审批；上述以外的理财产品购买由董事会授权总经理、董事长审批。担保方面，公司仅为本公司全资子公司、控股企业以及其所属全资企业提供担保，原则上不为参股企业提供担保，控股企业(含间接控股)和必须担保的参股企业，应按股东参股比例共同承担担保责任，除经市国资委批准外，不得超股权比例提供担保。公司子企业、控股企业未经公司董事会、市国资委批准，不得对外提供担保。

(4) 不良行为记录

根据公开信息查询及该公司提供的资料，近年来公司及核心子公司均不存在重大不良行为记录。

图表 15. 公司重大不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.6.10/ 2019.6.12/ 2019.6.13	不涉及	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.4.9	不涉及	无	不涉及	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台	2020.4.9	不涉及	无	无	不涉及
工商	工商企业信用信息公示系统	2020.4.9	不涉及	无	无	不涉及
质量	苏州文旅	2019.7.4	不涉及	无	无	不涉及
安全	苏州文旅	2019.7.4	不涉及	无	无	不涉及

资料来源：根据苏州文旅所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

近年来该公司债务规模持续增长，但得益于股东增资，公司资本实力得到增强，资产负债率处于合理水平。受金融市场波动影响，公司持有的金融资产价值波动明显。且公司主业盈利能力较弱，现金流情况不够稳定，2020 年初新冠肺炎疫情对公司一季度经营性现金流造成短期冲击。公司持有一定规模经营性物业资产和金融资产，可对债务偿付提供保障。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）江苏江南分所对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年第一季度财务报表未经审计。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。2017 年，根据修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，公司将与日常活动相关的政府补助计入其他收益，不再计入

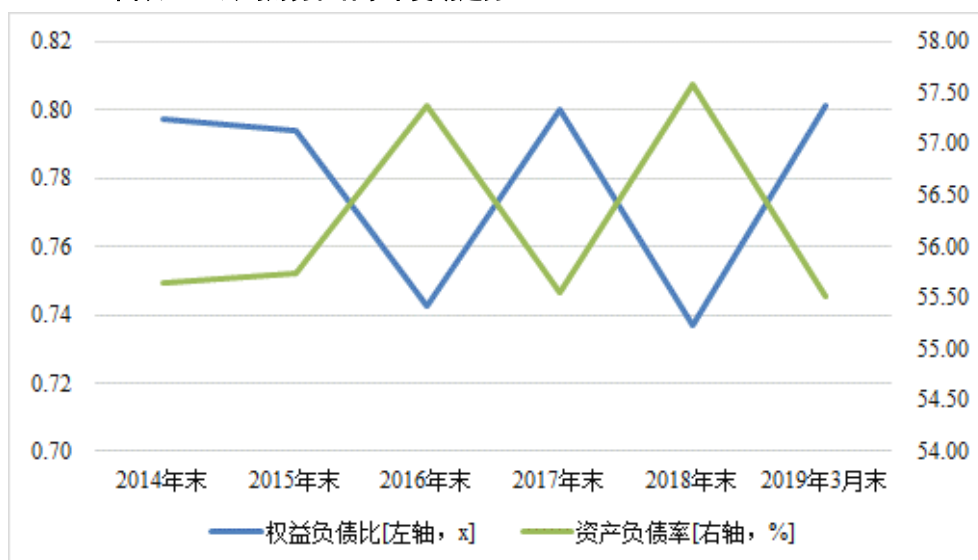
营业外收入，比较数据不作调整，当年该类收入 313.60 万元计入其他收益。2018 年，公司采用了财政部于 2018 年 6 月发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对相关涉及的科目进行了调整。

根据苏州市人民政府办公室“苏府办抄（2010）22 号”抄告单相关组建流程安排，该公司已逐步完成物资公司、苏州进出口（集团）有限公司（简称“进出口公司”）、东方水城、会议中心、苏州国际贸易中心有限公司（简称“国贸中心”）等企业的股权整合工作。2016 年公司合并范围新设全资子公司苏州文旅集团酒店管理有限公司；2018 年公司将直接持有的苏州文旅集团网尚电影文化投资有限公司 100% 股权转让给全资子公司古城公司，截至 2019 年 3 月末公司合并范围内一级子公司数量减少至 9 家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据苏州文旅所提供数据绘制。

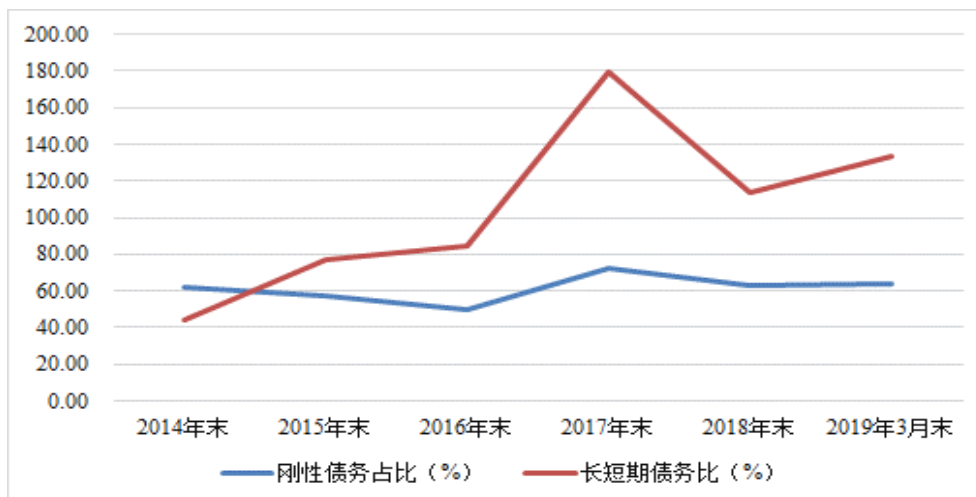
随着在建项目投入增加及业务发展需要，近年来该公司债务规模持续扩大，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司负债总额分别为 26.03 亿元、29.41 亿元、30.98 亿元及 32.05 亿元，同期末公司所有者权益分别为 19.33 亿元、23.53 亿元、22.82 亿元及 25.68 亿元，其中 2017 年得益于苏州市国资委对公司增资 6 亿元，资本实力得到增强，2018 年以来受公司持有的东吴证券股价波动影响，公司其他综合收益变动，导致 2018 年末及 2019 年 3 月末公司所有者权益金额有所波动。同期末，公司资产负债率分别为 57.38%、55.55%、57.58% 及 55.52%，权益资本与刚性债务比率分别为 149.21%、110.58%、117.87% 及 125.44%，公司杠杆水平控制合理，权益资本可对刚性债务予以覆盖。公司后续资金投入主要用于项目建设及股权投资等，负债规模和资产负

债率或将有所上升。

权益资本构成方面，该公司所有者权益主要由实收资本及资本公积构成，权益资本构成较稳定，且可通过股东增资获得资本补充，但是其他综合收益受所持东吴证券价值波动影响存在较大波动，且公司主业盈利能力较弱，依靠自身经营的资本补充能力不强。

(2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	11.87	12.70	12.95	21.28	19.36	20.47
应付账款 (亿元)	0.16	0.16	0.14	0.19	0.44	0.35
预收账款 (亿元)	0.25	0.19	0.30	0.73	2.14	2.55
其他应付款 (亿元)	6.35	8.22	9.84	4.53	5.38	5.41
刚性债务占比 (%)	61.71	57.10	49.77	72.35	62.50	63.87
应付账款占比 (%)	0.84	0.74	0.54	0.64	1.43	1.10
预收账款占比 (%)	1.29	0.85	1.13	2.47	6.90	7.95
其他应付款占比 (%)	33.03	36.96	37.82	15.42	17.37	16.87

资料来源：根据苏州文旅所提供数据绘制。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 84.79%、179.28%、113.65% 及 133.50%，近年来公司主动进行债务结构调整，债务结构逐渐由以短期为主转变为以长期为主，债务期限结构总体有所优化。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动负债分别为 14.08 亿元、10.53 亿元、14.50 亿元及 13.73 亿元，主要由短期刚性债务、预收账款及其他应付款构成。同期末，公司短期刚性债务分别为 3.55 亿元、4.72 亿元、5.47 亿元及 4.74 亿元，主要包括短期借款、一年内到期长期借款和应付利息，随着部分长期借款临近到期转入一年内到期的长期借款，公司短期刚性债务有所增长。同期末，公司预收账款分别为 0.30 亿元、0.73 亿元、2.14 亿元及 2.55 亿元，主要是平江新城 43 号地块光华苑项目 2018 年进入预售产生的预售款。

同期末，公司其他应付款分别为 9.84 亿元、4.53 亿元、5.38 亿元及 5.41 亿元，主要包括应付苏州国际发展集团有限公司无息借款、应付苏州市国资委代持收益¹²等，其中 2017 年支付了代持收益 4.50 亿元，导致当年其他应付款大幅减少。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司非流动负债分别为 11.94 亿元、18.88 亿元、16.48 亿元及 18.33 亿元，主要由中长期刚性债务及专项应付款构成。同期末，公司中长期刚性债务分别为 9.41 亿元、16.56 亿元、13.89 亿元及 15.73 亿元，主要包括长期借款和应付债券。其中同期末长期借款分别为 6.41 亿元、13.56 亿元、10.89 亿元及 12.73 亿元，其中随着项目垫资建设投入增加，2017 年末公司长期借款明显增长，而 2018 年末随着部分长期借款临近到期转入流动负债出现一定下降。另外，公司应付债券余额 3.00 亿元，主要是 2015 年发行的“15 苏州文旅 MTN001”，利率 5.37%，期限 5 年。同期末，公司专项应付款余额分别为 2.03 亿元、2.00 亿元、2.20 亿元及 2.22 亿元，主要为环古城河慢行系统工程、苏州齐门城墙、健身步道等项目收到的专项资金。

(3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
短期刚性债务合计	6.40	3.76	3.55	4.72	5.47	4.74
其中：短期借款	2.18	1.88	2.11	1.78	0.86	0.66
一年内到期的长期借款	2.54	1.08	1.22	2.81	4.49	3.93
应付票据	1.67	0.68	0.10	-	-	-
其他短期刚性债务	0.02	0.12	0.12	0.13	0.13	0.15
中长期刚性债务合计	5.47	8.95	9.41	16.56	13.89	15.73
其中：长期借款	5.47	5.95	6.41	13.56	10.89	12.73
应付债券	-	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
综合融资成本 (年化, %)	6.67	6.08	5.12	5.20	5.32	-

资料来源：根据苏州文旅所提供数据整理。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 12.95 亿元、21.28 亿元、19.36 亿元及 20.47 亿元。刚性债务以中长期为主，构成上主要为银行借款及少量债券。同期末，公司银行借款（包括短期借款、长期借款及一年内到期的长期借款）分别为 9.73 亿元、18.15 亿元、16.23 亿元及 17.32 亿元，公司银行借款以保证借款为主，大部分为公司本部为子公司提供担保。

图表 19. 截至 2018 末公司银行借款明细 (单位：亿元)

借款银行	信用借款	保证借款	抵押借款	多种担保方 式借款	合计
短期借款	0.20	0.58	0.08	-	0.86

¹² 该公司于 2014 年 7 月受苏州市国资委委托参与华富基金管理有限公司资产管理计划，已于 2015 年到期，尚余 1.85 亿元待国资委清算处理。

借款银行	信用借款	保证借款	抵押借款	多种担保方式借款	合计
一年内到期长期借款	2.24	11.64	0.10	0.50	4.49
长期借款	0.42	5.75	0.22	4.50	10.89
合计	2.86	17.97	0.40	5.00	16.23

资料来源：苏州文旅

融资成本上看，该公司刚性债务融资成本区间主要处于 4%-6%（包含 6%），2018 年综合融资成本为 5.32%，略有上升，整体融资成本较适中。

图表 20. 公司 2019 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
4%~5%（不含 5%）	3.75	0.30	1.84	2.10	-
5%~6%（不含 6%）	0.84	3.42	0.20	-	2.47
6%~7%（不含 7%）	-	5.40	-	-	-
合计	4.59	9.12	2.04	2.10	2.47

资料来源：苏州文旅。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
营业周期（天）	667.17	726.72	738.61	760.08	301.90	-
营业收入现金率（%）	100.82	98.16	104.66	114.15	120.62	132.87
业务现金收支净额（亿元）	0.53	0.27	0.50	0.15	5.55	0.25
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.40	-0.31	-0.37	-0.70	-0.40	0.42
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.13	-0.04	0.14	-0.55	5.15	0.68
EBITDA（亿元）	0.84	1.46	0.75	1.32	3.23	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.07	0.12	0.06	0.08	0.16	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.38	1.19	1.12	1.59	1.88	-

资料来源：根据苏州文旅所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

因 2018 年光华苑项目开始预售，存货去化下带动存货周转速度明显加快，该公司营业周期缩短，主业现金回笼情况有所好转，2016-2018 年及 2019 年第一季度公司营业收入现金率分别为 104.66%、114.15%、120.62% 及 132.87%，逐步提升；同期公司经营活动现金流净额分别为 0.14 亿元、-0.55 亿元、5.15 亿元及 0.68 亿元，其中 2017 年公司因光华苑等项目建设接近尾声而支付工程结算款增加，经营活动现金流呈净流出状态；2018 年以来光华苑项目销售情况较好，带来较多的现金流入，经营活动现金流明显改善。2020 年以来，

新冠肺炎疫情导致公司 2 月份和 3 月份主业基本处于停滞状态，现金流枯竭，公司 2020 年全年经营活动现金流入较前次预算将减少约 0.68 亿元¹³。

2016-2018 年该公司 EBITDA 分别为 0.75 亿元、1.32 亿元及 3.23 亿元，随利润总额规模扩大而有所增长。同期，公司 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数分别为 0.06 倍、0.08 倍及 0.16 倍，对全部利息支出的覆盖倍数分别为 1.12 倍、1.59 倍及 1.88 倍，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度较低，但可对相关利息支出进行覆盖。

(2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
回收投资与投资支付净流入额	-6.04	8.33	-2.80	-3.47	-3.65	-2.93
其中：理财产品投资回收与支付净额	0.06	0.12	0.03	-	-6.94	-3.00
其中：与主业有关的投资净额	0.25	0.14	0.55	0.46	0.61	0.07
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.81	-2.99	-3.29	-2.60	-1.92	-0.32
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.44	-2.56	0.71	-4.48	2.82	0.27
投资环节产生的现金流量净额	-7.41	2.77	-5.38	-10.55	-2.75	-2.98

资料来源：根据苏州文旅所提供数据整理。

2016-2018 年及 2019 年第一季度该公司投资环节产生的现金流量净额分别为-5.38 亿元、-10.55 亿元、-2.75 亿元及-2.98 亿元，其中 2017 年因投资苏州信托，投资活动现金净流出规模扩大；2018 年转让万和新城高铁项目收回较多资金，但由于公司购买 14.08 亿元的银行活期理财产品，投资活动现金流仍呈现净流出状态。公司后续将继续推进在建项目建设及股权投资，预计投资性现金流仍将呈净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
权益类净融资额	-0.18	2.31	1.04	5.78	-	-
债务类净融资额	2.06	-0.93	0.17	7.61	-2.44	0.94
其中：现金利息支出	0.60	1.13	0.66	0.83	0.76	0.16
筹资环节产生的现金流量净额	7.48	-2.21	4.61	11.29	-2.20	1.08

资料来源：根据苏州文旅所提供数据整理。

该公司主要通过银行借款、发行债券进行融资，此外股东增资也为公司带来较多资金补充。2016-2018 年及 2019 年第一季度公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 4.61 亿元、11.29 亿元、-2.20 亿元及 1.08 亿元，其中 2017 年因获得股东增资 6 亿元增长较多，2018 年公司偿还了较多银行借款，导致

¹³ 因会议中心和物管股份单独考核，故公司在预测全年经营活动现金流时未包括上述两家公司。

当期筹资环节现金流转为净流出。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	14.78	18.71	12.59	14.23	14.63	14.90
	42.76	46.87	27.75	26.89	27.20	25.80
其中：货币资金（亿元）	3.46	3.86	2.73	2.83	3.02	1.80
应收款项（亿元）	0.18	0.20	0.23	0.28	0.36	0.39
存货（亿元）	4.73	5.34	6.80	8.10	2.42	2.16
其他流动资产（亿元）	4.54	6.72	1.61	1.75	7.59	9.41
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	19.78	21.21	32.77	38.70	39.16	42.84
	57.24	53.13	72.25	73.11	72.80	74.20
其中：固定资产（亿元）	7.21	7.00	6.91	6.72	9.60	9.63
在建工程（亿元）	5.55	6.89	6.76	5.28	3.57	3.70
可供出售金融资产（亿元）	0.92	1.22	11.00	8.47	6.86	10.38
投资性房地产（亿元）	0.68	0.66	1.40	1.36	1.37	1.36
长期股权投资（亿元）	4.52	4.90	4.91	10.82	10.75	11.28
其他非流动资产（亿元）	0.00	0.00	1.30	5.21	5.41	5.50
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.86	2.14	2.13	2.11	0.55	-
受限资产账面余额/总资产（%）	5.38	5.36	4.70	3.99	1.03	-

资料来源：根据苏州文旅所提供数据整理。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司资产总额分别为 45.36 亿元、52.94 亿元、53.80 亿元及 57.73 亿元，资产规模逐年上升，以非流动资产为主，同期公司非流动资产占比分别为 72.25%、73.11%、72.80% 及 74.20%。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动资产分别为 12.59 亿元、14.23 亿元、14.63 亿元及 14.90 亿元，规模逐年上升，主要由货币资金、存货和其他流动资产构成。同期末，公司货币资金分别为 2.73 亿元、2.83 亿元、3.02 亿元及 1.80 亿元，其中 2019 年 3 月末由于购买了结构性存款和理财产品，当期货币资金余额有所下降。同期末，公司存货分别为 6.80 亿元、8.10 亿元、2.42 亿元及 2.16 亿元，2016-2017 年末主要为光华苑及万和广场两个房地产项目开发成本，2018 年以来，光华苑项目已完成销售，万和广场已转让给苏州高铁新城文化旅游发展有限公司，导致公司存货规模明显下降。同期末，公司其他流动资产分别为 1.61 亿元、1.75 亿元、7.59 亿元及 9.41 亿元，主要为公司购买的理财产品，其中 2018 年末及 2019 年 3 月末公司购买的理财产品余额分别为 7.40 亿元及 9.19 亿元，分别较上年末增加 5.74 亿元及 1.79 亿元，导致 2018 年末及 2019 年 3 月末其他流动资产明显增加。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司非流动资产分别为 32.77 亿元、38.70 亿元、39.16 亿元及 42.84 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权

投资、固定资产、在建工程及其他非流动资产构成。同期末，公司可供出售金融资产分别为 11.00 亿元、8.47 亿元、6.86 亿元及 10.38 亿元，主要为 2016 年参与认购的东吴证券非公开发行股票¹⁴，受东吴证券股价波动影响较大，其中 2017 及 2018 年股价下降明显，2019 年以来股价有所回升，存在一定投资风险。同期末，公司长期股权投资分别为 4.91 亿元、10.82 亿元、10.75 亿元及 11.28 亿元，其中 2017 年较上年末大幅增长 120.48%，主要为增加对苏州信托有限公司投资 7.60 亿元¹⁵。同期末，公司固定资产分别为 6.91 亿元、6.72 亿元、9.60 亿元及 9.63 亿元，主要为房屋及建筑物，其中 2018 年末公司部分已修缮完工的古宅保护项目结转固定资产（其中约 3 亿元已获得产证），当年末固定资产余额有所增加，同时在建工程余额有所下降。同期末，公司在建工程余额分别为 6.86 亿元、5.28 亿元、3.57 亿元及 3.70 亿元，主要为古宅保护修缮项目投资成本，另外，2017 年末在建工程较上年末下降主要系根据相关会计准则，将公益性项目环古城河工程由在建工程转入其他非流动资产，2017 年末其他非流动资产较上年末大幅增长 300.98%，同期末公司其他非流动资产余额分别为 1.30 亿元、5.21 亿元、5.41 亿元及 5.50 亿元。

2018 年末，该公司受限资产合计 0.55 亿元，占总资产的比重为 1.03%，包括受限货币资金 0.03 亿元，规模很小，主要为各类保证金；另有 0.52 亿元受限房屋及土地使用权，主要用于抵押银行借款。

5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一季度末
流动比率（%）	110.64	148.75	89.37	135.18	100.92	108.51
速动比率（%）	74.65	104.62	39.42	54.52	83.91	92.34
现金比率（%）	25.93	30.68	19.41	26.85	20.85	13.11

资料来源：根据苏州文旅所提供数据整理。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 89.37%、135.18%、100.92%及 108.51%，受流动负债规模变化影响有所波动，由于公司债务以长期债务为主，流动资产对流动负债的覆盖度尚可；速动比率分别为 39.42%、54.52%、83.91%及 92.34%，2018 年公司房地产项目存货去化加快，速动比率明显提升；现金比率分别为 19.41%、26.85%、20.85%及 13.11%，其中 2019 年 3 月末由于购买了结构性存款和理财产品，当期末货币资金余额有所下降，导致现金比率明显下降。总体看，公司资产流动性尚可。

¹⁴ 2016 年 1 月，公司以每股 11.80 元股价认购东吴证券 7000 万股股票，支付 8.20 亿元，持股 2.33%，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末股价分别为 13.27 元、9.72 元、6.70 元及 10.12 元。

¹⁵ 2018 年末对苏州信托持股 19.99%。苏州信托注册资本 12 亿元，由苏州国际发展集团有限公司控股，苏州市国资委实际控制，2018 年末总资产 49.61 亿元，净资产 44.75 亿元，当年营业收入 5.53 亿元，净利润 3.76 亿元。

6. 表外事项

2018 年末，该公司为合并范围外企业提供担保余额合计 0.05 亿元，主要系为参股孙公司花间堂酒店提供担保，担保金额很小，或有负债风险不大。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要履行管理职能及股权投资职能，并对旗下子公司进行资金、债务的统一管理。2016-2018 年及 2019 年第一季度本部实现营业收入分别为 0.07 亿元、0.03 亿元、0.03 亿元及 0.01 亿元，投资收益分别为 0.24 亿元、0.53 亿元、0.90 亿元及 0.06 亿元，净利润分别为 0.10 亿元、0.79 亿元、0.46 亿元及 0.43 亿元。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，本部资产总额分别为 20.58 亿元、29.21 亿元、30.33 亿元及 32.77 亿元，其中流动资产分别为 6.43 亿元、7.57 亿元、7.73 亿元及 8.59 亿元，非流动资产分别为 14.15 亿元、21.64 亿元、22.61 亿元及 24.19 亿元。同期末，本部负债总额分别为 8.06 亿元、10.26 亿元、11.37 亿元及 12.91 亿元，其中刚性债务分别为 5.91 亿元、8.11 亿元、7.37 亿元及 8.93 亿元。2016-2018 年及 2019 年第一季度本部经营活动产生的现金流量净额分别为 -0.03 亿元、-0.11 亿元、-0.16 亿元及 0.42 亿元。整体而言，公司本部经营资源缺乏，收益主要来源于股权投资，但本部对下属子公司控制力强，仍具备一定债务偿付能力。

外部支持因素

1. 政府支持

苏州市政府一直高度重视旅游业的发展，已将其作为战略性支柱产业加以推动和扶持。该公司作为承担苏州市文化旅游资源整合和文化旅游项目开发建设的重要国有企业集团，在当地的经营优势明显，得到当地政府在政策扶持、资金安排、资源配置等方面的大力支持。

为推进该公司古建老宅修缮项目的顺利实施，苏州市政府出台了多项扶持政策。公司可在房屋产权登记部门办理变更手续获得修缮项目产权，并可以自营、出租、转让等方式处置使用权和所有权。另外，涉及的直管公房，其安置补偿款实行“先缴后返”原则，公司按照征收（拆迁）政策的规定，先将安置补偿款支付给直管公房管理部门的财政专户，然后由市财政按规定予以返还¹⁶。另外，市政府批准光华苑保障性住房的剩余房源上市销售，为公司带来较多的房地产销售收入。

另外，由于该公司投资的多数项目具有公益属性，每年可获得一定的政府补助，2016-2018 年及 2019 年第一季度公司获得政府补助分别为 0.11 亿元、

¹⁶ 摘自苏府（2012）27 号《市政府关于印发苏州市区古建老宅保护修缮工程实施意见的通知》及苏府（2012）28 号《市政府关于印发市属国企实施古建老宅保护修缮工程的补充意见的通知》。

0.04 亿元、0.16 亿元及 0.46 亿元，拆迁补偿分别为 0、0.007 亿元、0.03 亿元及 0.25 亿元。另外，对于大多数的公益性项目政府给予的财政拨款均计入专项应付款，未记入收益，同期末公司专项应付款余额分别为 2.03 亿元、2.00 亿元、2.20 亿元及 2.22 亿元。

2. 集团/控股股东支持或干预

2017 年，该公司控股股东苏州市国资委对公司增资 6.00 亿元，公司资本实力得到明显增强。另外，根据苏州市国资委 2019 年度国有资本经营预算，2019 年预计对公司进行资本金注入 1.10 亿元。

3. 国有大型金融机构支持

2019 年 3 月末，该公司获得综合授信总额 44.71 亿元，尚未使用综合授信余额 28.32 亿元。其中来自政策性银行及五大商业银行的综合授信总额为 32.91 亿元，未使用余额 17.22 亿元，后续尚有一定融资空间。

图表 26. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用规模	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	44.71	16.39	4.57%-6.00%	部分下属企业授信需提供担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	7.00	4.00	4.90%	担保
工农中建交五大商业银行（亿元）	25.91	11.69	4.57%-6.00%	部分下属企业授信需提供担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	73.61	95.73	-	-

资料来源：根据苏州文旅所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

无

2. 增信措施及效果

无

3. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务业绩增长稳定

该公司作为承担苏州市文化旅游资源整合和文化旅游项目开发建设的重要国有企业集团，在当地经营优势明显，公司核心业务酒店经营、旅游及景区运营、物业管理、资产出租等可形成稳定的经营收益，同时房地产、咨询

等其他业务可对主业形成补充。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司实现营业收入分别为 4.08 亿元、4.91 亿元、9.27 亿及 1.54 亿元，分别同比增长 8.28%、20.31%、88.84% 及 38.86%，实现净利润分别为 0.21 亿元、0.63 亿元、1.33 亿元及 0.59 亿元，其中 2017-2018 年及 2019 年第一季度分别同比增长 202.17%、111.45% 及 28.87%。

(2) 资产质量较优质

该公司拥有多处较为成熟的经营性资产，其中公司拥有的古建老宅物业资产补交手续费后可获得产证，且部分古建老宅位于平江路、山塘街等核心区域附近，位置优越，市场价值较高，同时公司拥有一定规模具备较强变现能力的金融股权资产及理财产品，资产质量较为优质，能够债务偿付提供一定保障。

(3) 财务弹性较好

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 57.38%、55.55%、57.58% 及 55.52%，资产负债率整体控制在合理水平。同时，公司与多家银行保持了良好的合作关系，且未使用银行授信规模较大，融资渠道较畅通，财务弹性较好。

评级结论

该公司目前已基本形成酒店经营、旅游及景区运营、物业管理、资产出租等业务板块，旗下拥有会议中心、环古城河周边地块、多处修缮后古建老宅等资产。近三年公司主业经营较平稳，主业营收保持增长。但公司现有业务体量较小，主业盈利能力较弱。2020 年以来新冠肺炎疫情爆发，公司旗下酒店入住率急剧下滑、景区暂停运营、相关物业实行减免租金，2 月份和 3 月份业务基本处于停滞状态，公司一季度营业收入和现金流将呈现较大幅度下滑，并影响全年业绩实现。此外，公司作为苏州市属文化旅游产业的主要经营主体，承担了较多的政府文化旅游项目的整治、开发工作，在建项目资本性支出较大而收益回笼相对较慢，因此给公司带来一定投融资压力。

近年来该公司债务规模持续增长，但得益于股东增资，公司资本实力得到增强，资产负债率处于合理水平。受金融市场波动影响，公司持有的金融资产价值波动明显。且公司主业盈利能力较弱，现金流情况不够稳定，2020 年初新冠肺炎疫情对公司一季度经营性现金流造成短期冲击。公司持有一定规模经营性物业资产和金融资产，可对债务偿付提供保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

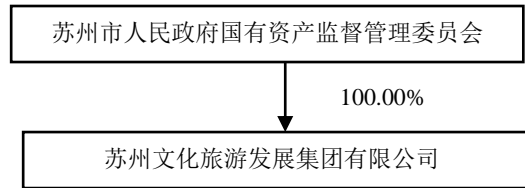
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

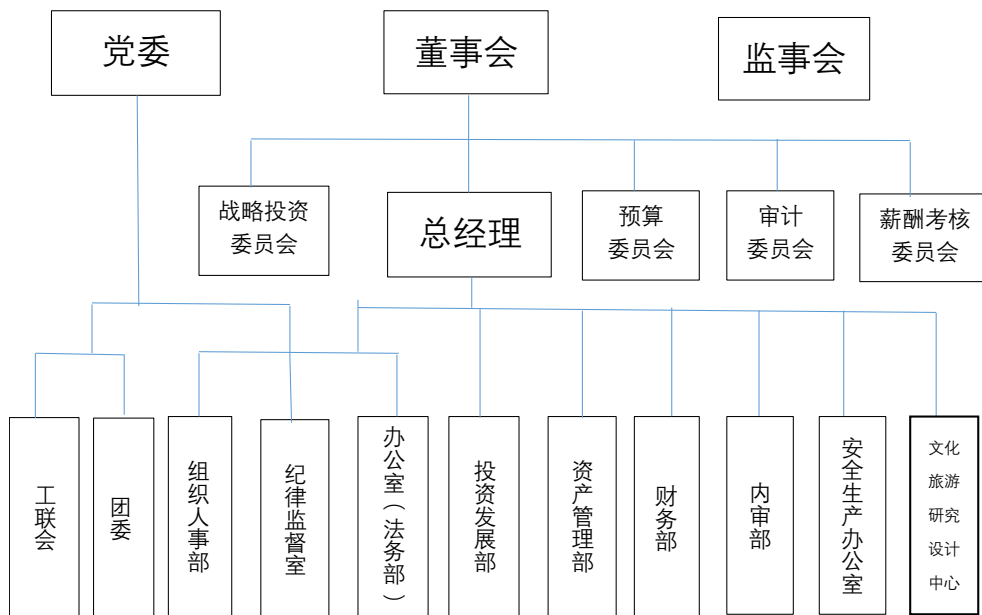
公司与实际控制人关系图



注：根据苏州文旅提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据苏州文旅提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据						备注
				刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
苏州文化旅游发展集团有限公司	本级	—	投资、管理	7.37	18.97	0.03	0.46	-0.16	0.47	公司本部
苏州古城投资建设有限公司	子公司	100	项目建设、开发、修缮	2.50	2.36	4.27	0.74	5.14	1.41	
苏州万和商旅发展有限公司	子公司	100	文化旅游产业投资	0	2.39	0	0.54	-2.64	0.72	
苏州物资控股(集团)有限责任公司	子公司	100	资产经营	5.40	0.77	0.28	-0.26	0.10	0.03	
苏州东方水城旅游发展有限公司	子公司	100	旅游	3.47	4.82	0.73	0.05	0.33	0.22	
苏州市会议中心	子公司	100	酒店管理、会议服务	0.64	4.12	3.57	0.05	0.08	0.14	
苏州市会议中心物业管理股份有限公司	子公司	65	物业管理	0.33	0.36	2.72	0.05	0.05	0.12	

注：根据苏州文旅 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
资产总额 [亿元]	45.36	52.94	53.80	57.73
货币资金 [亿元]	2.73	2.83	3.02	1.80
刚性债务[亿元]	12.95	21.28	19.36	20.47
所有者权益 [亿元]	19.33	23.53	22.82	25.68
营业收入[亿元]	4.08	4.91	9.27	1.54
净利润 [亿元]	0.21	0.63	1.33	0.59
EBITDA[亿元]	0.75	1.32	3.23	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.14	-0.55	5.15	0.68
投资性现金净流入量[亿元]	-5.38	-10.55	-2.75	-2.98
资产负债率[%]	57.38	55.55	57.58	55.52
权益资本与刚性债务比率[%]	149.21	110.58	117.87	125.44
流动比率[%]	89.37	135.18	100.92	108.51
现金比率[%]	19.41	26.85	20.85	13.11
利息保障倍数[倍]	0.45	1.04	1.44	—
担保比率[%]	3.05	2.05	0.22	—
营业周期[天]	738.61	760.08	301.90	—
毛利率[%]	24.47	25.25	28.39	25.95
营业利润率[%]	3.87	4.18	18.49	-4.73
总资产报酬率[%]	0.70	1.76	4.61	—
净资产收益率[%]	1.12	2.93	5.73	—
净资产收益率*[%]	0.95	2.81	5.74	—
营业收入现金率[%]	104.66	114.15	120.62	132.87
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.02	-4.47	41.16	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-21.74	-40.05	7.95	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.12	1.59	1.88	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.08	0.16	—

注：表中数据依据苏州文旅经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2)+365/(报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2)
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	3
		盈利能力	9
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	4
		流动性	4
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		4
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2015年3月11日	AA/稳定	熊桦、付婷	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2019年7月19日	AA/稳定	陈婷婷、黄梦姣	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	本次评级	2020年4月22日	AA/稳定	陈婷婷、黄梦姣	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级	本次评级	2020年4月22日	AA	陈婷婷、黄梦姣	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。