



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]A056-1-P号

## 云南文产香格里拉市巴拉格宗旅游开发有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司拟发行的“云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划优先级资产支持证券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，该计划优先级资产支持证券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一六年四月二十五日

## 云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划 优先级资产支持证券信用评级报告

### 预售报告

本评级报告是中诚信证评基于2016年4月25日及之前获得的相关信息而出具的。在资产支持证券发售后，中诚信证评将根据实际发售结果对本报告出具的评级意见进行确认或调整。

中诚信证评将在资产支持证券存续期内对其进行跟踪评级，如其风险程度和信用质量发生变化，中诚信证评可能对其信用等级进行调整。

### 评级意见

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）基于2016年4月25日及之前获得的相关信息，给予华林证券股份有限公司（以下简称“华林证券”）设立的“云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”）优先级资产支持证券 **AA<sup>+</sup>** 级。该级别表示本专项计划优先级资产支持证券预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，违约风险很低。

### 预定评级

### 概况数据

| 原始权益人          | 2013  | 2014  | 2015  |
|----------------|-------|-------|-------|
| 所有者权益（亿元）      | 3.41  | 3.51  | 3.70  |
| 总资产（亿元）        | 4.96  | 6.94  | 8.52  |
| 总债务（亿元）        | 0.50  | 2.20  | 3.35  |
| 营业总收入（亿元）      | 0.11  | 0.39  | 0.60  |
| 营业毛利率（%）       | 17.34 | 57.37 | 64.57 |
| EBITDA（亿元）     | -     | 0.22  | 0.43  |
| 所有者权益收益率（%）    | -1.45 | 2.82  | 5.15  |
| 资产负债率（%）       | 31.27 | 49.48 | 56.61 |
| 总债务/EBITDA（X）  | -     | 10.18 | 7.75  |
| EBITDA 利息倍数（X） | -     | 0.77  | 1.20  |

### 分析师

马延辉 [ymh@ccxr.com.cn](mailto:ymh@ccxr.com.cn)

付春香 [fcx@ccxr.com.cn](mailto:fcx@ccxr.com.cn)

朱辉 [hzzhu@ccxr.com.cn](mailto:hzzhu@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2016年4月25日

| 资产支持证券           | 信用评级                                                                                                                                            | 发行额（万元） | 预期收益率 | 计息方式 | 预期到期日      |
|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|-------|------|------------|
| 优先级资产支持证券巴拉格宗 04 | <b>AA<sup>+</sup></b>                                                                                                                           | 14,000  | 6.40% | 固定   | 2019年4月30日 |
| 优先级资产支持证券巴拉格宗 05 | <b>AA<sup>+</sup></b>                                                                                                                           | 20,000  | 6.50% | 固定   | 2020年4月30日 |
| 优先级资产支持证券巴拉格宗 06 | <b>AA<sup>+</sup></b>                                                                                                                           | 24,000  | 6.60% | 固定   | 2021年4月30日 |
| 优先级资产支持证券巴拉格宗 07 | <b>AA<sup>+</sup></b>                                                                                                                           | 22,000  | 6.70% | 固定   | 2022年4月30日 |
| 次级资产支持证券         | -                                                                                                                                               | 4,000   | -     | -    | 2023年4月30日 |
| 合计               | -                                                                                                                                               | 84,000  | -     | -    | -          |
| 基础资产             | 系指原始权益人依据政府文件，因建设和运营巴拉格宗景区、景区内交通设施、娱乐设施而获得的自专项计划成立之日起七年内特定期间拥有的巴拉格宗景区特定数量的入园凭证（不含纳入国家财政收入的风景名胜门票凭证），该入园凭证包括(b)景区内景点游览凭证、(c)观光车乘坐凭证及(d)漂流设施使用凭证。 |         |       |      |            |
| 专项计划设立日          | 2016年5月1日                                                                                                                                       |         |       |      |            |
| 到期日              | 2023年4月30日                                                                                                                                      |         |       |      |            |

原始权益人/差额

支付承诺人/资产 云南文产香格里拉市巴拉格宗旅游开发有限公司  
服务机构

担保人 云南文化产业投资控股集团有限公司

计划管理人 华林证券股份有限公司

财务顾问 平安银行股份有限公司北京分行

托管人/监管人 招商银行股份有限公司昆明分行

登记机构 中国证券登记结算有限公司深圳分公司

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期资产支持证券到期兑付日有效；同时，在本期资产支持证券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。



## 本专项计划之优势

- 本专项计划预期收益及本金的偿付采用优先级/次级支付机制，其中优先级资产支持证券金额为 80,000 万元，次级资产支持证券金额为 4,000 万元，次级资产支持证券的设置可为优先级资产支持证券偿付提供一定程度的内部信用支持。
- 保证金机制。在担保人的主体长期信用等级低于 AA 时，对于非清算情况下的每一次分配，当期优先级资产支持证券预期支付额分配完毕后，专项计划账户内均将留存 8,000 万元的保证款项，以保证下一期优先级资产支持证券预期支付额的偿付，超过 8,000 万元部分向次级资产支持证券投资者分配。此项设置为优先级资产支持证券本息的偿付提供了一定保障。
- 云南文产香格里拉市巴拉格宗旅游开发有限公司（以下简称“巴拉格宗公司”），作为本专项计划的资产服务机构，其经营巴拉格宗景区多年，已积累了一定的景区运营经验，且目前经营情况良好，能够为基础资产运营提供持续稳定的服务。
- 巴拉格宗公司亦担任本专项计划的差额支付承诺人及质押人。在专项计划存续期间，如果根据托管人在初始核算日发出的报告，专项计划账户内资金余额按《云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划标准条款》（以下简称“《标准条款》”）的约定而发生差额支付启动事件时，巴拉格宗公司将承担差额支付义务，将专项计划账户内资金补足至《标准条款》中约定的当期入园凭证销售收入。巴拉格宗公司作为巴拉格宗景区的唯一运营主体，主要负责该景区的建设及经营，自身经营效益尚可，且其受控股股东云南文化产业投资控股集团有限公司支持力度较大，故整体来看，巴拉格宗公司提供的差额支付承诺能够对本专项计划优先级资产支持证券预期收益和本金获得及时足额支付形成一定支持。此外，根据《云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划质押协议》的约定，巴拉格宗公司将其拥有的巴拉格宗景区收益权质押给专项计划，当差额补足事件发生时，若差额支付承诺人未履行或未足额履行差额支付义务的，计划管理人有权直接要求处置部分或全部质押物。
- 云南文化产业投资控股集团有限公司（以下简称“云南文投”）担任本专项计划的担保人。目前，尽管云南文投负债水平偏高，综合盈利能力较为有限，且具有一定规模的对外担保，但考虑到其对外担保对象均系其自身的全资或控股子公司，或有风险可控，此外，云南文投作为云南省文化事业建设和文化产业发展的最主要融资平台和投资主体，主要从事文化演艺、文化设施建设、影视拍摄、文化旅游、文化产业园区开发建设、教育培训、数字科技与动漫、金融投资、文化地产等业务，业务规模稳步增长，且受云南省政府给予的支持力度较大，故整体来看，云南文投仍具有一定的综合实力，其根据《担保函》的约定为原始权益人履行差额支付义务提供不可撤销的连带责任保证担保，可为优先级资产支持证券本息的偿付提供一定的外部信用支持。
- 招商银行股份有限公司昆明分行担任本专项计划的托管人，凭借完善的托管业务体系、丰富的托管业务经验及很强的风险控制能力，其银行托管业务取得了广泛的专业认可，可为本交易的顺利执行提供有效保障。

## 本专项计划之弱势及缓解方式

- 若未来出现地震等自然灾害导致通往巴拉格宗景区的交通受阻或景区现安全事故等情况导致景区游客量下滑，或者未来景区各类入园凭证价格下降等，使得当期基础资产现金流可能不足以支付优先级资产支持证券本息，从而产生流动性风险。

缓解方式：首先，本专项计划针对每个特定期间入园凭证收入对当期应付优先级资产支持证券本息设置了较高的覆盖倍数，同时在担保人的主体长期信用等级低于 AA 时，设有 8,000 万元的保证金机制；其次，本专项计划亦设置了巴拉格宗公司针对约定的入园凭证销售收入提供的差额支付承诺和云南文投为巴拉格宗公司履行差额支付义务以及《资产买卖协议》项下所承担的赎回义务提供的连带责任保证担保等外部信用支持。通过上述交易结构的设置，本专项计划优先级资产支持证券的流动性风险可得到有效缓解。

- 当基础资产所依附的原始权益人经营情况发生恶化或原始权益人破产时，基础资产产生的现金流与原始权益人的其他资金或将发生混同，从而对优先级资产支持证券的本息支付造成不利影响。

缓解方式：根据本专项计划的交易结构安排，原始权益人应在监管人处开立巴拉格宗入园凭证收入归集的监管账户，专门用于接收基础资产产生的资金，在专项计划存续期间，除每年第 12 个月外，其余 11 个月的每月 5 日 16:00 前，原始权益人将按照约定将收款账户上个月收到的入园凭证销售收入划转至监管账户，第 12 个月当月第 R-12 日前 16:00 归集当月第一日至当日的现金流，下一月第 5 个工作日 16:00 前，归集上期第 12 月剩余资金，同时将上一个月所有销售基础资产产生的资金划转至监管账户，并在划款日将当期资金归集账户内的资金余额全部划至专项计划账户，直至专项计划账户中归集资金总额达到当期应归集的特定收入金额。同时，我们会对原始权益人巴拉格宗公司的业务运营及财务状况保持持续关注，一旦巴拉格宗公司出现财务状况恶化等情形，我们将对资金混同风险进行分析以判断对优先级资产支持证券信用状况的影响。

- 本专项计划中，在基础资产转让至本专项计划的情况下，原始权益人能否在本专项计划存续期内持续经营，决定着基础资产预期现金流能否正常产生，进而可能对优先级资产支持证券的按期足额偿付产生不利影响。

缓解方式：原始权益人目前主要负责巴拉格宗旅游景区的运营与管理，该景区目前处于开发初期阶段，知名度不高，且近年受地震、道路修建及景区内部提升改建等因素影响，游客接待量相对较少，但考虑到其位于香格里拉县，区域内旅游资源丰富，具有一定的产业集群优势，同时，与当地其他景区相比，其具有人文和自然风光于一体的异质性特点，且属于迪庆州唯一一个具有低海拔接待能力的高原景点，具有一定的竞争优势，未来随着其知名度的提升及景区内设施的完善，游客规模有望实现大幅增长。此外，巴拉格宗公司除入园凭证收入外，亦有部分餐饮、住宿及藏民家访等业务收入，且未来随着酒店的投入运营，巴拉格宗公司住宿收入将有望实现大幅增长，可为其持续经营提供一定支持。同时，巴拉格宗公司受控股股东云南文投的支持力度较大，亦可确保巴拉格宗公司在本专项计划存续期间正常经营。但同时，中诚信证评亦会对原始权益人持续经营能力的变化情况保持关注。

## 评级意见和考虑因素

中诚信证评授予“云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券巴拉格宗 04 信用等级为 **AA<sup>+</sup>**、巴拉格宗 05 信用等级为 **AA<sup>+</sup>**、优先级资产支持证券巴拉格宗 06 信用等级为 **AA<sup>+</sup>**、优先级资产支持证券巴拉格宗 07 信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

中诚信证评给予上述优先级资产支持证券的评级，主要基于本交易如下方面的考虑：

- 交易结构和基础资产在法律层面的完备性；
- 原始权益人的持续经营能力；
- 优先级/次级支付机制及保证金机制提供的信用支持水平；
- 巴拉格宗公司为本专项计划提供差额支付承诺、巴拉格宗景区收费权质押以及云南文投为上述差额支付提供保证担保等外部信用支持；
- 交易的结构特点，包括现金流分配顺序、交易账户的设置和赎回机制的安排等；
- 招商银行昆明分行作为托管人所具备的专业经验。

## 交易概况

### 交易要素

|                      |                                     |
|----------------------|-------------------------------------|
| 专项计划设立日              | 2016 年 5 月 1 日                      |
| 到期日                  | 2023 年 4 月 30 日                     |
| 原始权益人/资产服务机构/差额支付承诺人 | 云南文产香格里拉市巴拉格宗旅游开发有限公司（以下简称“巴拉格宗公司”） |
| 担保人                  | 云南文化产业投资控股集团有限公司（以下简称“云南文投”）        |
| 计划管理人                | 华林证券股份有限公司（以下简称“华林证券”）              |
| 财务顾问                 | 平安银行股份有限公司北京分行（以下简称“平安银行北京分行”）      |
| 托管人/监管人              | 招商银行股份有限公司昆明分行（以下简称“招商银行昆明分行”）      |
| 登记机构                 | 中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司（以下简称“中证登深圳分公司”） |

### 基础资产特征

|         |                                                                                                                                                 |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 基础资产    | 系指原始权益人依据政府文件，因建设和运营巴拉格宗景区、景区内交通设施、娱乐设施而获得的自专项计划成立之次日起七年内特定期间拥有的巴拉格宗景区特定数量的入园凭证（不含纳入国家财政收入的风景区门票凭证），该入园凭证包括(b)景区内景点游览凭证、(c)观光车乘坐凭证及(d)漂流设施使用凭证。 |
| 预期现金流合计 | 167,187.07 万元                                                                                                                                   |
| 年均预期现金流 | 23,883.87 万元                                                                                                                                    |
| 现金流归集频率 | 每月                                                                                                                                              |

### 资产支持证券

| 资产支持证券           | 发行额度（万元） | 预期收益率 |
|------------------|----------|-------|
| 优先级资产支持证券巴拉格宗 04 | 14,000   | 6.40% |
| 优先级资产支持证券巴拉格宗 05 | 20,000   | 6.50% |
| 优先级资产支持证券巴拉格宗 06 | 24,000   | 6.60% |
| 优先级资产支持证券巴拉格宗 07 | 22,000   | 6.70% |
| 次级资产支持证券         | 4,000    | -     |
| 合计               | 84,000   | -     |

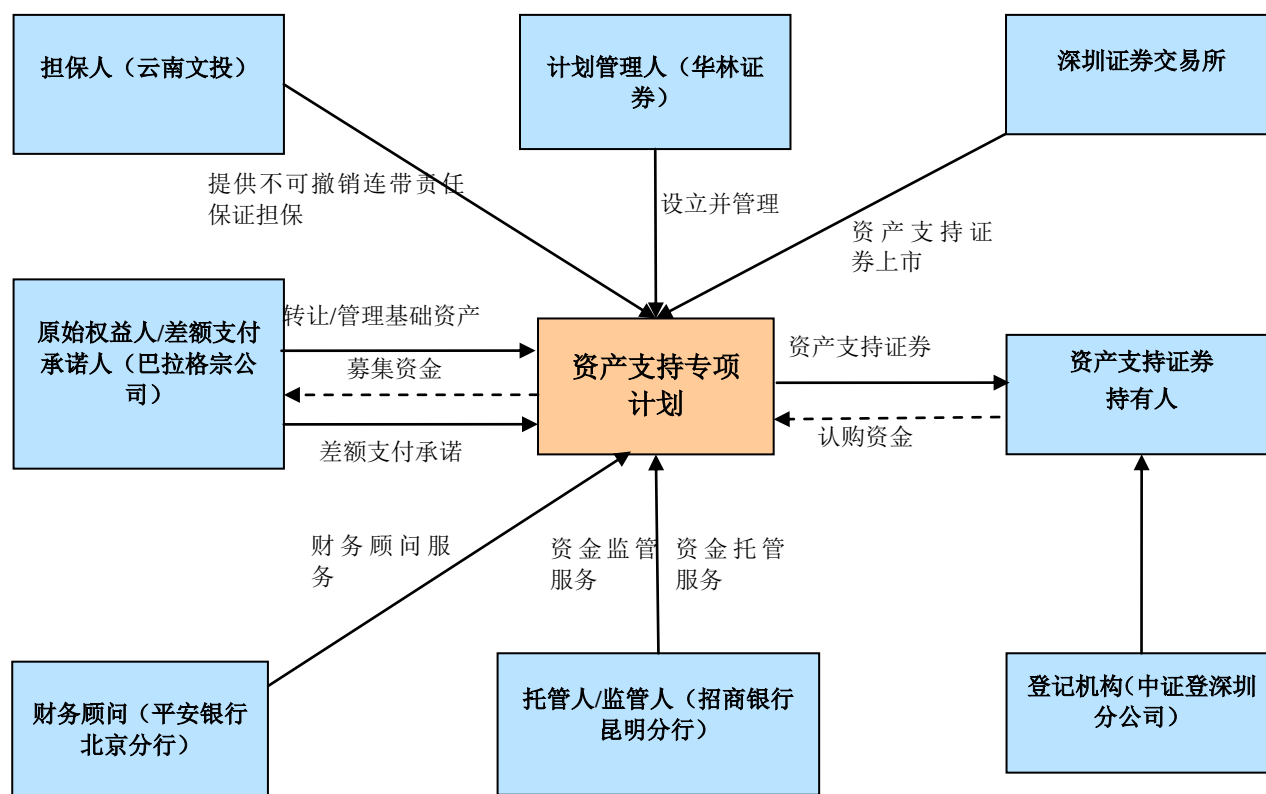
## 交易结构分析

本专项计划按照《中华人民共和国合同法》、中国证券监督管理委员会《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》、《证券公司客户资产管理业务管理办法》等法律、行政法规和中国证监会的有关规定设立。

在本专项计划中，认购人通过与计划管理人——华林证券签订《云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划认购协议与风险揭示书》（以下简称“《认购协议》”）认购资产支持证券而成为资产支持证券持有人，根据其所拥有的资产支持证券享有专项计划资产收益，承担专项计划资产风险。华林证券与巴拉格宗公司签订《云南文产巴拉

格宗入园凭证资产支持专项计划资产买卖协议》（以下简称“《资产买卖协议》”）并以资产支持证券持有人的认购资金向原始权益人购买基础资产，即原始权益人依据政府文件，因建设和运营巴拉格宗景区、景区内交通设施、娱乐设施而获得的自专项计划成立之次日起七年内（即 2016 年 5 月 1 日至 2023 年 4 月 30 日）特定期间拥有的巴拉格宗景区特定数量的入园凭证（不含纳入国家财政收入的风景区门票凭证），该入园凭证包括(b)景区内景点游览凭证、(c)观光车乘坐凭证及(d)漂流设施使用凭证。本专项计划的基本交易结构如图 1 所示。

图 1：基本交易结构示意图



资料来源：华林证券提供，中诚信证评整理

→ 现金流

→ 法律关系

在本专项计划的交易结构中，华林证券作为计划管理人负责募集、设立、管理本专项计划；原始权益人巴拉格宗公司根据其出具的《云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划差额支付承诺函》（以下简称“《差额支付承诺函》”）的约定，在专项计划存续期内的任何一个初始核算日，若在前一个特定期间内，巴拉格宗景区的入

园凭证销售均价低于《云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划标准条款》（以下简称“《标准条款》”）约定的最低销售均价和/或销售数量低于《标准条款》约定的最低销售数量，由巴拉格宗公司支付相应差额部分；同时根据质押人巴拉格宗公司与华林证券签订的《云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划质押协议》的约定，巴拉格宗



公司将其拥有的巴拉格宗景区收益权质押给专项计划，当差额补足事件发生时，若差额支付承诺人未履行或未足额履行差额支付义务的，计划管理人有权直接要求处置部分或全部质押物；担保人云南文投根据《担保函》的约定，承诺为巴拉格宗公司履行《差额支付承诺函》项下所承担的差额支付义务和《资产买卖协议》项下所承担的赎回义务提供无条件的独立的不可撤销的连带责任保证担保。此外，根据《云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划服务协议》（以下简称“《服务协议》”）的规定，巴拉格宗公司亦需提供与基础资产及其销售、回收销售款有关的管理服务及其他服务。招商银行昆明分行作为监管人兼托管人为本专项计划提供资金监管、资金托管和资金支付服务。中证登深圳分公司作为本专项计划的登记机构负责资产支持证券的登记、托管、转让过户和收益支付。

本专项计划是基于上述交易结构和基础资产设立的。本专项计划资产支持证券分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券。优先级资产支持证券向持有深圳证券交易所证券账户的合格投资者发行，次级资产支持证券由巴拉格宗公司认购。优先级资产支持证券持有人的受偿顺序先于次级资产支持证券持有人。本专项计划资产支持证券按照《标准条款》第十一条的约定进行分配。本专项计划优先级资产支持证券的预期到期日、目标募集规模如表 1 所示。

表 1：优先级资产支持证券产品结构

| 优先级资产支持证券 | 预期到期日           | 发行额度（万元） |
|-----------|-----------------|----------|
| 巴拉格宗 04   | 2019 年 4 月 30 日 | 14,000   |
| 巴拉格宗 05   | 2020 年 4 月 30 日 | 20,000   |
| 巴拉格宗 06   | 2021 年 4 月 30 日 | 24,000   |
| 巴拉格宗 07   | 2022 年 4 月 30 日 | 22,000   |

资料来源：华林证券提供，中诚信证评整理

优先级资产支持证券巴拉格宗 04、巴拉格宗 05、巴拉格宗 06、巴拉格宗 07 均每年付息，到期一次性还本，其中巴拉格宗 06 和巴拉格宗 07 均设有回售/赎回选择权，即巴拉格宗 06 的优先级资产支持证券投资者可在专项计划存续满五年后、巴拉格宗 07 的优先级资产支持证券投资者可在专项

计划存续期满五年或满六年后选择部分或全部回售给巴拉格宗公司；巴拉格宗公司亦可在专项计划存续满五年后，按照约定程序选择赎回全部巴拉格宗 06 和巴拉格宗 07。次级资产支持证券的分配顺序劣后于优先级资产支持证券。

表 2：优先级资产支持证券还本付息计划

| 优先级资产支持证券 | 付息计划    | 还本计划    |
|-----------|---------|---------|
| 巴拉格宗 04   | 每个兑付日付息 | 到期一次性还本 |
| 巴拉格宗 05   | 每个兑付日付息 | 到期一次性还本 |
| 巴拉格宗 06   | 每个兑付日付息 | 到期一次性还本 |
| 巴拉格宗 07   | 每个兑付日付息 | 到期一次性还本 |

资料来源：华林证券提供，中诚信证评整理

## 交易的法律情况

本专项计划根据《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国证券法》、《证券公司客户资产管理业务管理办法》和《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及其他有关法律、法规和规范性文件开展。

根据上海锦天城律师事务所出具的《关于华林证券股份有限公司申请设立云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划之法律意见书》，本交易各方签署、交付、履行交易相关文件不违反其所适用的中国现行法律、行政法规和部门规章，一经签署生效即构成相应各方合法、有效和有约束力的义务；计划合法设立后，原始权益人对入池基础资产债权的转让即在原始权益人和计划管理人之间发生法律效力。入池基础资产均设置了质权，未设定其他抵押权或其他权利负担，但针对门票收费权质押的情况，可在本专项计划获得深圳证券交易所出具的无异议函后解除；针对观光车和漂流收费权质押的情况，质押权人同意原始权益人拟以专项计划募集资金偿还其发放的未偿质押贷款余额，该质押贷款偿还完毕后，对应的质权可解除，故质权对未来巴拉格宗公司入园门票收入产生的不利影响较小。

中诚信证评对交易法律状况的考虑基于上述法律、规章和律师法律意见。今后国内资产证券化的相关法律、法规和规章可能会陆续出台，上述规章也有可能被修订或更新，我们将对交易的法律状况保持关注。

## 信用触发机制

根据《标准条款》的约定，本专项计划设置了提前终止机制，当提前终止事件触发时，则专项计划提前进入终止程序。

### 提前终止事件

#### 1、自动生效的提前终止事件

(a) 原始权益人发生任何丧失清偿能力事件；(b) 发生任何资产服务机构解任事件，且在 90 个自然日内仍无法找到合格的继任资产服务机构；(c) 根据专项计划文件的约定，需要更换计划管理人或托管人，且在 90 个自然日内仍无法找到合格的继任或后备机构；

#### 2、需经宣布生效的提前终止事件

(d) 任何原因导致巴拉格宗景区或景区内设施等资产无法继续经营并销售入园凭证；(e) 除专项计划文件另有约定外，原始权益人或资产服务机构或担保人未能履行或遵守其在专项计划文件项下的任何主要义务，并且计划管理人合理地认为该等行为无法补救或在计划管理人发出要求其补救的书面通知后 30 个自然日内未能得到补救；(f) 原始权益人在专项计划文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时便有重大不实或误导成分；(g) 发生对资产服务机构、原始权益人、计划管理人或者基础资产有重大不利影响的事件；(h) 专项计划文件全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。

发生以上 (a) 项至 (c) 项所列的任何一起自动生效的提前终止事件时，提前终止事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上 (d) 项至 (h) 项所列的任何一起需经宣布生效的提前终止事件时，计划管理人应通知所有的资产支持证券持有人。资产支持证券持有人大会决议宣布发生提前终止事件的，计划管理人应向资产服务机构、托管银行、登记托管机构和评级机构发送书面通知，宣布提前终止事件已经发生，宣布之日应视为该等提前终止事件的发生之日。

### 交易的费用承担

根据《标准条款》安排，本专项计划费用系指

专项计划存续期间内合理支出的与专项计划相关的所有费用和其他支出，包括但不限于在专项计划存续期内因其管理和处分专项计划资产而承担的税收（但计划管理人就其营业活动或收入而应承担的税收除外）和政府收费、计划管理人的管理费、监管人的监管费、托管人的托管费、交易所费用、登记结算公司费用、银行结算费和手续费、跟踪评级费、专项计划审计费、信息披露费、召开有控制权的资产支持证券持有人大会的会务费以及计划管理人须承担的但根据专项计划文件有权得到补偿的其他费用支出。

由原始权益人承担的费用包括但不限于：为本期资产支持证券发行之目的在专项计划成立日之前发生的专项计划律师费、原始权益人自身的审计费、专项计划首次评级费、资产评估费、审计并出具专业意见所应付的报酬等费用等。

此外，在专项计划存续期间实际发生的应由专项计划资产承担的费用从专项计划资产中支付，列入专项计划费用，计划管理人以固有财产先行垫付的，有权从专项计划资产中优先受偿。计划管理人、资产服务机构、监管人和托管人因未履行或未完全履行相关协议约定的义务而导致的费用支出或专项计划资产的损失，以及处理与专项计划运作无关的事项发生的费用等不列入专项计划资产应承担的费用。

中诚信证评认为，上述各项交易费用的安排较为合适。

### 交易的账户设置及资金划付

根据《资产买卖协议》、《监管协议》、《合云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划托管协议》（以下简称“《托管协议》”）、《合云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划监管协议》（以下简称“《监管协议》”）以及《标准条款》的约定，原始权益人应在监管人处分别开立用于接收入园凭证销售收入资金的收款账户和用于入园凭证销售收入归集的资金归集账户，且根据《监管协议》约定的时间<sup>1</sup>将其收到的归属于专项计划资产的回收款划入资金归集账户。同时，原

<sup>1</sup> 具体见《监管协议》第 6.2.4 条。

始权益人亦需在监管人处开立用于储备赎回优先级资产支持证券巴拉格宗 06 和优先级资产支持证券巴拉格宗 07 所需支付款项的回售准备金账户。

原始权益人应在划款日将归集账户内的资金余额全部划至专项计划账户。专项计划账户系指计划管理人以专项计划的名义在托管人处开立的人民币资金账户，专项计划的一切货币收支活动，包括但不限于接收专项计划募集资金、支付基础资产购买价款、存放专项计划资产中的现金部分、接收和划付专项计划收益及支付专项计划费用、进行合格投资，均必须通过该账户进行。此外，计划管理人应以专项计划的名义在托管人处开立保证金账户，专门用于存放保证金。

## 资产收益分配机制

### 非清算情况下的分配

根据《标准条款》安排，在非清算情况下，本专项计划资产支持证券的分配顺序为：（1）专项计划涉及的应纳税款；（2）交易所及证券登记托管机构的相关费用；（3）本专项计划的计划管理人的管理费、计划管理人代付的资产支持证券持有人大会的召开费用(如有)、托管人托管费、监管人监管费、财务顾问费、对专项计划进行持续信用评级的跟踪评级费、对专项计划进行审计的审计费等其他中介机构费用(如可供分配资金不足，按比例分配)(如有)；（4）当期应分配的优先级资产支持证券预期收益；（5）当期到期应分配的优先级资产支持证券本金；（6）保证金账户资金余额不足 8,000 万元人民币的部分（未发生保证金解除锁定事件<sup>2</sup>时）；（7）当期专项计划资产还有进一步剩余的，剩余资金全部分配给次级资产支持证券持有人。

每一期现金的分配将按照上述优先顺序依次支付，上一级别的偿付未满足时，不能开始下一级别的偿付。在优先级资产支持证券当期完全偿付完毕前，不能偿还次级资产支持证券的剩余资金。召开资产支持证券持有人大会的费用由资产支持证券持有人承担，在发生时由计划管理人垫

付，然后在下期分配时从资产支持证券持有人应分得的现金(本金或收益)中扣除。

### 清算情况下的分配

清算资产按下列顺序清偿：（1）支付清算费用；（2）交纳专项计划所欠税款；（3）深交所及证券登记托管机构的相关费用；（4）清偿未受偿的计划管理人的管理费、计划管理人代付的资产支持证券持有人大会的召开费用（如有）、托管人托管费、监管人监管费、财务顾问费、审计费用、评级费用等其他中介机构费用；（5）支付优先级资产支持证券持有人未受偿的应付本金；（6）支付优先级资产支持证券持有人未受偿的预期收益；（7）剩余资金分配给次级资产支持证券持有人。

在专项计划终止清算时，保证金账户内资金作为专项计划资产的一部分按照上述顺序进行分配。在上述分配步骤中，如可供分配的资金余额不足以覆盖该分配步骤应分配的金额，则该分配步骤中采取按比例分配的原则。

## 信用提升机制

### 内部信用支持

根据上述现金流支付顺序确定的优先级/次级支付机制，次级资产支持证券在当期优先级资产支持证券本息获得足额偿付前不得获得任何偿付，即次级资产支持证券持有人将先于优先级资产支持证券持有人承担损失。因此，本专项计划中，优先级资产支持证券可获得次级资产支持证券的信用支持。

### 外部信用支持

根据巴拉格宗公司出具的《差额支付承诺函》，在任何一个初始核算日，当专项计划账户内资金余额未足额达到《标准条款》中约定的当期入园凭证销售收入时，巴拉格宗公司将承担差额支付义务，将专项计划账户内资金补足至约定的入园凭证收入。同时，根据巴拉格宗公司出具的《质押协议》，巴拉格宗公司将其拥有的巴拉格宗景区收益权质押给专项计划，在巴拉格宗公司未履行或未足额履行差额支付时，计划管理人有权强制

<sup>2</sup> 保证金解除锁定事件系指资本市场认可的评级机构给予担保人的主体长期信用等级高于或等于 AA 级，且评级机构给予优先级资产支持证券的评级高于或等于 AA+ 级。



执行质押物的处置。此外，云南文投出具的《担保函》，云南文投将对巴拉格宗公司履行《差额支付承诺函》项下的差额支付义务以及《资产买卖协议》项下所承担的赎回义务提供连带责任保证担保。

鉴于担保方云南文投整体实力较强，其提供的保证担保可为专项计划账户内资金余额足额达到约定的入园凭证销售收入提供较高的保障，进而对优先级资产支持证券本息的偿付形成很高的外部信用支持。

## 风险及缓解措施

### 流动性风险

在本交易中，如因天气、自然灾害等原因导致入园凭证收入减少，进一步使得当期基础资产现金流入可能不足以支付到期应付本金及预期收益，从而产生流动性风险。

目前每个特定期间的入园凭证款预测收入对当期到期应付本金及预期收益的覆盖倍数较高，且本专项计划设置了保证金机制，即在担保方云南文投的长期主体信用等级低于 AA 时，专项计划账户下的保证金账户内将留存 8,000 万元的保证金，以在一定程度上保障每期优先级资产支持证券本息的按时偿付。此外，本专项计划亦设置了巴拉格宗公司提供的差额支付承诺和云南文投为原始权益人履行差额支付承诺以及《资产买卖协议》项下所承担的赎回义务提供的连带责任保证担保等外部信用支持。通过上述交易结构的设置，本专项计划的流动性风险可得到有效缓解。

### 原始权益人持续经营风险

在本专项计划中，原始权益人的持续经营能力与基础资产预期现金流的产生具有极高的关联性。在基础资产转让至专项计划的情况下，原始权益人能否在专项计划存续期内持续经营，决定着基础资产预期现金流能否正常产生，进而对优先级资产支持证券的按期足额偿付产生重要影响。

原始权益人目前主要负责巴拉格宗旅游景区的运营与管理，该景区位于迪庆藏族自治州（以下简称“迪庆州”）香格里拉县，区域内旅游资源丰富，具有一定的产业集群优势，尽管巴拉格宗景

区目前仍处于开发初期阶段，知名度不高，且近年来受地震、G214 国道修建及景区内部提升改建等因素影响，游客接待量相对较少，但考虑到其与当地其他景区相比，具有人文和自然风光于一体的异质性特点，且接待点海拔 2,200 米，属于迪庆州唯一一个具有低海拔接待能力的高原景点，具有一定的竞争优势，未来随着其知名度的逐步提升，以及周边交通设施的完善，巴拉格宗景区接待的游客人次有望实现大幅增长，利于巴拉格宗公司的持续经营。此外，除景点游览使用费、观光车使用费和漂流使用费外，还有部分餐饮、住宿和藏民家访等收入，且未来随着巴拉格宗公司新建酒店的投入使用，其住宿收入将有望进一步上升，可为其持续经营提供一定支持。同时，鉴于股东方云南文投经营状况良好，且对其支持力度较大，可确保巴拉格宗公司在专项计划存续期间正常经营。不过，鉴于巴拉格宗公司营业成本占比较高，中诚信证评仍会对原始权益人持续经营能力的变化情况保持关注。

### 资金混同风险

资金混同风险发生在基础资产所依附的经营性资产运营单位财务或信用状况恶化甚至破产时，基础资产产生的现金流和该原始权益人的其他资金混同，从而对优先级资产支持证券的本息支付造成不利影响。

根据本专项计划的交易结构安排，原始权益人应在监管人处开立收款账户和监管账户，并在专项计划存续期间每月归集一次资金。除每年第 12 个月外，其余 11 个月的每月 5 日 16:00 前，原始权益人将按照约定将收款账户上个月收到的入园凭证销售收入划转至监管账户，第 12 个月当月第 R-12 日前 16:00 归集当月第一日至当日的现金流，下一月第 5 个工作日 16:00 前，归集上期第 12 月剩余资金，同时将上一个月所有销售基础资产产生的资金划转至监管账户，并在现金流划转日将监管账户内收到的当期入园凭证收入中归属于专项计划的资金全部划至专项计划账户。同时，中诚信证评会对原始权益人巴拉格宗公司的业务运营及财务状况保持持续关注，一旦巴拉格宗公



司出现财务状况恶化等情形，我们将对混同风险进行分析以判断其对优先级资产支持证券信用状况的影响。

### 资金沉淀风险

根据《标准条款》的约定，专项计划成立前三年，每年仅向优先级资产支持证券持有人支付利息，自第四年起开始偿付本金，优先级支持支持证券本金和利息的偿付频率亦为每年一次，而专项计划账户基础资产现金流划转频率为每月一次。专项计划账户现金流入与流出频率的不匹配将带来一定的资金沉淀风险。

根据本专项计划《标准条款》约定，计划管理人可以将专项计划账户中的资金进行合格投资，即投资于银行存款、货币基金或者其他风险低、变现能力强的固定收益类产品，且合格投资中相当于当期分配所需的部分应于该期现金流分配之前到期，计划管理人应将专项计划资金进行合格投资的全部投资收益转入托管账户。考虑到上述投资范围为风险低且变现能力强的产品，加上托管人丰富的托管经验，中诚信证评认为本专项计划面临的资金沉淀风险可得到基本缓释。

## 基础资产分析

### 基础资产概况

本专项计划的基础资产系指原始权益人依据政府文件，因建设和运营巴拉格宗景区、景区内交通设施、娱乐设施而获得的自专项计划成立之次日起七年内特定期间拥有的巴拉格宗景区特定数量的入园凭证（不含纳入国家财政收入的风景名胜门票凭证），该入园凭证包括(b)景区内景点游览凭证、(c)观光车乘坐凭证及(d)漂流设施使用凭证。

巴拉格宗景区是迪庆州 5 个国家公园之一香格里拉大峡谷的核心部分，位于香格里拉县西北部，是“三江并流”世界自然遗产红山片区的核心景区之一，距县城 55 公里，距香格里拉机场 58 公里，距省会昆明 704 公里。东与格咱碧壤峡谷相通，南与尼西上桥头相连，西与四川省得荣县相接，北与东旺乡接壤，总面积约 176 平方公里。景区最高点巴拉格宗雪山是香格里拉县的最高峰，海拔 5,545 米；最低点在南部水庄，海拔 2,000 米，相对高差 3,545 米。2009 年 12 月，巴拉格宗景区被国家旅游局评为国家 AAAA 级景区。2012 年 4 月，巴拉格宗公司依法获得巴拉格宗景区的经营权。目前巴拉格宗景区共有 30 个景点，分为五个等级，具体分布情况及对外开放情况见表 3。

表 3：巴拉格宗景区景点及对外开放情况

| 等级 | 数量<br>(个) | 景点                                                                    | 对外开放<br>情况      |
|----|-----------|-----------------------------------------------------------------------|-----------------|
| 特级 | 1         | 天然佛塔(含修行僧、经书两山)                                                       | 预计 2016 年 6 月开放 |
| 一级 | 2         | 香格里拉大峡谷(包括香格里拉大峡谷、通天峡、棕榈峡)、巴拉格宗雪山                                     | 已开放             |
| 二级 | 12        | 巴拉村、求子洞、岗曲河、乃当牧场、格宗塘牧场、门堆塔台地、巴拉原始森林、棕榈峡棕榈林、部分开放泽嘎塘玛尼堆群、“神根”山、扎固峡、高山湖泊 | 部分开放            |
| 三级 | 7         | 修行洞、巴拉村迁徙古道、水庄佛塔、崖咱温泉、回音壁、花海塘牧场(包括上下两部分)                              | 部分开放            |
| 四级 | 8         | 毕炯毕竟、格竟格炯、所列所那、巴格拉姆、次真拉姆、沙格拉阳、部分开放沙阳格拉等神山、水庄观音                        | 部分开放            |

资料来源：巴拉格宗公司提供，中诚信证评整理

巴拉格宗景区自 2007 年开始试运行，2009

年开始正式运行，但后受 G214 国道修建以及 2013 年 8 月地震等因素影响，曾完全关闭半年有余，故该景区实际运营时间相对较短，知名度不高。目前巴拉格宗景区的整体运营模式为景点游览与观光车相互捆绑，即只要进入景点游览就必须购买观光车车票，而漂流项目属于自愿项目，由游客选择是否参与该项目。目前巴拉格宗景区入园凭证的销售方式主要包括网络售票、现场售票和旅行社团体票，其中网络销售的合作商主要包括同城网、驴妈妈和去哪儿等，结算周期为月结；销售结构方面，以团体票为主，占比约为 74%。

### 基础资产现金流

本专项计划基础资产现金流来自于巴拉格宗公司未来 7 年内拥有的巴拉格宗景区特定数量的入园凭证的销售收入，该销售收入将主要由游客规模以及景区内景点游览凭证、观光车乘坐凭证及漂流设施使用凭证的价格决定。

游客规模方面，2010 年由于外部交通 G214 国道封闭式施工建设以及景区内部进行提升改建等原因，导致进出便，游客量直线下滑，2013 年 G214 国道建成投入使用，旅客回升，但当年 8 月，受地震影响，进入景区道路中断，旅游人次受到大幅影响，2014 年 4 月，道路恢复，旅游人次大幅增加，2013~2015 年巴拉格宗景区游客量分别为 4 万人次、16 万人次和 22 万人次。整体来看，随着景区 2014 年恢复正常运行，游客规模明显上升，但占迪庆州接待的整体游客量的比例尚不足 1.5%，未来随着巴拉格宗景区景点开放量的增加、景区内设施的完善以及景区知名度的提升，景区接待的游客量有较大的上升空间。中和资产评估有限公司（以下简称“中和评估”）在其出具的《云南文产香格里拉巴拉格宗旅游开发有限公司入园凭证现金流预测报告》（以下简称“《现金流预测报告》”）中通过对我国和迪庆州旅游市场进行分析，同时亦考察了丽江地区 2009 年大丽铁路开通和 2013 年大丽高速开通对当地旅游市场的推动作用，再结合巴拉格宗景区

及当地相似景区的历史运营、旅游人次、景区接待能力以及香格里拉地区 2016~2021 年交通设施的规划等情况，采取回归分析方法，结合旅游景区的淡旺季等因素，对巴拉格宗景区未来 7 年每个月的游客量按照季节增长率分别进行了预测，

详见表 4，其中每年 11 月、12 月至次年 3 月系相对淡季，每月游客同比增长率均在 6%以内，每年 5 月至 10 月增长率相对较高，其中 5 月增长率最高，约为 13.72%。

表 4：2016 年 4 月~2023 年 12 月巴拉格宗景区散客和团队游客量预测情况

|      | 2016 年 |       | 2017 年 |       | 2018 年 |       | 2019 年 |       | 2020 年 |       | 2021 年 |        | 2022 年 |        | 2023 年 |        |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      | 散客     | 团队    | 散客     | 团队    | 散客     | 团队    | 散客     | 团队    | 散客     | 团队    | 散客     | 团队     | 散客     | 团队     | 散客     | 团队     |
| 1 月  | -      | -     | 0.93   | 1.39  | 1.40   | 2.10  | 2.11   | 3.16  | 2.74   | 4.11  | 3.08   | 4.62   | 3.43   | 5.14   | 3.43   | 5.14   |
| 2 月  | -      | -     | 1.11   | 1.54  | 1.68   | 2.31  | 2.53   | 3.49  | 3.28   | 4.53  | 3.69   | 5.09   | 4.10   | 5.67   | 4.10   | 5.67   |
| 3 月  | -      | -     | 1.22   | 1.72  | 1.83   | 2.58  | 2.76   | 3.89  | 3.58   | 5.05  | 4.03   | 5.68   | 4.48   | 6.32   | 4.48   | 6.32   |
| 4 月  | 1.03   | 1.57  | 1.57   | 2.40  | 2.36   | 3.61  | 3.55   | 5.44  | 4.61   | 7.06  | 5.18   | 7.94   | 5.77   | 8.84   | 5.77   | 8.84   |
| 5 月  | 2.02   | 2.76  | 3.08   | 4.20  | 4.63   | 6.32  | 6.99   | 9.54  | 9.07   | 12.37 | 10.20  | 13.91  | 11.35  | 15.48  | 11.35  | 15.48  |
| 6 月  | 1.90   | 2.87  | 2.90   | 4.36  | 4.36   | 6.56  | 6.57   | 9.90  | 8.53   | 12.85 | 9.58   | 14.44  | 10.67  | 16.08  | 10.67  | 16.08  |
| 7 月  | 1.50   | 2.15  | 2.29   | 3.28  | 3.44   | 4.94  | 5.19   | 7.44  | 6.74   | 9.66  | 7.57   | 10.86  | 8.43   | 12.09  | 8.43   | 12.09  |
| 8 月  | 1.88   | 2.59  | 2.87   | 3.94  | 4.31   | 5.93  | 6.50   | 8.95  | 8.44   | 11.61 | 9.48   | 13.04  | 10.56  | 14.52  | 10.56  | 14.52  |
| 9 月  | 1.16   | 1.82  | 1.76   | 2.77  | 2.65   | 4.17  | 4.00   | 6.29  | 5.19   | 8.16  | 5.84   | 9.17   | 6.50   | 10.21  | 6.50   | 10.21  |
| 10 月 | 1.17   | 1.82  | 1.78   | 2.78  | 2.68   | 4.18  | 4.05   | 6.30  | 5.25   | 8.18  | 5.90   | 9.19   | 6.57   | 10.23  | 6.57   | 10.23  |
| 11 月 | 0.84   | 1.26  | 1.28   | 1.91  | 1.92   | 2.88  | 2.89   | 4.34  | 3.75   | 5.63  | 4.22   | 6.33   | 4.70   | 7.05   | 4.70   | 7.05   |
| 12 月 | 0.54   | 0.78  | 0.83   | 1.19  | 1.24   | 1.79  | 1.88   | 2.70  | 2.43   | 3.50  | 2.74   | 3.94   | 3.05   | 4.39   | 3.05   | 4.39   |
| 合计   | 12.05  | 17.63 | 21.61  | 31.49 | 32.51  | 47.36 | 49.03  | 71.44 | 63.62  | 92.70 | 71.50  | 104.19 | 79.61  | 116.01 | 79.61  | 116.01 |

资料来源：中和评估提供，中诚信证评整理

景区内景点游览凭证（即门票）、观光车乘坐凭证及漂流设施使用凭证价格方面，门票价格及观光车游览价格由迪庆藏族自治州发展和改革委员会（以下简称“迪庆州发改委”）制定，漂流设施使用凭证价格则由巴拉格宗公司自主制定，目前为 120 元/人·次。根据迪庆州发改委出具的迪发改收费（2009）8 号文件批复《关于调整巴拉格宗游览参观点门票和游览观光车票价》，巴拉格宗景区门票价格为 150 元/人·次，观光车（从景区入口停车场至巴拉村寨泽嘎塘停车场全程往返）票价为 60 元/人·次，其中身高 1 米下儿童、70 岁以上老人、持离休证的离休人员、残疾人享受免票优惠，现役军人、未成年人及学生享受门票减半优惠。2015 年 8 月 17 日，迪庆州发改委对门票价格内涵进行明确，文件中明确：巴拉格宗景区游览参观点门票收入现由巴拉格宗景区的门票收入与景区内的景点游览收入两部分构成。其中，巴拉格宗景区的门票收入依法实行收支两条线管理，由当地政府部门按 20 元/人·次的标准收取风景区管理基金；景区内的

景点游览收入（包括巴拉村及泽嘎塘古村落、天然佛塔、崖咱温泉、佛像等），按 130 元/人·次收取，归巴拉格宗公司所有。在实际操作过程中，巴拉格宗景区门票价格会因销售方式的不同而具有一定差异，详见表 4。在对未来巴拉格宗景区入园凭证价格进行预测时，中和评估综合考虑了目前各类入园凭证的执行价格以及巴拉格宗公司提供的历史散客、团队游客及优惠人群游客占比等因素，最终确定的景点游览、观光车和漂流设施使用费的预测单价分别为 97 元/人·次、60 元/人·次和 85.5 元/人·次。

基础资产现金流方面，根据中和评估基于国家现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化，无其他不可预测和不可抗力因素造成重大不利影响，巴拉格宗公司持续经营以及在预测期内景区运营不出现重大的安全事故和经营事故等假设条件，以及上述旅客人次和单价预测而出具的《现金流预测报告》，基础资产预计现金流入金额如表 6 所示，即 2016 年 5 月 1 日至 2017 年 4 月 30 日、2017 年 5 月 1 日至 2018 年 4

月30日、2018年5月1日至2019年4月30日、2019年5月1日至2020年4月30日、2020年5月1日至2021年4月30日、2021年5月1日至2022年4月30日和2022年5月1日至2023年4月30日，基础资产产生的现金流分别为7,458.02

万元、11,327.13万元、17,048.81万元、24,967.16万元、31,595.21万元、35,457.69万元和39,333.05万元。本专项计划存续期间，基础资产可产生的预期现金流合计为167,187.07万元。

表5：不同销售渠道景区游览凭证（即门票）和漂流设施使用凭证价格情况

| 销售方式 |          | 结算周期                                              | 景区门票挂牌价（元） | 网上预订优惠价（元） | 结算价（元） | 涵盖内容      |
|------|----------|---------------------------------------------------|------------|------------|--------|-----------|
| 网络购票 | 门票：1、成人票 | 到付、在线支付（后结）                                       | 210        | 199        | 179    | 门票+观光车    |
|      |          | 到付、在线支付（后结）                                       | 330        | 309        | 279    | 门票+观光车+漂流 |
|      | 漂流       | 到付、在线支付                                           | 120        | 110        | 100    | 漂流        |
| 现场购票 | 1、门票     | 现场支付                                              | 210        | -          | 210    | 门票+观光车    |
|      | 2、漂流     | 现场支付                                              | 120        | -          | 120    | 漂流        |
|      | 3、优惠人群   | 免票：儿童1米下，老人70岁以上、持离休证的离休人员、残疾人；门票减半：现役军人、未成年人及学生。 |            |            |        |           |
| 旅行社  | 1、门票     | 季度结算                                              | 210        | -          | 180    | 门票+观光车    |
|      | 2、漂流     | 季度结算                                              | 120        | -          | 80     | 漂流        |

资料来源：巴拉格宗公司提供，中诚信证评整理

表6：基础资产预计现金流入金额

单位：万元

| 特定期间                 | 景点游览门票费   | 观光车使用费    | 漂流设施使用费   | 合计         |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 2016年5月1日至2017年4月30日 | 3,645.72  | 2,255.08  | 1,557.22  | 7,458.02   |
| 2017年5月1日至2018年4月30日 | 5,537.02  | 3,424.96  | 2,365.15  | 11,327.13  |
| 2018年5月1日至2019年4月30日 | 8,333.95  | 5,155.02  | 3,559.84  | 17,048.81  |
| 2019年5月1日至2020年4月30日 | 12,203.62 | 7,548.63  | 5,214.91  | 24,967.16  |
| 2020年5月1日至2021年4月30日 | 15,442.17 | 9,551.86  | 6,601.18  | 31,595.21  |
| 2021年5月1日至2022年4月30日 | 17,329.88 | 10,719.51 | 7,408.30  | 35,457.69  |
| 2022年5月1日至2023年4月30日 | 19,239.34 | 11,900.63 | 8,193.08  | 39,333.05  |
| 合计                   | 81,731.70 | 50,555.69 | 34,899.68 | 167,187.07 |

资料来源：中和评估提供，中诚信证评整理

## 原始权益人持续经营能力

作为本专项计划的原始权益人，巴拉格宗公司的经营情况对基础资产预期现金流的产生具有重要影响。

巴拉格宗公司拥有巴拉格宗景区的特区经营权，期限为50年（2003~2053年），其目前主要负责巴拉格宗旅游景区的运营与管理。巴拉格宗景区位于迪庆州香格里拉县，其中迪庆州位于云南省西北部，处于云南省打造中国一流、世界知名的民族文化生态旅游区、中国香格里拉生态旅游区的核心区域，迪庆州2015年共接到旅客1,758.07万人次，同比增长22%，该州接待旅客人次占云南省旅客接待总人次的5.26%。香格里拉

拉县境内拥有普达措国家公园、梅里雪山、虎跳峡、松赞林寺和巴拉格宗景区等景点，其中前三个景点均为生态旅游景点，松赞少林寺也被称为小布达拉宫，是该地区最主要的人文景点。游客接待量方面，普达措国家公园和虎跳峡运营较成熟，且知名度相对较高，接待游客规模亦较大，2012~2014年，普达措国家公园接待旅客人次分别为105万人次、128万人次和148万人次，占迪庆州旅客接待人次数的比重最高，分别为10.33%、10.27%和10.27%；其次系虎跳峡，接待旅客人数分别为65万人次、110万人次和115万人次，占比分别为6.39%、8.82%和7.98%。相较而言，巴拉格宗景区目前仍处于开发初期阶段，且知名度不高，加之近年来受地震、G214



国道修建及景区内部提升改建等因素影响，接待的游客人次相对较少，但考虑到其具有人文和自然风光于一体的异质性特点，同时，其接待点海拔 2,200 米，属于迪庆州唯一一个具有低海拔接待能力的高原景点，具有一定的竞争优势，加之景区内基础设施日益完善、知名度将逐步提升，且周边交通设施不断完善，巴拉格宗景区未来接待的游客人次有望实现大幅增长，利于巴拉格宗公司的持续经营。

此外，除景点游览使用费、观光车使用费和漂流设施使用费收入外，巴拉格宗公司亦有部分餐饮、住宿、藏民家访等收入，未来随着在建酒店和演艺中心的投入运营，巴拉格宗公司住宿及藏民家访收入有望大幅提升，可为其维持持续经营提供一定支持。同时，迪庆州旅游资源丰富，当地政府以发展旅游业为先；加之股东方云南文投经营状况良好，且对其支持力度较大，可确保巴拉格宗公司在专项计划存续期间正常经营。

## 现金流分析

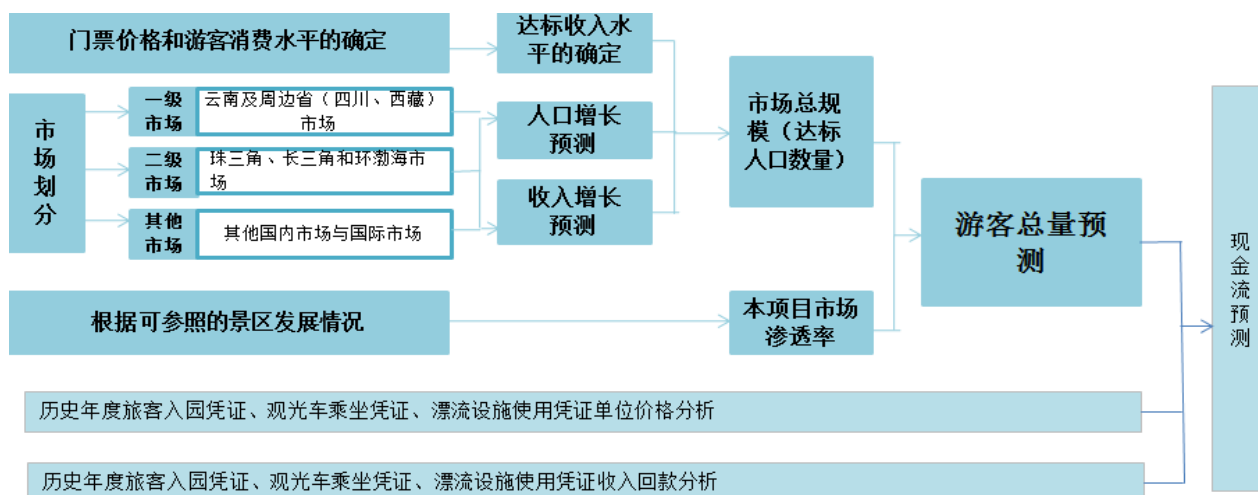
### 现金流评估方法

本项目现金流预测报告由中和评估提供。中和评估通过尽职调查、资料搜集、旅游市场发展分析等方法对巴拉格宗景区在 2016 年 5 月 1 日至 2023 年 4 月 30 日期间内景区内景点游览凭证、观光车乘坐凭证及漂流设施使用凭证所形成的现金流进行了评估。

首先，中和评估通过对宏观经济的分析确定了我国未来旅游市场的发展概况；其次，中和评估在对云南、迪庆藏族自治州的旅游基本情况进

行分析的基础上，结合巴拉格宗景区自身的特点分析确定了景区未来的游客人次增长趋势；再次，结合预测范围内巴拉格宗景区及该地区相似景区的历史运营情况、历史旅客人次资料、历史收入情况及景区接待能力等情况，采用达标收入模型预测出项目区的游客总量；最后，通过分析历史年度旅客人次的结构，结合巴拉格宗景区基准日所执行门票定价文件以及门票收入的合同收款结算方式，进而确定特定期间内各月门票费、观光车费、漂流费的收入现金流。

图 2:巴拉格宗景区资产支持专项计划现金流预测流程



资料来源：《现金流预测报告》，中诚信证评整理

按照其预测结果，本专项计划 7 个兑付日所对应的基础资产当期产生的现金流情况如下：

表 7:对应兑付日现金流预测表

单位：万元

| 兑付日   | 金额        |
|-------|-----------|
| 兑付日 1 | 7,458.02  |
| 兑付日 2 | 11,327.13 |
| 兑付日 3 | 17,048.81 |
| 兑付日 4 | 24,967.16 |
| 兑付日 5 | 31,595.21 |
| 兑付日 6 | 35,457.69 |
| 兑付日 7 | 39,333.05 |

资料来源：中诚信证评整理

### 基础资产现金流分析

在未发生保证金解除事件的情况下，根据《现金流预测报告》预测的现金流数据及《标准条款》中的发行规模及预期收益率建立模型对正常景况

下当期现金流对当期优先级资产支持证券应付本息覆盖倍数进行测算。

在评估优先级资产支持证券的风险时，中诚信证评以特定期间内各期基础资产产生的现金流对当期优先级资产支持证券还本付息额的覆盖倍数作为判断依据，覆盖倍数越大，反映优先级资产支持证券本息获得足额偿付的保障程度越高，当覆盖倍数不足 1 时，优先级资产支持证券本息可能会遇到无法足额偿付的风险。

正常景况下，在未发生保证金解除锁定事件时，本专项计划各期基础资产现金流对当期优先级资产支持证券应付本息和的覆盖倍数如表 8 中“覆盖倍数（含保证金）”指标值所示（在计算覆盖倍数时并未加入专项计划费用），均在 1.61 倍以上，各期基础资产现金流对优先级资产支持证券本息的覆盖程度较高。

表 8：正常景况下基础资产当期现金流对优先级资产支持证券本息和覆盖情况

|             | 2016年5月1<br>日至2017年<br>4月30日 | 2017年5月1<br>日至2018年<br>4月30日 | 2018年5月1<br>日至2019年<br>4月30日 | 2019年5月1<br>日至2020年<br>4月30日 | 2020年5月1<br>日至2021年<br>4月30日 | 2021年5月1<br>日至2022年<br>4月30日 | 2022年5月1<br>日至2023年<br>4月30日 |
|-------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 本金（万元）      | --                           | --                           | --                           | 14,000.00                    | 20,000.00                    | 24,000.00                    | 22,000.00                    |
| 预期收益率       | --                           | --                           | --                           | 6.40%                        | 6.50%                        | 6.60%                        | 6.70%                        |
| 当期本息和（万元）   | 5,254.00                     | 5,254.00                     | 5,254.00                     | 19,254.00                    | 24,358.00                    | 27,058.00                    | 23,474.00                    |
| 当期现金流（万元）   | 7,458.02                     | 11,327.13                    | 17,048.81                    | 24,967.16                    | 31,595.21                    | 35,457.69                    | 39,333.05                    |
| 保证金（万元）     | 8,000.00                     | 8,000.00                     | 8,000.00                     | 8,000.00                     | 8,000.00                     | 8,000.00                     | 8,000.00                     |
| 覆盖倍数（不含保证金） | 1.42                         | 2.16                         | 3.24                         | 1.30                         | 1.30                         | 1.31                         | 1.68                         |
| 覆盖倍数（含保证金）  | 2.94                         | 3.68                         | 4.77                         | 1.71                         | 1.63                         | 1.61                         | 2.02                         |

资料来源：中诚信证评整理

若发生保证金解除锁定事件，则当期现金流对当期优先级资产支持证券应付本息和的覆盖倍数如表 8 中“覆盖倍数（不含保证金）”指标值所示，均在 1.30 倍以上，各期基础资产现金流对优先级资产支持证券本息的保障程度仍较好。

## 现金流压力测试

### 未发生保证金解除锁定事件

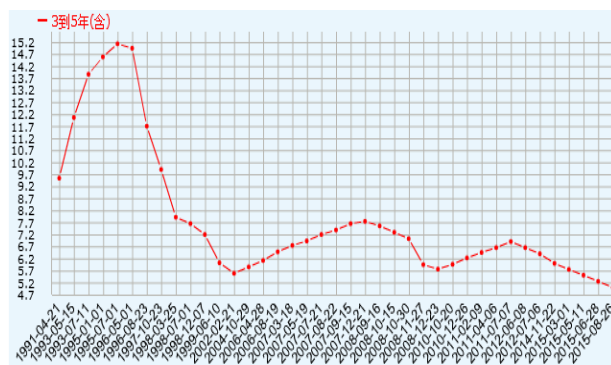
鉴于未来基础资产产生的现金流有可能达不到预期值，故中诚信证评认为有必要设定压力场景对基础资产现金流对各期优先级资产支持证券本息的覆盖程度在压力条件下的表现进行测试。

基础资产产生的现金流对优先级资产支持证券本息的覆盖倍数作为评估优先级资产支持证券本息能否获得足额偿付的重要指标，其主要受下述两个因素影响，即基础资产产生的现金流入量和优先级资产支持证券的预期收益率，在上文中，已经对确定的预期收益率对优先级资产支持证券本息和的覆盖倍数进行了详细描述，接下来的测试，我们将把基础资产产生的现金流以及预期收益率作为变量，来观察压力景况下基础资产产生的现金流对当期优先级资产支持证券本息和的覆盖状况。

#### 压力测试情景 1：预期收益率增长

在确认收益率的压力测试条件时，通过观察 1989~2015 年的银行 3~5 年中长期贷款的利率变化情况，可得出最近十几年的利率最大的变化范围为 216 个基准点，因此中诚信证评认为将收益率设置为上升 220 个基准点足以满足压力测试需求。

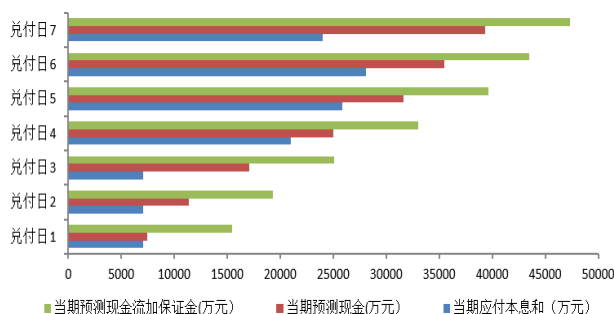
图 3：1991~2015 年银行 3~5 年期贷款利率走势图



资料来源：中诚信证评整理

将预期收益率上调 220 个基准点，可以得出基础资产当期现金流对当期本息和的覆盖情况如图 4 所示，覆盖倍数在无当期预测现金流（不含保证金）能够对当期优先级资产支持证券本息和完全覆盖，资产支持证券的当期现金流对当期优先级资产支持证券的最小覆盖倍数为 1.06 倍，如含保证金，覆盖倍数均在 1.53 倍以上。

图 4：压力情况 1 下当期现金流对当期本息和的覆盖情况



资料来源：中诚信证评整理

表 9：压力景况 1 下基础资产当期现金流对优先级资产支持证券本息和覆盖情况

|             | 2016 年 5 月 1 日至 2017 年 4 月 30 日 | 2017 年 5 月 1 日至 2018 年 4 月 30 日 | 2018 年 5 月 1 日至 2019 年 4 月 30 日 | 2019 年 5 月 1 日至 2020 年 4 月 30 日 | 2020 年 5 月 1 日至 2021 年 4 月 30 日 | 2021 年 5 月 1 日至 2022 年 4 月 30 日 | 2022 年 5 月 1 日至 2023 年 4 月 30 日 |
|-------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| 本金（万元）      | --                              | --                              | --                              | 14,000.00                       | 20,000.00                       | 24,000.00                       | 2,000.00                        |
| 预期收益率       | --                              | --                              | --                              | 8.60%                           | 8.70%                           | 8.80%                           | 8.90%                           |
| 当期本息和（万元）   | 7,014.00                        | 7,014.00                        | 7,014.00                        | 21,014.00                       | 25,810.00                       | 28,070.00                       | 23,958.00                       |
| 当期现金流（万元）   | 7,458.02                        | 11,327.13                       | 17,048.81                       | 24,967.16                       | 31,595.21                       | 35,457.69                       | 39,333.05                       |
| 保证金（万元）     | 8,000.00                        | 8,000.00                        | 8,000.00                        | 8,000.00                        | 8,000.00                        | 8,000.00                        | 8,000.00                        |
| 覆盖倍数（不含保证金） | 1.06                            | 1.61                            | 2.43                            | 1.19                            | 1.22                            | 1.26                            | 1.64                            |
| 覆盖倍数（含保证金）  | 2.20                            | 2.76                            | 3.57                            | 1.57                            | 1.53                            | 1.55                            | 1.98                            |

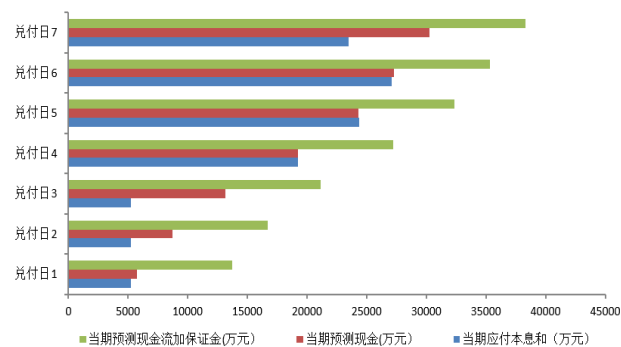
资料来源：中诚信证评整理

#### 压力测试情景 2：基础资产现金流下降

在确定基础资产现金流下降所能承受的压力时，中诚信证评认为影响实际基础资产现金流的因素较多，例如：门票价格变化、自然灾害影响、大规模传染性疾病预防、整体宏观经济环境影响等，需要结合各方面因素综合考虑。如图 5 所示，当将现金流下降幅度调至 23% 时，在不包含担保金的情况下，资产支持证券的当期现金流对当期优先级资产支持证券的最小覆盖倍数为 1.00 倍，故 23% 的降幅系基础资产现金流（不含保证金）所能承受的最大压力。中诚信证评认为，首先，在我国大力发展旅游业的背景下，迪庆州旅游人次逐年稳步增长，且 2013~2015 年巴拉格宗景区接待的游客人数占迪庆州旅游人数总数的比例最高为 1.25%，占比相对较小，未来上升的可能性及空间均相对较大；其次，门票价格变化随着巴拉格宗景区的不断开发及旅游资源的不断丰富，其门票价格下降的可能性较小；再次，评估报告在预测收入时已经充分考虑整体宏观经济环境对

游客出行的影响，因此中诚信证评认为因为整体宏观环境对门票收入现金流的影响也较小；最后，在考虑自然灾害、大规模传染性疾病预防等极端情况对现金流的影响时，中诚信证评参考了在 2013 年巴拉格宗景区作为震中区遭遇 5.9 级地震，其经历了地震灾害及灾后自救重建过程，当年营业收入的降幅（41%），但该极端情况发生的可能性较低。综上，我们认为基础资产现金流的下降幅度达到或超过 23% 的可能性较小。

图 5：压力景况 2 下当期现金流对当期本息和覆盖情况



资料来源：中诚信证评整理

表 10：压力景况 2 下基础资产当期现金流对优先级资产支持证券本息和覆盖情况

|             | 2016 年 5 月 1 日至 2017 年 4 月 30 日 | 2017 年 5 月 1 日至 2018 年 4 月 30 日 | 2018 年 5 月 1 日至 2019 年 4 月 30 日 | 2019 年 5 月 1 日至 2020 年 4 月 30 日 | 2020 年 5 月 1 日至 2021 年 4 月 30 日 | 2021 年 5 月 1 日至 2022 年 4 月 30 日 | 2022 年 5 月 1 日至 2023 年 4 月 30 日 |
|-------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| 本金（万元）      | --                              | --                              | --                              | 14,000.00                       | 20,000.00                       | 24,000.00                       | 2,000.00                        |
| 预期收益率       | --                              | --                              | --                              | 6.40%                           | 6.50%                           | 6.60%                           | 6.70%                           |
| 当期本息和（万元）   | 5,547.00                        | 5,547.00                        | 5,547.00                        | 18,547.00                       | 23,202.00                       | 27,444.00                       | 26,264.00                       |
| 当期现金流（万元）   | 5,742.68                        | 8,721.89                        | 13,127.58                       | 19,224.71                       | 24,328.31                       | 27,302.42                       | 30,286.45                       |
| 保证金（万元）     | 8,000.00                        | 8,000.00                        | 8,000.00                        | 8,000.00                        | 8,000.00                        | 8,000.00                        | 8,000.00                        |
| 覆盖倍数（不含保证金） | 1.09                            | 1.66                            | 2.50                            | 1.00                            | 1.00                            | 1.01                            | 1.29                            |
| 覆盖倍数（含保证金）  | 2.62                            | 3.18                            | 4.02                            | 1.41                            | 1.33                            | 1.30                            | 1.63                            |

资料来源：中诚信证评整理



### 发生保证金解除锁定事件

假设担保方的资产规模扩大，担保能力上升，违约率下降，撤销担保金之后，当期门票收入现金流对优先级资产支持证券压力景况下的覆盖倍数不会发生变化，对于专项计划所提供的信用支持将全部来自于外部担保方。

综上所述，中诚信证评认为在设置的压力条件下，当前基础资产现金流对当期优先级资产支持证券本息和的覆盖情况能够通过压力测试。中诚信证评将密切关注发生保证金解除锁定事件对专项计划信用等级的变化情况。

## 本专项计划信用分析

中诚信证评对本专项计划的信用分析，主要从基础资产的信用质量、本专项计划交易结构的设计、原始权益人的差额支付承诺、云南文投对原始权益人履行差额支付义务提供的不可撤销的连带责任保证担保等内、外部信用支持等方面进行考察。

在基础资产的信用判断上，中诚信证评通过对现金流预测报告的准确性判断，并将当期预测现金流与基于交易结构和产品设计方案确定各期优先级资产支持证券本息等现金流出进行匹配模拟，以测算各期现金流覆盖倍数，作为信用等级的判断标准之一。

另外，基于压力测试，并结合专项计划优先/次级产品结构设计、原始权益人提供的差额支付承诺以及云南文投对原始权益人履行差额支付义务提供的保证担保等外部信用支持，我们对专项计划优先级资产支持证券本息的偿付进行了测试。

### 评级结论

基于评级初始日（2016 年 4 月 25 日）的基础资产数据、信息，结合优先级/次级支付机制、差额支付承诺、外部担保等对信用水平的提升，参照中诚信证评资产证券化评级标准，我们授予本专项计划优先级资产支持证券信用等级为 **AA<sup>+</sup>** 级。

我们的评级反映的是各档优先级资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在到期日或以前足额偿付的可能性。

## 重要参与方

### 原始权益人/资产服务机构/差额支付承诺人——巴拉格宗公司

巴拉格宗公司原名为云南文产香格里拉县巴拉格宗生态旅游开发有限公司，成立于 2011 年 10 月 25 日，由云南文化产业投资控股集团有限责任公司和香格里拉县巴拉格宗生态旅游开发有限责任公司共同出资设立，分别持股 55% 和 45%。云南文产香格里拉县巴拉格宗生态旅游开发有限公司于 2012 年更为现名。截至 2015 年 6 月末，巴拉格宗公司注册资本及股东均未发生变化。

法人治理结构方面，巴拉格宗公司设有股东会，其负责决定公司的经营方针及投资计划，并负责董事选举、更换及薪酬相关事宜；股东会下设立董事会，董事会执行股东会决议并向股东会汇报工作，同时决定公司生产经营计划和投资方案，决定公司内部管理机构设置。此外，巴拉格宗公司亦设有监事会，由其对董事会和总经理行政管理系统进行监督。整体来看，巴拉格宗公司法人治理结构建设较完善。

经营管理方面，巴拉格宗公司实行董事会领导下的总经理负责制，由其负责巴拉格宗公司的日常经营管理工作。同时，为满足业务运营的需要，巴拉格宗亦设置了办公室、人力资源部、接待办、销售部、财务部、车管部、工程部及景区行政办等 8 个部门，分管各项业务，其中在景区行政办下又下设车管、工程、漂流、导游、餐饮、财务室等 9 个部门对景区进行运营和管理。整体来看，巴拉格宗公司部门设置较合理，且各职能部门分工较明确。

人员方面，截至 2015 年末，巴拉格宗公司拥有在职员工 203 人，其中管理人员 43 人，其余主要系导游、工程人员、客房服务人员等，管理人员多具有大专及以上学历，且多具有较丰富的管理经验，人员配备基本能够满足其目前业务发展的需要。

巴拉格宗公司拥有巴拉格宗景区的特区经营权期限为 50 年，即 2003 年至 2053 年，其目前主要负责巴拉格宗旅游景区的运营与管理。截至

2015 年末，巴拉格宗公司资产总额为 8.52 亿元，负债总额 4.82 亿元，所有者权益合计 3.70 亿元；2015 年全年巴拉格宗公司实现营业收入 0.60 亿元，取得净利润 0.19 亿元。

### 业务运营

巴拉格宗旅游景区地处滇川藏交界处，位于云南省香格里拉县西北部约 76 公里处，是“三江并流”世界自然遗产红山片区的核心景区之一，总面积约 176 平方公里。景区景观以峡谷景观为主体，处于青藏高原高寒植被区和高山峡谷区，景区内最高点为巴拉格宗雪山是香格里拉县最高峰，海拔 5,545 米，最低点在南部景区入口处，海拔 2,000 米，地形及气候的垂直立体性十分突出，是香格里拉地区目前唯一的低海拔旅游景区。景区自 1999 年开始进行开发建设，2007 年投入试运营，并于 2009 年 12 月根据中华人民共和国标准《旅游景区质量等级的划分与评定》【GB/T17775-2003】由全国旅游景区质量等级评定委员会评定为“国家 AAAA 级旅游景区”。目前，巴拉格宗景区设有棕榈峡、通天峡、乃当牧场、巴拉格宗雪山、巴拉村和天然佛塔等多个景点，但由于其仍处于发展初期，天然佛塔等部分景点受基础设施不完善影响尚未实现对外开放。

图 6：巴拉格宗景区概览图



资料来源：巴拉格宗公司提供，中诚信证评整理

游客规模方面，巴拉格宗景区运营时间相对较短，且前期受景区硬件条件有限等限制并未进行大规模宣传，景区知名度不高，游客规模较有

限，其目前主要通过参加昆交会以及相关宣传会等渠道获取游客资源，现阶段客源主要来自广州、深圳和上海等地。2013~2015 年巴拉格宗景区游客规模分别为 4 万人次、16 万人次和 22 万人次，其中 2013 游客规模较小主要系受地震影响，通往景区道路中断，当年 8 月至次年 3 月，景区基本处于封闭状态，2014 年 5 月后恢复正常经营，且当年巴拉格宗公司加大了与驴妈妈、去哪儿、携程等网络宣传公司的合作力度，2014~2015 年游客规模明显上升。从客源结构来看，巴拉格宗景区接待的游客以团队游客为主，占比约为 70%。

巴拉格宗景区的主要收费项目包括门票、观光车和漂流，其中门票与观光车相互捆绑，即只要购买门票就必须购买观光车车票，其余项目均属于自愿项目，游客可自由选择是否参加。其中，门票价格和观光车票价由迪庆州发改委制定，目前价格分别为 150 元/人·次和 60 元/人·次；其余项目价格均由巴拉格宗公司自主制定，其中漂流价格为 120 元/人·次。从实际操作来看，巴拉格宗公司景点游览凭证、观光车凭证和漂流凭证的主要销售渠道可分为现场购票、网络购票和旅行社购票三种，对于现场所购凭证的票价按照上述价格执行；对于网络购票，一般可分为“门票+观光车”和“门票+观光车+漂流”两种，网络挂牌价分别为 199 元/人·次和 309 元/人·次，巴拉格宗公司与网络宣传公司的实际结算价格分别为 179 元/人·次和 279 元/人·次；针对旅行社所购凭证票价，巴拉格宗公司一般采取阶梯价格，并与旅行社每季度结算一次。此外，对于身高 1 米以下儿童、70 岁以上老人、持离休证的离休人员、残疾人享受免票优惠，现役军人、未成年人及学生享受门票减半优惠。2015 年巴拉格宗公司实现门票（含观光车）收入和漂流收入分别为 3,541 万元和 1,159 万元。

除上述收费项目外，巴拉格宗公司的收费项目还包括餐饮、住宿、藏民家访及为徒步旅游者提供的向导服务等，其中住宿方面，巴拉格宗景区目前拥有相对高端酒店约 10 余间，价格约为 1000 余元/间/晚；普通标间 48 间，价格约为 220~300 元/间/晚。藏民家访项目则主要系演艺和

篝火晚会，目前演艺中心的容纳能力约为 100 人，票价方面，散客执行价为 180 元/人·次，对于旅行社执行的票价则为 80 元/人·次。2015 年巴拉格宗公司餐饮、住宿业务和藏民家访业务分别实现收入 201 万元、204 万元和 750 万元。

未来发展方面，从巴拉格宗景区自身来看，一方面，其目前在不断完善基础设施建设，预计 2017 年 6 月景区基础设施全线完工，部分未开放景点亦将陆续向游客开放，其中天然佛塔预计 2016 年 6 月向游客开放，届时巴拉格宗景区内的观光车价格将提升 80 元/人·次，至 140 元/人·次；另一方面，随着游客规模的增加，巴拉格宗景区的住宿接待能力及演艺中心的容纳能力已不足以满足业务发展的需要，故目前巴拉格宗公司在建藏式生态大酒店和大型演艺中心，其中生态酒店共包含 277 间标准间客房，已于 2015 年 12 月基本完工，目前处于装修阶段，预计 2016 年 5 月 1 日投入运营，待其投入运营后，巴拉格宗景区的住宿接待能力将新增 554 人。从外部配套交通设施来看，2016 年香格里拉小区域环线西环线将完成；2017 年稻城亚丁至香格里拉的标准二级公路改扩建将完成，香格里拉大环线完成西环线部分；2018 年 12 月底丽攀高速将建成通车，香格里拉大环线东环线完成；2019 年丽香高速预计完工，香格里拉大环线西环完成；2021 年丽香铁路通车。未来随着内外部基础设施的完善，巴拉格宗公司业务规模有望保持增长。

综上，巴拉格宗公司所管理景区具有较好的旅游资源，但因其交通情况及其目前所处的开发阶段限制其游客的规模较小，随着大香格里拉环线的发展以及迪庆州交通情况的发展，加之巴拉格宗景区自身基础设施建设的日益完善以及知名度的提升，中诚信证评认为该旅游景区发展潜力较大。

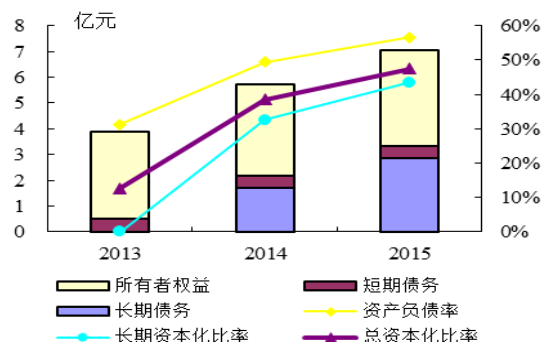
### 财务表现

资本结构方面，随着巴拉格宗景区基础设施的持续推进，巴拉格宗公司资产及负债规模均逐年增长，2013~2015 年末，其资产总额分别为 4.96 亿元、6.94 亿元和 8.52 亿元，三年年均复合增长率



为 31.10%；同期，其负债总额分别为 1.55 亿元、3.43 亿元和 4.82 亿元，三年年均复合增长率为 76.40%。所有者权益方面，尽管 2013 年净亏损侵蚀了部分自有资本，但随着 2014 年、2015 年的连续盈利，巴拉格宗公司自有资本实力逐年增强，整体来看，2013~2015 年末，巴拉格宗公司所有者权益合计分别为 3.41 亿元、3.51 亿元和 3.70 亿元。

图 7：巴拉格宗公司 2013~2015 年末资本结构分析



资料来源：巴拉格宗公司提供，中诚信证评整理

从财务杠杆比率来看，受负债规模增幅相对较大影响，巴拉格宗公司资产负债率呈上升趋势，2013~2015 年末分别为 31.27%、49.48%和 56.61%；同期总资本化比率为 12.80%、38.56%和 47.54%。

从债务期限结构来看，2013~2015 年末，巴拉格宗公司总债务分别为 5,000 万元、22,000 万元和 33,500 万元，其中短期债务一直保持在 5,000 万元，2015 年末长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.18，巴拉格宗公司债务期限结构合理。

从盈利能力来看，近年来受益于游客规模的稳步增长，巴拉格宗公司收入规模逐年增加，2013~2015 年，其实现营业收入分别为 0.11 亿元、0.39 亿元和 0.60 亿元，同期，巴拉格宗公司营业毛利率分别为 17.34%和 57.37%和 64.57%，其中 2013 年营业毛利率较低主要由收入大幅下降所致。期间费用方面，巴拉格宗公司销售费用和管理费用相对稳定，财务费用则随着付息债务规模的上升明显增加，2013~2015 年巴拉格宗公司期间费用发生额分别为 641 万元、897 万元和 1,154 万元。扣除相关费用后，2013~2015 年巴拉格宗公司实现利润总额分别为 -494 万元、1,157 万元和 2,540 万元，同期取得净利润分别为 -493 万元、990 万元和 1,903 万

元。

偿债能力方面，主要受益于盈利能力的增强，巴拉格宗公司获现能力明显改善，2013~2015 年，分别实现 EBITDA-265 万元、2,161 万元和 4,324 万元，2014~2015 年末，总债务/EBITDA 分别为 10.18 倍和 7.75 倍，同期 EBITDA 利息倍数分别为 0.77 倍和 1.20 倍，EBITDA 对利息的保障程度尚可。经营性现金流方面，2013~2015 年巴拉格宗公司经营活动净现金流分别为 1,385 万元、-8,229 万元和 11,373 万元，其中 2014 年主要受灾后重建等因素影响使得当年经营活动现金流呈净流出状态，2015 年则明显好转，当年经营性净现金流对利息的保障倍数为 3.15 倍。整体来看，巴拉格宗公司的偿债指标有所优化。

综上，巴拉格宗公司负债水平仍适中，债务结构基本合理，随着景区运营成熟度的上升，业务规模明显上升，盈利能力亦有所增强。中诚信证评认为巴拉格宗公司整体经营状况良好，其提供的差额补足承诺在一定程度上对本专项计划优先级资产支持证券预期收益及本金的及时足额支付形成支持。

## 担保人——云南文投

云南文投系根据《云南省人民政府关于组建云南文化产业投资控股集团有限责任公司的函》（云政函[2009]107 号）批准于 2009 年 12 月 30 日正式成立，初始注册资本 11.2 亿元，实收资本 2.24 亿元。后于 2010 年根据云南省财政厅《云南省财政厅关于将省财政已拨付云南亚广传媒中心和省文化艺术中心项目建设补助资金划转云南文化产业投资控股集团有限责任公司的通知》（云财建[2010]118 号），将已拨付云南亚广传媒中心项目建设补助资金 2.80 亿元和省文化艺术中心项目前期资金 0.20 亿元合计 3.00 亿元划转云南文投作为其注册资本金，随后云南省政府又多次通过财政拨款等形式增加云南文投资本金，截至 2015 年 12 月 31 日，云南文投实收资本达 8.33 亿元，云南省人民政府为其实际控制人。

云南文投作为云南文化事业建设和文化产业

演艺、文化设施建设、影视拍摄、文化旅游、文化产业园区开发建设、教育培训、数字科技与动漫、金融投资、文化地产等业务。截至 2015 年 12 月 31 日，云南文投总资产为 44.61 亿元，所有者权益达 14.67 亿元，负债总额达 29.94 亿元；2015 年，云南文投实现营业总收入 6.21 亿元，取得净利润 0.11 亿元。

### 业务运营

2015 年以前云南文投主要从事文化旅游、影视投资以及演出业务，2015 年亦新增商品贸易业务，在较大程度上提升了其业务规模，当年云南文投实现营业收入 6.21 亿元，同比增长 124.79%，其中上述四大业务分别取得收入 0.44 亿元、0.15 亿元、0.65 亿元和 3.19 亿元。

文化旅游业务方面，主要由旗下子公司云南文产香格里拉巴拉格宗旅游开发公司（以下简称“巴拉格宗旅游公司”）和云南创意文化产业投资有限公司（以下简称“创意文投”）负责运营。巴拉格宗景区位于云南省迪庆藏族自治州西北部，于 2003 年被《世界遗产名录》收录，2009 年被国家旅游总局评定为 4A 级景区。巴拉格宗旅游公司根据云南文投“以文化为灵魂、旅游为载体”的发展思路，在景区积极拓展旅游产品开发、生产、销售，文化艺术演艺、培训，餐饮、娱乐等多元化业务。目前景区在建项目包括巴拉村至天然佛塔绿色防火通道、崖畔温泉休闲度假区、藏式生态大酒店、巴拉村及泽噶塘古村落修复改造项目等，预计项目总投资投入约在 13.80 亿元。蓝月山谷景区为云南文投于 2010 年 4 月开始正式接手运营，由创意文投负责开发管理。蓝月山谷项目为云南省“十二五”重要旅游及滇沪合作重点援藏项目，将通过银企合作，资本化运作等方式，围绕香格里拉品牌优势，建立成具有迪庆藏区的旅游项目。

表 11：截至 2015 年末云南文投在建文化旅游项目情况

单位：亿元

| 项目名称       | 总投资   | 已投资  |
|------------|-------|------|
| 巴拉格宗景区提升改造 | 13.80 | 6.09 |
| 蓝月山谷景区提升改造 | 2.90  | 0.13 |
| 合计         | 16.70 | 6.22 |

资料来源：云南文投提供、中诚信证评整理

影视投资业务方面，主要由成立于 2010 年的云文（北京）影业投资有限责任公司（以下简称“云文影业”）负责运营。云文影业主要从事影视项目策划、投资制作、演艺经纪等业务，已于 2011 年获得广播电视节目制作经营许可证。目前云文影业主要由两种运营模式，其一为自主投资制作，其二为与其他影业公司联合投资制作。由于云文影业成立时间不长，自主制作的影视作品较少，主要系通过与其他影业公司合作拍摄，其作品包括《假装情侣》、《边境风云》、《香格里拉》、《茶颂》等。云文影业与其他公司合作时，收取投资收益的方式主要可分为两种，一是按照投资额收取固定的收益，二是按照各方投资比例收取票房分成。

演出业务方面，主要由云南演艺集团有限公司（以下简称“演艺集团”）和云南演艺股份有限公司（以下简称“演艺股份”）运营，其中演艺集团下设云南省杂技团有限公司（以下简称“杂技团公司”）和云南艺术剧院有限公司（以下简称“艺术剧院”）等。杂技团公司的运营方式主要有两种，其一是参与大型演艺公司的马戏团巡演，如美国太阳马戏团等，由主办巡演的演艺公司向马戏团公司支付版权费和劳务费；其二是杂技团自身会组织巡演，通过门票等获取收入。艺术剧院主要从事剧场出租和组织大型活动演出业务，其中剧场出租是指艺术剧院通过将自身的剧院出租给演艺公司并获得租金的运营模式；组织大型活动演出是指艺术剧院根据政府或其他委托方的要求在各地（只限于云南省境内）组织演出并收取相关费用的运营模式。演艺股份下设梦幻腾冲文化发展有限公司（以下简称“腾冲发展”）和柬埔寨暹粒演艺投资有限责任公司（以下简称“柬埔寨演艺”）等。腾冲发展成立于 2009 年 11 月，其主营业务为文艺表演、文艺创作和企业策划等，目前主要从事《梦幻腾冲》等演艺节目的演出。《梦幻腾冲》作为一个国家 4A 级人文景观的大型音乐舞蹈节目，自 2010 年 2 月正式开演以来，累计演出 1,300 余场，接待观众 36 万余人。柬埔寨演艺与腾冲发展运营模式类似，其主要作品有《吴哥的微笑》，自 2010 年演出以来共演出 1,000 余场，接待

观众 50 万余人，被中国政府授予“文化出口重点项目”，被柬埔寨政府授予“柬埔寨旅游服务特殊贡献奖”。

商品贸易业务方面，云南文投的主要贸易品种系锡矿，2015 年采购量和销售量分别为 5,000 金属吨和 3,000 金属吨。购销渠道方面，云南文投主要从缅甸当地的私营企业采购，产品全部销往云锡集团，客户单一。结算价格方面，云南文投与供应商的议价能力较强，其一般根据销售价格制定采购价格，自身赚取相对稳定的差价。与供应商的结算方面，一般为货到支付部分货款，剩余货款待下游客户结算后支付；与客户的结算方面，云南文投一般给予其 1 个月左右的账期。

总体来看，云南文投收入结构多元化，一方面作为云南省文化建投融资主体，参与当地文化设施建设；另一方面云南文投还负责运营多家影视演艺企业，2015 年亦新增锡矿贸易业务，业务规模明显上升，但贸易业务的客户单一，需关注客户单一风险。

### 财务状况

近年来随着云南省财政厅陆续注入资产，云南文投资产规模呈上升态势，2013~2015 年末，云南文投总资产分别为 31.55 亿元、42.41 亿元和 44.61 亿元，三年复合增长率为 18.90%。随着在建项目的持续推进，加之拆出资金规模较大，云南文投资金需求不断增加，近年来其负债规模保持上升态势，2013~2015 年末分别为 19.65 亿元、28.71 亿元和 29.94 亿元，三年复合增长率为 23.44%。从所有者权益来看，凭借股东持续增资和自身利润的积累，云南文投所有者权益从 2012 年末的 9.88 亿元增至 2015 年末的 14.57 亿元。

从负债水平看，云南文投负债水平处于逐年上升趋势，2013~2015 年末其资产负债率分别为 62.26%、67.70%和 67.11%，负债水平偏高。从债务结构来看，近年来云南文投长短期银行借款规模有所增加，2013~2015 年末云南文投债务规模分别为 11.65 亿元、18.04 亿元和 16.70 亿元；同期，随着云南文投逐渐调整债务期限结构，其长短期债务比分别为 76.67、2.83 和 0.60，短期内偿债压

力大幅降低。

盈利能力方面，随着云南文投旗下企业逐渐投入运营以及 2015 年新增贸易业务，其业务规模呈逐年上升趋势，但由于部分企业展业时间不长以及贸易业务获利空间较小，云南文投整体盈利能力较为有限。2013~2015 年云南文投主营业务收入分别为 1.64 亿元、2.76 亿元和 6.21 亿元。鉴于云南文投为云南省文化事业建设和文化产业发展的重要投融资主体，政府在资产注入和财政补贴两方面给予其较大支持，2013~2015 年云南文投获得补贴收入分别为 0.39 亿元、0.53 亿元和 0.44 亿元，对其利润总额形成了有效补充，同期云南文投实现利润总额分别为 0.15 亿元、0.05 亿元和 0.13 亿元，取得净利润分别为 0.05 亿元、0.04 亿元和 0.11 亿元。总体来看，云南文投盈利能力有限，对政府补贴具有一定依赖性。

偿债能力方面，2013~2015 年，云南文投总债务/EBITDA 分别为 29.91 倍、34.03 倍和 18.13 倍，EBITDA 对债务的保障程度下降较多，主要系云南文投总债务增长较快。同期，云南文投 EBITDA 利息倍数分别为 1.80 倍、1.16 倍和 1.58 倍，呈现一定的波动状态。

此外，截至 2016 年 1 月 29 日，云南文投对外担保余额为 8.75 亿元，担保对象均系自身的全资或控股子公司，或有风险相对可控。

综合来看，近年来受益于云南省政府的资产注入以及其自身在建项目的持续推进，云南文投资产规模稳步增长，但目前负债水平偏高，综合盈利能力较为有限，或面临一定的短期偿债压力，但鉴于其作为云南省文化事业建设和文化产业发展的重要投融资主体，受云南省政府支持力度较大，整体偿债风险可控。

### 计划管理人——华林证券

华林证券原名为华林证券有限责任公司，于 1997 年 6 月 18 日。经多次增资后，截至 2016 年 3 月 16 日，华林证券注册资本为 24.30 亿元。

华林证券经营范围涵盖证券经纪，证券投资咨询，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，证券承销与保荐，证券自营，证券投资基金



代销、证券资产管理等，业务品种齐全。截至 2015 年末，华林证券在北京和上海共开设 2 家分公司，另在北上广深、各省会城市共设有 69 家营业部，营业部遍布全国 31 个省市自治区，网点覆盖率达 100%。

华林证券于 2012 年取得资产管理业务资格，资产管理部作为开展资产管理业务的专门部门负责资产管理业务的开展。2013 年 5 月，华林证券成立了第一支资产管理产品。2014 年，受益于在原有业务的基础上加大人力和资金投入力度，同时加强渠道开发，华林证券资产管理业务规模快速增长，截至 2015 年末，其累计资产管理计划 90 只，累计管理资产规模近 450 亿元。

风险管理方面，华林证券较为重视资产管理业务中的风险管理和控制。在制度合规和流程方面，华林证券根据监管要求制定和修订了多项制度，从制度上保证资产管理业务的合规；在内部信息传递和流程方面，资产管理事业部与合规风控部建立了合规监控的报告机制、合规指标嵌入到系统中进行实时动态监控，促进资产管理业务业务合规、有序、健康发展。

整体来看，华林证券经营状况良好，资产管理业务发展较快，加之具备一定的风险管理能力，符合本专项计划管理人的要求。

### 托管人——招商银行昆明分行

本专项计划的托管人为招商银行昆明分行。招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）是中国最大的股份制商业银行之一，其主要股东包括招商局集团有限公司、招商局轮船股份有限公司、中国远洋运输（集团）总公司等。2006 年 9 月，招商银行在香港成功上市，其公司治理、资产质量、业务管理及资本实力等方面也籍此有了较大幅度的提升。截至 2015 年末，招商银行合并口径下的资产总额为 54,749.78 亿元，资本充足率 11.91%，不良贷款拨备覆盖率为 178.95%，不良贷款率 1.68%，2015 年实现净利润 580.18 亿元。

截至 2015 年末，招商银行资本净额超过 4,000 亿元，跻身全球前 100 家大银行之列。招商局轮船股份有限公司和安邦财产保险股份有限公司为招

商银行前两大股东，2015 年 12 月末持股比例分别为 13.04% 和 10.72%。招商银行不断扩张分支机构，目前，招商银行在中国大陆的 130 余个城市设有 132 家分行及 1,575 家支行，另在纽约、伦敦、新加坡、台北等国家和地区设有分行或代表处。

截至 2015 年末，招商银行总资产为 54,749.78 亿元，同比增长 15.71%；存款总额 35,716.98 亿元，同比增长 8.09%，贷款和垫款总额 28,242.86 亿元，同比增长 12.35%。2015 年，招商银行归属于母公司股东的净利润 576.96 亿元，同比增长 3.19%；总资产收益率和净资产收益率分别为 1.18% 和 17.09%；成本收入比为 27.67%，降至历史新低。

招商银行拥有证券投资基金托管、受托投资管理托管业务托管、合格境外机构投资者托管人资格（QFII）、全国社会保障基金托管资格、商业银行从事保险资金托管业务资格、企业年金基金托管等业务资格，是托管业务资质最全的商业银行之一。截至 2015 年末，招商银行托管资产余额 71,557.79 亿元，累计实现托管费收入 35.67 亿元，托管产品项目数量 11,506 个。

风险控制及制度建设方面，招商银行始终遵循“制度先行，内控先行”的原则，将风险控制思想贯穿于业务流程设计和各项规章制度的制定中。除该行颁布的业务规章制度外，资产托管部还针对自身业务特点制定了完善的业务管理制度和办法。从业务管理办法、操作流程、内控监察、技术系统管理等方面建立起了一整套共 20 多项不同类型、不同层次的规章制度，形成了托管业务的规章制度体系。该体系具有较强的合规性、规范性、操作性，能确保业务规范有序开展。

信息化体系建设方面，招商银行托管业务系统主要由运营系统（核心业务系统）、网上托管人和托管人网站构成，并按使用功能区分为清算交割系统、财务系统、估值系统、绩效评估与风险管理系统、网上托管人、托管人网站等。该行托管业务系统具有较强的系统兼容性，能与相关管理机构、企业的业务系统实行联接，提供绩效评估、风险监控、资讯服务、公司行动、在线互动



等增值性服务，满足各类客户个性化托管服务需要。灾备系统方面，招商银行建立了托管业务灾难备份中心，并于 2006 年底在上海建立第二托管业务操作中心，实现数据、人员、设备及操作环境的完全备份。

作为中国最大的股份制商业银行之一，招商银行拥有较强的财务实力，监管经验丰富，符合作为本交易托管人的要求。

## 关于云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划 优先级资产支持证券跟踪评级安排

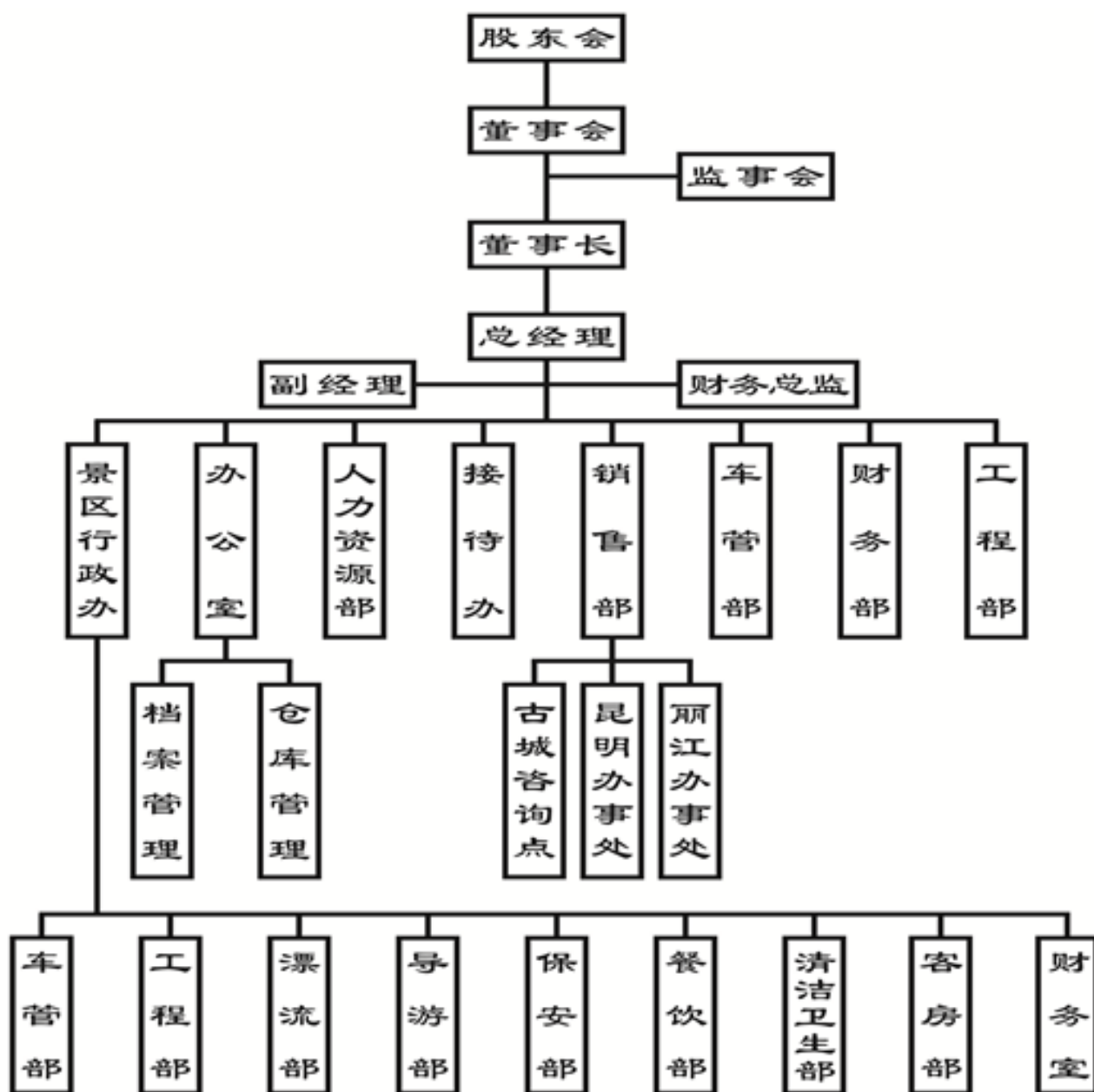
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在优先级资产支持证券存续期内，对基础资产的信用表现进行持续监测，持续监控服务机构和资金保管机构的信用状况，并通过定期考察发起/服务机构、管理人的相关报告，对本交易的实际信用表现进行动态跟踪，以判断产品的风险程度和信用质量是否发生变化。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本专项计划存续期内每年 6 月 30 日之前完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发生可能影响本次优先级资产支持证券信用等级重大事件，原始权益人应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项事项进行调研、分析并自该事件发生之日起一个月内发布不定期跟踪评级结果。

如原始权益人未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整优先级资产支持证券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）予以公告。

附件一：云南文产香格里拉市巴拉格宗旅游开发有限公司组织架构图



## 附件二：信用等级的符号及定义

### 资产支持证券信用评级等级符号及定义

| 等级符号                    | 含义                                                                        |
|-------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| <b>AAA</b>              | 资产支持证券持有人按时足额获得预期收益的可靠性极高，且基本不受不利经济环境的影响，本金的减值风险极低                        |
| <b>AA</b>               | 资产支持证券持有人按时足额获得预期收益的可靠性很高，且不易受不利经济环境的影响，本金的减值风险很低                         |
| <b>A</b>                | 资产支持证券持有人按时足额获得预期收益的可靠性较高，虽易受不利经济环境的影响，但本金的减值风险较低                         |
| <b>BBB</b>              | 资产支持证券持有人按时足额获得预期收益的可靠性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，本金的减值风险一般                    |
| <b>BB</b>               | 资产支持证券持有人按时足额获得预期收益的可靠性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，本金的减值风险较高                 |
| <b>B</b>                | 资产支持证券持有人按时足额获得预期收益的可靠性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，本金的减值风险很高 |
| <b>CCC</b><br><b>CC</b> | 资产支持证券持有人按时足额获得预期收益给付的可靠性非常依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，本金的减值风险极高                 |
| <b>C</b>                | 资产支持证券持有人无法获得预期收益，本金部分或全部损失                                               |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。