



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪793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⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月二十九日

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（2017）

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	1.40	6.00%	AA ⁺	AA ⁺
16 巴拉 A2	2.00	6.50%	AA ⁺	AA ⁺
16 巴拉 A3	2.40	7.00%	AA ⁺	AA ⁺
16 巴拉 A4	2.20	7.35%	AA ⁺	AA ⁺
16 巴拉 C1	0.40	-	-	-
上次评级日	2016 年 4 月 25 日			
设立日	2016 年 4 月 29 日			
预期到期日	16 巴拉 A1-2019 年 4 月 30 日			
	16 巴拉 A1-2020 年 4 月 30 日			
	16 巴拉 A1-2021 年 4 月 30 日			
	16 巴拉 A1-2022 年 4 月 30 日			
	16 巴拉 C1-2022 年 4 月 30 日			

跟踪期：

2016 年 4 月 25 日--2017 年 4 月 30 日

跟踪计算日：

2017 年 4 月 30 日

分析师

朱 辉 hzhu@ccxr.com.cn

林海伊 hylin@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 29 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”）项下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 2017 年 4 月 30 日及之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的变化，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的信用等级为 AA⁺ 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，截至跟踪计算日 2017 年 4 月 30 日，本专项计划下资金归集账户累计归集入园凭证销售收入 7,502.89 万元，累计转入专项计划账户的款项共计 7,502.89 万元，占同期预测现金流总额的 100.60%。
- 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（以下简称“巴拉格宗公司”）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（以下简称“云南文投”）在跟踪期内业务规模稳步增长，具有很强的综合实力，2017 年华侨城（云南）投资有限公司以 11.66 亿元战略入股，将为云南文投的未来发展形成较大的助力。云南文投为巴拉格宗公司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信用支持。

付提供一定的信用支持。

- 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

- 截至 2016 年末，本专项计划的担保人云南文投的资产负债率为 75.13%，负债水平相对偏高。我们将持续关注云南文投负债水平上升对其履行担保义务的影响。

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：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	2019 年 4 月 30 日	14,000
16 巴拉 A2	2020 年 4 月 30 日	20,000
16 巴拉 A3	2021 年 4 月 30 日	24,000
16 巴拉 A4	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

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，剩余资金在补足保证金账户资金后可向次级资产支持证券投资者优先分配。

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《收益分配报告》，本专项计划优先级资产支持证券均已于 2017 年 5 月 2 日进行了第一次收益分配，利息兑付合计 5,481.68 万元，本金偿还比例则均为 0%。

表 3：专项计划兑付情况

专项计划资产支持证券	发行规模（万元）	收益兑付（万元）	剩余本金（万元）
16 巴拉 A1	14,000	846.90	14,000
16 巴拉 A2	20,000	1,310.68	20,000
16 巴拉 A3	24,000	1,693.81	24,000
16 巴拉 A4	22,000	1,630.29	22,000
合计	80,000	5,481.68	80,000

资料来源：中诚信证评整理

截至 2017 年 5 月 30 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。

本专项计划基础资产现金流来自于巴拉格宗

公司在特定期限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，2016年巴拉格宗景区游客量约36.18万人次，同比增长64.45%，比同期预测游客量增加了1.31万人次；2017年1~4月，景区游客量约9.96万人次，同比增长34.16%，比同期预测游客量减少了1.90万人次。整体来看，巴拉格宗景区游客量明显上升。

表4：巴拉格宗景区散客和团队实际游客量

单位：人次

	2016年		2017年	
	散客	团队	散客	团队
1月	5,961	9,337	7,501	12,558
2月	7,602	9,814	9,158	15,443
3月	9,019	10,247	11,733	12,012
4月	9,750	12,536	13,027	18,206
5月	27,820	33,534	-	-
6月	35,396	42,284	-	-
7月	17,740	22,421	-	-
8月	16,131	19,172	-	-
9月	11,532	13,672	-	-
10月	9,650	8,799	-	-
11月	6,812	7,843	-	-
12月	7,055	7,696	-	-
合计	164,468	197,355	41,419	58,219

资料来源：巴拉格宗提供，中诚信证评整理

基础资产在专项计划成立至2017年4月30日产生的现金流入金额如表5所示。

表5：基础资产预测现金流入与实际现金流入

单位：万元

期间	预测现金流	实际现金流
2016年5月	184.54	185.00
2016年6月	375.52	375.00
2016年7月	1,884.75	1,550.00
2016年8月	289.38	289.38
2016年9月	347.38	300.00
2016年10月	1,532.37	1,250.00
2016年11月	230.93	185.00
2016年12月	151.60	125.00
2017年1月	896.63	720.00
2017年2月	158.39	158.00
2017年3月	193.68	193.68
2017年4月	1,212.86	2,171.83
合计	7,458.03	7,502.89

资料来源：华林证券提供，中诚信证评整理

2016年5月1日至2017年4月30日专项计划账户内累计归集的基础资产现金流总额为7,502.89万元，占同期预测现金流总额的100.60%，其中景点游览门票费3,361.85万元，观光车使用费2,110.80万元，漂流设施使用费2,030.24万元。

现金流跟踪及信用分析

跟踪期内，基础资产实际产生现金流共计7,502.89万元，支付了各项费用61.21万元，兑付专项计划优先级资产支持证券本息共计5,481.68万元；跟踪期内，基础资产现金流流入在扣除专项计划税费后对优先级本息的覆盖倍数为1.36倍。

基于跟踪期内基础资产现金流表现稳定且略高于预测值，据此，中诚信证评认为基础资产未来的现金流入达到预测值的可能性很高，基础资产未来的现金流入仍能够对专项计划项下应付的各项税费及优先级资产支持证券本金和预期收益形成充分保障。

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，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 2017 年 3 月末，巴拉格宗公司注册资本及股东均未发生变化。

巴拉格宗公司目前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 2016 年末，巴拉格宗公司资产总额为 14.95 亿元，负债总额 11.25 亿元，所有者权益合计 3.70 亿元；2016 年全年巴拉格宗公司实现营业收入 6,632.50 万元，取得净利润 12.33 万元。截至 2017 年 3 月末，巴拉格宗公司资产总额为 14.79 亿元，负债总额 11.05 亿元，所有者权益合计 3.74 亿元；2017 年一季度，巴拉格宗公司实现营业收入 1,162.03 万元，取得净利润 422.12 万元。

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”。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。

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销售上来，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。新媒体平台建设方面，《藏地香格里拉旅者驿站》已正式启动，借助微信平台，提供门票、旅行套餐等在线预订。销售渠道建设方面，巴拉格宗公司已与拥有香格里拉最大旅行社的迪庆卡瓦格博集团达成战略合作关系。此外，巴拉格宗公司也与昆明中北国旅、西部印象等旅行社取得了合作。客群分布方面，巴拉格宗景区现阶段客源主要来自广州、深圳和上海等地。2016 年巴拉格宗景区游客规模为 36.18 万人次，同比增加 64.45%。从客源结构来看，巴拉格宗景区 2016 年接待的团队游客人数和散客人数占比分别为 54.54% 和 45.46%。

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。2016 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 3,657.56 万元和 1,511.08 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，2016 年藏式生态大酒店全面完工并于当年 5 月投入运营，该酒店共包含 277 间标准间客房，较大地提高了景区的住宿接待能力。截至 2017 年 3 月末，巴拉格宗景区的住宿接待能力为 700 人。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 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。2016 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 333.40 万元、475.70 万元和 412.43 万元。

未来发展方面，从巴拉格宗景区自身来看，一方面，其通过不断完善基础设施建设，扩大旅游项目，如天然佛塔预计 2017 年第四季度向游客开放，崖畔温泉休闲度假区建设项目也将继续跟进；另一方面，通过增加配套设施，扩大消费渠道，如巴拉村及达拥 11 栋仿古酒店已进入装修阶段，预计 2017 年投入运营，届时将提高高端消费群体的接待条件。同时，2017 年巴拉格宗公司将启动水庄酒店 B 栋低端酒店建设工程，并在水庄酒店和巴拉村酒店启动两个大型会议室的建设工程。此外，巴拉格宗公司计划采购 20 辆大巴车并投入运营，以缓解景区营运车辆不足的问题。从外部配套交通设施来看，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线完成；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,截至 2016 年末,其资产总额为 14.95 亿元,同比增长 75.46%;同期,其负债总额为 11.25 亿元,同比增长 133.27%。所有者权益方面,巴拉格宗公司自有资本实力保持稳定,2016 年末其所有者权益合计为 3.70 亿元,同比增长 0.03%。2017 年 3 月末,巴拉格宗公司资产总额为 14.79 亿元,负债总额 11.05 亿元,所有者权益合计 3.74 亿元。

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,2016 年末为 75.26%,同比增加了 19 个百分点;同期总资本化比率为 77.84%,同比增加了 30 个百分点。2017 年 3 月末,巴拉格宗公司资产负债率为 74.72%,整体负债水平偏高。

从债务期限结构来看,2016 年末,巴拉格宗公司总债务为 8.85 亿元,同比增长 160.16%,2016 年末长短期债务比(短期债务/长期债务)为 0.12 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,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,2016 年,其实现营业收入 0.66 亿元,同比增长 10%,同期,巴拉格宗公司营业毛利率为 13.75%,同比降低了 51 个百分点,主要由于生态酒店投入运营、员工宿舍拆除维修成本确认、固定资产增加等原因导致营业成本大幅上升。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,财务费用明显下降,主要是由于 2016 年从云南文投借入的流动资金有所减少。2016 年巴拉格宗公司期间费用发生额为 657.00 万元。2016 年巴拉格宗公司实现利润总额 12.33 万元,取得净利润 12.33 万元,下降较为明显。2017 年一季度,巴拉格宗公司实现营业收入 1,162.03 万元,取得净利润 422.12 万元。

偿债能力方面,2016 年,巴拉格宗公司实现 EBITDA 1,330.87 万元,同比下降 69.22%;2016 年末,总债务/EBITDA 为 66.46 倍,EBITDA 利息倍数为 0.15 倍,EBITDA 对利息的保障程度有所下降。

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有望增强。

担保人

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,随后云南省人民政府又多次通过财政拨款等形式增加云南文投资本金。2017 年 4 月,华侨城(云南)投资有限公司(以下简称“华侨城”)入资 11.66 亿元,从而成为云南文投的控股股东。截至 2017 年 4 月 30 日,云南文投注册资本为 22.86 亿元,由华侨城和云南省人民政府分别持股 51%和 49%。

云南文投作为云南文化事业建设和文化产业发展最主要融资平台和投资主体,主要从事文艺创作与表演、文化项目投资、文化产业园区开发建设及管理、文化地产开发、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、文化艺术品研究开发、组织文化会展及艺术交流活动、文化艺术经纪代理、筹建文化产业职业学院、货物及技术进出口等业务。截至 2016 年 12 月 31 日,云南文投总资产为 63.87 亿元,所有者权益为 15.88 亿元,负债总额为 47.99 亿元;2016 年,云南文投实现营业总收入 38.39 亿元,取得净利润 0.07 亿元。截至 2017 年 3 月 31 日,云南文投总资产为 70.95 亿元,所有者权益为 15.79 亿元,负债总额为 55.16 亿元。2017 年一季度,云南文投实现营业总收入 11.26 亿元,取得净利润 0.05 亿元。

业务运营

2016 年云南文投实现营业总收入 38.39 亿元,

同比增长 518.25%，其中商品贸易、演出和景区门票经营业务分别取得收入 34.96 亿元、0.77 亿元和 0.31 亿元。

表 6：2016 年云南文投收入结构

单位：万元

项目	收入	占比
商品贸易	349,556.41	91.06%
演出收入	7,724.27	2.01%
景区门票经营	3,104.19	0.81%
影视投资	2,780.78	0.73%
租赁业务	1,705.97	0.44%
事业单位拨款	1,436.08	0.37%
景区消费经营	860.8	0.23%
舞美收入	849.08	0.22%
餐饮住宿	804.05	0.21%
项目经营	390.43	0.10%
培训服务	82.41	0.02%
咨询服务	65.37	0.02%
服务费	1.94	0.00%
展览展示	0	0.00%
其他	14,498.04	3.78%
总计	383,859.82	100.00%

资料来源：云南文投提供，中诚信证评整理

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水庄酒店 B 栋低端酒店建设工程、崖畔温泉休闲度假区、巴拉村及泽噶塘古村落修复改造项目等。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。因游客规模持续增加，蓝月山谷景区计划于 2017 年增建一条索道。

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。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。自 2016 年起，云文影业的运营模式由主要以与其他影业公司联合投资制作为主逐渐转向主要以自主投资制作为主，代表作《断刀》在央视热播。

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。圆通国际杂技马戏剧场已于 2017 年 5 月 1 日正式开业。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（仅限于云南省境内）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》系国家 4A 级人文景观的大型音乐舞蹈节目。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》，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”。

在建项目方面，截至 2016 年末，云南文投共有 5 个在建旅游文化项目，总投资额为 26.31 亿元，已投资 17.25 亿元。云南文投与华侨城战略重组后，未来将有石林幻多奇、勐阿边贸特色小镇、腾冲文

化综合体等大量项目投入建设，存在较大的资金需求。

表 7：截至 2016 年末云南文投在建项目情况

项目名称	单位：亿元	
	总投资	已投资
巴拉格宗景区提升改造	13.80	8.74
蓝月山谷景区提升改造	2.90	0.13
文化艺术中心项目	7.70	7.30
云南文苑文学院（培训中心）	1.66	0.88
圆通国际杂技马戏剧场	0.25	0.20

资料来源：云南文投提供、中诚信证评整理

商品贸易业务方面，云南文投的主要贸易品种系锡矿和铜矿。锡矿贸易方面，2016 年锡矿、锡矿砂和锡精矿分别实现销售收入 11.75 亿元、2.13 亿元和 3.08 亿元。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。2016 年锡矿、锡矿砂和锡精矿的平均采购价格分别为 8.02 万元/金属吨、1.89 万元/吨和 8.20 万元/金属吨。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，云南文投在接受订单时会收取一定的定金，货款结算时一般给予其 1 个月左右的账期。铜矿贸易方面，2016 年铜精矿含铜采购量为 1.67 万金属吨，平均采购价格为 2.86 万元/金属吨，销售量为 1.65 万金属吨，实现销售收入 4.92 亿元。云南文投与嘉能可集团签订长期供货协议，向其进口铜矿，再出售给国内各企业，以云铜集团为主。

表 8：2016 年云南文投贸易情况

贸易品种	采购量	销售量
锡矿（金属吨）	14,544.93	14,126.77
锡矿砂（吨）	11,165.98	7,268.06
锡精矿（金属吨）	4,564.90	3,900.17
铜精矿含铜（金属吨）	16,676.32	16,495.82

资料来源：云南文投提供、中诚信证评整理

财务状况

随着项目投资规模的扩大，云南文投资产规模明显上升，2016 年末，云南文投总资产为 63.87 亿元，同比增长 43.18%。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，其负债规模显著上升，2016 年末为 47.99 亿元，同比增长 60.31%。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 2016 年末所有者权益为 15.88 亿元，同比增长 8.25%。截至 2017 年 3 月 31 日，云南文投总资产为 70.95 亿元，所有者权益为 15.79 亿元，负债总额为 55.16 亿元。

从负债水平看，2016 年末云南文投资产负债率为 75.13%，相比 2015 年末增加了 8.02 个百分点，负债水平偏高。从债务结构来看，云南文投在建及拟建项目的融资需求较大，使其债务规模随之上升，2016 年末云南文投债务规模为 32.01 亿元，同比增长 91.68%；同期，随着云南文投逐渐调整债务期限结构，其长短期债务比为 0.32 倍，同比下降 0.28 倍，短期偿债压力有所降低。

盈利能力方面，随着云南文投旗下企业逐渐投入运营以及贸易业务规模的扩大，其营业收入明显上升，2016 年云南文投主营业务收入为 38.39 亿元，同比增长 518.25%。鉴于云南文投为云南省文化事业建设和文化产业发展的主要投融资主体，政府在资产注入和财政补贴两方面给予其较大支持，2016 年云南文投获得补贴收入 0.41 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 0.25 亿元，同比增长 90.13%，取得净利润 0.07 亿元，同比下降 38.40%，主要由递延所得税调整使得当年所得税费用相对较高所致。2017 年一季度，云南文投实现营业总收入 11.26 亿元，取得净利润 0.05 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，2016 年云南文投总债务/EBITDA 为 20.34 倍，同比上升 2.47 倍；EBITDA 利息倍数为 0.77 倍，同比下降 0.25 倍，EBITDA 对债务的保障程度有所下降，主要系云南文投总债务增长较快。

此外，截至 2016 年 12 月 31 日，云南文投担保余额为 26.50 亿元，其中对外担保余额为 6.49 亿元，或有风险相对可控。

综合来看，云南文投目前负债水平偏高，综合盈利能力较为有限，或面临一定的偿债压力，但受

益于云南省政府和华侨城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，其整体偿债风险可控。

计划管理人和托管人

跟踪期内，计划管理人华林证券、托管人招商银行股份有限公司经营稳定，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

中诚信证评在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每月专项计划现金流归集情况，计算出专项计划现金流流入额占同期预测现金流的比例。根据我们的分析结果，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的信用等级为 **AA⁺**级。

附：信用等级的符号及定义

优先级资产支持证券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	
C	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。