

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一八年八月七日



信用等级公告

联合[2018] 225 号

联合资信评估有限公司通过对“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AA^{+}_{sf} 。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年八月七日



扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期 资产支持票据信用评级报告

评级结果

资产支持票据名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用 级别
优先级资产支持票据	209000.00	95.00	AA ⁺ _{sf}
次级资产支持票据	11000.00	5.00	NR
合 计	220000.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

初始起算日：2018 年 1 月 1 日
 法定到期日：【2035】年【8】月【27】日
 交易类型：静态现金流型资产支持票据
 载体形式：特殊目的信托
 基础资产：委托人享有的特定期限的门票收益权，其中门票收益权系指根据蜀冈-瘦西湖管委会出具的《关于委托扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司经营瘦西湖公园的通知》（[2009]2 号）、《关于将瘦西湖风景区经营收入成本划归扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司的通知》（[2009]6 号）及《关于同意扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司注册发行资产支持票据的批复》（扬景管[2017]135 号）等政府主管部门相关文件确定的，瘦西湖旅发享有的收取从瘦西湖公园管理处划付至瘦西湖旅发的门票收入的权利。
 信用提升机制：优先/次级结构、差额支付、超额覆盖、触发机制
 发起机构/委托人/资产服务机构/差额支付人/回售和赎回承诺人：扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司
 受托人：长安国际信托股份有限公司
 主承销商：中信银行股份有限公司
 联席主承销商：中国民生银行股份有限公司
 保管银行/监管银行：中信银行股份有限公司南京分行

评级时间：

2018 年 8 月 7 日

分析师

王 欢 孟焱圻 李开颜

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并在对资产池进行信用分析、交易结构分析及现金流分析的基础上，考虑了差额支付人扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司的偿付能力和偿付意愿，确定“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”的评级结果为：优先级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}；次级资产支持票据未予评级。

上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

优势

1. 本交易设置了优先/次级结构作为信用提升机制，优先级资产支持票据优先于次级资产支持票据获得本息偿付。
2. 本交易设置了差额支付安排，当信托账户内可供分配的资金不足以按照交易文件的约定支付至应付的优先级资产支持票据本金时，扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“瘦西湖旅发”）作为差额支付人承诺对差额部分承担补足义务。联合资信给予瘦西湖旅发的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，其作为差额支付人能够为优先级资产支持票据提供很强的流动性支持及信用支持。
3. 根据现金流评估机构的预测结果，本交易存续期间内基础资产现金流入对票据本息均能够全额覆盖，最小覆盖倍数为 1.36 倍，为优先级资产支持票据本息偿付提供了一

定的信用支持。

4. 扬州市旅游业在“十二五”期间已成为扬州市经济发展的支柱产业,随着“十三五”期间扬州市委市政府对旅游产业发展的持续推进,扬州市旅游产业规模有望进一步扩张,对当地 GDP 贡献进一步增高。同时,扬州瘦西湖景区是扬州市唯一的国家级别 5A 级景区,品牌及区位优势显著。

关注及缓释

1. 扬州瘦西湖景区的运营状况、参观人数及政府对门票价格的调控等因素均将影响本交易资产池现金流入的大小,进而对优先级资产支持票据的偿付产生不利影响。

风险缓释:联合资信根据现金流评估机构提供的报告结果测算,资产支持票据第一次回售/赎回之前,本交易各期可分配资金对优先级资产支持票据本息的最低覆盖倍数为 1.36 倍,覆盖程度较好。

2. 作为自然景观旅游业,扬州瘦西湖景区门票收入具有明显的季节性波动特点,并易受到自然环境变化、地区交通发展、人均消费水平等因素影响,上述因素可能会使本交易现金流入产生较大波动,进而可能对优先级支持票据的及时足额偿付产生不利影响。

风险缓释:本交易对优先级资产支持票据本息兑付安排的设置充分考虑了基础资产现金流入的特点,此外,本交易设置了差额支付机制,瘦西湖旅发作为差额支付人对优先级资产支持票据本息的及时足额偿付提供连带责任差额补足义务,上述安排能够较好地缓释上述风险。

3. 本交易基础资产尚处于质押状态,质押财产存在物权风险。

风险缓释:瘦西湖旅发及扬州市瘦西湖风景区管理处(以下简称“瘦西湖公园管理处”)在其共同出具的《关于解除扬州市瘦西湖景区门票收费权现有质押的承诺函》

中承诺在约定期限内解除瘦西湖景区门票收费权质押;此外,本交易的交易文件约定,委托人如未能按照其出具的该承诺函的承诺解除基础资产的质押现状,则触发违约事件,资产支持票据持有人会议可决议是否提前终止信托。

4. 定量分析时采用的情景模拟方法和相关假设可能存在一定的模型风险。

风险缓释:联合资信通过提高发行利率、降低预期现金流入等手段,反复测试不同情景下资产池现金流对优先级资产支持票据本息的保障水平,尽量降低模型风险。

5. 本交易优先级资产支持票据的信用等级对差额支付人的主体长期信用级别依赖程度很高。

风险缓释:联合资信将对瘦西湖旅发的偿债能力及偿债意愿持续关注。

声 明

一、本报告引用的资料主要由发起机构扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司和发行人长安国际信托股份有限公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司/长安国际信托股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司/长安国际信托股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司/长安国际信托股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本期资产支持票据信用评级结果的有效期为“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构瘦西湖旅发按照国内现行的有关法律及规章，将其享有的特定期间的门票收益权，即根据蜀冈-瘦西湖管委会出具的《关于委托扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司经营瘦西湖公园的通知》（[2009]2号）、《关于将瘦西湖风景区经营收入成本划归扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司的通知》（[2009]6号）及《关于同意扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司注册发行资产支持票据的批复》（扬景管[2017]135号）等政府主管部门相关文件确定的，瘦西湖旅发享有的收取从瘦西湖公园管理处划付至瘦西湖旅发的门票收入的权利。作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过长安国际信托股份有限公司（以下简称“长安信托”）设立“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据信

托”。长安信托以受托的信托资产为支持在全国银行间债券市场发行优先级资产支持票据，瘦西湖旅发自持全部次级资产支持票据。投资者通过购买并持有该等资产支持票据取得本信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托人/资产服务机构/差额支付人：扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司
受托人：长安国际信托股份有限公司
主承销商/簿记管理人：中信银行股份有限公司
联席主承销商：中国民生银行股份有限公司
保管银行/监管银行：中信银行股份有限公司南京分行
登记托管机构：银行间市场清算所股份有限公司
法律顾问：北京市竞天公诚律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
现金流评估机构：北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）

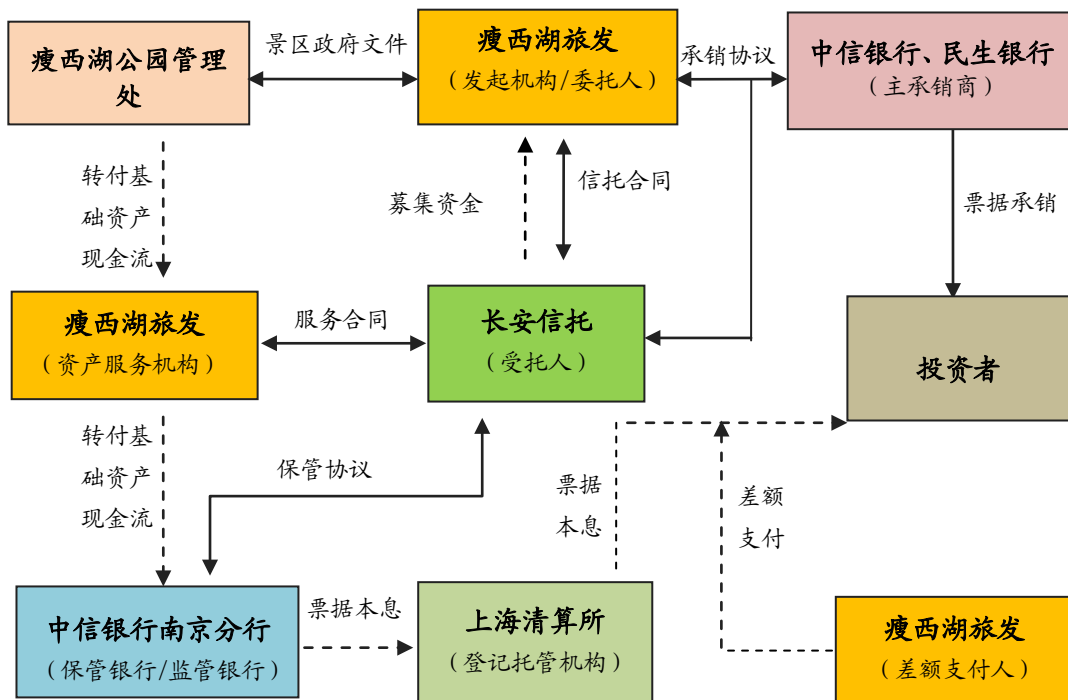


图 1 交易安排

2. 资产支持票据

本交易计划发行优先级资产支持票据和次级资产支持票据（以下简称“票据”），优先级票据享有优先级信托受益权，次级票据享有次级信托受益权。本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档票据为优先受偿的分档票据提供信用损失保护。优先级票据按年偿付利息，并同时依据本金偿付安排偿付本金，本金偿付计划详见表2。在各兑付日优先级票据应付本息偿付完毕后，剩余资金作为次级票据收益。

表2 预期本金还款计划 单位：万元

兑付日	优先级票据计划还本金额
第1年	1760.00
第2年	3520.00
第3年	4400.00
第4年	5280.00
第5年	7040.00
第6年	8800.00
第7年	10560.00
第8年	12320.00
第9年	14520.00
第10年	16720.00
第11年	18920.00
第12年	21560.00
第13年	24640.00
第14年	27720.00

表3 资产支持票据概况 单位：万元/%

票据名称	信用等级	利息支付方式	本金偿付方式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先级票据	AA ⁺ _{sf}	按年	固定摊还	209000.00	95.00	固定利率	【2033】年【8】月【27】日	【2035】年【8】月【27】日
次级票据	NR	—	—	11000.00	5.00	—	【2033】年【8】月【27】日	【2035】年【8】月【27】日

二、基础资产分析

本交易的基础资产为委托人瘦西湖旅发享有的特定期限的门票收益权，该等门票收

第15年	31240.00
------	----------

优先级票据采用簿记建档方式发行，票面利率根据簿记建档结果确定。次级票据不设票面利率，仅在各兑付日优先级票据应付本息偿付完毕后获得剩余资金作为次级票据收益。本次发行的募集资金用途为：其中2亿元用于蜀冈-瘦西湖风景名胜区的运营维护及开发建设，20亿元用于偿还瘦西湖旅发因蜀冈-瘦西湖风景区运营维护及开发建设形成的有息债务。

根据交易文件的约定，本交易设置了委托人对票面利率的调整安排和资产支持票据的赎回及回售安排。具体而言，在未发生“违约事件”的情形下，自信托生效日起的第3、6、9、12年，委托人有权对优先级票据的票面利率进行调整，其中票面利率调整公告日为自信托生效日起第3、6、9、12年的兑付日（以下简称“T日”）前3个月的对应日（如非工作日顺延至下一工作日）；在未发生“违约事件”的情形下，自信托生效日起的第3、6、9、12年的T-45日(含)至T-30日(含)为回售登记期，期间优先级票据持有人可根据相关约定选择申报将所持有的优先级票据全部或部分回售给瘦西湖旅发；在未发生“违约事件”的情形下，自信托生效日起的第3、6、9、12年的回售登记期结束后，瘦西湖旅发可根据相关约定，选择是否赎回全部优先级票据。资产支持票据情况如表3。

益权具体为根据蜀冈-瘦西湖管委会出具的《关于委托扬州瘦西湖旅游发展有限责任公

司经营瘦西湖公园的通知》([2009]2号)、《关于将瘦西湖风景区经营收入成本划归扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司的通知》([2009]6号)及《关于同意扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司注册发行资产支持票据的批复》(扬景管[2017]135号)等政府主管部门相关文件确定的,瘦西湖旅发享有的收取从瘦西湖公园管理处划付至瘦西湖旅发的门票收入的权利。

1. 扬州市经济及财政实力

瘦西湖旅发是扬州市瘦西湖景区建设运作的市场化主体,其业务经营直接受扬州市经济发展和城市建设的影响,并与城市规划密切相关。

扬州市是长江三角洲辐射苏北、鲁南、皖东地区的重要节点城市,近年来经济发展迅速。根据《2017年扬州市国民经济和社会发展统计公报》,2017年,全市实现地区生产总值5064.92亿元,可比价增长8.0%,三次产业结构优化调整。

2016年扬州市市级一般公共预算收入345.30亿元,同比增长2.5%,其中,税收收入267.16亿元,下降2.7%。2016年,扬州市本级一般公共预算收入240.49亿元,同比增长2.96%,其中税收收入177.91亿元,同比下降5.39%,税收收入占一般公共预算收入比重为73.98%;扬州市本级转移支付和税收返还收入82.21亿元,同比下降17.87%;受土地市场行情影响政府对土地出让的速度放缓,扬州市本级2016年国有土地使用权出让收入72.99亿元,同比下降12.61%;受转移支付和税收返还收入及国有土地使用权出让收入下滑的影响,扬州市本级地方综合财力40.82亿元,同比下降3.45%。2017年扬州市一般公共预算收入320.18亿元,同比下降7.3%,其中,税收收入241.44亿元,下降9.6%。一般公共预算支出500.59亿元,同比增长3.4%。

总体来看,扬州市具有较好的区位优势,近年来经济增长较快,产业结构不断优化,

整体经济实力及财政实力较强。

2. 扬州市旅游业概况

“十二五期间”,扬州市委市政府将旅游业定位为扬州永久性基本产业,不断扩大旅游产业规模,逐步将扬州打造为观光旅游与休闲度假旅游并重的知名旅游城市。

根据扬州市统计局对外公布数据显示,2017年,扬州市全市旅游总收入796.72亿元,增长15.2%,全市旅游总收入占全市GDP15.73%,同比增加0.19个百分点;接待国内外游客6207.38万人次,同比增长11.9%;实现旅游外汇收入7505.62万美元,同比增长19.5%;过夜游客同比增长17.6%。主要封闭景区接待游客1042.54万人次,同比增长14.6%。

根据扬州市政府制定的《扬州旅游业发展总体规划2009~2030》,未来扬州市旅游发展将以蜀冈—瘦西湖风景名胜区为核心,打造“一城一轴四片”的总体布局。

总体来看,扬州市旅游业在“十二五”期间已成为扬州市经济发展的支柱产业,随着“十三五”期间扬州市委市政府对旅游产业发展的持续推进,扬州市旅游产业规模有望进一步扩张,对当地GDP贡献进一步增高,成为扬州市经济发展的重要组成部分。

3. 扬州瘦西湖景区门票收入分析

(1) 瘦西湖公园概况

瘦西湖公园是我国著名的湖上园林,也是扬州市唯一一个国家5A级旅游景区,1988年被国务院列为“具有重要历史文化遗产和扬州园林特色的国家重点名胜区”。瘦西湖公园位于江苏省扬州市北郊蜀冈-瘦西湖名胜区,占地面积1.68平方公里,现有游览区面积100公顷左右,周边道路通达,酒店、餐饮等配套设施完善。

目前瘦西湖公园门票由公司实行自主定价,报扬州市物价局核准,景区的资产权属均归景区管委会所有。根据扬州市蜀冈-瘦西

湖风景名胜区管理委员会于2009年9月下发的《关于将瘦西湖风景区经营收入成本划归扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司的通知》，为加快瘦西湖风景区景观建设，做大做强旅游产业，从2009年起将瘦西湖风景区经营收入划归瘦西湖旅发，相应支出同时也由瘦西湖旅发承担。

近年来，随着持续投入建设，瘦西湖景区规模不断扩大。为弥补景区建设的前期投入，根据扬州市物价局《关于调整瘦西湖景区门票价格的通知》（扬价服【2012】99号），自2012年10月10日起，瘦西湖公园门票从原来的60-90元/人调至120-150元/人（旺季一般为3月至5月、9月至11月，其余为淡季）。根据最新政策（中共扬州市委文件，扬发[2018]3号），自2018年3月28日，瘦西湖公园门票调整为3、4、5、9、10、11月100元/人，2、6、7、8月60元/人，1、12月30元/人；联票价格为3、4、5、9、10、11月200元/人，其他月份150元/人。

（2）历史门票收入情况

2014年以来，瘦西湖公园游览人数及门票收入均有明显提升，2015年及2016年景区参观人数及门票收入均保持约10%的增长率，预计未来几年内瘦西湖公园门票收入将保持上升态势。近三年瘦西湖公园游客接待情况及门票收入见表4。

表4 近三年瘦西湖公园人流量和门票收入情况
单位：万人次/万元

类别	2014年	2015年	2016年	2017年1-4月
人流量	旺季	116.00	127.41	145.06
	淡季	51.72	57.99	59.02
	合计	167.72	185.40	204.08
门票收入	旺季	12475.36	13676.89	15537.81
	淡季	4655.40	5220.96	5301.92
	合计	17130.76	18897.85	20839.73

注：门票收入统计不含年卡、联票

（3）未来门票收入预测

本交易的现金流评估机构北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）（以下简称“北方亚事”）出具的《扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司2018年度第一期资产支持票据项目收益预测报告》（以下简称“收益预测报告”）中对基础资产预计门票收入进行了预测，预测过程中的门票售价来自扬州市物价局《关于调整瘦西湖景区门票价格的通知》（扬价服【2012】99号）、（2017扬州市3号文）和（2018年扬州市3号文）确定的销售价格，同时对比参考了目前当地类似旅游景点的销售价格，旅游人数根据瘦西湖旅游发展公司实际经营情况确定。

收益预测报告显示，2018年至2032年瘦西湖公园预计产生的门票收入总计489138.64万元，具体预测情况见表5。

表5 2018年至2032年瘦西湖公园门票收入预测
单位：万人次/万元

预测期间	人数	门票收入
2018年	277.76	22667.80
2019年	291.65	23801.19
2020年	306.23	24991.25
2021年	321.54	26240.82
2022年	337.62	27552.86
2023年	354.5	28930.50
2024年	372.22	30377.02
2025年	390.83	31895.88
2026年	410.38	33490.67
2027年	430.89	35165.20
2028年	452.44	36923.46
2029年	475.06	38769.64
2030年	498.81	40708.12
2031年	523.75	42743.52
2032年	549.94	44880.70

资料来源：《收益预测报告》

三、交易结构分析

1. 账户设置及资金划付

根据交易文件的安排，在信托生效日当日或之前，受托人应根据《保管协议》的约定以“长安国际信托股份有限公司”的名称在受托人应为资产支持票据信托在保管银行开立专用于存放信托资金、支付信托费用的独立人民币银行结算账户，即信托账户。在信托生效后，受托人将设立信托账，用以记录信托利益的收支情况。直接收款账户系指瘦西湖公园管理处设立的专项用于直接收取门票收入的账户。归集账户/监管账户系指资产服务机构设立的用于归集基础资产所产生的门票收入及其他现金流回款的人民币资金账户。

本交易的交易文件约定，资产服务机构应按月在归集日将直接收款账户中的现金流回款全部作为归集款划转至归集账户，并应按季在回收款转付日将归集账户的归集资金转付至信托账户。

2. 信托账户内资金的分配

根据本交易的安排，信托账户内资金的分配机制按照“违约事件”是否发生有所差异。

“违约事件”系指以下任一事件：(a)截至任一兑付日信托账户内可供分配的资金不足以信托计划当期应付的税费、当期应付的信托费用、当期应付的优先级资产支持票据的预期收益和未偿本金；(b)回售和赎回承诺人未能按《票面利率调整及回售赎回安排协议》的约定及时足额支付回售和赎回价款；(c)信托财产灭失；(d)发生委托人丧失清偿能力事件的；(e)未经受托人书面同意，基础资产被质押或转让至本信托以外的第三方或设置其他权利负担，或以基础资产为标的进行其他融资；(f)委托人未能按照《关于解除扬州市瘦西湖景区门票收费权现有质押的承诺函》的承诺解除与基础资产相关的权利的质押现状；(g)基础资产的权属发生变化、发生争议纠纷或发生被查封、扣押、冻结

等，对受益人权益有重大不利影响的，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件；(h)优先级资产支持票据收益未能按照约定足额支付，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件；(i)交易文件的相关方(委托人、受托人、差额支付人、监管银行、保管银行等)的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持票据持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到纠正或改善，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件。

(1) “违约事件”发生前

“违约事件”发生前，信托账户内资金顺序支付税费(如有)、中介服务机构出具专业意见所应付的报酬(如有)，之后同顺序支付其他中介服务机构报酬、可报销的费用支出及受托人垫付费用，之后顺序支付优先级票据利息、优先级票据当期应付本金后，将剩余资金作为超额收益分配给次级票据持有人，或于次级票据预期到期日偿付次级票据本金至清偿完毕。“违约事件”发生前的现金流支付顺序详见附图 1。

(2) “违约事件”发生后

“违约事件”发生后，信托账户内资金顺序支付税费(如有)、中介服务机构出具专业意见所应付的报酬(如有)，之后同顺序资产服务机构报酬、其他中介服务机构报酬、优先支出上限内的费用及受托人垫付费用，之后顺序支付优先级票据利息、优先级票据本金后，支付次级票据本金，剩余资金作为超额收益分配给次级票据持有人。“违约事件”发生后的现金流支付顺序详见附图 2。

3. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构、超额覆盖、差额补足、触发机制等交易结构安排，实现信用及流动性提升。

(1) 优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，次级票据为优先级票据提供信用损失保护。

(2) 超额覆盖

根据现金流评估机构的预测结果，本交易基础资产在票据存续期内预计可产生现金流入合计 489138.64 万元，优先级票据总发行规模为 209000.00 万元，存续期间内基础资产现金流入对票据本息均能够全额覆盖，为优先级票据提供了一定的信用支持。

(3) 触发机制

本交易设置了“违约事件”等触发机制，事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本交易中，触发机制的安排在一定程度上缓释了事件风险的影响。

(4) 差额补足机制

本交易设置了差额补足机制，差额支付人为瘦西湖旅发。瘦西湖旅发在的《差额支付协议》中承诺对信托账户中资金不足以支付信托计划当期应付的税费、当期应付的信托费用、当期应付的优先级票据的预期收益和未偿本金的差额部分，以及受托人根据经“资产支持票据持有人大会”审议通过的清算方案确认信托财产不足以覆盖所有应付未付的税费、信托费用、优先级票据届时尚未获得支付或分配的所有预期收益和本金的差额部分承担补足义务，并无条件的在“差额支付划款日¹”将该期差额补足款足额划付至信托账户。

瘦西湖旅发作为本交易的差额支付人，主体长期信用级别为 AA⁺，评级展望为稳定，能够为优先级票据提供较好的流动性支持和一定的信用支持。

4. 交易结构风险分析

¹系指“差额支付启动日”后 1 个工作日。差额支付启动日：(a) 在信托终止日之前，发生“差额支付启动事件”的情况下，系指当期“兑付日”前的第 6 个工作日；(b) 在“信托终止日”之后，系指“受托人”向“差额支付人”发出指令之日。

(1) 持续运营风险

本交易现金流回款来源为扬州瘦西湖景区门票收入，景区的日常经营与维护委托于瘦西湖旅发负责。因此，发起机构/资产服务机构瘦西湖旅发的持续稳定运营能力会影响本交易优先级票据本息的偿付。

从历史门票收入情况来看，瘦西湖景区作为扬州首个国家 5A 级旅游景区，人流量稳定，门票收入稳定。从资产服务机构瘦西湖旅发来看，其经营稳定，财务状况良好，有很强的持续稳定运营能力。

(2) 物权风险

本交易基础资产尚处于质押状态，质押财产存在物权风险。

瘦西湖旅发及瘦西湖公园管理处在其共同出具的《关于解除扬州市瘦西湖景区门票收费权现有质押的承诺函》中承诺(a)瘦西湖公园管理处承诺在瘦西湖旅发资产支持票据发行前，解除担保中信银行贷款的瘦西湖景区门票收费权质押，终止相应质押合同，并办理完毕相应的质押登记注销手续，瘦西湖旅发应督促瘦西湖公园管理处履行上述承诺；(b)瘦西湖公园管理处承诺在瘦西湖旅发资产支持票据发行完成及收到募集资金之日起 20 个工作日内，解除担保工商银行及中国银行银团贷款的瘦西湖景区门票收费权质押，终止相应质押合同，并办理完毕相应的质押登记注销手续，瘦西湖旅发应督促瘦西湖公园管理处履行上述承诺；(c)如果瘦西湖公园管理处因任何原因未在前述第(a)款所述期限内办理完毕相应的质押登记注销手续，长安信托有权解除瘦西湖旅发资产支持票据所涉的信托合同等交易文件，并要求承诺人承担相应责任；(d)瘦西湖公园管理处由于任何原因，未在前述第(b)款所述期限内办理完毕相应的质押登记注销手续，长安信托有权要求瘦西湖旅发按照发行价格与届时的优先级资产支持票据应付利息之和的对价回购瘦西湖旅发资产支持票据中已发行的优先级资产支持票据，并要求承诺人承担相应责任。

此外，本交易的交易文件约定，委托人如未能按照其出具的该承诺函的承诺解除基础资产的质押现状，则触发违约事件，资产支持票据持有人会议可决议是否提前终止信托。

（3）现金流预测风险

本交易现金流回款来源为扬州瘦西湖景区门票收入。景区的运营状况、参观人数及政府对门票价格的调控等因素均将影响现金流入的大小和稳定性。历史数据表明，扬州瘦西湖景区的淡旺季鲜明，门票收入呈现明显的季节性特点，较强的现金流波动可能对优先级资产支持票据的偿付产生不利影响。

本交易对优先级票据本息兑付安排的设置充分考虑了基础资产现金流入的特点，根据现金流评估机构提供的预测结果，经联合资信测算，本交易各期可分配资金对优先级资产支持票据本息的最低覆盖倍数为 1.35 倍。此外，本交易安排了差额支付机制，能够较好的缓释上述风险。

（4）混同风险

混同风险是指因资产服务机构发生信用危机，资产组合的回收款与资产服务机构的其他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的

风险。

本交易的交易文件约定，如发生权利完善事件，现金流回款将由瘦西湖公园管理处直接按月转付至归集账户。“权利完善事件”系指以下任一事件：(a)发生任何一起“资产服务机构解任事件”，导致瘦西湖旅发被解任；(b)当评级机构给予瘦西湖旅发的跟踪评级低于 AA 级；(c)发生与瘦西湖旅发有关的丧失清偿能力事件。

此外，作为资产服务机构，瘦西湖旅发经营状况良好、财务状况稳健、拥有很高的信用等级。本交易的混同风险较低。

（5）再投资风险

信托存续期间内，若信托账户有闲置资金，受托人可将闲置资金用于再投资，这将使信托财产面临再投资风险。根据交易文件约定，本交易合格投资的范围仅限于以活期存款、定期存款、通知存款、协定存款或银行理财产品的方式存放于合格实体。其中合格实体指评级机构给予的主体长期信用等级不低于 AAA 级的金融机构。此约定有效降低了本交易的再投资风险。

四、定量分析

偿债覆盖倍数（DSCR），即当期现金流/当期的本金和利息偿付额，该指标反映了在各偿还时点上，本交易可分配资金对各档票据各期本息等支出的覆盖水平，是评估违约可能性的重要指标。

考虑到本交易的资产服务机构瘦西湖旅发除瘦西湖公园的门票收入外，仍有包括旅游工程施工、旅游经营、古典园林施工、园林设计、房地产开发等多个其他业务板块的营业收入，且近两年瘦西湖门票收入占其营业总收入的比例仅约为 13%，比重较低，联合资信认为瘦西湖旅发有能力依托其其他业务板块而维持瘦西湖公园的正常运营，因此

在计算 DSCR 时使用了未扣除运营成本的预计门票总收入。

1. 一般情景下 DSCR 测算

在一般情景下，假定瘦西湖公园门票收入符合收益预测报告结论，联合资信根据本交易偿付安排，测算在一般情景下优先级票据的偿债覆盖倍数水平，以判断本交易的现金流入状况对优先级票据本息支出的保障程度，详见表 6。

表 6 一般情景下优先级 DSCR 水平

单位：万元/倍

兑付日 (期)	可分配资金	预计税费及优先级本息支出 (预期利率 5.5%)	DSCR
1	22667.80	13683.58	1.66
2	23801.19	15311.03	1.55
3	24991.25	16022.85	1.56
4	26240.82	16621.18	1.58
5	27552.86	18081.27	1.52
6	28930.50	19441.40	1.49
7	30377.02	20729.35	1.47
8	31895.88	21861.75	1.46
9	33490.67	23361.98	1.43
10	35165.20	24737.24	1.42
11	36923.46	26006.91	1.42
12	38769.64	27552.89	1.41
13	40708.12	29408.28	1.38
14	42743.52	31088.73	1.37
15	44880.70	33039.15	1.36

测试结果表明，在一般情景下，优先级票据各期 DSCR 均在 1.36 倍以上，即本交易基础资产预期现金流流入对优先级票据的本息支出保障程度较好。

2. 利率上浮情景下 DSCR 测算

联合资信考虑到发行利率的上浮会影响预计本息支出金额，进而影响优先级票据各期的 DSCR 水平，联合资信对预期收益率进行了单因素压力测算。预期利率上浮 100bp 情境下测算结果详见表 7。

表 7 预期利率上浮 100bp 情景下优先级 DSCR 水平

单位：万元/倍

兑付日 (期)	可分配资金	预计税费及优先级本息支出 (预期利率 6.5%)	DSCR
1	22667.80	15779.30	1.44
2	23801.19	17383.43	1.37
3	24991.25	18065.63	1.38
4	26240.82	18614.38	1.41
5	27552.86	20021.67	1.38

6	28930.50	21311.40	1.36
7	30377.02	22516.23	1.35
8	31895.88	23538.15	1.36
9	33490.67	24915.18	1.34
10	35165.20	26145.24	1.34
11	36923.46	27251.11	1.35
12	38769.64	28604.49	1.36
13	40708.12	30244.28	1.35
14	42743.52	31678.33	1.35
15	44880.70	33352.40	1.35

测试结果表明，利率上浮 100bp 情景下，优先级票据各期 DSCR 均在 1.34 倍以上，即在此压力情景下，优先级票据的本息可以正常兑付。

3. 预期收入下降情景下 DSCR 测算

联合资信考虑到游客数量及门票价格的下降会影响优先级票据各期的 DSCR 水平，联合资信对预期收入进行了单因素压力测算。预期收入下降 15% 情景下测算结果详见表 8。

表 8 预期收入下降 15% 情景下 DSCR

单位：万元/倍

兑付日 (期)	可分配资金	预计税费及优先级本息支出 (预期利率 5.5%)	DSCR
1	19267.63	13683.58	1.41
2	20231.01	15311.03	1.32
3	21242.57	16022.85	1.33
4	22304.69	16621.18	1.34
5	23419.93	18081.27	1.30
6	24590.92	19441.40	1.26
7	25820.47	20729.35	1.25
8	27111.49	21861.75	1.24
9	28467.07	23361.98	1.22
10	29890.42	24737.24	1.21
11	31384.94	26006.91	1.21
12	32954.19	27552.89	1.20
13	34601.90	29408.28	1.18
14	36332.00	31088.73	1.17
15	38148.60	33039.15	1.15

测试结果表明，预期收入下降 15% 情景下，优先级票据各期 DSCR 均在 1.15 倍以上，即在此压力情景下，优先级票据的本息可以正常兑付。

4. 组合情景下 DSCR 测算

联合资信考虑到游客数量及门票价格价格的下降及预期利率上浮会影响优先级票据各期的 DSCR 水平，联合资信对预期收入下降及预期利率上浮进行了组合因素压力测算。预期收入下降 15% 及预期利率上浮 100bp 情境下测算结果详见表 9。

表 9 组合情景下 DSCR 单位：万元/倍

兑付日(期)	可分配资金	预计税费及优先级本息支出(预期利率 6.5%)	DSCR
1	19267.63	15779.30	1.22
2	20231.01	17383.43	1.16
3	21242.57	18065.63	1.18
4	22304.69	18614.38	1.20

5	23419.93	20021.67	1.17
6	24590.92	21311.40	1.15
7	25820.47	22516.23	1.15
8	27111.49	23538.15	1.15
9	28467.07	24915.18	1.14
10	29890.42	26145.24	1.14
11	31384.94	27251.11	1.15
12	32954.19	28604.49	1.15
13	34601.90	30244.28	1.14
14	36332.00	31678.33	1.15
15	38148.60	33352.40	1.14

测试结果表明，组合情景下，优先级票据各期 DSCR 均在 1.14 倍以上，即在此压力情景下，优先级票据的本息可以正常兑付。

总体来看，考虑到差额支付人的偿债能力及偿债意愿，本交易优先级票据的 DSCR 能够达到联合资信相应级别信用水平的参量要求。

五、主要参与方履约能力

1. 发起机构/资产服务机构

本交易的发起机构/资产服务机构为瘦西湖旅发。瘦西湖旅发前身系扬州瘦西湖旅游发展有限责任公司，是经扬州市人民政府扬府发【2004】36 号文件批准，于 2004 年 4 月 5 日由扬州市瘦西湖公园、扬州市扬子江投资发展集团有限责任公司（以下简称“扬子江公司”）和扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司（以下简称“扬州城建国资”）共同以货币形式出资组建；公司初始注册资本为人民币 1310.00 万元，其中扬州市瘦西湖公园出资人民币 1000.00 万元，持股比例为 76.34%，为公司控股股东。2006 年 2 月，根据扬州市机构编制委员会扬编【2005】20 号文件，公司控股股东扬州市瘦西湖公园更名为扬州市瘦西湖风景区管理处。2007 年 8 月 29 日，根据扬州市人民政府扬府发【2007】356 号文件，扬子江公司

和扬州城建国资分别将其所持公司股份全部转让给扬州市瘦西湖风景区管理处。2010 年 6 月 11 日，公司变更为现名。历经多次增资，截至 2017 年 6 月底，公司注册资本为人民币 20.00 亿元。2017 年 6 月 28 日，根据扬州市人民政府《市政府关于同意变更扬州瘦西湖旅游发展集团有限责任公司出资人的批复》扬府复【2017】10 号，公司股东变更为扬州市人民政府，持有公司 100% 股权。扬州市人民政府授权扬州市蜀冈一瘦西湖管委会履行出资人职责。

截至 2017 年 6 月底，瘦西湖旅发本部内设综合部、财务审计部、资本运作部、投资开发部、项目建设部及资产运营部共 6 个职能部门；纳入合并范围子公司 19 家。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 226.96 亿元，所有者权益合计 110.32 亿元（含少数股东权益 18.34 亿元）；2017 年公司实现营

业收入 9.21 亿元，利润总额 4.51 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 237.96 亿元，所有者权益合计 110.38 亿元（含少数股东权益 18.32 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 3.28 亿元，利润总额 0.15 亿元。瘦西湖旅发最近三年一期的主要财务数据见表 10：

表 10 瘦西湖旅发主要财务数据 单位：亿元

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产	32.97	22.15	33.99	34.67
资产总额	183.98	190.76	226.96	237.96
所有者权益	69.9	79.16	110.32	110.38
短期债务	42.71	37.2	16.20	23.00
长期债务	98.54	93.8	80.54	84.84
全部债务	13.84	13.55	96.74	107.84
营业收入	2.14	4.92	9.21	3.28
利润总额	2.37	5.17	4.51	0.17
经营性净现金流	-5.24	-2.13	3.12	-5.34

联合资信给予瘦西湖旅发的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。联合资信认为瘦西湖旅发作为本交易的资产服务机构能够很好地履行资产服务职责。

2. 保管银行/监管银行

本交易的保管银行/监管银行为中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）南京分行。中信银行成立于 1987 年，是中国改革开放中最早成立的新兴商业银行之一，2007 年 4 月，实现在上海证券交易所和香港联合交易所 A+H 股同步上市。至 2016 年末，中信银行股本总额 489.35 亿元。前两大股东分别为中国中信有限公司、香港中央结算（代理人）有限公司，持股比例分别为 65.37% 和 24.75%。

截至 2017 年末，中信银行资产总额 56776.91 亿元，比上年末下降 4.27%；客户贷款和垫款总额 31968.87 亿元，比上年末增长 11.08%；客户存款 34076.36 亿元，比上年末下降 6.37%；不良贷款率 1.68%；贷款拨备覆盖率 169.44%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》

口径计算，资本充足率 11.65%，一级资本充足率 9.34%，核心一级资本充足率 8.49%。2017 全年，中信银行实现营业收入 1567.08 亿元，净利润 425.66 亿元。截至 2018 年 3 月底，中信银行资产总额 56247.05 亿元，客户贷款和垫款总额 32984.6 亿元，客户存款 34775.28 亿元，资本充足率 11.85%，核心一级资本充足率 8.58%。2018 年 1~3 月中信银行实现营业收入 396.38 亿元，净利润 124.29 亿元。

近年来，中信银行风险管理体制改革工作稳步推进，在风险管理“三道防线”建设方面，业务管理部门陆续设立风险管理岗位，与业务经办机构共同履行第一道风险防线的职责。在风险管理能力提升方面，中信银行建立了分行机构风险管理综合评价体系和风险管理资质认证制度，强化了行业研究和授信政策管理工作。在风险管理激励约束机制方面，建立了分行重大风险管理问题质询机制、完善了对分行风险的考核管理机制。

总体来看，中信银行公司治理规范、财务状况优良。中信银行作为本交易的保管银行和监管银行，尽职能力很强，能为本交易提供良好的服务。

3. 受托机构/发行人

本交易的受托人是长安信托。2011 年 11 月，经中国银行业监督管理委员会批准，公司整体变更并更名为长安国际信托股份有限公司，2016 年 2 月，经中国银行业监督管理委员会陕西监管局批准，长安信托注册资本变更为人民币 33.3 亿元。

截至 2017 年末长安信托总资产 84.93 亿元，所有者权益 65.88 亿元，信托资产总计为 6014.05 亿元。2017 年，长安信托实现营业收入 23.36 亿元，净利润 9.48 亿元；实现信托项目收入 308.95 亿元，可供分配的信托利润 309.03 亿元。

近年来，长安信托全面夯实和完善公司治理、组织架构、人力资源和信息系统建设。在

加强信用风险管理方面，长安信托严格落实监管政策和指导要求，及时调整和完善各项融资类业务的政策，持续推动制度建设，严格业务流程标准，强化融资后管理和风险监测、分析。

总体来看，长安信托拥有稳健的财务实力、比较健全的风险内控制度以及较为丰富的信托业务经验，本交易因长安信托尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

六、法律要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：本项目的本次发行不违反《合同法》、《公司法》、《信托法》、《人民银行法》、《管理办法》等相关法律、行政法规、规范性文件的相关规定，符合交易商协会制定的《票据指引》等指引性、自律性规则的要求；发起机构已经取得现阶段所需本次发行相关的各项内部批准和授权，具备本次发行的主体资格；本次发行载体管理机构等中介机构具备本法律意见书所述的担任本次发行相关中介机构的主体资格，与发起机构不存在关联关系；本次发行的已签署及拟签署的交易文件不违反中国现行有效的法律、行政法规，在交易文件经相关签署方签署及各自约定的生效条件全部满足后，交易文件即构成签署方合法的、有效的和有约束力的义务，交易

文件的其他相关各方可按照交易文件的条款要求相关方履行，除非该等履行受到关于或影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制；发起机构发行本期资产支持票据尚需向交易商协会办理注册手续，并根据《管理办法》的规定履行信息披露义务；本次发行的基础资产存在权利负担，发起机构尚需就解除相关权利负担事宜取得中信银行股份有限公司扬州分行和中国工商银行股份有限公司扬州汶河支行等相关权利人的书面同意及配合；除《募集说明书》和法律意见书披露的风险以外，截止法律意见书出具之日，本次发行不存在其他对本次发行构成实质影响的潜在法律风险。

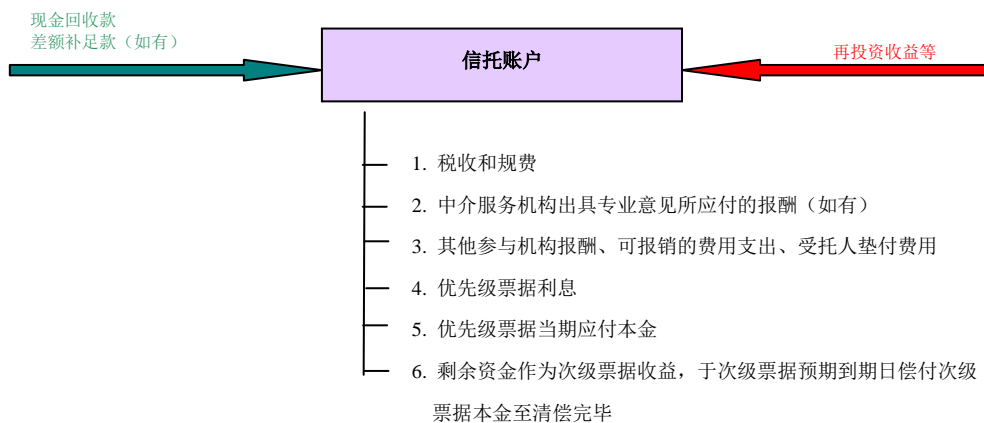
七、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并在对资产池进行信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上，确定“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司2018年度第一期资产支持票据”的评级结果为：优先级资产支持票据的信用等级为AA⁺_{sf}；次级资产支持票据未予评级。

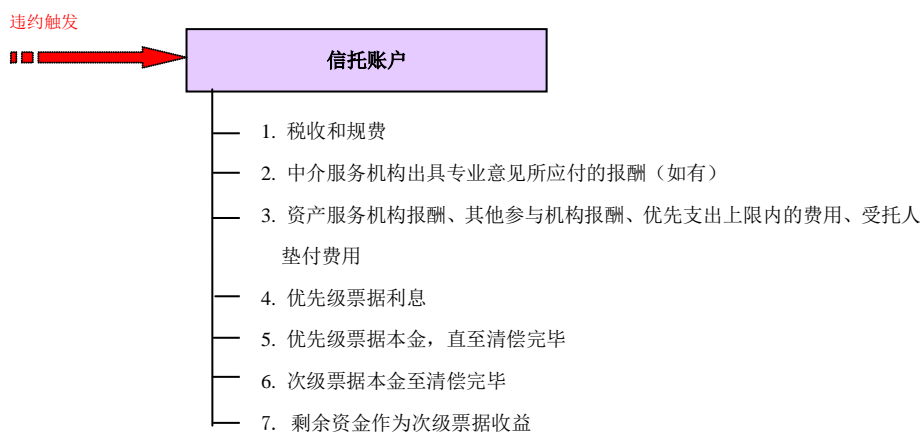
上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件”发生前的现金流支付顺序



附图 2 “违约事件”发生后的现金流支付顺序



附件 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据的评级方法参见联合资信官方网站 (www.lhratings.com)。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

等级		含义
投资级	AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C _{sf}	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期 资产支持票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”优先级票据的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司/长安国际信托股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，发行人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”相关信息，如发现“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司/长安国际信托股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司/长安国际信托股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。