



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪 265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
二零一六年六月二十一日

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（2016）

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	2015/6/25		
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	2013	2014	2015	2016.3
所有者权益（亿元）	9.85	10.43	21.63	21.86
总资产（亿元）	23.43	25.14	36.55	37.33
总债务（亿元）	10.02	11.29	8.93	9.28
营业总收入（亿元）	11.73	7.24	11.19	1.40
营业毛利率（%）	14.36	26.65	32.86	34.72
EBITDA（亿元）	1.02	1.34	2.54	-
所有者权益收益率（%）	5.15	6.26	6.43	2.71
资产负债率（%）	57.95	58.51	40.83	41.43
总债务/EBITDA（X）	9.84	8.44	3.51	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.28	6.94	6.59	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2016 年 1~3 月的所有者权益收益率经过年化。

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

2016 年 6 月 21 日

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。2015 年度，公司完成对部分传媒公司的收购，自有资本提升，业绩收入大幅增加，未来具有较好的发展前景。同时，我们也关注到公司仍面临跨行业的经营风险、行业竞争日趋激烈、宏观经济下行压力较大以及短期偿债压力较大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

- 影视传媒行业保持增长势头。2015 年，我国电视剧市场需求旺盛，“好口碑”和“大制作”的电视剧将成为重点。同期，我国国内电影票房实现收入 440.69 亿元，较上年度同比增加 48.69%，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。
- 成功实现收购，自有资本实力大幅增强。公司于 2015 年完成对大唐辉煌传媒有限公司、上海千易志诚文化传媒有限公司的收购，业绩收入并入上市公司，同时参股优质传媒文娱公司及设立文化投资基金，公司本年度资产规模及权益规模大幅提升。2015 年末，公司净资产由去年末的 10.43 亿元增加至 21.63 亿元，自有资本实力大幅增加。
- 公司的管件和管系产品获得了国内外多个权威机构的产品质量认证，同时，公司仍保持中石化、中石油等多家公司的供应商资格，有利于维持公司产品的市场稳定性。
- 盈利能力增强。2015 年通过并购新增传媒业务，营业总收入由上年的 7.24 亿元增加至 11.19

亿元，增长 55.94%；净利润由上年的 0.65 亿元增加至 1.39 亿元，增长 113.85%。

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、发行均需要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。
- 短期债务压力较大。截至 2015 年末，公司总债务 8.93 亿元，其中短期债务 8.73 亿元，公司总债务规模虽有所减少，仍存在较大的短期债务压力。

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。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。

本次债券更名事项

中南红文化集团股份有限公司 2016 年 6 月 6 日发布《江阴中南重工股份有限公司面向合格投资者公开发行 2015 年公司债券更名公告》（以下简称“公告”），公告称：由于本次债券发行跨年度，同时由于公司名称变更为“中南红文化集团股份有限公司”，并且按照深圳证券交易所公司债券命名惯例，在征得主管部门同意后，本次债券名称由“江阴中南重工股份有限公司面向合格投资者公开发行 2015 年公司债券”变更为“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”，本次债券一次性发行，债券简称确定为“16 中南债”。本次债券名称变更不改变原签订的与本次债券发行相关的法律文件效力，原签署的相关法律文件对更名后的公司债券继续具有法律效力。前述法律文件包括但不限于：《江阴中南重工股份有限公司面向合格投资者公开发行 2015 年公司债券之债券持有人会议规则》、《江阴中南重工股份有限公司面向合格投资者公开发行 2015 年公司债券之受托管理协议》以及《江阴中南重工股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告》。

公司重大事项

2015 年，公司为进一步向大文化方向发展，斥资 10.00 亿元全额收购大唐辉煌传媒有限公司（以下简称“大唐辉煌”），从 2015 年 1 月 1 日起纳入合并报表；2.60 亿元收购上海千易志诚文化传媒有限公司（以下简称“千易志诚”），从 2015 年 7 月 1 日起纳入合并报表。

另外，公司通过中南基金参股上海艾企锐文化传播有限公司、北京首印传媒有限公司；直接投资北京卓然影业有限公司等优质传媒文娱公司；成立了江苏中南影业有限公司、江阴中南红影视文化产品开发有限公司等影视公司；投资 1.634 亿元与芒果传媒、快乐购共同设立湖南芒果盈通创意文化投资合伙企业（有限合伙）；与南京艺术学院、江阴市人民政府签订了《合作办学框架协议》，三方共同筹划在江阴市辖区内联合举办一所实用新型的本科艺术院校；对接湖南卫视，完善文娱平台，在

一期规模 5 亿的芒果传媒文化投资基金投资完成后，投资 5.10 亿元与芒果传媒、易泽资本共同设立芒果文创（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙），投资以大文化产业为核心的电影、电视剧、综艺节目、音乐、动漫、体育、移动互联网应用等文化创意类项目。

自 2015 年 10 月 28 日起，公司开始筹划投资北京新华先锋文化传媒有限公司（简称“先锋文化”）。先锋文化是一家专业从事文学内容产业的综合性 IP 文化机构，属中国出版创意产业园企业，依托强大的品牌销售系统和作者资源优势，弘扬本土优秀原创文化，在业内拥有优良的口碑。

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 2016 年 3 月底广电总局新数据显示，2015 年全年全国共计生产完成并获得发行许可的剧目共计 394 部，较 2014 年的 429 部有一定下滑，但是集数却由 15,983 集上升至 16,540 集，单部剧的时长在增加。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”的电视剧成为明年的重点。“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。2015 年，中国电影票房由 2014 年 293 亿元增加至 440 亿元，内地市场观影人次高达 11.40 亿，中国观影人数量庞大且仍在稳步增长中。

“一剧两星”的实施将对中小型制造公司的经营形成一定压力

自 2015 年 1 月 1 日起，广电总局实施“一剧两星”“一晚两集”的产业政策以来，从原来的“一剧四星”变为“一剧两星”之后，卫视的电视剧播出差异化增强，一线强势平台加强了对“大剧”、优质剧的垄

断。同时，连播剧下降，更多的二、三线卫视采用跟播的策略，使整个产业的差距拉大。不容忽视的是，“四星”变“两星”之后，直接导致卫视购剧的平均单集成本增加，但是作为上星剧目的首轮发行收入则整体下降。

一剧两星会让电视剧制作单位面临全新的洗牌。一些大的电视剧制作公司，可能会推出更多的精品去抢占市场。而一些小的制作公司，则会在竞争中渐渐萎缩，甚至会倒闭。好的剧本和团队会变成稀缺资源。

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

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。2014年，《中国好声音3》、《爸爸去哪儿2》、《我是歌手2》等保持前期的高收视率，而《奔跑吧！兄弟》、《花儿与少年》等新节目收视亦表现不俗。其中，《中国好声音3》收视率突破4%，远胜于电视剧。同时，网络电视剧从悄然兴起到形成强劲势头。2014年以《万万没想到》、《灵魂摆渡》、《暗黑者》等为代表的多部网络剧在互联网掀起热潮，不仅在播放量上屡屡攀高，而且获得了网友的高度关注和认可。2015年，由网络剧《屌丝男士》衍生的大电影《煎饼侠》斩获了11亿元的超高票房，爱奇艺网站独播剧《盗墓笔记》凭借原作的高人气基础，加之一线明星阵容，率先开启“会员付费先看”的盈利模式。

近年来，各类综艺节目及网络剧的收视热潮等因素使得电视台对电视剧投入的资源和关注度有所流失，进一步加大了电视剧行业的生存压力。

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。2012年以来，我国规模以上金属制品业工业增加值月度同比增长率均高于全国规模以上工业增加值月度同比增长率。同时，金属制品

行业增速有所放缓，2015年，我国规模以上金属制品业工业增加值增长率为7.40%，较上年减少4.20个百分点。

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。2011年以来，中国原油加工量、天然气产量、原煤产量和发电量保持增长。2015年，我国原油加工量约5.22亿吨，同比增长3.80%，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。2015年，全国承接新船订单2,916万载重吨，同比下降42.85%；同期，全国造船完工3,922万载重吨，同比增长0.44%，占全球市场的份额为40.80%，仍居世界前列。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

2015年，公司保持良好发展态势，当年实现营业收入11.19亿元，同比增长54.53%，具体看来，公司制造板块业务实现收入6.25亿元，同比降低13.65%；文化娱乐板块业务实现收入4.94亿元，同比增加100%。

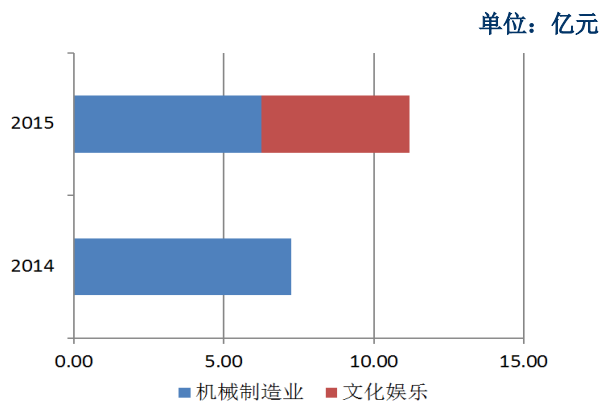
表1：2015年公司各板块经营情况

单位：亿元、%

	2015			
	收入	毛利率	占比	增幅
机械制造业	6.25	20.91	55.88	-13.65
文化娱乐	4.94	47.99	44.12	100.00
合计	11.19	32.86	100.00	54.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

图 1：2014~2015 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

公司收购大唐辉煌、千易志诚后仍处在重组过渡期，同时通过设立文化投资基金等方式逐渐布局文化产业，公司仍面临业务重组及跨行业经营管理等风险

公司自 2014 年开始涉足文化娱乐领域以来，通过并购行业内龙头公司和聘请行业领军人才为公司打造优质内容和集结优秀人才的生态平台。2015 年公司耗资 10.00 亿元完成对大唐辉煌的并购，2015 年大唐辉煌营收 4.62 亿元，较上年增长 8.68%；营业利润 1.46 亿元，较上年增长 27.62%；利润总额 1.56 亿元，较上年增长 24.06%；耗资 2.60 亿元完成对千易志诚的收购，2015 年千易志诚实现营业收入 0.51 亿元，净利润 0.27 亿元。2015 年公司通过中南基金参股上海艾企锐文化传播有限公司、北京首印传媒有限公司；并直接投资北京卓然影业有限公司等优质传媒文娱公司的持股，布局电影互联网宣传发行。2015 年公司成立了江苏中南影业有限公司，已成为集电影策划、投资、宣发一体的规模公司，当年度与千易志诚各出资 1,300 万元投资了电影《我的战争》。另外，公司成立了江阴中南红影视文化产品开发有限公司，并与中国艺术交易所签订战略合作协议。2015 年，公司投资 1.634 亿元与芒果传媒、快乐购共同设立湖南芒果盈通创意文化投资合伙企业（有限合伙）。

公司已初步形成了网红养成、成熟经纪公司打造、优质 IP 内容嫁接、中南影业大唐辉煌公司产品生产、游戏及文化产品公司的衍生品开发销售，从成熟明星 IP 的开发维护及优质明星 IP 的孵化与打造，到抢占代表发展方向和流量入口的智能硬件、

文化内容平台的渠道公司的布局，推动传媒影视行业的明星的工业化培养进程的影视生态平台，极大增强了公司的整体竞争能力。

作品方面，大唐辉煌在 2014 年度取得发行许可证的部分电视剧有《下一站婚姻》、《零度较量》、《我的媳妇是女王》、《北京一家人》、以及合拍片《北平无战事》、《兄弟兄弟》、《战火连天》、《想明白了再结婚》、《欢天喜地对亲家》、《麻雀春天》等剧。2015 年取得电视剧发行许可证的电视剧有《守婚如玉》、《同谋者》、《欢天喜地过大年》等电视剧。2015 年公司共有 7 部电视剧共计 259 集电视剧实现了在各大卫视的播出，分别为《猎魔》、《麻雀的春天》、《想明白了再结婚》、《下一站婚姻》、《我的媳妇是女王》、《岁月如金》、《乱世书香》。

总体来看，大唐辉煌凭借在业内较高的知名度和影响力，培养和吸引了一大批国内优秀的电视剧专业人才，整合了较为全面的电视剧业内资源，建立起一整套针对电视剧行业的独特运营管理体系，形成了企业品牌、业内资源、运营机制、专业人才以及合作伙伴等各方面的整体竞争优势，未来具有较好的发展前景。

管件、法兰和压力容器仍然是公司制造业务的主要构成；2015 年，随着宏观经济下滑，新增产能未能充分释放，制造业务收入和毛利减少

2015 年度，公司制造板块受国内宏观经济影响，所处下游行业特别是石油、化工行业投资减缓、需求减少，造成整体管件、压力容器行业景气度下滑。公司根据市场形势需要重新调整了整体布局，做到了设备和人员的优化，有利于公司制造业的产能与毛利率的进一步提升。但在 2015 年度，中石化、中石油、中国神化等大型石油、化工企业，对外投资明显缩减，并且原有开工项目也出现暂停状况，对外需求减少，造成公司订单量的减少，扩大的产能未能发挥作用。2015 年，公司管理层积极应对行业的竞争激烈风险，进行了客户结构调整，加强了应收帐款的管理，将客户根据风险进行分类，与一批风险较高的客户改由现款现货结算。2015 年，公司继续重视并加大科技、研发投入的力量，一方面

通过激励的方式鼓励员工对产品或工艺流程进行优化建议，一方面积极申报各类专利发明，2015 年公司已申请发明专利 23 项，实用新型 31 项，至报告期累计获得发明专利 9 项，实用新型 64 项，外观设计 1 项。

分产品来看，公司是目前国内大的工业金属管件制造商，主要产品为管件、法兰、管系和压力容器，资质齐全。其中管件、法兰和压力容器收入为金属制造业板块业务收入最重要的收入来源，2015 年上述三项收入占制造业板块收入比重分别为 34.88%、35.04%和 26.72%。

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	2013		2014		2015	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
管件	2.69	22.93	3.00	41.44	2.18	34.88
法兰	1.31	11.17	2.18	30.11	2.19	35.04
管系	0.02	0.17	0.03	0.41	0.02	0.32
压力容器	2.17	18.50	2.02	27.90	1.67	26.72
材料	0.01	0.09	-	-	0.16	2.56
铜铝金属贸易	5.54	47.23	-	-	-	-
其他	0.01	0.09	0.02	0.28	0.03	0.48
合计	11.73	100	7.24	100	6.25	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。2015 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，2015 年，管件、法兰、管系和压力容器的产能利用率分别为 62.91%、93.33%、7.69%和 74.44%。

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	2013		2014		2015	
	产量	产能	产量	产能	产量	产能
管件	1.85	1.83	1.68	2.13	1.34	2.13
法兰	0.49	0.45	0.98	0.90	0.84	0.90
管系	0.02	0.39	0.03	0.39	0.03	0.39
压力容器	0.69	0.65	0.84	0.90	0.67	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。公司生产所需的原材料主要为钢板、钢管、圆钢等钢铁制品，原材料成本约占公司营业成本的 70%。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，公司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。公司主要从江苏省无锡市等地进行采购，公司与供应商建立了长期合作关系，原材料供应较稳定。

表 4：主要原材料采购量和价格情况

单位：吨、万元/吨

原料	2013		2014		2015	
	采购量	单价	采购量	单价	采购量	单价
碳钢管	7,684.00	0.49	5,534.65	0.68	4,190.82	0.47
不锈钢管	5,937.00	3.43	2,575.98	2.76	1,761.90	1.77
碳钢板	6,140.00	0.42	10,379.12	0.47	6,695.60	0.34
不锈钢板	4,198.00	1.76	4,292.54	1.91	3,788.02	1.37
复合板	1,733.00	2.14	220.12	1.09	1,287.55	0.94

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、造船等行业，公司取得了中石化、中石油等多家公司的供应商资格，并与其建立了长期稳定的合作关系，拥有较为稳定的客户资源。但由于公司下游客户普遍存在付款流程较长等特点，公司应收账款回款速度相对较慢。公司管件、法兰和管系产品主要销往化工、电力和船舶行业客户，压力容器主要销往化工行业客户。从销售方式来看，公司在国内采取直销方式，在国外采取直销和经销相结合的方式；定价机制方面，公司在核算生产成本及相关费用的基础上，加成一定的利润空间，并综合考虑其他因素后向客户报价。

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。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，同时由于公司下游客户多为国内大型石油化工企业子公司或大型造船企业付

款流程较长，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。

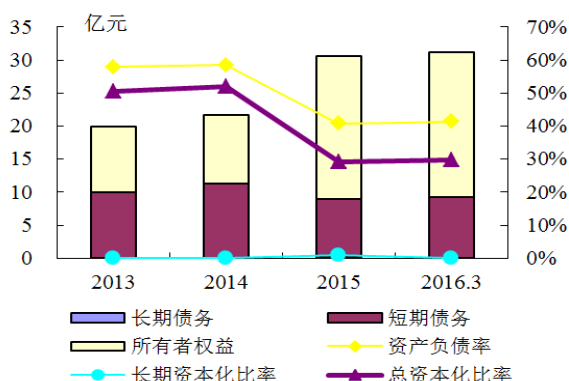
财务分析

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 2013~2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年一季度财务报告。其中 2013、2014 年数据采用 2014、2015 年审计报告年初重述数。

资本结构

2015 年，由于对大唐辉煌和千易志诚的成功收购，公司资产及负债规模均有所增长。截至 2015 年末，公司总资产为 36.55 亿元，同比增长 45.41%；同期，公司负债总计为 14.92 亿元，同比增长 1.46%。净资产方面，随着留存利润的积累以及非公开增发的完成，公司自有资本实力不断增强，截至 2015 年末，其所有者权益（含少数股东权益）为 21.63 亿元，同比增长 107.40%。截至 2016 年 3 月末，公司资产总额为 37.33 亿元，负债总额为 15.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 21.86 亿元。

图 2：2013~2016.3 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，公司资产以流动资产为主，截至 2015 年末，公司流动资产为 20.43 亿元，占总资产的比重为 55.88%，流动资产主要由应收账款、存货、预付款项和货币资金构成，截至 2015 年末，上述四者占流动资产的比例分别为 45.51%、30.81%、9.28%和 8.21%。应收账款方面，随着业务规模扩

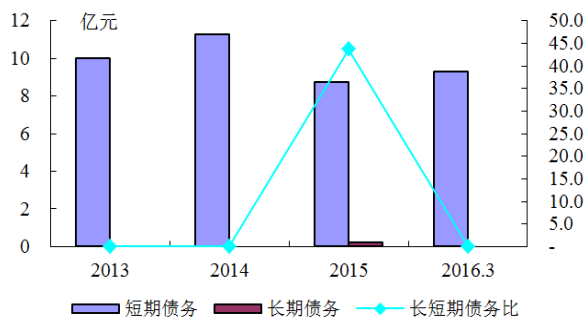
大，公司应收账款余额亦呈上升态势，截至 2015 年末达到 9.30 亿元，较上年末增长 94.42%，主要系公司销售收入的增加所致，其中期限在 1 年以内的应收账款占比 66.78%。受制造业结算方式的影响，公司应收账款回收效率较低，但考虑到公司整体客户资质优良，账款回收较有保障。存货方面，随着公司业务规模的不断扩大，公司存货规模为 6.29 亿元，较去年增长 29.05%，计提存货跌价准备 0.02 亿元。货币资金方面，截至 2015 年末，公司货币资金为 1.68 亿元，较上年减少 44.49%，主要系公司制造业务销售结算方式的变化以及对文化产业的持续投资所致。截至 2016 年 3 月末，公司流动资产为 20.41 亿元，其中应收账款、存货、预付款项和货币资金占流动资产的比重分别为 43.68%、30.92%、15.66%和 8.25%。非流动资产方面，截至 2015 年末，公司非流动资产为 16.13 亿元，占总资产的比率为 44.12%。非流动资产主要由固定资产和商誉构成，二者占非流动资产的比重分别为 39.13%和 37.90%。截至 2015 年末，公司商誉为 6.11 亿元，主要系非同一控制下企业合并形成，公司均按会计准则要求测试及计提相应减值准备。截至 2015 年末，公司固定资产余额为 6.31 亿元，主要是房屋建筑物和机器设备等。截至 2016 年 3 月末，公司非流动资产为 16.92 亿元，其中固定资产和商誉占非流动资产比重分别为 36.68%和 36.11%。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，截至 2015 年末流动负债为 14.72 亿元，占总负债的 98.66%。流动负债构成方面，截至 2015 年末，公司流动负债主要为短期借款、应付账款、其他应付款和应付票据，上述四项占流动负债比重分别为 51.47%、18.25%、13.52%和 7.80%。其中应付账款 2.69 亿元均为应付采购款；截至 2015 年末短期借款余额 7.58 亿元，主要为保证借款 3.36 亿元、抵押借款 3.29 亿元，其余为保理借款。截至 2015 年末应付票据余额 1.15 亿元，其中银行承兑汇票 0.85 亿元，商业承兑汇票 0.30 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司流动负债为 15.46 亿元，其中短期借款、应付账款、其他应付款和应付票据占流动负债的比重分别为 50.94%、18.75%、14.62%和 9.05%。

财务杠杆水平方面，截至 2015 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 40.83%和 29.21%，分别同比下降 17.68 个百分点和 22.77 个百分点，财务杠杆比率有所优化且处于合理水平。截至 2016 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.43%和 29.79%。

从债务规模来看，截至 2015 年末，公司总债务为 8.93 亿元，同比减少 20.92%，其中短期债务 8.73 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短期债务弥补，截至 2015 年末，公司短期债务 8.73 亿元，长期债务 0.20 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）43.63 倍，公司短期债务占比过高，短期偿债压力较大。截至 2016 年 3 月末，公司总债务为 9.28 亿元，全部为短期债务。

图 3：2013~2016.3 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，但短期债务占比过高，债务期限结构有待优化。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

2015 年，公司当年实现营业收入 11.19 亿元，同比增长 54.53%，具体看来，公司机械制造业板块实现收入 6.25 亿元，同比减少 13.65%；文化娱乐板块实现收入 4.94 亿元，同比增加 100%。2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 1.40 亿元。

表 5：公司 2015 年分板块收入和毛利率情况

单位：亿元、%

	收入	收入增长率	毛利率	毛利率同比变化
机械制造业	6.25	-13.65	20.91	-5.74
文化娱乐	4.94	100	47.99	100
营业收入合计	11.19	54.53	32.86	6.21

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2015 年公司毛利率为 32.86%。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。2015 年公司机械制造业板块毛利率为 20.91%，同比下降 5.74 个百分点；公司文化娱乐板块营业毛利率为 47.99%。2016 年 1~3 月，公司毛利率为 34.72%。

期间费用方面，公司期间费用以管理费用和销售费用为主，2015 年共计发生管理费用 0.81 亿元，同比增长 30.62%，销售费用 0.77 亿元，同比增长 86.55%，主要系本期合并了大唐辉煌、千易志诚 0.30 亿元的销售费用所致。总体来看，公司 2015 年共计发生期间费用 1.89 亿元，三费收入占比为 16.91%，公司整体期间费用控制力度较好。2016 年 1~3 月，公司共发生期间费用 0.40 亿元，三费收入占比为 28.60%。

表 6：2013~2015 年公司期间费用分析

单位：百万元

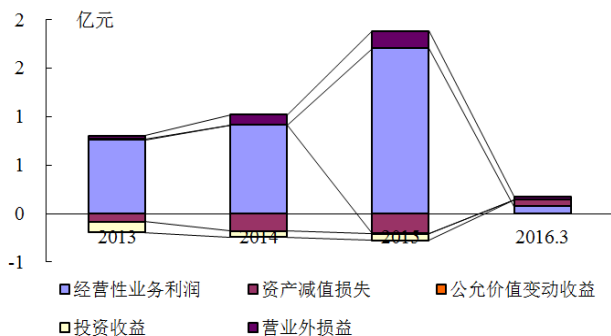
	2013	2014	2015
销售费用	33.47	41.35	77.14
管理费用	56.54	61.82	80.74
财务费用	0.53	5.45	31.35
三费合计	89.48	97.71	189.24
营业总收入	1,172.96	724.34	1,119.35
三费收入占比	7.63%	13.49%	16.91%

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。2015 年，受益于收入规模的增长，公司当年实现经营性业务利润 1.71 亿元，同比增长 86.60%。公司营业外收益主要是政府补助 0.14 亿元和合同违约赔偿 0.04 亿元。整体来看，受益于经营性业务利润和营业外收益的增长，公司 2015 年利润总额为 1.61 亿元，同比增长 107.16%。2016 年 1~3 月，公司利润总额为 0.18 亿元，其中经营性业

务利润 0.08 亿元。

图 4：2013~2016.3 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，公司通过完成对大唐辉煌、千易志诚的并购，成功转型文化板块，公司经营规模稳步增长，营业收入和净利润均大幅增加。长期来看，受益于国内文化娱乐市场容量的增长，其收入规模和盈利能力有望得到进一步增强。

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。2015 年主要受益于利润总额的增长，公司 EBITDA 增至 2.54 亿元，同比增长 90.33%。同期，公司折旧和利息支出分别为 0.52 亿元和 0.39 亿元。

从偿债能力指标来看，2015 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.51 倍和 6.59 倍，较上年分别下降 4.93 和 0.35 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 0.22 和 5.06 倍。整体看，公司 EBITDA、经营活动净现金对债务本息的保障程度很高。2016 年 1~3 月，公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.35 和 6.53 倍。

表 7：2013~2016.3 公司偿债能力分析

项目	2013	2014	2015	2016.3
总债务（亿元）	10.02	11.29	8.93	9.28
短期债务（亿元）	10.02	11.29	8.73	9.28
利息支出（亿元）	0.24	0.19	0.39	0.12
EBITDA（亿元）	1.02	1.34	2.54	-
经营净现金流（亿元）	1.47	-3.05	1.95	0.80
经营净现金流/总债务(X)	0.15	-0.27	0.22	0.35
经营活动净现金/利息支出(X)	6.16	-15.83	5.06	6.53
总债务/EBITDA(X)	9.84	8.44	3.51	7.76
EBITDA 利息倍数(X)	4.28	6.94	6.59	-

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 2015 年末，公司获得各家银行授信额度总计人民币 9.94 亿元，未使用额度 2.03 亿元，备用流动性较充足。

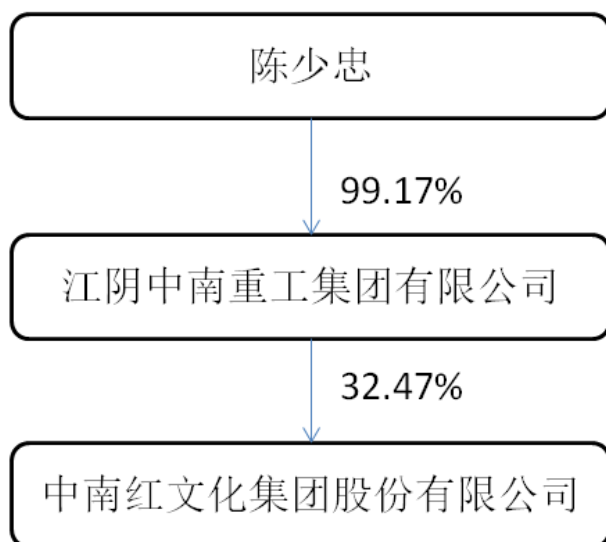
截至 2015 年 12 月 31 日，公司无对外担保等重大或有事项。

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

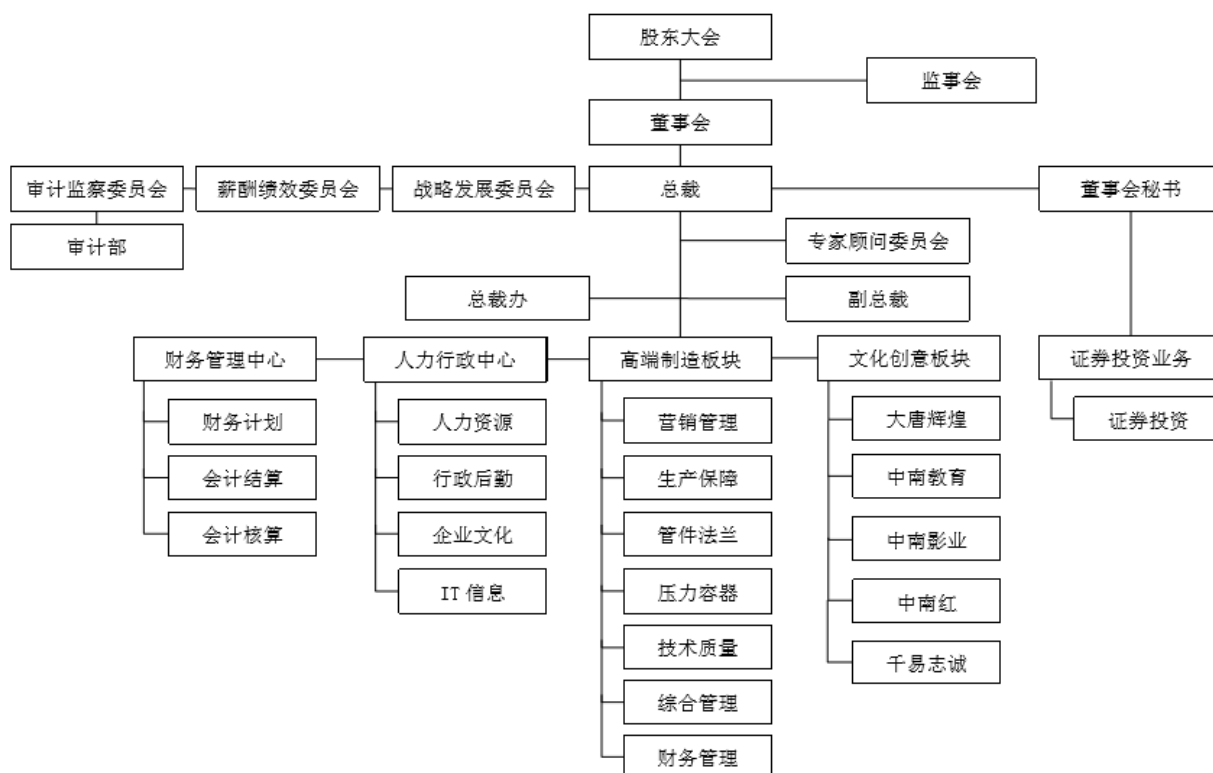
综上，中诚信证评维持中南文化主体信用等级为 AA⁻，评级展望稳定，维持中南红文化集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券信用等级为 AA⁻。

附一：中南红文化集团股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 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 3 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）	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	59,682.48	30,224.99	16,776.46	16,835.00
应收账款净额	39,153.81	47,820.75	92,972.63	89,131.68
存货净额	42,494.42	48,772.52	62,943.00	63,097.80
流动资产	164,807.24	163,730.87	204,271.94	204,060.64
长期投资	2,874.61	15,750.71	21,340.84	33,414.89
固定资产合计	53,785.67	60,069.87	63,135.78	62,070.37
总资产	234,252.74	251,377.34	365,523.93	373,279.71
短期债务	100,249.95	112,879.40	87,268.00	92,778.00
长期债务	0.00	0.00	2,000.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	100,249.95	112,879.40	89,268.00	92,778.00
总负债	135,755.96	147,088.32	149,230.45	154,649.16
所有者权益（含少数股东权益）	98,496.77	104,289.02	216,293.47	218,630.55
营业总收入	117,296.30	72,434.42	111,934.88	13,953.39
三费前利润	16,568.84	18,927.18	36,007.90	4,769.95
投资收益	-1,127.34	-610.02	-681.09	6.32
净利润	5,076.94	6,531.97	13,910.59	1,483.01
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	10,187.67	13,369.55	25,446.68	-
经营活动产生现金净流量	14,685.59	-30,486.65	19,537.19	8,024.48
投资活动产生现金净流量	-11,456.65	-17,882.86	-25,192.41	-25,621.39
筹资活动产生现金净流量	-13,606.62	18,680.19	12,946.12	12,915.28
现金及现金等价物净增加额	-10,377.68	-29,689.31	7,402.82	-4,681.63
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率（%）	14.36	26.65	32.86	34.72
所有者权益收益率（%）	5.15	6.26	6.43	2.71
EBITDA/营业总收入（%）	8.69	18.46	22.73	-
速动比率（X）	0.90	0.78	0.96	0.91
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	-0.27	0.22	0.35
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	-0.27	0.22	0.35
经营活动净现金/利息支出（X）	6.16	-15.83	5.06	6.53
EBITDA 利息倍数（X）	4.28	6.94	6.59	-
总债务/EBITDA（X）	9.84	8.44	3.51	-
资产负债率（%）	57.95	58.51	40.83	41.43
总资本化比率（%）	50.44	51.98	29.21	29.79
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	0.92	0.00

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2016 年 1~3 月的所有者权益收益率经过年化。

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。