



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪867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已发行的“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”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持该计划项下优先级资产支持证券的信用等级为 AA^{+}_{sf} 。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月二十七日

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跟踪评级报告（2018）

评级结果

资产支持证券	发行规模 (亿元)	发行 利率	上次评级 结果	跟踪评 级结果
16 巴拉 A1 (116214)	1.40	6.00%	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
16 巴拉 A2 (116215)	2.00	6.50%	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
16 巴拉 A3 (116216)	2.40	7.00%	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
16 巴拉 A4 (116217)	2.20	7.35%	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
16 巴拉 C1 (116218)	0.40	-	-	-
上次评级日	2017 年 6 月 29 日			
设立日	2016 年 4 月 29 日			
预期到期日	16 巴拉 A1-2020 年 4 月 29 日			
	16 巴拉 A2-2021 年 4 月 29 日			
	16 巴拉 A3-2022 年 4 月 29 日			
	16 巴拉 A4-2023 年 4 月 29 日			
	16 巴拉 C1-2023 年 4 月 29 日			

注：1、根据中诚信证券评估有限公司业务制度，自 2018 年 1 月 1 日起，采用新的资产支持证券信用评级符号及定义。

2、截至 2018 年 5 月 31 日，本专项计划优先级资产支持证券本金余额为 8.00 亿元。

跟踪期：

2017 年 5 月 1 日-2018 年 4 月 30 日

跟踪计算日：

2018 年 4 月 30 日

分析师

光琳 琳 hyou@ccxr.com.cn

林海伊 hylin@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 27 日

评级意见

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）对于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”或“专项计划”）项下 16 巴拉 A1~A4（以下合称“优先级资产支持证券”）的信用状况进行了持续跟踪和监测，基于 2018 年 4 月 30 日前获得的原始权益人、担保人、计划管理人及托管人相关报告及其他信息资料，以及对上述报告及信息的分析、测算，中诚信证评认为本专项计划项下优先级资产支持证券的风险程度和信用质量未发生足以影响其信用等级变化，基础资产所依附的经营性资产运营状况良好，主要参与机构尽职能力稳定，故中诚信证评维持本专项计划项下优先级资产支持证券 16 巴拉 A1~A4 的信用等级为 AA⁺_{sf} 级。

基本观点

上述跟踪评级结果，基于以下方面的考虑：

- 跟踪期内，本专项计划基础资产所依附的巴拉格宗景区运营情况良好，基础资产现金流归集金额为 11,341.68 万元，比同期预测现金流总额高 0.13%。
- 跟踪期内，专项计划分配优先级资产支持证券利息合计 5,437.00 万元，未兑付本金。优先级资产支持证券均按时足额兑付，未触发担保事件。
- 本专项计划资产服务机构云南文产香格里拉市巴拉格宗旅游开发有限公司在跟踪期内运营状况稳定，财务状况良好，能够为基础资产运营提供持续稳定的服务。
- 本专项计划担保人云南文化产业投资控股集团有限公司在跟踪期内资产规模与业务规模均有明显增长，股东背景雄厚，具有很强的综合实力，其提供的保证担保对优先级资产支持证券本息的及时足额兑付具有很强的保障。

- 本专项计划的计划管理人华林证券股份有限公司及托管人招商银行股份有限公司昆明分行经营情况稳定，财务状况良好，履约和尽职能力稳定。

关 注

- 为保护生态环境，普达措景区于 2017 年下半年封闭了大部分景区，鉴于普达措景区作为香格里拉地区的重要旅游景点，对于整个香格里拉旅游市场具有较大的影响，普达措景区部分封闭的事件可能将对巴拉格宗景区的游客量带来一定的不利影响，进而对基础资产现金流产生负面影响。

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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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次资产支持证券到期兑付日有效；同时，在本次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，并按照相关法律、法规对外公布。

交易结构概要

表 1：主要参与方

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”）
计划管理人	华林证券股份有限公司（以下简称“华林证券”）
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”）
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”）
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”）
登记机构	中国证券登记结算有限公司深圳分公司

资料来源：华林证券提供，中诚信证评整理

在本专项计划中，计划管理人华林证券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，并负责设立、管理本专项计划。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，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；担保人云南文投承诺为巴拉格宗公司履行《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》项下所承担的差额支付义务和《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》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，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。

本专项计划优先级资产支持证券的预期到期日、发行规模如表 2 所示。

表 2：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）
16 巴拉 A1	2020 年 4 月 29 日	14,000
16 巴拉 A2	2021 年 4 月 29 日	20,000
16 巴拉 A3	2022 年 4 月 29 日	24,000
16 巴拉 A4	2023 年 4 月 29 日	22,000

资料来源：华林证券提供，中诚信证评整理

本专项计划优先级资产支持证券均按年付息，到期还本。优先级资产支持证券分配顺序先于次级资产支持证券。每个本息兑付日¹在优先级资产支持证券当期本金和预期收益获得支付后，剩余资金可向次级资产支持证券投资者分配。

根据中诚信证评于 2017 年 7 月 28 日出具的《云南文化产业投资控股集团有限公司主体评级报告》，云南文投主体评级为 AA，已触发保证解除锁定事件，8,000 万元保证金已于 2017 年 8 月 2 日划付至原始权益人指定账户。

资产支持证券的兑付

跟踪期内，本专项计划共进行了一次兑付。根据《华林证券股份有限公司关于云南文产巴拉格宗入园凭证资产支持专项计划第二期收益分配公告》，本专项计划优先级资产支持证券已于 2018 年 5 月 2 日²进行第二期收益分配，利息兑付合计 5,437.00 万元，本金偿还比例均为 0%。

表 3：专项计划兑付情况

单位：万元			
资产支持证券	发行规模	收益兑付	剩余本金
16 巴拉 A1	14,000	840.00	14,000
16 巴拉 A2	20,000	1,300.00	20,000
16 巴拉 A3	24,000	1,680.00	24,000
16 巴拉 A4	22,000	1,617.00	22,000
合计	80,000	5,437.00	80,000

资料来源：中诚信证评整理

截至 2018 年 5 月 31 日，优先级资产支持证券剩余本金为 8.00 亿元，次级资产支持证券剩余本金

¹ 本息兑付日依次为 2017 年 5 月 2 日，2018 年 5 月 2 日，2019 年 4 月 29 日，2020 年 4 月 29 日，2021 年 4 月 29 日，2022 年 5 月 2 日和 2023 年 5 月 2 日。

² 兑付日为专项计划存续期内每年与专项计划成立日相对应之日，因 2018 年 4 月 29 日为节假日，故延至节假日后的第一个工作日 2018 年 5 月 2 日兑付。

为 0.40 亿元。

基础资产跟踪分析

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。

本专项计划基础资产现金流来自于巴拉格宗公司在特定期间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。在跟踪期内，巴拉格宗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未进行调整。游客规模方面，2017 年 5 月 1 日至 2018 年 4 月 30 日，巴拉格宗景区接待游客量共约 66.51 万人次，其中散客 28.07 万人次，团队游客 38.44 万人次。

表 4：巴拉格宗景区散客和团队实际游客量

单位：人次

期间	散客	团队
2017 年 5 月	42,088	30,855
2017 年 6 月	28,314	43,560
2017 年 7 月	23,781	34,072
2017 年 8 月	29,176	40,158
2017 年 9 月	18,126	28,457
2017 年 10 月	28,963	47,510
2017 年 11 月	12,962	19,442
2017 年 12 月	8,815	12,685
2018 年 1 月	10,713	16,063
2018 年 2 月	27,852	38,462
2018 年 3 月	26,419	37,241
2018 年 4 月	23,452	35,920
合计	280,661	384,425

资料来源：巴拉格宗公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内监管账户归集的基础资产现金流入金额如表 5 所示。

表 5：基础资产预测现金流入与归集现金流入

单位：万元

期间	预测现金流	归集现金流
2017 年 5 月	280.98	280.98
2017 年 6 月	571.78	312.45
2017 年 7 月	2,869.79	2,463.92
2017 年 8 月	440.62	375.43
2017 年 9 月	528.93	438.02
2017 年 10 月	2,333.24	2,092.16
2017 年 11 月	351.62	300.89
2017 年 12 月	230.83	217.40
2018 年 1 月	1,365.25	1,508.23
2018 年 2 月	238.26	722.84
2018 年 3 月	291.35	814.49
2018 年 4 月	1,824.48	1,814.93 ³
合计	11,327.13	11,341.68

资料来源：华林证券提供，中诚信证评整理

2017 年 5 月 1 日至 2018 年 4 月 30 日基础资产现金流归集金额为 11,341.68 万元，超出同期预测现金流总额 0.13%。

现金流跟踪及信用分析

跟踪期内，专项计划账户归集的基础资产现金流共计 10,860.58 万元，结息款共计 4.16 万元；支付托管费 16.94 万元，管理费 67.75 万元，跟踪评级费 5.00 万元，专项计划优先级资产支持证券兑息及手续费共计 5,437.27 万元，次级资产支持证券兑息及手续费共计 6,079.82 万元。跟踪期内基础资产现金流对优先级资产支持证券利息的覆盖倍数为 2.09 倍，基础资产现金流对优先级资产支持证券利息具有较高的覆盖。截至 2018 年 4 月 30 日，专项计划账户余额为 100.00 万元。

正常景况现金流分析

基于《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》对基础资产现金流入的预测及优先级资产支持证券预期本息的分析安排，各期预期现金流对专项计划优先级资产支持证券本息的覆盖倍数可保持在 1.28 倍以上，预期现金流对优先级资产支持证券本息的保障情况良好。

³ 其中 484.93 万元于 2018 年 5 月 4 日归集至监管户。

表 6：正常景况下优先级资产支持证券现金流覆盖倍数

兑付日	预期现金流入对优先级资产支持证券本息覆盖倍数
2019 年 4 月 29 日	3.14
2020 年 4 月 29 日	1.28
2021 年 4 月 29 日	1.28
2022 年 4 月 29 日	1.30
2023 年 4 月 29 日	1.67

资料来源：中诚信证评整理

压力景况现金流分析

由于未来基础资产现金流入可能会受自然灾害、门票价格、宏观经济环境等因素影响而出现下滑，因此，压力场景中，我们主要考虑了预期现金流下降 20%情况下的现金流匹配情况（压力景况）。在此情况下，现金流覆盖倍数仍可保持在 1.03 倍以上。因此，在压力景况中，预期现金流对优先级资产支持证券本息的保障情况仍较好。

表 7：压力景况下优先级资产支持证券现金流覆盖倍数

兑付日	预期现金流入对优先级资产支持证券本息覆盖倍数
2019 年 4 月 29 日	2.51
2020 年 4 月 29 日	1.03
2021 年 4 月 29 日	1.03
2022 年 4 月 29 日	1.04
2023 年 4 月 29 日	1.33

资料来源：中诚信证评整理

参与方表现

原始权益人/资产服务机构/差额支付承诺人

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，初始注册资本为 1.82 亿元，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 2018 年 3 月末，巴拉格宗公司注册资本及股东均未发生变化。

巴拉格宗公司主要负责巴拉格宗旅游景区的运营与管理，其拥有巴拉格宗景区的特许经营权期限为 50 年，即 2003~2053 年。截至 2017 年末，巴拉格宗公司资产总额为 15.71 亿元，负债总额 13.29 亿元，所有者权益合计 2.42 亿元；2017 年全年巴

拉格宗公司实现营业收入 1.02 亿元，取得净利润 0.18 亿元。截至 2018 年 3 月末，巴拉格宗公司资产总额为 15.47 亿元，负债总额 12.99 亿元，所有者权益合计 2.48 亿元；2018 年一季度，巴拉格宗公司实现营业收入 0.35 亿元，取得净利润 0.06 亿元。

业务运营

巴拉格宗旅游景区地处滇川藏交界处，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。景区自 1999 年开始进行开发建设，2007 年投入试运营，并于 2009 年 12 月被评定为“国家 AAAA 级旅游景区”。截至 2018 年 3 月末，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、香巴拉佛塔等多个景点。2018 年巴拉格宗景区新开放了玻璃栈道和卓玛拉康（度母庙）两个主要景点。此外，天然佛塔景点公路已经基本完工，滑索项目处于在建状态，预计均将于 2018 年下半年对游客开放。

游客规模方面，巴拉格宗景区自 2016 年起逐步将工作重心从景区建设转移到对外宣传上来，通过 LED 大屏广告、广播频道、新媒体平台等方式，加大了宣传销售力度。自 2016 年起，每年五一期间巴拉格宗景区均会举办盛大的音乐节活动，诸多藏区及内地知名歌手登台献艺，已经成为香格里拉一张新的旅游名片，具有较大的影响力。销售渠道建设方面，截至 2018 年 3 月末，巴拉格宗公司已与昆明中北国旅、昆明风情、云南熊猫等共 8 家旅行社开展合作。客群分布方面，巴拉格宗景区现阶段客源主要来自广州、深圳、台湾、四川等地。2017 年巴拉格宗景区游客规模为 54.86 万人次。从客源结构来看，巴拉格宗景区 2017 年接待的团队游客人数和散客人数占比分别为 57.41%和 42.59%。

巴拉格宗景区的主要收费项目包括门票、观光车和漂流，跟踪期间其价格均未进行调整。2017 年巴拉格宗公司实现门票、观光车票和漂流收入分别为 5,510.19 万元、228.27 万元和 2,008.48 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。住宿方面，巴拉格宗景区酒店主要

包括藏式生态大酒店、水庄大酒店和巴拉村酒店；其中巴拉村酒店于 2017 年 6 月投入运营，水庄酒店 B 栋低端酒店于 2018 年 5 月投入运营，均在一定程度上提高了景区的住宿接待能力。截至 2018 年 3 月末，巴拉格宗景区拥有套房约 40 余间，价格约为 1,000 余元/间/晚；普通标间 218 间，价格约为 220~300 元/间/晚；豪华标间 287 间，价格约 360~880 余元/间/晚，住宿接待能力共计约 1,200 人。入住率方面，藏式生态大酒店、水庄大酒店和巴拉村酒店 2017 年的入住率分别为 70%、90%和 20%。藏民家访项目主要系演艺和篝火晚会，共有两个演艺中心，容纳能力分别约为 100 人和 500 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。2017 年巴拉格宗公司餐饮、住宿业务实现收入 1,651.62 万元；藏民家访业务实现收入 756.12 万元。

从外部配套交通设施来看，丽攀高速将于 2018 年 12 月末建成通车，香格里拉大环线东环线完成；丽香高速预计将于 2019 年完工，香格里拉大环线西环线完成；丽香铁路预计将于 2021 年通车。随着内外部基础设施的完善，巴拉格宗公司未来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，但受交通情况及其目前所处的开发阶段限制，其游客规模仍较小；随着大香格里拉环线的发展以及迪庆州交通情况的改善，加之巴拉格宗景区自身宣传推广力度的加强，中诚信证评认为该旅游景区发展潜力较大。

财务表现

以下财务分析基于经云南泛正会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告，其中 2016 年财务数据系 2017 年年初数；2018 年一季度数据来源于巴拉格宗公司提供的未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构方面，随着巴拉格宗景区基础设施建设逐步完工，巴拉格宗公司资产及负债规模步入相对平稳的阶段，截至 2017 年末，其资产总额为 15.71 亿元，同比下降 3.31%；同期，其负债总额为 13.29 亿元，同比下降 5.09%。所有者权益方面，得益于

留存利润的积累，2017 年末其所有者权益合计为 2.42 亿元，同比增长 7.79%。截至 2018 年 3 月末，巴拉格宗公司资产总额为 15.47 亿元，负债总额 12.99 亿元，所有者权益合计 2.48 亿元。

从财务杠杆比率来看，受负债规模下降的影响，巴拉格宗公司财务杠杆水平有所下降，2017 年末资产负债率为 84.58%，同比下降了 1.59 个百分点；同期总资本化比率为 83.31%，同比下降了 1.94 个百分点。2018 年 3 月末，巴拉格宗公司资产负债率为 83.96%，整体负债水平偏高。

从债务期限结构来看，2017 年末，巴拉格宗公司总债务为 12.09 亿元，同比减少 6.92%，2017 年末长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.09 倍，以长期期限为主，符合巴拉格宗公司业务发展的需要。

从盈利能力来看，受益于游客规模的增长，巴拉格宗公司收入规模迅速增加，2017 年，其实现营业收入 1.02 亿元，同比增长 54.31%，同期，巴拉格宗公司营业毛利率为 34.94%，同比增长了 0.97 个百分点。期间费用方面，受销售费用和管理费用明显增加的影响，2017 年巴拉格宗公司期间费用发生额为 1,165.10 万元，同比增长 230.85%，主要是由于 2017 年营销活动有所增加所致。2017 年巴拉格宗公司实现利润总额 2,299.30 万元，取得净利润 1,750.15 万元，分别同比增加 15.70%和 15.73%。2018 年一季度，巴拉格宗公司实现营业收入 0.35 亿元，取得净利润 0.06 亿元。

偿债能力方面，2017 年，巴拉格宗公司 EBITDA 为 2,819.92 万元，总债务/EBITDA 为 42.88 倍，EBITDA 利息倍数为 0.33 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度相对偏弱。

综上，尽管巴拉格宗公司盈利能力偏弱，偿债能力亦有待改善，但其整体经营状况良好，随着景区运营成熟度的上升，其业务规模明显上升，未来盈利能力和偿债能力均有望增强。

担保人

云南文投于 2009 年 12 月由云南省人民政府根据《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）

投资设立，成立时注册资本 11.20 亿元，首期出资 2.24 亿元，此后，云南省政府及财政厅通过资产划转、资本金注入以及下拨项目资金等多种形式陆续补足。2017 年 4 月，云南文投与华侨城集团完成战略重组，华侨城（云南）投资有限公司⁴（以下简称“华侨城公司”）以货币形式出资 17.80 亿元（11.66 亿元计入实收资本，6.14 亿元计入资本公积-股本溢价），持股比例 51%，云南省人民政府以云南文投原有资本 11.20 亿元出资，持股比例 49%。截至 2018 年 3 月末，云南文投注册资本为 22.86 亿元，实际控制人为华侨城集团。

截至 2017 年末，云南文投总资产为 77.97 亿元，所有者权益为 36.03 亿元，负债总额为 41.94 亿元；2017 年，云南文投实现营业收入 52.12 亿元，取得净利润 1.04 亿元。

截至 2018 年 3 月末，云南文投总资产为 79.33 亿元，所有者权益为 35.77 亿元，负债总额为 43.56 亿元。2018 年一季度，云南文投实现营业收入 1.84 亿元，净亏损 0.21 亿元。

业务运营

云南文投作为云南省文化事业建设和文化产业发展主要的投资主体，业务一直围绕文化产业展开，包括文艺创作与表演、文化项目投资、文化旅游开发、影视产业开发、动漫游戏产业开发、文化艺术培训等。2015 年 6 月，云南文投新增了锡矿、铜矿等大宗商品的贸易业务。2017 年华侨城集团控股后，云南文投将更多依托华侨城在资金、资源等方面的优势，进一步打造核心的文化及相关产业。2017 年云南文投实现营业收入 52.12 亿元，同比增长 35.79%，其中商品贸易业务取得收入 48.74 亿元，占比为 93.52%。

表 8：2017 年云南文投收入结构

单位：万元		
项目	收入	占比
商品贸易	487,442.73	93.52%
资金占用费	15,101.10	2.90%

⁴ 华侨城（云南）投资有限公司由华侨城集团公司于 2016 年 8 月独资设立，注册资本 100 亿元，主要从事华侨城集团在云南的股权投资。

景区门票经营	4,581.11	0.88%
演出收入	4,350.44	0.83%
景区消费经营	2,513.47	0.48%
租赁业务	2,270.12	0.44%
事业单位拨款	1,891.43	0.36%
餐饮住宿	1,049.13	0.20%
舞美收入	836.41	0.16%
项目经营	218.45	0.04%
影视投资	188.04	0.04%
培训服务	60.35	0.01%
停车管理	40.00	0.01%
承包服务	37.74	0.01%
管理服务	24.99	0.00%
咨询服务	10.69	0.00%
其他	625.35	0.12%
合计	521,241.54	100.00%

资料来源：云南文投提供，中诚信证评整理

1、演艺业务

云南文投演艺业务的经营内容涵盖驻场演出、杂技演出以及剧场运营等，其运营主体主要系云南演艺集团有限公司（以下简称“演艺集团”）下属数家子公司，包括云南演艺股份有限公司（以下简称“演艺股份”）、柬埔寨暹粒演艺投资有限责任公司（以下简称“柬埔寨演艺公司”）、云南省杂技团有限公司（以下简称“杂技团公司”）、云南艺术剧院有限公司（以下简称“艺术剧院公司”）等。

驻场演出——《梦幻腾冲》

《梦幻腾冲》是国家 4A 级人文景观的大型音乐舞蹈节目，于 2010 年 2 月正式开演，以游客为主体客源，剧场位于腾冲市高黎贡旅游城内。门票均通过旅行社进行销售，销售后云南文投和旅行社按一定比例进行分成，每日结算。2017 年，《梦幻腾冲》演出 699 场，接待观演人次 44.83 万人，实现演出收入 3,422.28 万元。

表 9：《梦幻腾冲》演出情况

单位：场次、万人、万元			
	2015	2016	2017
演出场次	490	757	699
接待人次	29.02	46.27	44.83
演出收入	1,972.49	3,154.90	3,422.28

资料来源：云南文投提供，中诚信证评整理

驻场演出——《吴哥的微笑》

《吴哥的微笑》是云南文投打造的一台全方位

展示柬埔寨吴哥王朝的大型文化旅游驻场演出，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”。门票主要通过旅行社销售，结算方式根据与旅行社签订的合同约定现或月结。近年来，柬埔寨旅游人数较多，观看演出游客维持在较高水平。2017 年，《吴哥的微笑》演出 416 场，接待观演人次 28.04 万人，实现演出收入 2,498.19 万元。

表 10：《吴哥的微笑》经营情况

	2015	2016	2017
演出场次（场）	413	381	416
接待人次（万人次）	24.44	23.49	28.04
业务收入（万元）	2,179.60	2,338.20	2,498.19

资料来源：云南文投提供，中诚信证评整理

2、杂技演出

杂技演出业务主要由杂技团公司负责，运营及盈利方式主要有三种：其一，提供演出服务获取演出服务收入，即由杂技团公司与购买演出服务的主体（主要为万达集团下属公司、云南政府相关部门等）签订合同，约定由杂技团公司派遣杂技专业演员提供驻场或巡演服务并获取收入。协议价格通常在综合考虑演出时间和演出人员数量的基础上由双方协商确定，演出区域主要是国内市场且偏重于西南地区。其二，获取劳务费收入，即杂技团公司参与大型演艺公司的马戏团巡演（如美国太阳马戏团等），并由巡演主办方支付劳务费。其三，获取自营剧场定点演出收入，主要依托于杂技团公司投资打造的“圆通国际杂技马戏剧场”进行定点演出，取得门票收入及相关衍生产品销售收入，该剧场位于昆明动物园，总投资 2,490 万元，占地约 2,500 平方米，是东南亚第一个国际级特种剧场、昆明市首个永久性杂技马戏主题演艺项目，于 2017 年 5 月正式开演。2017 年，云南文投杂技演出业务收入为 1,578.95 万元，以国内演出收入为主。

表 11：杂技团演出业务收入

	单位：万元		
收入项目	2015	2016	2017
国内演出收入	689.01	527.72	1,505.81
国外演出收入	33.26	25.84	73.14
合计收入	722.27	553.56	1,578.95

资料来源：云南文投提供，中诚信证评整理

3、剧场经营

艺术剧院公司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将自身的剧院出租并获得租金；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，艺术剧院公司没有固定的演艺节目，根据承接活动的要求，临时外聘专业演艺人员进行演出活动。2017 年，云南文投剧场出租和演出业务总收入为 1,105.88 万元，其中房屋场租收入 356.65 万元，设备租赁收入 284.58 万元，演出收入及演出报批 232.10 万元，票款收入 232.55 万元。

表 12：艺术剧院租赁和演出业务收入情况

单位：万元

收入项目	2015	2016	2017
房屋场租收入	359.76	329.92	356.65
设备租赁收入	73.66	102.09	284.58
演出收入及演出报批	250.54	480.95	232.10
票款收入	6.26	77.58	232.55
合计	690.22	990.54	1,105.88

资料来源：云南文投提供，中诚信证评整理

4、旅游业务

云南文投旗下经营的主要景区包括巴拉格宗景区、蓝月山谷景区和黑井古镇。巴拉格宗景区运营情况详见上文原始权益人部分。

蓝月山谷景区

香格里拉市蓝月山谷景区实际运营由创意文投公司的子公司香格里拉市蓝月山谷旅游开发有限公司（以下简称“蓝月山谷公司”）和香格里拉市石卡雪山索道开发管理有限责任公司（以下简称“石卡雪山公司”）共同负责，上述两家公司系“一套班子两个牌子”。

蓝月山谷景区为国家 4A 景区，地处云南省西北部滇、川、藏三省区交界处及怒江、澜沧江、金沙江“三江并流”国家级风景名胜区腹地，景区总占地面积为 64.95 平方公里。从经营情况来看，蓝月山谷景区的旅游项目相对单一，营业收入主要来源于索道票收入，另有少量餐饮、衣服及氧气租赁、祈福用品销售等二次消费收入。2017 年，蓝月山谷景区接待游客约 20.48 万人次，实现收入 2,716 万

元。

黑井古镇

黑井古镇主要由黑井旅游公司负责运营，黑井古镇位于云南省楚雄州境内的龙川江峡谷深处，为国家 AAA 级旅游景区，是云南四大古镇之一。目前，古镇内主要景点包括武家大院、古盐坊、大龙祠、文庙四个，自营项目包括会友堂餐厅、酒店、旅游商铺等。2017 年，黑井古镇景区接待游客约 1.71 万人次，实现收入 149 万元。

5、影视业务

云南文投影视业务的运营主体主要系下属子公司云文（北京）影业投资有限责任公司（以下简称“云文影业”），目前主要从事电视剧制作、影视项目策划、投资制作、演艺经纪等业务。2017 年，云南文投影视投资业务实现收入 188.04 万元。

业务模式方面，云文影业主要采取两种方式。其一，自主投资制作，即通过银行贷款、影视基金、政府资金支持等方式募集资金，然后进行创作剧本、组建主创团队、投资、制作、宣传发行、播出等，最后通过广告植入、版权转让和政府补助等方式回收投资、获取收益。此模式下的影视剧代表作为《锻刀》。

其二，与其他影业公司联合投资制作。云文影业作为出资方之一参与其他影视公司拍摄的电影电视剧投资，其本身不参与影视制作过程。在该模式下，云文影业通过获取固定收益率或保本收益加提成的方式回收投资，平均年收益一般在 10%~15% 之间。此模式下的影视剧包括《姐妹姐妹》、《突击再突击》、《南北兄弟》等。

6、贸易业务

云南文投贸易业务主要由云南文产国际投资开发有限公司（以下简称“文产国际”）负责运营，现阶段主要为云南云天化农资连锁有限公司（以下简称“云天化农资”）供应锡矿、铜矿、铅锌矿等，业务规模快速扩张。除此外，云南文投还涉及少量的磷矿石贸易、咖啡豆贸易等。

业务模式方面，云南文投的锡铜矿贸易多以以销订购的模式为主，即根据云天化农资的需求进行采购，在与供应商签订采购合同的同时会与云天化

农资签订背靠背的销售合同，采用点价模式确定销售价格。此外，云南文投也会根据业务团队的经验以及对市场的判断进行少量的备货。采购方面，云南文投的锡矿主要系从国内采购，而铜矿则以进口为主。

从实际的贸易情况来看，2017 年云南文投的贸易收入为 48.74 亿元，其中铜矿和锡矿为主要的贸易品种，收入分别为 24.48 亿元和 21.11 亿元。

表 13：贸易业务收入结构情况

单位：亿元

产品种类	2015	2016	2017
锡矿	3.12	17.55	21.11
铜矿	0.07	5.02	24.48
锌矿	0.00	2.02	1.03
其他	0.00	10.36	2.12
合计	3.19	34.96	48.74

资料来源：云南文投提供，中诚信证评整理

财务状况

以下财务分析基于经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）云南分所审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告，其中 2016 年财务数据系 2017 年年初数；2018 年一季度数据来源于云南文投提供的未经审计的 2018 年一季度财务报表。

随着业务的发展以及项目投资规模的扩大，云南文投资产规模明显上升，2017 年末，云南文投总资产为 77.97 亿元，同比增长 22.06%。长期借款的减少使得云南文投负债规模有所下降，2017 年末为 41.94 亿元，同比下降 12.64%。从所有者权益来看，凭借股东增资和自身利润的积累，云南文投 2017 年末所有者权益为 36.03 亿元，同比增长 127.06%。截至 2018 年 3 月末，云南文投总资产为 79.33 亿元，所有者权益为 35.77 亿元，负债总额为 43.56 亿元。

从负债水平看，2017 年末云南文投资产负债率为 53.79%，较 2016 年末下降了 21.37 个百分点，负债水平相对适中。从债务结构来看，2017 年末云南文投债务规模为 25.23 亿元，同比下降 21.17%；长短期债务比为 0.73 倍，短期债务的比例有所上升，但整体仍以长期债务为主，符合云南文投的业务发展特点。

盈利能力方面，主要得益于商品贸易业务规模

的扩大，云南文投营业收入明显上升，2017年云南文投营业收入为52.12亿元，同比增长35.79%；其中，商品贸易收入为48.74亿元，同比增长39.45%。2017年，受商品贸易业务盈利水平有所上升的影响，云南文投毛利率为7.04%，同比增加1.42个百分点。同期，云南文投取得净利润1.04亿元，同比增长1,387.90%。2018年一季度，云南文投实现营业收入1.84亿元，净亏损0.21亿元。总体来看，由于旗下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。

偿债能力方面，2017年云南文投总债务/EBITDA为8.11倍；EBITDA利息倍数为1.65倍，EBITDA对债务本息的保障程度较好。

银行授信方面，截至2018年3月末，云南文投银行授信总额为12.50亿元，未使用授信余额为10.50亿元，备用流动性较弱。

对外担保方面，截至2017年末，云南文投担保金额为14.82亿元，均为对内担保，或有风险相对可控。

综合来看，尽管云南文投盈利能力较为有限，但受益于华侨城以及云南省政府的支持，云南文投资产规模迅速增长，业务规模明显扩大，负债水平有所下降，对本专项计划优先级资产支持证券本息兑付具有很强的保障。

计划管理人和托管人

跟踪期内，计划管理人华林证券、托管人招商银行昆明分行经营稳定，财务状况良好，履约情况很好，其管理和托管能力仍能够满足专项计划的要求。

评级结论

基于截至跟踪计算日的基础资产数据、信息以及对担保人云南文投的信用分析基础上，通过分析计划存续期内专项计划现金流归集情况，同时考虑交易机构的安排，我们分析得出，优先级资产支持证券的信用状况未发生足以影响信用等级的变化。

综上，中诚信证评维持“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 16 巴拉 A1~A4 的信用等级为 AA^{+}_{sf} 级。

附：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
AAA_{sf}	资产支持证券持有人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极高，且基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA_{sf}	资产支持证券持有人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，且不易受不利经济环境的影响，违约风险很低
A_{sf}	资产支持证券持有人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较高，虽易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB_{sf}	资产支持证券持有人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一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，违约风险一般
BB_{sf}	资产支持证券持有人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较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，违约风险较高
B_{sf}	资产支持证券持有人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，违约风险很高
CCC_{sf}	资产支持证券持有人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非常依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，违约风险极高
CC_{sf}	
C_{sf}	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_{sf} 级和 CCC_{sf} 级以下（含 CCC_{sf} 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。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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