



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪279号

中南红文化集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中南红文化集团股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”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，维持贵公司本期债券信用等级AA-，维持本次发债主体信用等级为AA-，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月十五日

中南红文化集团股份有限公司 2016年面向合格投资者公开发行公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	中南红文化集团股份有限公司		
发行规模	人民币 6 亿元		
存续期限	2016/6/13~2020/6/12, 附第 2 年末发行人上调利率选择权和投资者回售选择权。		
偿还方式	本期债券按年计息, 到期一次还本。每年付息一次, 最后一期利息随本金一起支付。		
上次评级时间	2016/6/21		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁻ AA ⁻	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁻ AA ⁻	评级展望 稳定

概况数据

中南文化	2014	2015	2016
所有者权益 (亿元)	10.43	21.63	36.78
总资产 (亿元)	25.14	36.55	63.05
总债务 (亿元)	11.29	8.93	16.92
营业总收入 (亿元)	7.24	11.19	13.40
营业毛利率 (%)	26.65	32.86	39.03
EBITDA (亿元)	1.34	2.54	3.91
所有者权益收益率 (%)	6.26	6.43	5.75
资产负债率 (%)	58.51	40.83	41.67
总债务/EBITDA (X)	8.44	3.51	4.32
EBITDA 利息倍数 (X)	6.94	6.59	4.18

注: 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益。

基本观点

中南红文化集团股份有限公司(以下简称“中南文化”或“公司”)主要从事影视文化传媒和金属制造业务。中诚信证评肯定了影视传媒行业继续保持增长势头对公司相关业务的积极作用、继续推动文化产业收购使得公司综合经营实力大幅增强以及公司盈利能力持续提升等正面因素对公司信用水平的支持作用。同时, 我们也关注到影视行业的政策风险、行业竞争日趋激烈以及商誉减值风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上, 中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)维持中南文化主体信用级别 AA⁻, 评级展望稳定, 维持“中南红文化集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用级别为 AA⁻。

正面

- ▶ 影视传媒行业继续保持增长势头, 有利于公司文化板块业务的发展。2016 年, 我国电视剧市场需求持续旺盛, “好口碑”和“大制作”的电视剧继续成为重点。同期, 我国国内电影票房实现收入 457.12 亿元, 同比增长 3.73%, 影视传媒行业处于成长期, 保持较快增长态势, 未来仍具有较大的发展潜力, 有利于公司相关业务的开展。
- ▶ 继续推动文化传媒领域的收购, 综合经营实力大幅增强。2015 年公司完成对大唐辉煌传媒有限公司(以下简称“大唐辉煌”)、上海千易志诚文化传媒有限公司(以下简称“千易志诚”)的收购, 2016 年两家子公司业绩收入稳步提升。2016 年公司完成对北京新华先锋文化传媒有限公司、深圳值尚互动科技有限公司的收购, 综合经营实力增强。
- ▶ 盈利能力持续增强。2016 年公司继续推动文化领域转型, 通过并购新增传媒业务, 业绩并入上市公司, 加上公司对外股权投资项目的退



分析师

张和 hzhang@ccxr.com.cn

夏敏 mxia@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月15日

关注

- 影视行业易受政策影响。影视行业起到了传播文化、社会价值观的作用，受到国家较为严格的监管，影视作品立项、发行均需经过较为严格的审核和监管，行业政策调整易对影视行业造成一定影响。
- 行业竞争日趋激烈。近年来，以万达为代表的本土院线公司积极进入上游影视制作行业，阿里巴巴、百度、腾讯等互联网公司也积极布局影视行业；此外，大量优秀的国外制片商也加大了中国电影市场的开拓力度，行业的竞争程度日趋加剧。
- 商誉减值风险。2015年以来，公司加快文化领域的收购，产生大量商誉，截至2016年末，公司商誉为17.69亿元，同比增加189.40%。若被并购对象经营不达预期，公司可能面临商誉减值风险，并对公司整体盈利产生一定影响。

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和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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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。

公司重大事项

中南红文化集团股份有限公司（以下简称“公司”）2016年1月30日第二届董事会第五十三次会议审议通过了《关于变更公司名称及证券简称的议案》，拟将公司名称由“江阴中南重工股份有限公司”变更为“中南红文化集团股份有限公司”。该议案已于2016年4月13日公司召开的2016年第四次临时股东大会审议通过。无锡市工商行政管理局于2016年5月5日核准通过了公司名称变更事项，并核发了新的营业执照，公司名称已经变更为“中南红文化集团股份有限公司”（详见公司于2016年5月10日披露的《关于公司名称变更完成的公告》）。2016年5月9日第二届董事会第六十三次会议审议通过了《关于公司证券简称变更的议案》，拟将公司证券简称由“中南重工”变更为“中南文化”，公司证券代码“公司证券代码”保持不变。《关于公司证券简称变更的议案》已于2016年5月25日第七次临时股东大会审议通过。

行业关注

我国文化产业体制改革的过程就是文化产业不断受到重视、地位不断提高的过程，我国电视剧市场仍然拥有较大的市场需求

近年来，我国电视剧市场规模持续扩大，年交易额超过百亿。同时，互联网渠道推动了国内电视剧市场的发展。根据2017年3月底广电总局新数据显示，2016年全年全国共计生产完成并获得发行许可的剧目共计334部14,912集。题材比例为：现实题材剧目共计190部8,617集，分别占总比例的56.89%、57.79%；历史题材剧目共计138部6,067集，分别占总比例的41.32%、40.69%；重大题材共计6部228集，分别占总比例的1.80%、1.53%。国产剧在数量减少的同时，也迎来制作水平的突飞猛进。其中，以《琅琊榜》和《伪装者》为代表的连续剧，都以精彩的内容和精良的制作，改写电视剧质量的标杆。随着观众对“良心”剧的肯定，“好口碑”和“大制作”的电视剧成为重点。“大制作”和“团队素质”，对市面上的电视剧制作公司提出了残酷的要求，竞争愈加激烈。

2016年在宏观经济下行的发展情况下，中国电影保持了稳健的增长态势。2016年电影总票房约457.12亿元，同比增长3.73%；城市院线观影人次13.72亿，全国电影银幕总数达41,179块，均超越美国跃居世界第一；但中国年人均观影1次，相较美国年人均观影4.10次，仍有巨大的增长潜力。全国生产故事片772部，城市院线观影人次达13.72亿，新增银幕9,552块，银幕总数达41,179块，超过美国成为世界上电影银幕最多的国家。尽管2016年电影票房增速较2015年有所放缓，但电影生产力持续增长，创作形式更加丰富，类型样式更趋均衡，平均单片制作成本、作品品质持续提高。从细分来看：国产电影继续保持其在电影市场的主导地位。2016年电影票房总收入中，国产电影票房为266.63亿元，占票房总额的58.33%，相较于2015年国产片61.58%的市场份额有所下降，进口片票房收入约190.49亿元。2016年国产影片海外票房和销售收入达38.25亿元，同比增长38.09%，取得明显进步。

法规政策逐步出台，行业发展更加健康；付费用户的规模化增长带动电视剧精品化制作趋势

2016年是传媒政策大年，推动传媒行业从“野蛮生长”向规范发展转变，这一过程开始加速进行。主要政策体现在改革政策和监管政策两个方面。改革政策包括：国企改革、三网融合以及电视剧、电影、体育及网上内容等细分领域的促进政策。监管政策主要集中于新媒体内容以及媒介领域、广告领域以及游戏领域等。随着政策法规的实施，传媒行业有望继续保持健康发展。

网络视频付费用户规模化及快速增长是现阶段内容价格提升的主动动力。基于促进付费用户增长，新媒体播放平台对大顶级剧作的采购需求不断升高，单季采购价格高于电视平台已经成为常态，在播放顺序上开始向新媒体平台倾斜。预计在2017年这一趋势将更加明显。同时，单一IP授权给多个开发方进行多种独立内容创作的常规模式已经不能满足需求，IP的开发模式已经从分散式、变现为主向结构化、体系化转变。从电视剧制作机构数量

变化看，2016 年共 10,232 家公司获得《广播电视节目制作许可证》，相比 2015 年的 8,563 家增长了 19%；但其中获得电视剧甲种证的机构数量仅 132 家，基本与 2015 年的 133 家持平，因此能生产优质内容的制作机构依旧是少数，电视剧的精品化将成为趋势。

各类综艺节目、网络电视剧的崛起加剧了电视剧企业的生存压力，网生内容继续快速发展，盈利模式清晰、变现加速

近年来，综艺节目创作生产能力不断提升，创新创优节目亮点纷呈，呈现出了高收视、高收入和高关注度的火热局面，节目类型、播出方式等均向着多样化趋势方面发展。网络剧新媒体对传统电视剧的冲击非常明显，尤其是网络剧。网络剧主要定位于年轻群体，在题材方面有比传统电视剧更宽广的空间，从而带动网络畅销作品改变为影视作品及影视衍生品的热潮。2016 年随着网络文学改编为影视作品的兴起，各制作机构开始购买热门的网络作品，从而使网络作品版权交易价格一再攀升，从而推高影视作品的制作成本。随着网络剧的热播，当红演员酬金也开始大幅度提升，一方面明星价值更加凸显，同时进一步推高制作成本。但网络新媒体的发展同样给制作机构带来新的机会。优质的内容有更广阔的渠道和生命力，电视剧和网络剧在竞争中走向合作并互融共生，在技术的推动下，电视剧的表现形式将呈现多样化的趋势。

在国家大力推进网络建设、用户上网习惯养成、网络播放平台自身内容建设以及视频的社会化分享等因素的综合带动下，中国在线视频行业规模持续扩大，根据艾瑞咨询数据，预计 2018 年市场规模将达到 1,103 亿元。网络视频用户的数量也呈现快速增长态势，根据中国互联网络信息中心（CNNIC）在京发布第 38 次《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2016 年 12 月末，中国网络视频用户规模达 5.45 亿，较 2015 年末增加 4,064 万人，同比增长 8.10%。网剧作为网络视频的主要内容来源，网剧数量和点击量快速增长。根据骨朵传媒数据，2016 年 1-11 月，全网共计上线网络剧 561 部，点击量达 701.08 亿次。包括网剧、网络大

电影、网络综艺、PGC、短视频在内的网生内容盈利模式逐步清晰，点击付费、广告营销、游戏分发和衍生开发等快速发展，开始进入变现加速期。

相比影视行业，游戏行业市场更具成长空间。截至 2016 年 12 月末，我国网民规模达 7.31 亿，其中网络游戏用户规模达到 4.17 亿，占整体网民的 57%，而手机网络游戏用户规模达到 3.52 亿。庞大的网络用户群体、智能手机平板电脑等移动终端的普及、通讯技术的不断升级，加上便捷的网上支付技术，网络游戏在 2016 年创下了近 1,800 亿元的营业规模，首次超越美国，成为全球最大的游戏市场。

金属制品行业景气度下降，石化、天然气和电力等下游行业对工业金属管件产品仍保持一定需求，但船舶行业的不景气给工业金属管件行业带来不利影响

工业金属管件行业属于国民经济行业分类中的金属制品业。2016 年，我国金属制品业固定资产投资 10,111.00 亿元，同比增加 6.50%；主营业务收入达 38,443.40 亿元，同比增长 4.90%。

工业金属管件产品下游行业为石油化工、天然气化工、煤化工、电力、船舶等国民经济命脉行业。2013 年 2 月，国家发改委修订确定的《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》将“原油、天然气、液化天然气、成品油的储运和管道输送设施及网络建设”行业列为鼓励类。近年来，中国原油加工量、天然气产量、原煤产量和发电量保持增长。2016 年，我国原油加工量约 5.41 亿吨，同比增长 3.64%，仍保持平稳增长。

另一方面，2010 年以来，国际航运业的不景气导致造船市场新船需求不足。2016 年，全国新承接船舶订单 2,107 万载重吨，同比下降 32.60%，占全球市场份额为 65.20%，居世界第一；同期，全国造船完工 3,532 万载重吨，同比下降 15.60%，占全球市场的份额为 35.60%，居世界第二；手持船舶订单量 9,961 万载重吨，同比下降 19%，占全球市场份额 43.90%，居全球第一。新承接订单量的同比减少意味着船舶行业仍然低迷，给金属管件行业带来一定不利影响。

业务运营

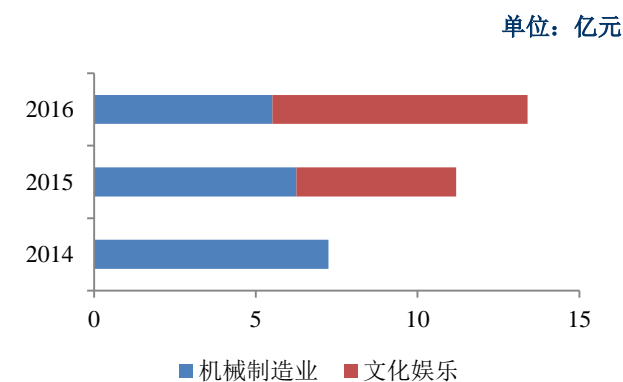
2016年，公司战略转型更加明确，经营状况保持良好发展态势，当年实现营业收入13.40亿元，同比增长19.68%，具体看来，公司制造板块业务实现收入5.51亿元，同比降低11.94%；文化娱乐板块业务实现收入7.89亿元，同比增加59.71%。

表 1：2016 年公司各板块经营情况

	2016			
	收入	毛利率	占比	收入同比
机械制造业	5.51	22.36	41.12	-11.94
文化娱乐	7.89	50.66	58.88	59.71
合计	13.40	39.03	100.00	19.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

图 1：2014~2016 年公司各板块收入情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年公司收购大唐辉煌、千易志诚，两家子公司2016年度业绩稳步提升。2016年公司完成对先锋文化和值尚互动的收购，同时通过加大对优质传媒文娱公司及相关产业基金的投资，经营业绩大幅提升，但仍面临业务重组及跨行业经营管理等风险

公司继2015年完成对大唐辉煌和千易志诚的收购之后，2016年继续推动向文化领域的转型。2016年公司耗资8.70亿元现金加股权全资收购手游发行公司值尚互动，并于4月28日完成股权过户事宜，2016年值尚互动实现营业收入3.07亿元，净利润0.99亿元；6月5日，公司耗资4.50亿元现金对版权运营公司新华先锋进行全资收购，2016年新华先锋实现营业收入0.80亿元，净利润0.38亿元。2016年，公司与著名音乐制作人捞仔共同出资

1,000万元设立江苏中南音乐有限公司，并拟通过非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买上海极光网络科技有限公司90%股权。2016年，公司耗资5,000万元投资成都市极米科技有限公司，布局智能硬件领域；以2,000万元增资上海芒果互娱科技有限公司，加强与湖南卫视影视IP后续开发方面的合作；以1,050万元投资东阳奇树有鱼文化传媒有限公司，切入网络大电影制作与发行领域；以2,000万元投资北京深度视界文化传媒有限公司，布局VR影视、游戏内容开发；投资5,000万元与芒果传媒发起成立“芒果创意孵化基金”，旨在鼓励原创，挖掘IP，为视频内容生产储备资源。2016年，公司先后与芒果传媒、中影股份和北京最淘科技有限公司（唱吧）分别签署战略合作协议，将在IP开发、影视、综艺和游戏等业务领域加强合作。

公司战略转型更加明确，主业从单一的工业金属管件及压力容器制造转向先进生产制造与文化产业并行的格局已完全确立。随着公司相继完成对新华先锋和值尚互动的收购，收购极光网络获证监会审核通过，公司文化产业的比重逐步增大。

作品方面，子公司大唐辉煌2016年实现营业收入49,648.78万元，净利润16,126.06万元。2016年度大唐辉煌投资制作的电视剧主要包括《菜鸟来袭》、《警花与警犬》、《守婚如玉》、《好妻子》、《我的爱情撞上了战争》以及《下一站，别离》等。其中，《守婚如玉》荣获2016澳门国际电视节“优秀电视剧大奖”，城市联合杯2016年度最佳情感剧奖；《警花与警犬》项目入选国家新闻出版广电总局《2016年度中国电视剧选集》。大唐辉煌还荣获中国广播电视协会“第九届全国十佳电视剧出品单位”称号及“首都文化企业30佳”称号。

艺人经纪方面，千易志诚2016年实现营业收入5,792.78万元，净利润3,583.72万元。2016年，公司通过艺人参投的影视剧及综艺节目主要项目有《今生你欠我幸福》、《下一站，别离》、《地狱恋人》、《北斗南箕》、《悬崖之上》、《少年》、《嘿，兄弟》、《1937年的爱情》、《星球者联盟》以及《嘿，孩子》等。

版权运营方面，新华先锋2016年实现营业收入

入 7,979.76 万元，净利润 3,839.91 万元。《迷航昆仑墟》、《摸金玦》以及《大耍儿》等 IP 的版权销售构成公司版权运营的主要收入来源。

游戏方面，值尚互动 2016 年实现营业收入 30,677.97 万元，净利润 9,936.18 万元。值尚互动独家代理及联合运营了 50 多款手游产品，其中代表的力作有：口袋妖怪复刻（口袋之旅）、小小三国、死神觉醒、号令三国、马上三国、龙印、大宗师和三国吧兄弟等。其中，口袋妖怪复刻 12 月单月流水超越 3,000 万元，累计流水突破 3 亿元；小小三国等产品也在海外上市。2016 年在运行的单机产品超过 15 款，广告的投放平台不少于 50 家，其中推出五款精品单机游戏，包括滑雪冒险、勇者丛林大冒险、为爱垂钓、3D 跑酷、3D 飞车英雄传等。

总体来看，公司通过一系列投资并购，已经打造了从文学 IP 开发到影视剧开发、游戏联动及衍生品开发一条完备的文娱内容开发产业链，加上公司自有的明星资源，迅速的提升了各个业务单元的竞争力。另外，公司分别与芒果传媒和中影股份签订了战略合作协议，通过与影视行业领军企业的合作，快速推动了公司影视制作与发行、艺人培养、游戏开发等业务的发展；借助芒果传媒的业务生态圈、芒果基金所投资的内容制造生态圈、中影股份的影视生态圈等渠道资源，快速提升公司的品牌和地位，未来发展前景较好。同时，随着子公司数量增加和业务领域的扩大，公司在运营管理以及协调整合方面面临一定的考验。如不能有效的整合相关资源，可能会面临经营情况不达预期等风险。中诚信证评将对此保持持续关注。

管件、法兰和压力容器仍然是公司制造业务的重要构成，2016 年随着宏观经济下滑，现有产能仍未能充分释放，制造业务收入和毛利减少

2016 年，受国内宏观经济影响，公司制造业所处下游行业特别是石油、化工行业投资减缓、需求减少的态势并未缓解，管件、压力容器行业整体景气度下滑的态势有所扩大。大型石油、化工企业，对外投资明显缩减，造成公司国内订单量进一步下滑。2016 年，面对国内石油、海工市场严重萎缩的

情况，公司销售及时调整开拓重心，深挖国际市场，以管件外贸认证为突破口，开拓了意大利塞班、迪拜 TC、马来西亚国家石油等新增国际客户，全年外贸订单额同比上升 55% 以上。同时公司进一步加大资金回笼力度，出台全新销售应收账款收款方案，外销资金回笼率 73%，内销资金回笼率达 110%。2016 年，公司进一步调整外协、外加工产品单价，降低五金等材料的采购成本，加强供应商比价，全年生产成本下降 9.42%。

分产品来看，公司是目前国内较大的工业金属管件制造商，主要产品为管件、法兰和压力容器，资质齐全。其中管件、法兰和压力容器收入为该板块最重要的收入来源，2016 年上述三项收入占制造业板块收入比重分别为 44.10%、30.31% 和 24.86%。

表 2：金属制品板块细分产品收入构成情况

单位：亿元、%

细分产品	2014		2015		2016	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
管件	3.00	41.44	2.18	34.88	2.43	44.10
法兰	2.18	30.11	2.19	35.04	1.67	30.31
管系	0.03	0.41	0.02	0.32	-	-
压力容器	2.02	27.90	1.67	26.72	1.37	24.86
材料	-	-	0.16	2.56	0.03	0.54
铜铝金属贸易	-	-	-	-	-	-
其他	0.02	0.28	0.03	0.48	0.01	0.18
合计	7.24	100	6.25	100	5.51	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产能方面，公司的产品均为非标产品，全部采用订单式生产，除法兰生产板块外，其他板块的生产线具有一定的通用性，产能对设备的依赖性较弱，产能具有较大弹性。2016 年，管件产能为 2.13 万吨/年，法兰产能为 0.90 万吨/年，管系产能为 0.39 万吨/年，压力容器产能为 0.90 万吨/年，较上年维持稳定。产能利用率方面，2016 年，管件、法兰和压力容器的产能利用率分别为 75.59%、82.22% 和 75.56%。

表 3: 金属制品主要产品生产线的产能和产量情况

单位: 万吨

产品线/产品 种类	2014		2015		2016	
	产量	产能	产量	产能	产量	产能
管件	1.68	2.13	1.34	2.13	1.61	2.13
法兰	0.98	0.90	0.84	0.90	0.74	0.90
管系	0.03	0.39	0.03	0.39	-	0.39
压力容器	0.84	0.90	0.67	0.90	0.68	0.90

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司采取以销定产的经营模式, 根据订单情况安排原材料采购。公司原材料供应渠道稳定, 但由于部分下游客户对管件产品质量要求较高, 部分原材料采购无法自主选择供应商, 需从下游客户指定的生产商采购, 导致公司对生产成本的控制能力不足。除采购原材料外, 公司还需向外采购一定数量的外协件。

表 4: 主要原材料采购量和价格情况

单位: 吨、万元/吨

原料	2014		2015		2016	
	采购量	单价	采购量	单价	采购量	单价
碳钢管	5,534.65	0.68	4,190.82	0.47	6,811.90	0.46
不锈钢管	2,575.98	2.76	1,761.90	1.77	762.77	2.49
碳钢板	10,379.12	0.47	6,695.60	0.34	10,483.83	0.31
不锈钢板	4,292.54	1.91	3,788.02	1.37	1,518.32	1.31
复合板	220.12	1.09	1,287.55	0.94	291.65	0.63

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售客户方面, 公司客户集中于石油化工、电力以及造船等行业, 均以项目接入的方式进行业务合作。2016 年公司该板块业务主要集中在石油化工行业, 且外贸业务占比较多, 前五大客户分别为(马来西亚) PRPC UTILITIES AND FACILITIES SDN BHD、(迪拜) Dodsai Engineering and Construction Pte、(英国) PETROFAC INTERNATIONAL (UAE) LLC、汉邦(江阴)石化有限公司以及(印度) L&T Hydrocarbon Engineering Limited, 合计销售占比为 32.67%。

结算方式方面, 公司货款结算主要采用分期付款方式。一般而言, 在合同签订时, 客户先预付公司 30% 货款; 待公司发货时支付 30%; 待安装调试后支付 30%; 剩余 10% 余款作为质保金在 6~12 个月支付。公司外贸客户采用信用证结算方式。另外, 公司按照发货确认收入, 而客户往往在所有货

物收齐验收后启动付款程序, 因此客户实际付款时间通常要长于合同约定时间。

总体来看, 公司的金属制品业务经营较为成熟, 已积累了相对稳定的供应商资源和客户, 但需关注下游客户付款周期较长所带来的资金压力。

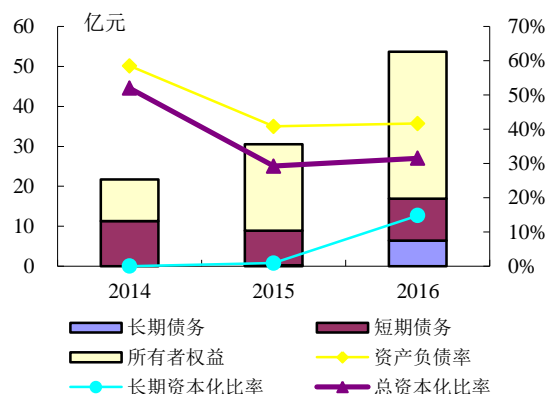
财务分析

以下分析基于经江苏公证天业会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告。其中 2014、2015 年数据采用 2015、2016 年审计报告年初重述数。

资本结构

2016 年, 由于对值尚互动与新华先锋的成功收购, 公司资产及负债规模进一步增长。截至 2016 年末, 公司总资产 63.05 亿元, 同比增长 72.49%; 同期, 公司负债总计 26.27 亿元, 同比增长 76.04%。随着留存利润的积累、股份的增发以及收购公司的并入, 公司自有资本实力不断增强, 截至 2016 年末, 所有者权益(含少数股东权益)合计 36.78 亿元, 同比增长 70.04%。

图 2: 2014~2016 年公司资本结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

资产结构方面, 公司资产以非流动资产为主, 截至 2016 年末, 公司非流动资产 34.97 亿元, 占总资产的比重为 55.46%, 主要由商誉、可供出售金融资产和固定资产构成, 上述三项占非流动资产比重分别为 50.58%、25.22% 和 17.59%。商誉的增加主要是由于合并了值尚互动与新华先锋; 可供出售的金融资产主要为本期投资, 包括对湖南芒果盈通创意文化投资合伙企业(有限合伙)、苏州爱洛克信息技术有限公司、厦门壹启投资管理有限公司以及

湖南芒果海通创意文化投资合伙企业（有限合伙）等的投资，持股比例分别为 39.20%、25.00%、20.00%、17.72%；固定资产主要为房屋建筑物、机器设备、电子设备以及运输设备等。流动资产方面，截至 2016 年末，公司流动资产 28.08 亿元，占总资产比重 44.54%。主要由应收账款、存货以及货币资金构成，三者占流动资产比重分别为 35.97%、21.96% 和 17.90%。应收账款方面，截至 2016 年末，前五大应收账款对象分别为（马来西亚）PRPC UTILITIES AND FACILITIES SDN、（英国）PETROFAC INTERNATIONAL(UAE)LLC、（迪拜）Dodsal Engineering and Construction、大唐内蒙古多伦煤化工有限责任公司以及东华工程科技股份有限公司，合计占应收账款比重为 28.99%；同时，期限在 1 年以内的应收账款占比 72.02%，已按一定比例计提坏账准备，受制造业结算方式的影响，公司应收账款回收效率较低，但考虑到公司整体客户资质优良，账款回收较有保障；存货主要包括原材料、在产品及自制半成品等，已计提存货跌价准备 0.04 亿元；本期货币资金同比大幅增加 199.61%，主要系合并了值尚互动与新华先锋所致。

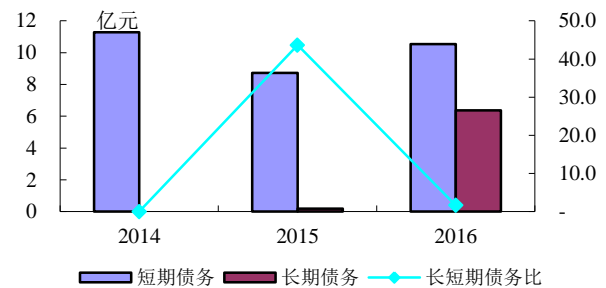
负债结构方面，公司负债以流动负债为主，截至 2016 年末流动负债为 19.90 亿元，占总负债比重 75.74%，主要包括短期借款、应付账款和其他应付款等，上述三项占流动负债比重分别为 46.41%、18.83% 和 21.82%。本期短期借款的增加主要系公司为完成文化领域布局增加了融资规模所致；应付账款主要包括影视剧版权费款项、工程施工质保金以及外购产品质保金等，其中 1 年以内的应付账款占比为 81.99%，本期应付账款的增加主要为合并的值尚互动和新华先锋带入；其他应付款的增加主要为本期并购值尚互动与新华先锋应付交易对方的股权收购尾款。同期非流动负债 6.37 亿元，占总负债比重 24.26%，主要由应付债券构成。

财务杠杆水平方面，截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.67% 和 31.51%，分别同比上升 0.84 个百分点和 2.29 个百分点，财务杠杆比率较上年有所提升。

从债务规模来看，截至 2016 年末，公司总债

务为 16.92 亿元。从债务期限结构来看，由于公司日常流动资金及资本支出缺口主要通过外借短期债务弥补，截至 2016 年末，公司短期债务 10.55 亿元，长期债务 6.37 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）1.65 倍，公司债务结构较上年有大幅改善，但短期债务占比仍较高。

图 3：2014~2016 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，近年来随着公司跨行业成功收购，带动其资产规模、自有资本及债务规模的增长，公司财务杠杆比率合理，债务结构较上年有较大改善，但短期债务占比仍较高，债务期限结构有待进一步优化。随着经营规模持续扩大和对文化产业不断投入，预计其债务水平将进一步上升。

盈利能力

2016 年，公司当年实现营业收入 13.40 亿元，同比增长 19.68%，具体看来，公司机械制造业板块实现收入 5.51 亿元，同比减少 11.94%；文化娱乐板块实现收入 7.89 亿元，同比增加 59.71%。

表 5：公司 2016 年分板块收入和毛利率情况

	单位：亿元、%			
	收入	收入同比变化	毛利率	毛利率同比变化
机械制造业	5.51	-11.94	22.36	1.45
文化娱乐	7.89	59.71	50.66	2.67
营业收入合计	13.40	19.68	39.03	6.17

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2016 年公司毛利率为 39.03%。受国内宏观经济影响，公司机械制造业的下游行业投资减缓、需求减少，造成整体管件、压力容器行业景气度下降。2016 年公司机械制造业板块毛利率为 22.36%，较上年上升 1.45 个百分点，主要系公司加强供应商比价降低生产成本所致；文化娱乐板块营业毛利率 50.66%，较上年上升 2.67 个百分点。

期间费用方面，公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2016 年共计发生管理费用 1.16 亿元，同比增长 43.92%；财务费用 0.83 亿元，同比增长 163.18%，主要系公司为完成产业并购增加融资规模所致；销售费用 0.71 亿元，同比减少 8.04%，主要系制造业务营业收入降低，销售费用相应减少所致。总体来看，公司 2016 年共计发生期间费用 2.70 亿元，三费收入占比 20.13%，公司整体期间费用控制力度较好。

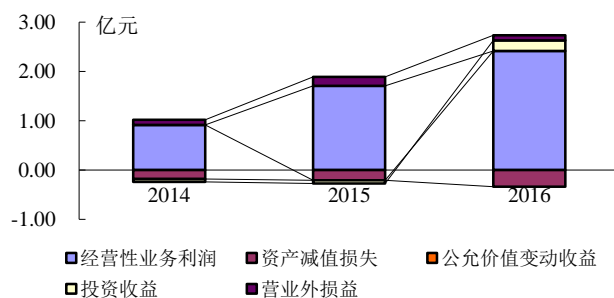
表 6：2014~2016 年公司期间费用分析

单位：亿元、%			
	2014	2015	2016
销售费用	0.41	0.77	0.71
管理费用	0.62	0.81	1.16
财务费用	-0.05	0.31	0.83
三费合计	0.98	1.89	2.70
营业总收入	7.24	11.19	13.40
三费收入占比	13.49	16.91	20.13

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2016 年，受益于收入规模的增长，公司当年实现经营性业务利润 2.41 亿元，同比增长 41.27%。同期，投资收益 0.23 亿元，主要为公司对外股权投资项目顺利退出获得的收益；营业外收益 0.10 亿元，主要是政府补助等。同时，2016 年公司资产减值损失 0.34 亿元，其中应收账款坏账损失 0.32 亿元，其余为存货跌价损失。整体来看，受益于经营性业务利润和投资收益的增长，公司 2016 年利润总额为 2.40 亿元，同比增长 48.80%。

图 4：2014~2016 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，公司相继完成系列收购后，向文化领域的转型进一步推进，营业收入和净利润均有所增长。

偿债能力

EBITDA 获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2016 年主要受益于利润总额的增长，公司 EBITDA 增至 3.91 亿元，同比增长 53.80%。同期，公司折旧和利息支出分别为 0.53 亿元和 0.94 亿元。

从偿债能力指标来看，2016 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.32 倍和 4.18 倍；经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.07 倍和 1.22 倍。整体看，公司 EBITDA、经营活动净现金对债务本息的保障程度尚可。

表 7：2014~2016 年公司偿债能力分析

项目	2014	2015	2016
总债务（亿元）	11.29	8.93	16.92
短期债务（亿元）	11.29	8.73	10.55
利息支出（亿元）	0.19	0.39	6.37
EBITDA（亿元）	1.34	2.54	3.91
经营净现金流（亿元）	-3.05	1.95	1.14
经营净现金流/总债务（X）	-0.27	0.22	0.07
经营活动净现金/利息支出（X）	-15.83	5.06	1.22
总债务/EBITDA（X）	8.44	3.51	4.32
EBITDA 利息倍数（X）	6.94	6.59	4.18

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2016 年末，公司获得各家银行授信额度总计人民币 10.01 亿元，未使用额度 0.85 亿元，备用流动性不足。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司无对外担保等重大或有事项。

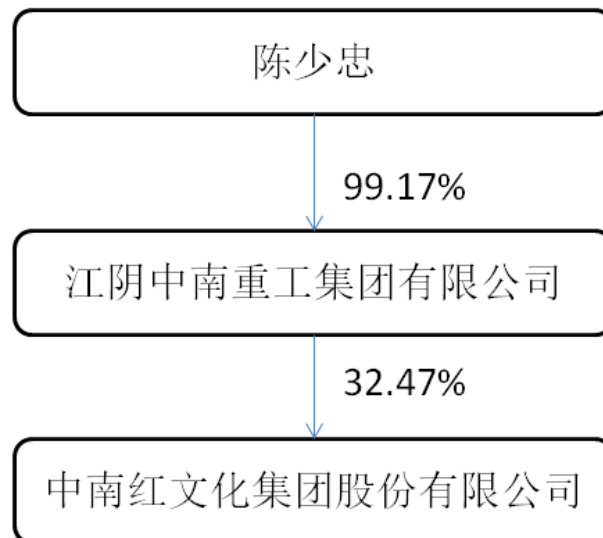
总体来看，近年随着公司跨行业的成功并购，文化娱乐业板块快速发展，公司资产规模和收入规模呈现持续增长态势，财务杠杆比率处于合理水平，稳定的毛利空间和良好的获现能力为公司的债务偿还提供较有力保障。同时，文化娱乐业受到国家较为严格的监管，受政策影响较大，公司也可能面临跨行业的经营风险，中诚信证评将对此保持持续关注。

结论

综上，中诚信证评维持中南文化主体信用等级为 AA⁻，评级展望稳定，维持“中南红文化集团股份

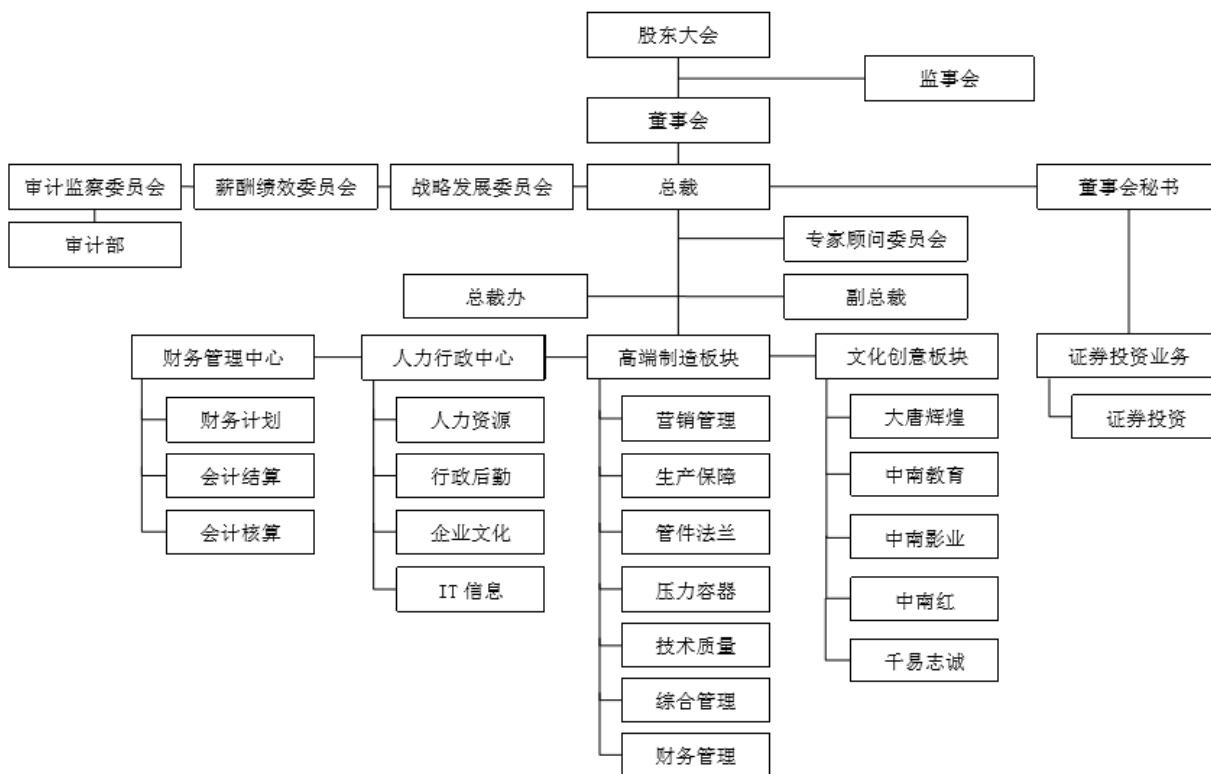
有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级为 **AA⁻**。

附一：中南红文化集团股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：中南红文化集团股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：中南红文化集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	30,224.99	16,776.46	50,263.25
应收账款净额	47,820.75	92,972.63	101,018.15
存货净额	48,772.52	62,943.00	61,665.13
流动资产	163,730.87	204,271.94	280,822.61
长期投资	15,750.71	21,340.84	96,668.91
固定资产	60,069.87	63,135.78	61,498.87
总资产	251,377.34	365,523.93	630,503.05
短期债务	112,879.40	87,268.00	105,455.00
长期债务	0.00	2,000.00	63,726.54
总债务（短期债务+长期债务）	112,879.40	89,268.00	169,181.54
总负债	147,088.32	149,230.45	262,708.72
所有者权益（含少数股东权益）	104,289.02	216,293.47	367,794.33
营业总收入	72,434.42	111,934.88	133,959.03
三费前利润	18,927.18	36,007.90	51,100.09
投资收益	-610.02	-681.09	2,182.54
净利润	6,531.97	13,910.59	21,154.55
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	13,369.55	25,446.68	39,137.74
经营活动产生现金净流量	-30,486.65	19,537.19	11,394.11
投资活动产生现金净流量	-17,882.86	-25,192.41	-151,394.30
筹资活动产生现金净流量	18,680.19	12,946.12	167,390.09
现金及现金等价物净增加额	-29,689.31	7,402.82	27,433.61
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	26.65	32.86	39.03
所有者权益收益率（%）	6.26	6.43	5.75
EBITDA/营业总收入（%）	18.46	22.73	29.22
速动比率（X）	0.78	0.96	1.10
经营活动净现金/总债务（X）	-0.27	0.22	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.27	0.22	0.11
经营活动净现金/利息支出（X）	-15.83	5.06	1.22
EBITDA 利息倍数（X）	6.94	6.59	4.18
总债务/EBITDA（X）	8.44	3.51	4.32
资产负债率（%）	58.51	40.83	41.67
总资本化比率（%）	51.98	29.21	31.51
长期资本化比率（%）	0.00	0.92	14.77

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

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。

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。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。