



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪433号

上海新文化传媒集团股份有限公司：

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“上海新文化传媒集团股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期）”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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十二日

上海新文化传媒集团股份有限公司 2016 年 面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	上海新文化传媒集团股份有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
债券代码	112424.SZ		
债券简称	16 文化 01		
存续期限	2016/08/05~2021/08/05		
上次评级时间	2017/05/24		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

概况数据

新文化	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	26.68	28.31	30.14
总资产（亿元）	37.23	44.45	51.29
总债务（亿元）	4.91	13.63	17.84
营业总收入（亿元）	10.26	11.13	12.33
营业毛利率（%）	46.31	38.28	38.27
EBITDA（亿元）	3.89	4.43	4.10
所有者权益收益率（%）	9.31	9.31	8.17
资产负债率（%）	28.33	36.31	41.23
总债务/EBITDA（X）	1.26	3.07	4.35
EBITDA 利息倍数（X）	17.88	9.38	5.08

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。

分析师

张亮 xpliang@ccxr.com.cn

王璐 lwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 22 日

基本观点

2017 年，公司电影业务布局取得进展，广告业务收入稳定增长，同时良好的品牌优势和客户资源优势也对公司未来业务发展及信用水平形成了有力支撑。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到影视行业易受政策影响、行业竞争日趋激烈及应收账款规模较大等因素对公司信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持上海新文化传媒集团股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“上海新文化传媒集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA。

正 面

- 电影业务布局取得进展。2017 年公司在电影业务板块进一步加大投资，公司投资周星驰先生的 PDAL 40% 股权，双方建立了良好的业务合作体系；同时，公司加速落地电影《轩辕剑》、《美人鱼 2》，电视剧《天河传（仙剑奇侠传 4）》、《美人鱼》，电影及电视剧《大富翁》等大 IP 影视剧及电影的孵化，出品及发行。
- 良好的品牌形象。公司出品的影视剧产品不但获得良好的口碑，还多次获得“五个一工程”优秀作品奖、“金鹰奖”、“飞天奖”等全国各大奖项的肯定。2017 年内播出的《轩辕剑之汉之云》荣获《中国广播影视杂志社》TV 地标中国电视媒体综合实力大型调研“年度优秀剧集”。
- 客户资源优势。一方面公司与全国各大省级及地面电视台，网络播放平台等客户建立了良好的合作关系。另一方面由于广告发布业务主要客户集中于国际、国内知名企业，积累了丰富的广告客户资源。

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。
- 市场竞争加剧的风险。目前，电视剧行业政策准入门槛较低，制作机构数量众多，市场分散，竞争比较充分。因此，越来越多影视制作机构通过并购重组、IPO 等资本运作方式迅速壮大规模，加剧了文化传媒行业的激烈竞争。
- 应收账款规模较大。截至 2017 年末，公司应收账款为 8.36 亿元，经营性净现金流为 2.95 亿元。公司应收账款对象大部分系广告公司，回款周期较长，计提坏账准备较多，需关注应收账款回收风险。

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债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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。

行业分析

2017 年中国电影市场规模继续扩大，但爆发式增长不再；同时电影票房呈分化态势，优质影片集中度凸显

中国电影市场规模在过去 5 年持续增长，电影票房收入从 2011 年的 131.15 亿元增长至 2016 年的 492.83 亿元，年均复合增长率达到 30.31%；但 2016 年中国电影票房收入增长率仅为 11.83%，增速明显放缓。2017 年以来，中国电影票房增速有所回暖，但随着人口和渠道红利的下降，中国电影票房增速难以回到 2015 年以前的高增速，2017 年全国总票房为 559.11¹亿元，同比增长 13.45%。

从观影人次来看，据艺恩咨询统计，2017 年，全国城市院线观影人次达 16.2 亿人次，同比增长 18.1%，增速较 2016 年提升 9.2 个百分点。总人口人均观影次数为 1.17 次，首次超过 1 次；长期来看，我国人均观影人次对比韩国人均 3.5 次及美国人均 3.8 次仍有较大的增长空间。2017 年全国影院数达到 9,169 家，同比增长 17%；银幕总数达到 51,021 块，同比增长 21%。2017 年，我国电影单银幕产出 109 万元，较 2016 年的 111 万元继续下降。我国电影市场在 2013~2015 年间呈高速增长态势，主要是影院及银幕数供给增长释放的人口红利，这一期间内单银幕票房产出持续上升，2016 年以来，渠道供给释放的观影人口红利已释放充分，银幕数高增长难以成为票房增长的主要动力，单银幕产出票房呈下降态势。

从影片供给来看，我国国产电影产量已初具规模，2017 年全国共生产电影故事片 798 部，动画电影 32 部、科教电影 68 部、纪录电影 44 部、特种电影 28 部，总计 970 部。受制于影片的品质、发行渠道和宣传能力，2017 年国内影院放映的影片总量仅为 466 部，其中国产片 349 部。从上映电影的票房分布来看，2017 年全年国内上映影片共有 95 部电影票房破亿，其中，15 部电影内地票房突破

10 亿元，数量占上映影片总数的 3.2%，总票房达 258 亿元，占总票房比达 46%，而全国上映的大部分影片票房不足 1,000 万元。2017 年，观众对电影内容回归理性，其中，《战狼 2》以 56.8 亿元的票房刷新国内电影市场的票房纪录。

从国产电影和进口电影票房分布来看，2017 年上映的 466 影片中，349 部国产片实现总票房 301 亿元，票房占比为 53.8%，97 部进口片票房占比 46.2%，国产片占比自 2015 年以来持续下降。全年电影票房前十名的电影中，国产电影（含合拍片）共有 5 部，2017 年国产片和进口片票房冠军分别是《战狼 2》和《速度与激情 8》。进口影片呈现两大特征，好莱坞电影大 IP 续作为主，另一方面，以《摔跤吧，爸爸》、《生化危机：终章》代表的进口批片²表现抢眼，泰国电影《天才枪手》也收获良好的口碑。

总体来看，2017 年电影市场票房增速较 2016 年相比有所回升，观众对电影需求回归理性，电影票房呈分化态势，优质影片集中度凸显。从长期看，我国人均观影人次同韩国、美国相比仍处于较低水平，电影市场仍具备较大增长空间。

2017 年电视台与视频网站的竞争白热化，网络剧及综艺质量提升较大，进一步分化观剧人群

近年来，电视台等传统媒体受新媒体冲击影响愈演愈烈，电视台收视情况持续萎缩，互联网视频对电视收视观众的分流进一步增加，中国网络视听节目服务协会公布的数据显示，44.4%的网络视频用户已经不再接触电视、电台、报纸等任何传统媒体。2017 年省级卫视黄金档和周播剧场共播出 132 部电视剧，较 2015 年减少 55 部。

在跨媒体多屏传播的发展趋势下，电视剧主要播映渠道从传统电视端向网络端、移动端转移。2017 年，网络剧头部作品网播量持续暴涨，5 部破 200 亿次，《楚乔传》以 457 亿点击雄踞榜首。对于每年都要争抢 3,000 集黄金档指标、近期又被“一剧

¹ 2017 年，中国电影票房收入首次加入“服务费”数据，即网票商每售出一张电影票，按照每张票 2~5 元服务费来计算并且计入总票房。扣除服务费，2017 年相对具有可比性票房收入约为 524 亿元。

² 批片是国内电影市场上一种特殊的进口影片类型，是指国内片商以固定的价格把影片的放映权从国外片商处买断，而国外片商不参与中国票房分成的电影。

两星”影响的影视公司而言，最迫切的就是寻找新的播出平台，视频网站由于比电视台播出容量要大得多，正在受到业内青睐。根据《2017 年腾讯娱乐白皮书》（以下简称“白皮书”），《楚乔传》、《三生三世十里桃花》、《那年花开月正圆》等“爆款”作品不断涌现，《人民的名义》、《我的前半生》领衔的现实主义题材剧也重新掀起热潮。此外，2017 年，网络剧播放量大幅提升，20 亿播放量成为了超级网剧的准入门槛，《白夜追凶》、《双世宠妃》、《致我们单纯的小美好》等优质作品频出，令电视剧与网剧之间的“超车赛”进入白热化。

2017 年出现“先网后台”的剧分别是《军师联盟》、《春风十里不如你》和《海上牧云记》。《大军师司马懿之军师联盟》以“先网后台”的模式播放上线，凭借 19.5 个小时的先行优势，成为中国首部先网后台进入卫视黄金档的国产剧，正式标志着网台竞争进入下半场，芒果 TV 的自制剧《路从今夜白》在湖南卫视上线，成为首部网络自制剧反哺电视台的代表，传统的网台界限正在一步步被打破。随着优酷、爱奇艺、腾讯三大视频平台精品自制剧的播放，网端平台话语权将进一步强化。网络端的 To C 特征使得网络端内容更符合用户观赏需求，直接对用户反馈做出迅速反映，对比 To B 模式以销售版权、招商广告为目的，“先网后台”意味着商业模式的转变和影视剧内容类型的更新。此外，2017 年，国内付费用户规模也进一步扩大。中国网络视听节目服务协会公布 2017 年国内用户付费率较 2016 年增长 7.4 百分点至 42.9%，预计未来仍然保持增长态势。

近年来，综艺节目创作生产能力不断提升，白皮书显示，2017 年的六大视频网站又增加了近三成的综艺节目产量。爆款《中国有嘻哈》创造了大量年度热词，在 2017 年喊出了“中国嘻哈元年”的口号；而《明日之子》更是将网络综艺的播放量纪录刷新到 40 亿以上。

不但是网络自制节目的播放量在突围，视频网站作为播出平台，也在今年具有开创意义地分流走了大批的卫视综艺观众。电视台收视冠军《奔跑吧！兄弟》台播成绩仅为去年的 70%，却在网络播放量

中实现翻番，更多的人们开始在视频网站、甚至只在视频网站观看综艺节目。

总体来看，随着视听方式的转变，电视剧及综艺节目渠道结构面临重大调整，电视台与视频网站的竞争白热化，2017 年以来，网络剧及综艺质量提升较大，进一步分化观剧人群。未来，网络剧和综艺节目或将获得更多资本及资源的倾斜。

2017 年在互联网广告蓬勃发展的带动下，中国广告市场整体呈上升态势，数字化营销是行业转型的必然之路

2017 年中国广告经营额为 6,896.41 亿元，较上年小幅增长了 6.28%。全年 6,896.41 亿元的广告经营额占国内生产总值（GDP）的 0.84%，与同期 GDP 6.9% 的增长基本持平。由于广告市场的投放主力来自于国民经济各行各业的广告主，因此广告市场的整体增速与国家 GDP 增速有一定的同步性。另外，横向比较来看，美国日本等发达国家广告投放额占其 GDP 的比重约为 1.2%~1.7%，而中国仅为 0.84%，因此，中国的广告市场规模依然有较大的增长空间。

数字化营销是指借助于互联网、电脑通信技术和数字交互式媒体来实现营销目标的一种营销方式。2017 年，中国传统媒体的广告经营额没能持续上一年的增长态势，出现了整体的小幅下滑。国家工商行政管理总局公布的最新数据显示：电视台、广播电台、报社、期刊社四大传统媒体中，前三类的广告营业额在 2017 年均出现了负增长，只有期刊社的广告经营额增长了 7.69%。其中，电视台、广播电台、报社的广告营业额增长幅度分别为 -0.37%、-20.83%、-2.96%。2017 年的中国互联网广告继续承担了全面拉升中国广告行业的重任。2017 年，中国互联网广告经营额合计为 2,975.15 亿元，比上一年增长了 29.06%。近 3,000 亿元的数字已经接近广告行业 2017 年全部广告经营额的半数。

总体来看，2017 年以来，在互联网广告蓬勃发展的带动下，中国广告市场整体呈上升态势。在互联网及移动互联网的快速冲击下，传统媒体渠道的受众人群下降很多，消费者的注意力更多的集中在了互联网等媒介，因此在未来移动端、视频端、户

外端等入口将继续吸收广告主预算，数字营销市场前景广阔。

业务运营

公司主要从事电视剧、电影等内容产品的投资、制作、发行及衍生业务以及户外 LED 大屏幕媒体运营、媒体资源开发和广告发布业务。2017 年公司继续秉承“内容为王”的理念，进一步强化优质 IP 资源储备，持续引入优秀团队，完善内容生产流程及发行体系，持续创作多种类型的优质影视作

品，继续强化内容板块与营销板块业务深度协同，推动集团营业收入保持稳步增长。2017 年公司实现营业收入 12.33 亿元，同比增长 10.80%，其中影视业务收入 4.85 亿元，同比增长 3.50%，占营业收入比例为 39.30%；广告业务收入 7.21 亿元，同比增长 20.01%，占营业收入比例为 58.50%；此外，公司其他业务收入 0.27 亿元，主要来自各类综艺栏目，占营业收入比例为 2.21%。

表 1：2015~2017 年公司营业收入构成

单位：亿元、%

业务类型	2015		2016		2017	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
影视	4.51	43.98	4.68	42.06	4.85	39.30
广告	5.60	54.54	6.01	54.01	7.21	58.50
其他	0.15	1.48	0.44	3.93	0.27	2.21
合计	10.26	100.00	11.13	100.00	12.33	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司持续加大储备IP的开发力度，多部IP电视剧处于前期筹备阶段

近年来，随着互联网播放平台的崛起，观众逐渐养成了在网络播放平台成为付费会员，同步或优先收看网台剧及平台自制影视剧的观看习惯。优质的影视内容对网络播放平台吸纳新增会员数量，扩大广告招商规模都有着显著的作用。因此网络播放平台对优质及顶级影视内容的采购需求及采购金额在逐年提升。借此契机，公司围绕自有优质 IP 与网络播放平台开始展开多方面的合作，同时巩固公司在电视台等传统渠道的发行能力，进行多元化，规模化，体系化的内容孵化，制作及发行。

2017 年，公司共策划、制作十部电视剧或网剧，总集数 473 集，共取得了《轩辕剑之汉之云》、《天乩之白蛇传说》、《亲爱的设计师》、《亮剑之雷霆战将》四部电视剧的发行许可证。公司参与投资、制作的电视剧《轩辕剑之汉之云》、《少林问道》、《俺爹是卧底》、《八九不离十》等相继在各大卫视及网络播放平台播出，均取得了较好的收视及口碑。其中《轩辕剑之汉之云》于爱奇艺平台的播放总量突破 24 亿，于东方卫视播出时连续数周达到同时段

全国网收视第一名，并荣获《中国广播影视杂志社》TV 地标中国电视媒体综合实力大型调研“年度优秀剧集”。

2017 年，公司不断加大储备 IP 的开发能力及同一 IP 的不同类型的内容形式的开发。电视剧《封神之天启》、《天乩之白蛇传说》、《亲爱的设计师》、《亮剑之雷霆战将》、《异兽志》完成拍摄，已进入后期制作及发行阶段。公司已与爱奇艺平台签订了《网络剧<西游降魔篇>独家投资协议》，协议投资总金额为 2.88 亿元；签订了《电视剧<美人鱼>独家许可使用协议》，授权费用为 4.2 亿元。以上两部作品及电视剧《天河传》（原名：仙剑奇侠传 4）、《大富翁》等四部 IP 作品均处于开发阶段，计划于 2018 年开机。

表 2：2017 年公司电视剧及网剧项目具体进展情况

电视剧及网剧名称（暂定名）	预计集数	题材类型	制作进度	主创人员及演员	预计开拍时间
电视剧《轩辕剑之汉之云》	58	古代传奇	发行中	导演：潘文杰 主演：张云龙、于朦胧、关晓彤、张佳宁、高伟光	-
电视剧《美人鱼》	50	当代科幻	前期策划	待定	预计 2018 年开拍
电视剧《天河传》 (原名：仙剑奇侠传 4)	50	古代神话	前期策划	待定	预计 2018 年开拍
电视剧《封神之天启》 (原名：封神传)	50	古代神话	拍摄中	导演：刘国楠 主演：张睿、李曼、刘学义、白雪	-
电视剧《天乩之白蛇传说》 (又名：许仙)	60	古代神话	发行中	导演：尹涛、刘国辉 主演：杨紫、任嘉伦、茅子俊	-
电视剧《亮剑之雷霆战将》	45	近代革命	发行中	导演：金沙 主演：张云龙、高伟光、魏千翔、赖雨濛、吴昕	-
电视剧《亲爱的设计师》 (原名：男神契约)	40	当代都市	发行中	导演：罗灿然 主演：张佳宁、蒋毅、赵文瑄	-
网剧《异兽志》	24	都市怪谈	后期制作	导演：岳晓卿 主演：李宗霖	-
网剧《西游降魔篇》	48	古代神话	前期策划	-	预计 2018 年开拍
网剧《大富翁》	48	当代科幻	前期策划	-	预计 2018 年开拍

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综艺栏目和网生内容方面，公司参与制作的综艺节目《神秘的味道》于 2017 年 11 月在山东卫视播出。参与出品的综艺节目《星星美人鱼》（原名《寻找美人鱼》）于 2017 年 12 月在腾讯视频全网独家播出。参与投资的网络大电影《斗战胜佛 2》、《保龙一族》、《热血厨娘》等即将在互联网播放平台上线。2018 年公司将加大网生内容的孵化、制作与开发。

总体来看，2017 年公司持续加大储备 IP 的开发力度，多部 IP 电视剧处于前期筹备阶段，在网络视频付费用户规模化成长、网生内容需求持续提升的大背景下，充分发挥公司 IP 和平台优势，开拓网生内容增量市场。

公司电影业务布局取得进展，形成开发、投资、宣发、放映的产业链闭环

2017 年，公司的电影业务取得了快速发展，2017 年 1 月，公司投资周星驰先生持有的 PREMIUM DATA ASSOCIATES LIMITED（以下简称“PDAL”）40%的股权，双方经过一年的业务开展，已经在电影项目的投资出品，影视内容孵化方面培养和建立了良好的业务合作体系。由 PDAL 开发的电影《美人鱼 2》已经开机，计划于 2019 年上映。公司与 PDAL 及白一骢创办的灵河文化签订了《合作意向协议》，三方共同开发以电影 IP 及原创剧本

为主的互联网视频网站内容，由 PDAL 授权包括《食神》、《喜剧之王》在内的十套季播网剧，授权金额预计总计达到 1.68 亿元，未来公司与 PDAL 将继续深入并加强业务合作。公司与安乐影片有限公司共同投资制作，并由江志强先生担任监制的电影《轩辕剑》于 2016 年孵化至今，正稳步推进。与新加坡 MM2 公司、上海九译影视传媒有限公司签订了《业务合作备忘录》共同制作中新合拍片，公司与 MM2 分别主导影片在中国和东南亚地区的发行。

电影项目方面，《萤火奇兵》已于 2017 年 2 月上映，其余项目尚在前期开发阶段。

表 3：2017 年公司电影项目具体进展情况

电影名称	制作进度	预计或已上映时间
《萤火奇兵》	已上映	2017 年 2 月 5 日
《轩辕剑》	前期策划	预计 2019 年
《大富翁》	前期策划	未确定
《芦荡火种》 (原名：沙家浜)	前期策划	未确定

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

另外，公司组建了专业的电影发行公司，计划主导发行电影《福星旅行团》，该片由洪金宝导演及主演，彭于晏参演，目前正处于拍摄阶段，计划于 2018 年第四季度上映。公司增强了电影院的管理及开发团队，2017 年在上海新增了一家影院，并于 2018 年 2 月在嘉兴新开业一家影城。目前公司共运营 3 家影院。电影发行团队，影院管理及开发

团队以及郁金香的户外大屏渠道将与公司的电影出品、制作业务产生业务协同，形成从项目开发、投资、发行、宣传、放映的产业链闭环，增强公司在电影业务板块的竞争力。

总体来看，2017年，公司将继续推进《轩辕剑》、《大富翁》等电影项目的落地，并自主创新、积极推动经典剧作《芦荡火种》（原名：沙家浜）的电影化。同时，公司新建院线电影发行团队，在电影投资、开发业务持续发展的基础上，完善电影业务布局、降低业务风险、优化资金使用效率。

公司户外LED广告渠道持续扩张，广告植入占收入比重逐年提升

公司子公司郁金香广告传播（上海）有限公司（以下简称“郁金香”）是户外LED大屏幕媒体这一细分行业的领先者，在行业内具有较高的认可度。2017年，郁金香在继续保持现有户外LED大屏网络布局的基础上，加快技术创新，通过裸眼3D、四屏联动、大小屏互动等技术开拓销售，并增加了流媒体直播技术的全面推广，实现了销售收入的同比增长，新技术的推广预计将为公司带来业务增量；同时郁金香不断在城市商业中心重要位置新增优质屏幕资源，2017年度内，郁金香新签约了北京、大连、石家庄地区共3块独家代理屏，增强了核心商业区的覆盖范围，同时通过公司强效的运营能力有效降低代理资源成本。

2017年，郁金香在原有的LED销售基础上逐渐增加广告植入比重，依托公司的资源支持，取得了影视文化、综艺节目、其他广告渠道的广告代理权，2017年度郁金香在广告植入的收入为1亿元，占比提升至15%，同比增加1.20个百分点，收入结构进一步优化。同时也使得公司的广告渠道更加多元化，销售收入结构更加均衡，抵抗外部环境风险的能力日趋增强。2018年郁金香将探索更多的广告植入业务，形成从影视内容广告植入，广告招商，宣传推广的产业链闭环。

客户资源方面，一方面公司长期以来在影视剧行业深耕细作，与全国各大省级及地面电视台，网络播放平台等客户建立了良好的合作关系。另一方面由于广告发布业务主要客户集中于国际、国内知

名企业，因此积累了丰富的广告客户资源，客户行业分布广泛，并不依赖单一行业，且均为各行业的优质企业。

总体来看，2017年公司户外LED广告渠道持续扩张，同时公司在原有的大屏广告销售基础上逐渐增加广告植入比重，依托公司既有影视项目及客户的资源支持，取得了影视文化、综艺节目、其他广告渠道的广告代理权，使得公司的客户资源优势得到充分的使用。

财务分析

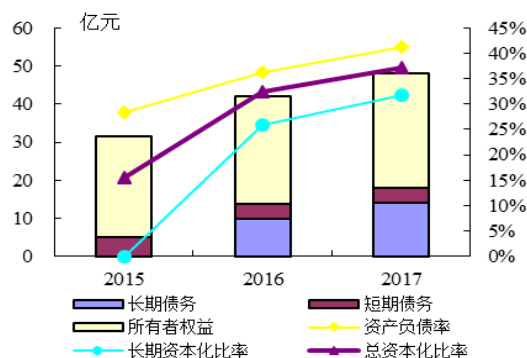
以下财务分析基于公司提供的经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2016年度审计报告以及经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年度审计报告。如无特别说明，以下数据均为合并口径。

资本结构

2017年，公司业务继续扩大，总资产也随之扩大，公司对资金需求增加，当年新增长期借款4.03亿元，因此公司负债规模迅速增加。截至2017年末，公司资产总额为51.29亿元，同比增长15.37%；负债总额为21.15亿元，同比增长31.02%。得益于留存收益的积累，截至2017年末，公司所有者权益为30.14亿元，同比增长6.45%。

财务杠杆比率方面，截至2017年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为41.23%和37.19%，同比分别增加4.93个百分点和4.69个百分点，整体财务杠杆比率有所上升，但仍处于合理水平。

图1：2015~2017年末公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司流动资产和非流动资产占

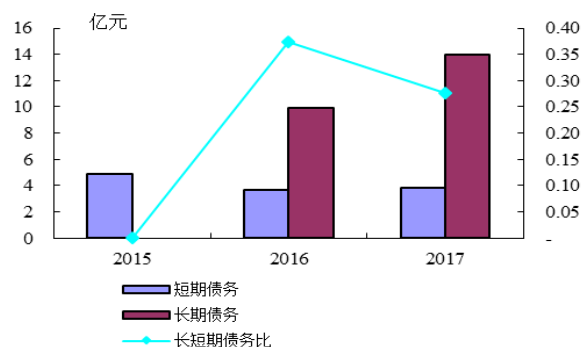
总资产的比重分别为 57.72% 和 42.28%。截至 2017 年末，公司流动资产为 29.60 亿元，主要由货币资金、应收账款和存货构成，分别占流动资产的 47.01%、28.24% 和 17.32%。截至 2017 年末，公司货币资金为 13.92 亿元，其中受限制的货币资金合计 5.15 亿元。同期末，公司应收账款为 8.36 亿元，应收对象主要系广告公司以及电视或视频媒体，累计计提坏账准备 1.76 亿元，大部分系应收对象佳协广告（上海）有限公司、北京异彩绚丽广告有限公司、北京七色异维广告有限公司、北京益合利鑫广告有限公司等各类广告公司计提坏账准备所致；按欠款方归集的期末余额前五名应收账款合计金额为 2.61 亿元，占期末余额合计数的 25.77%，相应计提坏账准备合计金额为 0.25 亿元；账龄在一年之内的账面余额为 4.91 亿元，占期末余额合计数的 48.57%，公司应收账款账龄较长，须关注回收风险。同期末，公司存货为 5.13 亿元，主要系公司制作完成的影视作品，根据管理层的判断公司未对存货计提跌价准备，影视作品受市场环境、行业政策及观众喜好的影响较大，具有一定的适销性风险，须关注其存货跌价风险。非流动资产方面，截至 2017 年末，公司非流动资产为 21.68 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资和商誉构成，分别占非流动资产的 19.67%、25.41% 和 44.88%。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产为 4.27 亿元，其中按公允价值计量和按成本计量的分别为 0.33 亿元和 3.93 亿元，主要系对赛领丰禾股权投资基金合伙企业（有限合伙）、北京小度互娱科技有限公司、上海兴格文化传媒有限公司等公司的投资。同期末，公司长期股权投资为 5.51 亿元，主要为全资子公司新文化传媒香港有限公司对 PDAL 的投资，本次股权投资完成后，新文化传媒香港有限公司持有 PDAL 40% 的股权。同期末，公司商誉为 9.73 亿元，主要系公司并购郁金香和沈阳达可斯广告有限公司（以下简称“达可斯”）所致；业绩承诺方面，郁金香 2017 年盈利预测为 13,320.41 万元，实际业绩 9,804.02 万元，因其经营业绩不符合预期，故对其计提商誉减值准备为 0.11 亿元，达可斯 2017 年盈利预测为 3,974 万元，实际业绩 3,985.99 万元，未

计提商誉减值。中诚信证评对于被并购主体后续经营表现及由此对商誉可能存在的持续减值压力表示关注。

负债构成方面，公司流动负债和非流动负债占总负债的比重分别为 33.24% 和 66.76%。截至 2017 年末，公司流动负债为 7.03 亿元，主要由短期债务、应付账款和预收账款构成，分别占流动负债的 55.02%、15.46% 和 13.49%。截至 2017 年末，公司短期债务为 3.87 亿元，主要由短期借款和一年内到期的非流动负债构成。同期末，公司应付账款为 1.09 亿元，主要系应付制片款、LED 屏幕广告代理成本、LED 屏幕设备采购安装款和 LED 屏幕占地费等。同期末，公司预收账款为 0.95 亿元，主要为预收影视剧销售款、预收制片款、预收广告发布款和预收电影票款及会员卡储值款等。非流动负债方面，截至 2017 年末，公司非流动负债为 14.12 亿元，主要由长期借款和应付债券构成，分别为 4.03 亿元和 9.94 亿元。

从债务结构来看，公司在 2017 年新增长期借款 4.03 亿元，截至 2017 年末，公司总债务为 17.84 亿元，同比增长 30.88%，其中短期债务为 3.87 亿元，同比增长 4.34%；公司长短期债务比为 0.28 倍，同比减少 0.10 倍，公司债务以长期债务为主，短期偿债压力较小。

图 2：2015~2017 年末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，随着业务的拓展，2017 年公司融资力度加大，公司资产和负债规模增长较快，财务杠杆比率有所上升。同时，公司调整债务结构，增加了长期债务，债务结构较为合理。

盈利能力

近年公司广告业务发展态势良好，影视板块收

入较为稳定,2017 年公司实现营业收入 12.33 亿元,同比增长 10.80%。毛利率方面,2017 年公司影视业务毛利率为 23.55%,同比减少 5.40 个百分点,主要系公司影视剧业务不同剧目投资比例及收益率不同所致;广告业务毛利率为 47.98%,同比增加 3.08 个百分点,主要系公司通过较强的运营能力有效降低代理资源成本。综上,公司营业毛利率水平较高,2017 年为 38.27%,同比减少 0.01 个百分点。

表 4: 2017 年公司分板块收入及毛利率情况

单位: 亿元、%、百分点

业务	收入	同比变化	毛利率	同比变化
影视业务	4.85	3.50	23.55	-5.40
广告业务	7.21	20.01	47.98	3.08
其他业务	0.27	-37.73	42.99	-4.43
合计	12.33	10.80	38.27	-0.01

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 随着公司业务规模的扩大, 2017 年公司发生期间费用 1.93 亿元, 同比增长 17.80%, 其中销售费用和管理费用分别为 0.86 亿元和 0.58 亿元, 分别同比增长 17.72%和 1.90%; 财务费用为 0.49 亿元, 同比增长 44.80%, 主要系公司有息债务规模上升所致。同期, 公司三费收入占比为 15.66%, 同比增加 0.93 个百分点, 近年来公司三费收入占比逐年提高, 公司对期间费用的控制能力有待加强。

表 5: 2015~2017 年公司期间费用分析

单位: 亿元、%

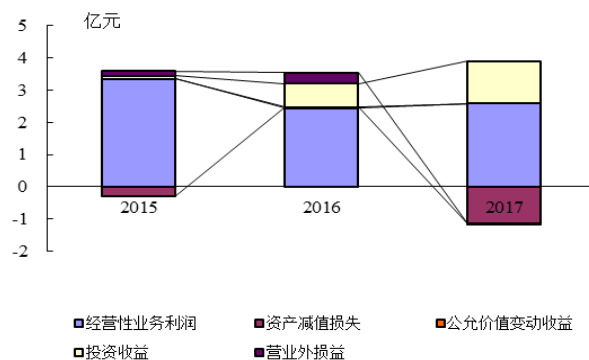
	2015	2016	2017
销售费用	0.61	0.73	0.86
管理费用	0.51	0.57	0.58
财务费用	0.10	0.34	0.49
三费合计	1.23	1.64	1.93
营业总收入	10.26	11.13	12.33
三费收入占比	11.95	14.73	15.66

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司经营性业务利润系利润总额的主要来源, 2017 年经营性业务利润同比增加 6.12%至 2.59 亿元。同期, 公司实现投资收益 1.32 亿元, 同比增加 83.48%, 主要系权益法核算的长期股权投资收益。同期, 公司资产减值损失为 1.16 亿元, 较上年增加 1.20 亿元, 主要系当期公司针对应收账款计提的坏账准备增加。综上, 2017 年公司实

现利润总额 2.93 亿元, 同比减少 16.79%。

图 3: 2015~2017 年公司利润总额分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

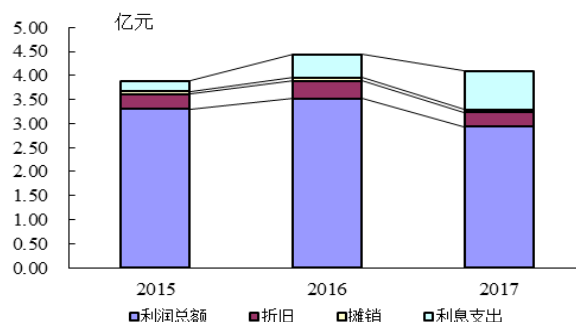
总体来看, 2017 年公司营业收入稳定增长, 毛利率水平相对稳定, 经营性利润仍为利润总额的主要来源, 但由于费用支出增加及资产减值损失的增加, 公司利润规模有所下降。

偿债能力

获现能力方面, 从 EBITDA 构成来看, 利润总额、折旧和利息支出是 EBITDA 主要构成, 受利润总额下降影响, 2017 年公司 EBITDA 同比减少 7.57%至 4.10 亿元。经营活动净现金流方面, 2017 年公司经营活动净现金流为 2.95 亿元, 同比减少 34.02%, 主要系公司应收账款账期较长, 回款较少所致。

偿债能力指标方面, EBITDA 及经营活动净现金流对债务本息保障略有弱化, 2017 年公司总债务/EBITDA 为 4.35 倍, 同比增加 1.28 倍, EBITDA 利息倍数为 5.08 倍, 同比减少 4.30 倍。2017 年公司经营活动净现金流/总债务为 0.17 倍, 同比减少 0.16 倍, 经营活动净现金流/利息支出为 3.65 倍, 同比减少 5.80 倍。虽然获现对债务本息的保障有所弱化, 但整体仍处于较好水平。

图 4: 2015~2017 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

表 6：2015~2017 年公司偿债能力分析

	2015	2016	2017
总债务（亿元）	4.91	13.63	17.84
经营性净现金流（亿元）	-0.52	4.47	2.95
EBITDA（亿元）	3.89	4.43	4.10
经营净现金流/总债务（X）	-0.11	0.33	0.17
经营净现金流/利息支出（X）	-2.40	9.45	3.65
总债务/EBITDA（X）	1.26	3.07	4.35
EBITDA 利息倍数（X）	17.88	9.38	5.08

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2017 年末，公司共获得商业银行授权额度合计为 10.16 亿元，尚未使用额度为 2.25 亿元，备用流动性较弱。

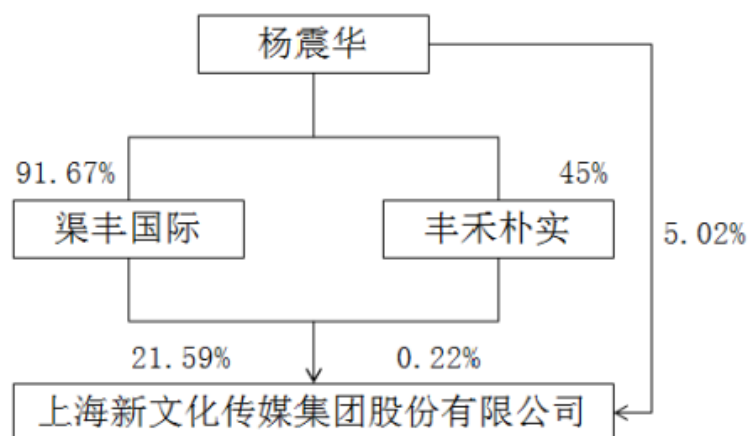
或有负债方面，截至 2017 年末，公司不存在对外担保，不存在重大未决诉讼。

总体来看，2017 年公司业务发展良好，特别是广告业务收入规模增长较快，公司主营业务盈利能力较强，进一步夯实自有资本实力。公司债务规模虽有所增长但债务结构较合理，短期偿债压力较小，整体偿债风险可控。

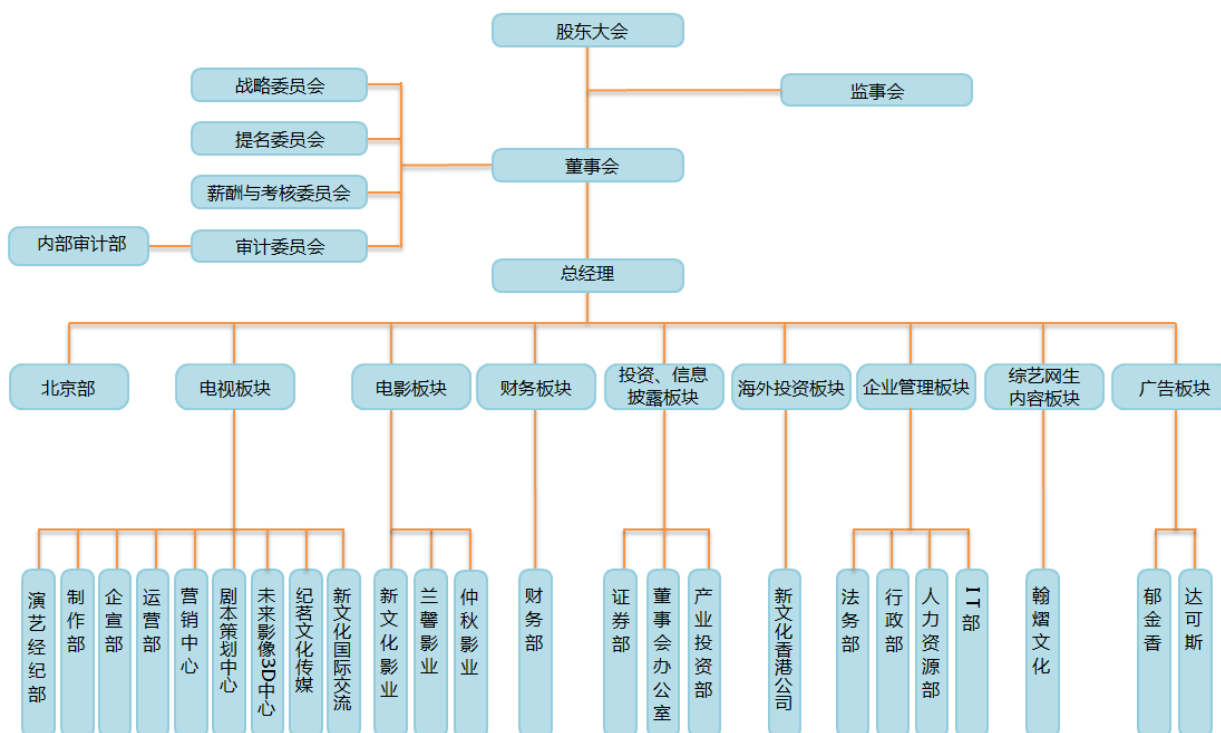
结 论

综上，中诚信证评维持上海新文化传媒集团股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“上海新文化传媒集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AA**。

附一：上海新文化传媒集团股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：上海新文化传媒集团股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附三：上海新文化传媒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）	2015	2016	2017
货币资金	26,035.50	128,340.42	139,167.61
应收账款净额	104,232.10	71,792.36	83,588.60
存货净额	61,155.53	60,825.10	51,276.26
流动资产	221,207.14	286,118.07	296,013.82
长期投资	26,026.78	37,594.49	97,743.84
固定资产合计	13,526.77	11,869.40	8,972.96
总资产	372,256.56	444,542.62	512,855.74
短期债务	49,066.14	37,071.46	38,680.05
长期债务	0.00	99,274.96	139,768.31
总债务（短期债务+长期债务）	49,066.14	136,346.43	178,448.36
总负债	105,478.10	161,395.67	211,459.20
所有者权益（含少数股东权益）	266,778.46	283,146.95	301,396.54
营业总收入（主营业务收入）	102,608.74	111,304.74	123,321.61
三费前利润（主营业务利润）	45,830.39	40,789.92	45,202.35
投资收益	863.20	7,190.80	13,193.93
净利润	24,826.88	26,354.25	24,623.85
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	38,872.37	44,342.42	40,986.02
经营活动产生现金净流量	-5,216.01	44,661.38	29,465.91
投资活动产生现金净流量	-59,996.58	-23,307.19	-49,600.62
筹资活动产生现金净流量	68,947.94	32,827.38	27,340.83
现金及现金等价物净增加额	4,640.80	55,004.92	6,600.87
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	46.31	38.28	38.27
所有者权益收益率（%）	9.31	9.31	8.17
EBITDA/主营业务收入（%）	37.88	39.84	33.24
速动比率（X）	1.58	3.74	3.48
经营活动净现金/总债务（X）	-0.11	0.33	0.17
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.11	1.20	0.76
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.40	9.45	3.65
EBITDA/利息支出（X）	17.88	9.38	5.08
总债务/EBITDA（X）	1.26	3.07	4.35
资产负债率（%）	28.33	36.31	41.23
总资本化比率（%）	15.53	32.50	37.19
长期资本化比率（%）	0.00	25.96	31.68

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

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 + 短期融资券

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 应付融资租赁款

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。