

印纪娱乐传媒股份有限公司

2017 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2018]100020】

跟踪对象：印纪娱乐传媒股份有限公司 2017 年度第一期短期融资券（简称“本期短券”）

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪：	AA 级	稳定	A-1 级	2018 年 3 月 8 日
首次评级：	AA 级	稳定	A-1 级	2017 年 6 月 12 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	—	0.00	0.01	1.28
刚性债务合计	—	0.00	4.09	8.13
所有者权益	60.04	60.32	59.91	59.57
现金资产/短期刚性债务 [倍]	—	—	0.19	30.70
发行人合并数据及指标：				
流动资产	19.51	23.40	31.64	36.22
货币资金	2.66	2.71	2.83	3.87
流动负债	8.12	8.39	10.77	8.93
短期刚性债务	3.81	4.01	5.99	4.94
所有者权益	11.07	17.91	24.80	27.63
营业收入	24.61	18.82	25.06	12.17
净利润	4.76	5.77	7.37	4.11
经营性现金净流入量	-2.12	1.84	0.51	0.02
EBITDA	6.28	7.37	8.59	4.56
资产负债率[%]	44.63	31.90	31.44	31.84
流动比率[%]	240.23	278.89	293.70	405.50
现金比率[%]	38.49	43.29	42.20	43.32
利息保障倍数[倍]	35.21	26.58	27.70	—
经营性现金净流入与流 动负债比率[%]	-31.16	22.34	5.31	—
非筹资性现金净流入与 流动负债比率[%]	-33.40	-13.66	-6.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	35.21	26.84	28.08	—
EBITDA/短期刚性债务 [倍]	2.54	1.73	1.67	—

注：根据印纪传媒经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com
魏述超 wsc@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪评级”或“本评级机构”）对印纪娱乐传媒股份有限公司（简称“印纪传媒”、“该公司”或“公司”）及其发行的 2017 年度第一期短期融资券的跟踪评级反映了跟踪期内印纪传媒在市场前景、资源优势及盈利水平等方面保持的优势，同时也反映了公司在短期刚性债务规模快速增长、对外投资加大、政策影响等方面所面临的压力。

主要优势/机遇：

- **行业发展前景较好。**伴随我国人均收入水平提升，居民精神文化消费比重不断加大，推动影视剧行业的快速发展。同时我国新媒体平台对影视剧采购量大幅增长为印纪传媒提供了广阔的市场空间。
- **主业已形成一定的市场影响力。**印纪传媒从事整合营销服务业务多年，具备了提供品牌管理、广告创制、品牌推广、品牌公关以及娱乐营销等一条龙全案服务，同时公司近年来投资、发行的多部影视剧收视率较高，进一步巩固了公司在传媒行业的影响力。
- **资源优势。**经过多年发展，影视业务方面，公司已与多家海外影视制片公司建立了合作关系，有利于公司海外影片的投资与引进。
- **盈利水平较好。**印纪传媒经营业务包括整合营销、影视及衍生，跟踪期内上述两项业务毛利水平平均较好，公司总体盈利能力较强。

主要风险/关注：

- **政策及监管风险。**国内影视行业收到严格的政治监管，印纪传媒大力拓展的影视剧业务面临较高的政策及监管风险。
- **大客户稳定性风险。**印纪传媒来自前五大客户

的营业收入占比较高，跟踪期内主要客户有所流失，公司客户的稳定性易对公司经营业绩造成影响。

- **影视剧投资相关风险。**印纪传媒经营业绩和现金流较易受单一影视剧成败影响，而单部影视剧投资风险较高。影视剧投资形成的应收账款、预付账款和存货占用了较多的流动资金。
- **应收账款回收风险。**印纪传媒资产中应收账款规模较大，且呈现持续增长趋势，公司或将面临一定款项回收风险。
- **经营性现金流弱化风险。**伴随印纪传媒生产经营规模的扩大，公司经营性现金流表现欠佳。
- **股权投资风险。**印纪传媒拟并购以及对外股权投资力度有所加大，存在一定股权投资风险。
- **大股东股权质押比例极高。**印纪传媒大股东股权质押比例极高，股价波动将对大股东的控制权及公司经营产生不利影响。
- **刚性债务占比较高，偿债压力较大。**印纪传媒刚性负债占比较高，付息压力较大，公司面临一定的债务偿付压力。

➤ 未来展望

通过对印纪传媒及其发行的本期短券主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期短券还本付息安全性高，并维持本期短券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

声明

本评级机构对印纪娱乐传媒股份有限公司 2017 年度第一期短期融资券的跟踪评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评估人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》和《文化传媒行业信用评级方法》，上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级有效期至印纪娱乐传媒股份有限公司 2017 年度第一期短期融资券本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期限内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

印纪娱乐传媒股份有限公司

2017 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

按照印纪娱乐传媒股份有限公司(以下简称“印纪传媒”、“该公司”或“公司”)2017 年度第一期短期融资券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据印纪传媒提供经审计的 2016 年度财务报表、未经审计的 2017 年第三季度财务报表及相关经营数据,对印纪传媒的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

二、宏观经济和政策环境

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续,美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应,全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。我国经济在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下、在外部需求回暖带动下,整体表现出稳中向好的态势。随着我国“开放、包容、普惠、平衡、共赢”的推进,稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实,我国经济有望长期保持中高速增长且发展质量不断提升。

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续,通胀预期走高,美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应,全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在主要发达经济体中,美国经济、就业表现强韧,美联储加息缩表有序推进、税改计划即将落地,经济增长有望保持强劲,需谨防地产和资本市场泡沫风险;欧盟经济复苏势头良好且前景乐观,但内部政治风险不容忽视,欧洲央行量化宽松缩减,或为继美联储之后第二个退出量化宽松;日本经济温和复苏,增长基础仍不稳固,超宽松货币政策将持续。在除中国外的主要新兴经济体中,相关央行普遍降息刺激经济,其中印度经济仍保持中高速增长,增速放缓状况将随着“废钞令”影响褪去及税务改革的积极作用逐步显现而得到扭转;俄罗斯经济复苏向好、巴西经济从衰退走向复苏、南非经济受政治不确定性拖累,经济增长前景均受大宗商品价格走势影响较大。

在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下以及外部需求回暖带动下，2017 年我国经济整体表现出稳中向好的态势。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平上涨明显，就业形势较好；居民收入增长较快、消费升级需求持续释放且增长稳定，对经济的拉动作用日益突出；投资增长稳中略缓，投资结构持续改善，补短板、增后劲力度加大；进出口增长强劲，净出口对 GDP 增长贡献率由负转正。工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”、租购并举，调控效果明显，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成并不断完善。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

2017 年我国财政政策积极有效，对经济平稳增长和结构调整发挥了重要作用。财政收支形势趋好，地方政府举债融资监管不断加强，融资机制创新同时日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。央行持续推进稳健中性的货币政策，调控手段不断创新且精准性提高，针对普惠金融实施定向降准、公开市场操作“削峰填谷”、逆回购利率上调，保障了市场流动性的总体稳定；宏观审慎监管框架不断完善、金融监管强化，金融部门资金空转现象和杠杆率得到控制，为经济发展和风险防范营造了稳定的金融环境。人民币汇率体制改革稳步推进，市场化定价机制不断完善，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设持续深入推进、引进来和走出去并重，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币已成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放取得新进展。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年我国仍将以供给侧结构性改革为主线，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济、金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险

和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

三、公司所处行业及区域经济环境

1. 广告行业

跟踪期内，中国广告市场整体下滑，传统广告市场下滑尤为明显。

广告行业依附于实体经济，其发展与整体宏观经济状况高度相关。2017 年中国广播电视广告收入实现收入 1,518.75 亿元，同比下降 1.84%。中国传统广告收入持续减少，对市场整体仍有明显的下拉作用。新媒体广告收入进入稳定增长期，2017 年实现收入同比增长 41.00%，对市场增长的带动作用进一步增强，电梯电视、电梯海报、影院视频、互联网为增幅最显著媒体。

政策方面，我国较为重视第三产业的发展，广告行业能够获得一定的政策支持。《产业结构调整指导目录（2011 年本）》将广告设计、广告制作、广告策划等业务归属于鼓励类产业，能够获得一定税收优惠。国家工商总局分别出台《关于推进广告战略实施的意见》和《广告产业发展“十二五”规划》，将广告行业归入国家重点扶持的文化创意产业。2016 年 7 月 8 日，国家工商总局发布《广告业发展“十三五”规划》，总结“十二五”时期广告业发展成果，明确“十三五”时期广告业发展的指导思想、基本原则和发展目标。2017 年全国广电系统对广告纳入节目和宣传进行统一管理部署，加强广告监测监管，进一步清理电视剧违规广告。

从广告媒体的构成来看，国内外发展趋势基本一致：电视广告市场份额略有下降，但依然稳居广告市场首位，报纸媒体明显受到了新媒体广告的挤压。2016 年以来电视广告收入 1,031.00 亿元，其中五大卫视收入占整体广告收入比例 29.10%，且收入规模不断升高。湖南卫视连续两年广告收入过百亿元，浙江、东方卫视也超过 50 亿元，江苏和北京卫视分别为 25.00 亿元和 18.00 亿元。根据中国产业信息网数据显示，2017 年电视广告收入 1,008.00 亿元，同比下降 2.23%。但五大卫视合计收入占电视广告收入比例仍有攀升，市场集中度较高。新媒体广告主要以网络视频广告为主，其形式包括传统视频广告、贴片广告、中插广告、版面广告、植入广告和其他各类创意广告。视频广告形式较为多样化，被

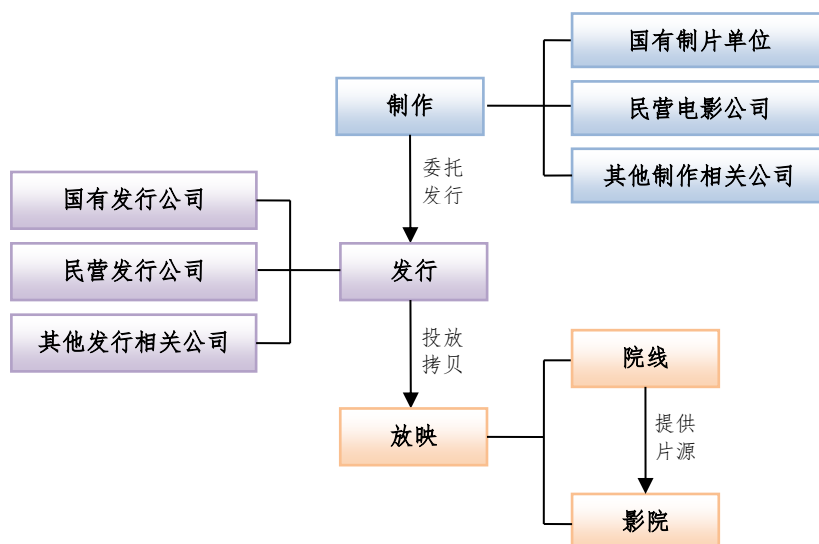
观众接受度亦较高。2017 年在线视频仍以贴片广告为主，占视频广告收入比例 71.60%，实现收入 554 亿元。

2. 电影业务

近年来影视行业整体发展较快，自 2017 年以来我国电影票房总体保持增长态势。我国国产电影产量规模较大，电影行业市场竞争日益加剧，电影生产将逐步从数量型向质量型、内涵型转变。目前制片商、发行商的票房分账收入分配比例偏低，单部影片的投资风险较高，我国电影发行市场高度集中，其中民营发行机构的市场份额波动较大。

电影产业链分为制作、发行和放映三个环节（见图表 1），主要涉及制片商、发行商、院线和影院四个主体。

图表 1. 电影产业链



注：①资料来源于艺恩咨询；

②其他制作相关公司主要有后期制作公司、器材租赁公司和艺人经纪公司等，其他发行相关公司包括海报设计公司、预告片制作公司和营销公司等。

电影行业收入分为国内票房分账收入、国内非票房分账收入（包括非院线播映权收入、版权收入、衍生品收入和广告收入等）以及海外销售收入。票房在制片商、发行商、院线和影院之间进行分配。目前我国院线和影院在票房分账收入分配中的比例较高，而制片方、发行方占比较低（见图表 2），主要原因是国内影院资源还相对稀缺。但随着国内影院的收入来源趋于多元、银幕数量不断增多、大型制片方的谈判力逐步增强，让影院和院线逐渐合理让利于制片方和发行方将更符合行业发展规律，这在原国家广播电影电视总局（简称“原国家广电总局”）2011 年发布的相关指导意见中已得到体现。

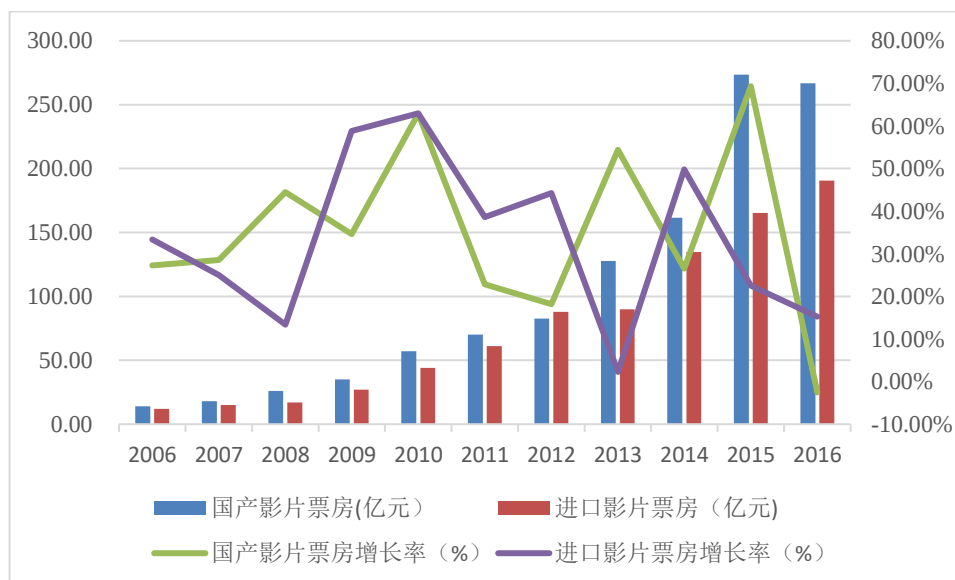
图表 2. 国内票房净收入分配比例

	制作方	发行方	院线	影院
国内现行分配规则	38%-43%	4%-6%	3%-7%	50-52%
原国家广电总局指导意见	42%-45%	4%-6%	3%-7%	<50%

资料来源：原国家广电总局 2011 年 11 月《促进电影制片发行放映协调发展的指导意见》

2017 年，我国内地电影票房总额为 559.11 亿元，同比增长 13.45%；其中国产电影实现总票房 103.94 亿元，同比增长 189.63%，占票房总额的 18.59%。国产电影海外票房和销售收入 42.53 亿元，比上年的 38.25 亿元增长 11.19%。电影市场收入增速较快，发展态势良好。

图表 3. 2006-2016 年国内电影票房结构及增长趋势



资料来源：Wind 资讯

我国国产电影产量规模较大，电影行业市场竞争日益加剧，电影生产将逐步从数量型向质量型、内涵型转变。从影片供给来看，电影产量主要以电影故事类型影片为主，2017 年我国共产生影片 970 部，同比增长 2.75%，其中包括 798 部电影故事片、32 部动画影片、68 部科教影片、44 部纪录电影和 28 部特种电影。

从下游产业布局来看，自 2002 年院线制改革以来，我国电影院及银幕数量等硬件设施保持增长，截至 2017 年全国新增银幕 9,597 块，银幕总数已达到 50,776 块，同比增长 23.31%。从行业新进入者来看，电影市场迅速增长以及丰厚的票房使新进入者不断增加，一些本土院线公司利用自身的渠道优势开始进入上游制作与发行领域；一些互联网企业积极布局电影行业，如阿里巴巴收购阿里影业，百度旗下爱奇艺成立爱奇艺影

业公司、腾讯成立企鹅影业和腾讯影业；一些外国电影制片商开始逐步进入中国电影市场，加剧电影行业竞争程度。电影作为一种文化消费产品，随着电影观众消费更加理性有序，消费群体更加广泛，电影生产应更加关注电影品质、经典塑造、技术创新等内容。

目前国内电影制作市场的参与者数量众多，但仅有数十家国有电影制片单位以及为数不多的几家大型民营电影公司能够实现影片的规模化、多元化生产。

3. 电视剧业务

电视剧制作行业竞争激烈，行业总体供大于求，近年来视频网站向上游拓展参与网剧制作与发行导致竞争加剧；同时行业分化现象加剧，头部资源集聚，行业集中度有望提高。未来市场对高品质的电视剧需求仍较大，拥有大量头部电视剧制作经验的制作机构前景看好。

电视剧制作行业政策准入门槛较低，制作机构数量众多，竞争较为激烈。根据国家广电总局统计数据¹显示，截至2017年5月，持有2017年度《电视剧制作许可证（甲种）》²的机构共113家，较上年度减少19家；持有2017年度《广播电视节目制作经营许可证》³的机构共有14,389家，较上年度增加4,157家。总体来看，我国电视剧制作的行业集中度⁴较低。

此外，视频网站网络自制剧的快速发展也加剧了电视剧制作行业的竞争。网络自制剧具有成本低、制作周期短以及题材、盈利模式多样化等特点，且可借助视频网站的平台优势，近年来发展迅速。2017年1月中国电视剧制作产业协会与《综艺报》社共同编制的《中国电视剧2016产业调查报告》显示，2016年网剧总时长已突破12万分钟，较2015年增长了196%；其中网络自制剧中40分钟长剧占比不断提高，达两成。伴随流量和产量的快速增长，视频网站不断提升内容制作水平，向头部精品内容发力，网剧制作逐渐趋向于精品化和专业化。根据艺恩统计数

¹ 详细机构名单见国家新闻出版广电总局关于2017年度全国《电视剧制作许可证（甲种）》、《广播电视节目制作经营许可证》机构情况的通告（通告【2017】6号）。

² 电视剧由持有《广播电视节目制作经营许可证》的机构、地市级（含）以上电视台（含广播电视台、广播影视集团）和持有《摄制电影许可证》的电影制片机构制作，但须事先另行取得《电视剧制作许可证（乙种）》或《电视剧制作许可证（甲种）》。《电视剧制作许可证（甲种）》是电视剧制作的最高资质，许可证有效期限为两年，通过周期性审查可维持有效性。申请单位需在连续两年内制作完成六部以上单本剧或三部以上连续剧（3集以上/部）。

³ 《广播电视节目制作经营许可证》系设立广播电视节目制作经营机构或从事广播电视节目制作经营活动应当取得的，由广电总局或省级广播电视行政部门审批的许可。

⁴ 每家制作公司获得发行许可证的电视剧集数占总集数的比重。

据显示，2017 年第一季度上线网络剧播放量 TOP10 均由视频网站或其所属集团出品，并由平台独播。

尽管电视剧审批发行量逐年下降，但电视剧播出平台有限，长期以来我国电视剧行业一直处于供大于求的状况。根据《中国传媒产业发展报告》（“传媒蓝皮书”）统计数据显示，2016 年晚间 19:30~21:30 时段，卫视不重复播出国产剧 421 部，较上年减少 41 部；新剧播出 271 部，相对于 2015 年（311 部）新剧播出量少 40 部。尽管 2016 年首播新剧的比例较上年略升至 81.14%，但相较于规模巨大的电视剧发行数量，国产电视剧每年产量和播出比为 5:4，两成左右的电视剧生产后没有播出平台，导致产品积压，电视剧制作企业投资无法收回。

尽管“一剧两星”政策刺激了电视台对新剧的需求，有利于电视剧库存的消化，但影视剧制作公司两极分化局面也有所加剧，实力较强的制作机构在资金实力、制作技术和资源获取等方面具有明显优势，而实力较弱的制作机构主要通过控制成本的方式应对“一剧两星”政策带来的竞争压力。

2017 年 9 月 8 号，为贯彻落实《中共中央关于繁荣发展社会主义文艺的意见》，国家广电总局联合发改委、财政部等五部发布《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》（新广电发【2017】191 号），主要内容包括加强电视剧创作规划、加强电视剧剧本扶持、建立和完善电视剧投入分配机制、完善电视剧播出结构、统筹电视剧、网络剧管理以及支持优秀电视剧“走出去”。我国电视剧市场需求巨大，对精品剧和头部剧的需求旺盛，未来电视剧制作企业仍有发展空间。

在税收方面，根据财政部、海关总署及国家税务总局《关于继续实施支持文化企业发展若干税收政策的通知》（财税〔2014〕85 号），销售电影拷贝收入、转让电影版权收入、电影发行收入免征增值税及营业税，优惠政策执行期限为 2014 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。根据国务院办公厅《关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知（2）》（国办发〔2014〕15 号），对电影制片企业销售电影拷贝（含数字拷贝）、转让版权取得的收入，电影发行企业取得的电影发行收入，电影放映企业在农村的电影放映收入免征增值税。一般纳税人提供的城市电影放映服务，可以按现行政策规定，选择按照简易计税办法计算缴纳增值税，优惠政策执行期限为 2014 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。税收政策的优惠推动了行业的发展，但优惠

期截止后该行业优惠政策的延续存在不确定性。

四、公司自身素质

（一）公司产权状况、法人治理结构

跟踪期内，该公司实际控制人股权质押比例极高，股价波动将对大股东的控制权及公司经营产生不利影响。

该公司为民营上市公司，控股股东、实际控制人为自然人肖文革，跟踪期内股本及股权结构有所变化。2017年1月18日，肖文革将其持有公司10.50%的股权通过协议转让的方式转让至印纪时代（天津）企业管理有限公司⁵（简称“印纪时代”）。2018年2月13日，肖文革通过协议转让的方式将其持有的公司6.03%股权转让给安信信托。截至2018年2月末，控股股东肖文革共持有公司71.92%股权。其中肖文革直接持有公司48.64%股权，通过其一致行动人北京印纪华城投资中心（有限合伙）（简称“印纪华城”）持有公司12.78%股权，通过印纪时代（天津）企业管理有限公司（简称“印纪时代”）间接持有公司10.50%的股权。公司产权状况详见附录一。

该公司大股东股权质押比例极高，股价波动将对大股东的控制权及公司经营产生不利影响。2018年2月2日，公司股票出现跌停，收盘价为12.09元/股，跌幅为9.98%。因肖文革与印纪华城部分质押给质权人的公司股票在质押到期前触及平仓线，故申请停牌。公司公告称此次停牌不会导致实际控制权发生变化，且实际控制人将积极采取措施，通过补充质押、补缴保证金或提前回购等措施应对上述风险。截至2018年3月2日，公司股权质押情况详见图表4。

图表 4. 公司股权质押情况（单位：万股，%）

股东名称	持股比例	质押股数	质押股数占其持股比例	质押股数占总股份比例
肖文革	48.64	85,788.80	99.65	48.47
印纪华城	12.78	21,907.20	96.87	12.38
印纪时代	10.50	15,853.00	85.33	8.96
合计	71.92	123,549.00	-	69.81

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

此外，2016年1月，该公司第五届董事会第十五次会议，审议通过

⁵ 印纪时代系肖文革先生全资控股的一人有限责任公司，此次转让股份中含受限股10,859.00万股。

了关于非公开发行股票的相关议案。本次发行股份数量为上限 7,936.51 万股，发行完成后公司总股本将增至 118,551.14 万股，募集资金总额为 2.50 亿元，拟用于基于有线网络的家庭互联网平台项目、电影电视剧项目和补充流动资金项目。2017 年 3 月，公司考虑融资环境变化、融资时机等因素，结合公司财务状况公司决定终止此次发行，并于第二十六次董事会审议通过《关于终止非公开发行股票事项的议案》。

该公司按照上市公司治理结构，设立了董事会、监事会、薪酬与考核委员会、审计委员会、战略委员会和提名委员会等机构，并配备了经营管理团队，法人治理结构较为健全。2017 年 12 月 9 日，公司修改了针对董事会人员组成对公司章程进行了修订，修订后董事会由原来的 9 人降为由 7 人组成，其中独立董事 3 人，董事长 1 人。截至 2017 年末，公司设有董事 4 名，独立董事 3 名，监事 3 名。实际控制人肖文革先生担任公司董事，吴冰女士担任公司董事长。

（二）经营状况

跟踪期内，该公司整合营销业务收入保持增长但盈利贡献程度有所下降。同时公司影视剧业务发展迅速，逐渐成为公司盈利重要来源，但由于单部剧实现收入的不可控性较强，该项业务投资风险较大。

该公司从事整合营销业务（包含品牌管理、广告创制、品牌推广、品牌公关及娱乐营销）和影视及衍生业务。2016 年公司实现营业收入 25.06 亿元，同比增长 33.16%。其中整合营销、影视及衍生业务分别实现收入 15.63 亿元和 9.42 亿元，分别同比变化-0.84%和 209.22%。2017 年前三季度公司实现营业收入 12.17 亿元，同比下降 27.24%，主要由于公司减少广告代理业务所致。跟踪期内，公司逐步调整战略布局，在重点发展影视及衍生业务板块同时整合营销业务略有收缩。

图表 5. 公司营业收入构成变化分析（单位：亿元）

项目	2014 年度		2015 年度		2016 年度		2017 年 1-9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
整合营销	21.63	87.92%	15.77	83.80%	15.63	62.40%	7.62	62.58%
其中：品牌推广	16.48	66.99%	11.50	61.12%	12.33	49.21%	3.14	25.78%
娱乐营销	0.96	3.90%	0.26	1.40%	0.27	1.06%	2.53	20.79%
广告制作	1.66	6.73%	1.12	5.97%	0.89	3.55%	0.76	6.23%
品牌公关	1.42	5.75%	1.83	9.75%	1.24	4.93%	0.66	5.41%
品牌管理	1.12	4.55%	1.05	5.56%	0.91	3.64%	0.53	4.37%

项目	2014 年度		2015 年度		2016 年度		2017 年 1-9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
影视及衍生	2.97	12.07%	3.05	16.19%	9.42	37.60%	4.55	37.42%
合计	24.61	100.00%	18.82	100.00%	25.06	100.00%	12.27	100%

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

跟踪期内，该公司毛利率呈波动上升。2016 年公司实现综合毛利率为 41.94%，同比下降 5.30%。2017 年前三季度公司实现综合毛利率 51.27%，较上年同期增长 33.30%。从业务板块构成来看，整合营销板块的毛利率呈波动上升，同时拉动了公司整体毛利率的回升。影视及衍生板块盈利情况受单部电视剧播出时间以及收视率影响较大，故毛利率较为波动。综上所述，整合营销业务仍为公司收入及利润主要来源，但随着公司大力发展影视剧业务，影视及衍生业务收入规模有所增长、盈利能力有所提高，逐渐成为公司盈利重要来源。

图表 6. 公司毛利率变化分析（单位：亿元）

项目	2014 年度		2015 年度		2016 年度		2017 年 1-9 月	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
整合营销	7.02	32.46%	7.02	44.56%	5.12	32.72%	4.06	53.32%
其中：品牌推广	4.07	24.67%	4.67	40.59%	3.37	27.32%	1.19	38.02%
娱乐营销	0.81	84.52%	0.22	82.62%	0.21	80.39%	1.69	66.90%
广告制作	0.65	39.16%	0.56	50.23%	0.34	38.52%	0.48	62.82%
品牌公关	0.43	30.10%	0.57	31.14%	0.35	28.36%	0.19	28.51%
品牌管理	1.07	95.75%	1.00	96.09%	0.84	92.08%	0.51	96.16%
影视及衍生	0.98	32.87%	1.86	61.10%	5.39	57.23%	2.18	47.83%
综合	8.00	32.52%	8.89	47.24%	10.51	41.94%	6.24	51.27%

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

该公司在税收方面享有优惠政策，根据财政部、海关总署、国家税务总局《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税〔2011〕58 号），对设在西部地区的鼓励类产业企业，减按 15% 的税率征收企业所得税。公司之子公司四川印纪影视传媒有限公司主营业务符合《西部地区鼓励类产业目录》规定，减按 15% 的税率计缴企业所得税。

根据财政部、国家税务总局《关于新疆喀什霍尔果斯两个特殊经济开发区企业所得税优惠政策的通知》，对在新疆喀什、霍尔果斯两个特殊经济开发区内新办的属于《新疆困难地区重点鼓励发展产业企业所得税优惠目录》范围内的企业，自取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，五年内免征企业所得税。该公司子公司霍尔果斯印诚纪年影视娱乐

传媒有限公司五年内免征企业所得税。

图表 7. 公司所得税纳税主体情况

纳税主体名称	所得税税率	政策期限
DMG 香港	16.50%	一直适用
四川印纪影视传媒有限公司	15.00%	2011/01/01~2020/12/31
印纪湘广传媒有限公司 ⁶	0.00%	2015/01/01~2025/12/31
霍尔果斯印诚纪年影视娱乐传媒有限公司	0.00%	2010/01/01~2026/12/31
除上述以外的其他纳税主体	25.00%	-

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

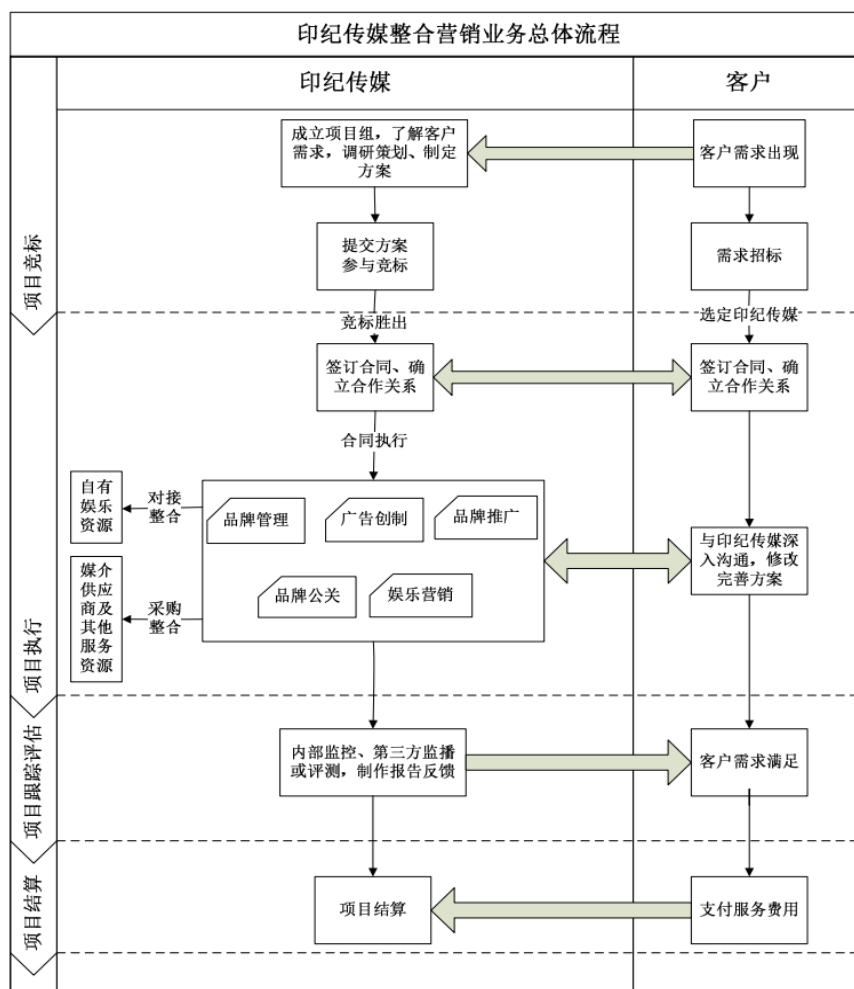
该公司税收优惠政策的相关业务取得的收入占公司营业收入的比例较大，2016 年度和 2017 年前三季度分别为 37.60%和 61.26%。同时，公司正在大力发展相关业务，未来相关优惠政策的到期或将对公司经营情况产生一定影响。

1. 整合营销

整合营销业务为该公司向客户提供系统化的品牌管理、广告创制、品牌推广、品牌公关、娱乐营销等全方面的服务，客户可根据实际需求选择不同的服务内容组合。公司还将娱乐营销结合影视剧业务资源，通过在影视剧中植入广告，为已有客户提高整合营销服务的影响度。如图 9 所示，整合营销服务流程包括四个阶段，公司根据客户需求为客户制定整合营销方案，并通过竞标的方式获取项目，项目获取后执行制定方案并根据服务的工作量标准进行收费，在项目结束客户验收通过后进行收款，一般回款期在 1~3 个月。

⁶截至 2016 年末，印纪湘广传媒股份有限公司合并会计报表口径资产总额为 2.44 亿元，负债总额为 0.40 亿元；2016 年实现营业收入 0.26 亿元，实现净利润 0.13 亿元；当期经营活动产生的现金流量净额为 0.53 亿元。其中印纪湘广传媒股份有限公司净利润占该公司净利润 3.16%，所得税优惠政策到期后对公司净利润影响较小。

图表 8. 公司整合营销业务流程



资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

从收入结构来看，该公司品牌推广为客户选择度最高的整合营销业务，2016 年其收入在整合营销板块中高至 78.89%，实现营业收入 12.33 亿元，同比增长 7.22%。此外，品牌公关、品牌管理、广告制作和娱乐营销业务 2016 年度实现收入合计 3.31 亿元，同比下降 22.30%。虽然这些业务在整合营销板块占比较小，但在 2016 年出现整体下滑，导致整合营销板块收入在当年同比小幅下滑 0.84%。2017 年前三季度，随着公司影视剧业务发展，娱乐营销业务收入随之增加。娱乐营销业务收入主要来自在电视剧中的广告植入费用，当期实现收入 2.53 亿元。

从客户集中度来看，2016 年，前五大客户收入占整合营销营业收入比重 49.25%，同比上升。2017 年前三季度，受该公司客户结构变化影响，使得公司前 5 大客户收入占营业收入比重下降至 35.64%。

图表 9. 2015 年以来公司前五大客户销售收入占整合营销比重情况 (单位: 亿元, %)

年度	客户名称	收入	占比
2015 年度	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	2.28	11.45
	一汽-大众销售有限责任公司	2.28	11.42
	重庆北汽幻速汽车销售有限公司	1.35	6.79
	一汽轿车销售有限公司	1.26	6.34
	沈阳华晨金杯汽车有限公司	1.20	6.02
	合计	8.38	42.01
2016 年度	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	2.04	13.06
	一汽-大众销售有限责任公司	2.45	15.66
	一汽马自达汽车销售有限公司	1.39	8.87
	重庆北汽幻速汽车销售有限公司	0.94	6.03
	一汽轿车销售有限公司	0.88	5.62
	合计	7.70	49.25
2017 年前三季度	重庆北汽幻速汽车销售有限公司	1.68	13.79
	北京炬力传媒有限公司	1.07	8.79
	遂宁明晨文化传播有限公司	0.57	4.65
	HutongFund,L.P.	0.55	4.53
	北京联易汇众科技有限公司	0.47	3.88
	合计	4.60	37.82

资料来源: 根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

从客户结构来看, 截至 2017 年 9 月末, 该公司新增客户 30 家, 流失客户 20 家, 共有客户 138 家, 其中 10% 的客户合作年限超过 3 年。2017 年, 公司新开拓的客户及品牌包括 Hutong Fund,L.P、北京联易汇众科技有限公司、深圳市金立通信设备有限公司、霍尔果斯浩润影业娱乐有限公司以及霍尔果斯青橙互娱网络科技有限公司等; 流失的客户主要包括霍尔果斯不二文化传媒有限公司、一汽轿车销售有限公司、一汽马自达汽车销售有限公司、内蒙古伊利实业集团股份有限公司、上海李奥贝纳广告有限公司北京分公司、北京昊海金桥文化传播有限公司、上海金伯利钻石有限公司、厦门金牌厨柜股份有限公司等。跟踪期内, 公司汽车行业客户有所下降, 原有优质客户有所流失, 受此影响整合营销业务客户稳定性有所下降。

2. 影视及衍生业务

跟踪期内, 该公司影视及衍生业务得到有利发展, 对影视剧业务投

入资金逐步增加。其中影视收入主要包括电影作品的票房收入、电影作品在电视及新媒体的版权收入、电视剧播放权收入、电影院获得的票房分账收入；而衍生收入主要为与影院相关的零售商品销售，金额占该板块比例较小。

图表 10. 2014 年以来公司影视剧业务的投资及收入变化（单位：亿元）⁷

2014 年度		2015 年度		2016 年度		2017 年前三季度	
投入资金	收益	投入资金	收益	投入资金	收益	投入资金	收益
2.01	1.94	2.67	1.67	6.58	6.50	5.80	3.84

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

➤ 电影业务

该公司电影业务的流程为：拍摄制作完成的影片或从海外引进成品影片在取得公映许可证后，形成可售电影产品，公司和合作方与国内院线签订发行放映合作协议，按协议取得票房分账收入。公司还通过向电视台出售影片电视播放权、向新媒体渠道出售新媒体版权等方式获得相应收入，相关款项通常在影片放映结束后 1~6 个月内收回，海外市场一般在 1~2 年内可收回。2016 年电影业务实现收入 2.77 亿元，占影视及衍生板块收入 29.43%，其中包括《极速之巅》收入、勇士 IP 的授权收入和销售往年影片的版权收入。

2017 年该公司对电影主要投资策略不变的基础上，加强了对海外影视公司的收购，并筹备在未来深度挖掘超级 IP 市场潜能，加强公司影视娱乐业务板块。另外，公司与国际著名导演詹姆斯·卡梅隆在 2016 年合作出品的经典科幻电影《终结者 2: 审判日》全新 3D 版，预计在 2018 年上映。同期，公司在积极筹备《靠谱兄弟》、《世界的尽头》和《断片之险途夺宝》，也预计在 2018 年上映。

图表 11. 2016-2017 年公司投资的电影情况

片名	制作/发行	上映时间	票房收入（亿元）	公司获得的收入（亿元）	投资比例（%）	公司投资总额（亿元）
极速之巅	制作、发行	2016.12	0.15	0.84	10	0.19

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

⁷ 图表 10 中的投入资金数额仅反映当年度发行的影片或取得发行许可证的电视剧所投入资金，投入年限并不一定在当年；收入实现对应这些影片截至目前已实现收益或已签定协议预计可实现收益，实际效应产生并不一定在当年。

► 电视剧业务

在电视剧方面，该公司主要产品是电视剧作品以及电视栏目作品。其中，电视剧收入来自电视剧版权的销售运营，主要为电视剧播放权收入。电视剧拍摄完成并取得发行许可证后形成可售电视剧产品，公司与各电视台签订电视剧播放许可合同，进行播放授权并获得发行收入。另外，通过网络点播、IPTV、手机电视等授权方式取得新媒体版权收入。在为期 24 个月的首轮播放结束后，电视剧的销售收入基本全部实现，单部电视剧的投资成本也全部收回。2016 年公司电视剧实现收入 6.37 亿元，占比 67.59%。2017 年 1~9 月，电视剧实现收入 3.07 亿元，占影视及衍生板块收入 43.36%。

2017 年，该公司共投资电视剧 14 部，总投资额 5.80 亿元，取得许可发行的电视剧有 9 部，已播出的电视剧有 6 部，投资播出率为 42.86%。其中《军师联盟之虎啸龙吟》、《喋血武工队传奇》及《十里洋场拾年花》等作品均于 2017 年下半年确认发行收入。预计在 2018 年播出公司出品的电视剧有《如若巴黎不快乐》、《长安十二时辰》及《赢天下》等作品。跟踪期内，公司完成了对多部电视剧的投资、制作、发行，精品剧项目数量已初具规模。但由于影响电视剧业务收入实现的不可控因素较多，单部剧的成败对公司电视剧业务盈利能力影响较大。

图表 12. 2017 年以来公司主要电视剧项目情况（单位：亿元，集）

年份	项目	收入	毛利	首播时间	集数	投资比例	卫视首播平台	互联网播出平台
2017 年	大军师司马懿之军师联盟	1.95	1.09	2017 年 6 月	42	40%	江苏、安徽	优酷
	孤战	0.5	0.17	2017 年 1 月	53	100%	黑龙江卫视	-
	卧底归来	0.36	0.17	2017 年 5 月	43	31%	山东卫视、天津卫视	-

注：根据华策影视提供的数据绘制

3. 重大对外投资

跟踪期内，该公司减持所持韩国 ChorokbaemMedia 股份有限公司 11.55% 的股权，目前持股比例为 13.90%，为公司第一大股东。公司还投资了湖南广电网络云数据有限公司，共持有其 60% 股权，但不具有对其的实际控制权，故将其作为联营企业。

图表 13. 2016-2017 年公司主要对外投资情况

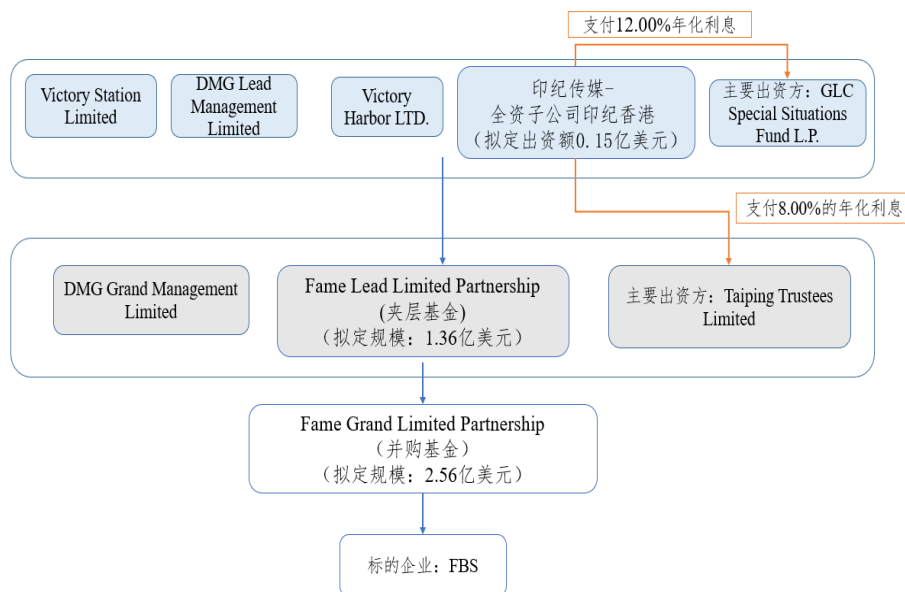
企业名称	主要经营地	业务性质	间接持股比例	会计处理方法	2016 年净利润
ChorokbaemMedia 股份有限公司	韩国	影视剧投资、制作、发行	13.90%	成本法核算	0.33 亿元
湖南广电云网络数据有限公司	湖南	互联网信息服务	60.00%	权益法核算	-0.04 亿元
上海乐标文化传播有限公司	上海	文化艺术交流活动策划、市场营销策划、品牌管理策划、体育赛事活动策划、展览展示服务、动漫设计	20.00%	成本法	-
企业名称	主要经营地	业务性质	2017 年新增投资额		
深圳印纪光大文化产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	深圳	实业投资，股权投资，创业投资，投资咨询	0.31 亿元		

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

此外，该公司不断通过对境外股权投资延伸娱乐价值链，促进公司外延式发展，进一步完善娱乐影视业的国际化定位。自 2017 年 4 月 18 日起，公司因收购境外资产进行停牌，拟通过全资子公司收购标的企业 Asia Win Global Holdings Limited（简称“AsiaWin”）100%股权。2017 年 10 月 16 日，公司宣布终止本次重大重组事项，并于 10 月 27 日复牌。2017 年 10 月 17 日，公司发布了《关于签订基金合作框架协议暨基金对外投资公告》。公司拟出资 0.15 亿美元直接参与设立夹层基金⁸，并通过夹层基金间接参与设立并购基金，最终并购基金用以投资海外项目 FBS Entertainment and Leisure Holdings Limited（简称“FBS”）的 100% 股权的框架协议。交易情况如图表 14 所示，标的公司股权结构如图表 15 所示。

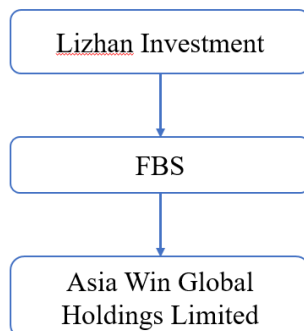
⁸ 夹层基金提供的是介于股权与债权之间的资金，填补股权资金以及普通债权资金之后仍不足的收购资金缺口。

图表 14. 公司基金合作交易情况



资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

图表 15. 公司拟并购标的企业股权结构图（截至 2017 年 10 月 17 日）



资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

并购基金收购完成后，FBS 将围绕“福布斯”品牌，发展和运营其大中华地区的娱乐以及奢侈品零售业务，并将通过 Forbes Global Holdings Inc. 持有福布斯传媒不超过 10% 的权益。该基金的实施尚需协议各方进一步协商谈判，并签署正式协议，目前该事项尚存在不确定性。

2018 年 2 月 23 日，该公司发布重大资产重组停牌公告，拟收购镜尚传媒有限公司（以下简称“镜尚传媒”）100% 的股权。目前公司仍处于停牌阶段，收购事项尚未完成。

（三）财务质量

该公司系印纪影视娱乐传媒有限公司（简称“印纪影视”）借壳上

市后形成的企业，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对印纪传媒 2014 年及 2015 年财务数据进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对印纪传媒 2016 年财务数据进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。2014 年财政部对部分会计准则进行修订，同时新增了部分准则，公司按照规定执行，未变更部分仍执行 2006 年相关准则。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 36.17 亿元，所有者权益为 24.80 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 22.80 亿元）；2016 年实现营业收入 20.06 亿元，实现净利润 7.37 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 7.31 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 0.51 亿元。

截至 2017 年 9 月末，该公司未经审计的合并会计报表口径资产总额为 40.53 亿元，所有者权益为 27.63 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 25.70 亿元）；2017 年前三季度实现营业收入 12.17 亿元，实现净利润 4.11 元（其中归属于母公司所有者的净利润 4.19 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 0.02 亿元。

2016 年该公司纳入合并范围子公司共 16 家，其中霍尔果斯印诚纪年影视娱乐传媒有限公司为新设子公司，清算注销子公司 3 家，股权转让子公司 1 家。2017 年，公司合并范围没有发生变化。

跟踪期内，该公司盈利来源仍为营业毛利，营业毛利和净利润维持增长，保持了较好的资产收益水平，但公司整合营销业务客户集中度较高，易受客户稳定程度影响，存在一定的不确定性。目前公司负债经营程度维持在合理水平，但刚性债务主要集中在短期债务，公司及其偿付压力较大。

（四）公司抗风险能力

该公司以整合营销服务和影视剧业务为主，目前整合营销服务已拥有一定行业地位，影视剧业务已初具规模，均可为未来收入实现提供一定保障。

1. 行业地位

印纪传媒主营业务为整合营销服务业务，涵盖了品牌管理、品牌推广、品牌公关、广告创制以及娱乐营销一条龙全案服务。该公司专业从事整合营销服务，已经拥有一定数量的长期稳定的客户资源。此外，在影视及衍生业务方面，公司近年发行的多部电视剧取得良好成绩，形成一定的市场影响力。

2. 创意能力与人才优势

该公司具有较为庞大的专业队伍，核心管理人员从业时间较长，积累了较为丰富的行业经验。近几年来公司获得国际、国内 16 个奖项，包括中国国际广告节金奖、中国创意 50 强、“全球最佳独立广告公司”称号、中国广告长城奖“互动创意奖”优秀奖、“中国广告长城媒介营销奖”银奖等，公司具有较强的创意能力。

（五）公司盈利能力与偿债能力

跟踪期内，该公司营业毛利占利润总额比例大，投资收益及营业外收入净额对公司盈利贡献较小。公司主业盈利水平尚可，期间费用控制情况较好。但公司来源于影视剧业务的盈利易受单部剧成败影响。公司经营活动现金流总体表现欠佳，目前负债经营程度仍维持在合理水平，但刚性债务主要集中在短期债务，公司即期债务偿付压力大。

1. 盈利能力

跟踪期内，该公司利润由营业毛利、投资净收益及营业外净收入组成。其中营业毛利仍为公司盈利主要来源，投资净收益及营业外净收入对公司盈利贡献较小。2017 年前三季度实现营业毛利 6.24 亿元，整合营销板块毛利占比仍较高，其中结合影视剧业务的娱乐营销业务毛利增长明显。2017 年前三季度公司实现投资净收益 0.07 亿元，较 2016 年末投资收益增长系因公司处置重庆镜尚全网科技文化发展有限公司 20% 的股权产生。2017 年前三季度投资收益虽由负转正，但该投资收益不具有可持续性。此外，公司营业外净收入在 2016 年实现 0.73 亿元，2017 年前三季度实现 0.51 亿元，主要系文化资金奖励等政府补助收入。

图表 16. 2014 年以来公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

项目/亿元	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-9 月
营业毛利	8.00	8.89	10.51	6.24
投资净收益	-	-0.01	-0.02	0.07
营业外净收入	0.51	0.89	0.73	0.51
合计	8.51	9.77	11.21	6.82

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

跟踪期内，该公司期间费用控制情况较好。2016 年公司期间费用合计 2.18 亿元，同比增长 7.39%，但期间费用率为 8.72%，同比下降 18.95%。其中销售费用为 1.15 亿元，占比较大，管理和财务费用合计为 1.03 亿元。2016 年，公司资产减值损失下降 14.36%至 0.23 亿元，因加大了应收账款回收力度，坏账损失较上年下降 37.03%至 0.17 亿元；另外 2016 年公司产生存货跌价损失 0.06 亿元，主要由应收账款坏账计提产生。

2017 年前三季度期间费用为 1.61 亿元，期间费用率 13.26%，呈上升趋势。随着该公司影视剧业务的拓展，影片业务的支出和差旅交通等费用均有增长，当期销售费用为 0.88 亿元，同比增长 13.15%。同期，管理费用和财务费用合计 0.74 亿元。期间费用整体结构未发生改变。2017 年前三季度，公司资产减值损失较上年末增长 161.76%，至 0.61 亿元，系因应收账款坏账准备增加所致。

2. 债务构成

随着该公司经营规模不断扩大以及对外投资力度不断加强，公司对外融资规模保持增长态势。截至 2016 年末公司负债总额为 11.37 亿元，较上年末增长 35.51%，主要系公司发行短期融资券所致。截至 2017 年 9 月末公司负债总额为 12.90 亿元，较上年末增长 13.47%，资产负债率略有升高，但负债经营程度整体维持在合理水平。

图表 17. 2014 年以来公司财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元，%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月末
流动负债	8.12	8.39	10.77	8.93
非流动负债	0.80	-	0.60	3.97
所有者权益	11.07	17.91	24.80	27.63
资产负债率	44.63	31.90	31.44	31.84

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

跟踪期内，该公司负债结构有所调整，但仍以流动负债为主。截至 2016 年末，公司流动负债在总负债中占比为 94.72%。2016 年末公司债务主要集中在短期借款、应付账款和其他流动负债，占负债总额比例分

别为 14.95%、32.08%和 35.11%。其中应付账款余额为 3.65 亿元，较上年末增长 36.83%，账龄在一年以内的应付账款占比为 94.64%，账龄超过一年的应付账款余额为 0.20 亿元，主要系西安曲江春天和影视文化有限公司的款项；其他流动负债余额为 3.99 亿元，系 2016 年发行的短期融资券款项。截至 2017 年 9 月末，公司流动负债在总负债中占比下降为 69.22%，主要系 2017 年公司通过发行中期票据进行融资使得应付债券增加所致。公司其余负债类科目较上年末变化不大。

2017 年该公司发行了 4 亿元的短期融资券和 4 亿元的中期票据，并偿还了 2016 年的长期借款和部分短期借款。2017 年 9 月末，刚性债务较上年末增加 35.18%，其中短期刚性债务余额为 4.94 亿元，占刚性债务总额比例为 55.44%，公司即期偿债压力大。

图表 18. 2014 年以来公司刚性债务情况（单位：亿元，%）

	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
短期刚性债务	4.06	4.81	5.99	4.94
短期借款	3.80	4.00	1.70	0.78
应付利息	0.01	0.01	0.10	0.16
应付短期融资券	-	-	3.99	4.00
一年内到期的长期借款	0.25	0.80	0.20	-
中长期刚性债务	0.80	-	0.60	3.97
长期借款	0.80	-	0.60	-
应付债券	-	-	-	3.97
其他中长期刚性债务	-	-	-	-
刚性债务合计	4.86	4.81	6.59	8.91
刚性负债占负债总额比例	54.48	57.29	57.96	69.05
借款总额	4.60	4.00	2.30	0.78

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

或有负债方面，截至 2017 年 12 月 9 日，该公司及其控股子公司累计对外担保 2.50 亿元，占 2016 年末所有者权益的 10.08%。

3. 现金流

2016 年度和 2017 年前三季度，该公司营业收入现金率分别为 96.81% 和 101.63%，呈上升趋势。其中 2017 年前三季度营业收入现金率有所提升主要系因公司增加了现金收款。

图表 19. 2014 年以来公司现金流情况（单位：亿元，%）

项目（亿元）	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
经营活动产生的现金流量净额	-2.12	1.84	0.51	0.02
投资活动产生的现金流量净额	-0.15	-2.97	-1.12	0.09

项目 (亿元)	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
筹资活动产生的现金流量净额	1.87	1.06	0.69	0.94
营业收入现金率	83.45	99.98	96.81	101.63

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

2016 年度，该公司经营活动产生的现金流量净额为 0.51 亿元，较上年同比下降 72.42%，主要系因公司影视剧投入较大以及影视剧回款周期较长所致。2017 年前三季度，受益于公司影视剧业务收入增加，经营活动产生的现金流量净额由上年同期的净流出转为净流入，当期净流入 0.02 亿元。

2016 年，由于该公司本年对湖南广电网络云数据有限公司追加投资 0.55 亿元；对深圳印纪光大投资咨询合伙企业(有限合伙)新增投资 0.34 亿元；对衍界（北京）文化产业有限公司新增投资 0.2 亿元，导致投资活动产生的现金呈流出状态，为-1.12 亿元，较上年同期下降了 62.30%。2017 年前三季度公司因减持韩国公司 Chorokbaem Media CO.,LTD 400 万股，投资收回的现金增加 0.49 亿元，并且投资支付的金额有所减少，使得当期投资活动产生的现金流净额呈净流入 0.09 亿元。

为满足经营和投资活动的资金需求，该公司主要通过发行债券和保证借款的方式筹集资金。2016 年和 2017 年前三季度公司筹资活动现金流量净额为 0.94 亿元和 1.51 亿元。

4. 资产质量

跟踪期内，随着该公司的经营积累，其权益资本逐年小幅增长。2016 年及 2017 年 9 月末所有者权益分别为 36.17 亿元及 40.53 亿元。2016 年末实收资本为 0.74 亿元，较上年末未发生变化；因反向收购后资本公积结转至股本导致公司资本公积为-0.16 亿元；公司未分配利润占比较高，为 14.23 亿元，主要系经营成果不断积累所致。2017 年前三季度，公司整体权益结构较上年末变化不大，其中实收资本、资本公积、盈余公积均与上年末保持一致，而未分配利润较年初增加 3.19 亿元至 23.96 亿元，主要系业务扩张带来的经营利润增加。整体看来，公司权益资本结构仍属稳定。

图表 20. 2016 年以来公司重要资产组成 (单位: 亿元, %)

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.66	13.31	2.71	10.29	2.83	7.83	3.87	9.55
应收账款	11.95	59.80	12.58	47.82	15.62	43.20	17.04	42.04
预付款项	2.13	10.64	4.59	17.45	4.97	13.75	7.16	17.65
存货	1.63	8.15	1.88	7.13	5.58	15.44	6.34	15.64
长期股权投资	-	-	1.69	6.41	2.88	7.95	2.61	6.45
可供出售金融资产	-	-	0.25	0.95	0.25	0.69	-	-
合计	18.37	91.9	23.7	90.05	32.13	88.86	37.02	91.33

资料来源: 根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

截至 2016 年末, 该公司总资产为 36.17 亿元, 其中流动资产和非流动资产分别占 87.47% 和 12.53%。从流动资产构成看, 公司流动资产主要由应收账款、预付账款、货币资金及存货构成。其中, 应收账款主要是尚未收到的业务款项, 规模较大, 且呈现持续增长趋势, 公司或将面临一定款项回收风险, 余额为 15.62 亿元, 较上年末增长 24.19%。公司 80.93% 的应收账款账龄在 1-6 个月, 其坏账计提比例为 1.00%。公司存货主要反映影视剧的投资, 余额为 5.58 亿元, 较上年末增长 197.51%, 主要为公司购入电影和动漫版权、投资拍摄电视视剧以及部分电视剧取得了发行许可而导致存货中的在产品⁹与库存商品大幅上涨所致。公司预付款项主要为预付广告投放款和预付影视剧投资款, 由于公司加大了对影视剧的投资力度, 年末余额较上年末增长 8.38% 至 4.97 亿元。货币资金整体呈上升趋势, 余额为 2.83 亿元 (其中存放在境外的款项总额为 0.61 亿元)。同期, 公司流动比率、速动比率分别为 293.70% 和 195.69%, 资产流动性较强。2016 年末公司现金比率为 42.20%, 较上年末略有下降。2016 年末公司可供出售金融资产 0.25 亿元。公司新增对湖南云数据公司、对衍界 (北京) 文化产业有限公司以及投资及投资设立文化产业基金, 期末长期股权投资 2.88 亿元, 较上年末增长 70.64%。2016 年末, 其他非流动资产增幅显著, 增长主要是由于公司投资机顶盒投放项目采购款新增 0.41 亿元所致。

图表 21. 2017 年 9 月末公司前五名应收账款情况 (单位: 亿元, %)

年度	客户名称	收入	占比	年限
2016 年度	一汽大众销售有限责任公司	2.04	13.06	2 年以下
	霍尔果斯不二文化传媒有限公司	2.45	15.66	1-6 个月
	盛唐时代 (北京) 数码影视制作有限责任公司	1.39	8.87	1-6 个月

⁹ 在产品是指公司投资拍摄尚在摄制中或已摄制完成尚未取得《电影片公映许可证》或《电视剧发行许可证》的影视剧产品, 以及尚在制作中的电视栏目、广告拍摄、公关活动及其他制作服务等制作成本。

年度	客户名称	收入	占比	年限
	一汽轿车销售有限公司	0.94	6.03	1-6 个月
	天津一汽汽车销售有限公司	0.88	5.62	3 年以下
	合计	7.15	44.15	-
2017 年前 三季度	霍尔果斯不二文化传媒有限公司	1.00	5.49	6-12 个月
	盛唐时代（北京）数码影视制作有限责任公司	0.62	3.37	6-12 个月
	重庆北汽幻速汽车销售有限公司	0.95	5.20	1-6 个月
	重庆银翔摩托车（集团）有限公司	0.88	4.79	1-6 个月
	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	0.65	3.55	6-12 个月
	合计	4.10	22.40	-

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

2017 年 9 月末，由于该公司发行了 4 亿元人民币中期票据，货币资金较年初增长了 36.54%。应收账款较年初增长 9.09%，但前五大客户应收账款集中度有所下降。预付账款较年初增长了 38.04%，主要原因是新增预付媒介采购款以及预付电视剧制作投资款。其他非流动资产增至 0.88 亿元，主要因子公司印纪湘广增加机顶盒采购的影响所致。除此外，其他科目无重大变化。

5. 外部支持

截至 2017 年 9 月末，该公司获得的银行授信额度为 2 亿元，其中未使用授信额度为 1 亿元。

（六）公司过往债务履约情况

根据该公司所提供的 2017 年 1 月 19 日《企业信用报告》，公司过往无信贷违约记录。截至 2017 年末，公司待偿还债券 8.00 亿元。

图表 22. 公司待偿债券概况（单位：亿元；%）

简称	金额	利率	存续期
17 印纪娱乐 MTN001	4.00	6.30	2020-03-10
17 印纪娱乐 CP001	4.00	5.90	2018-09-08
16 印纪娱乐 CP001	4.00	4.38	已到期偿还

资料来源：根据印纪传媒所提供资料整理、绘制。

（七）跟踪评级结论

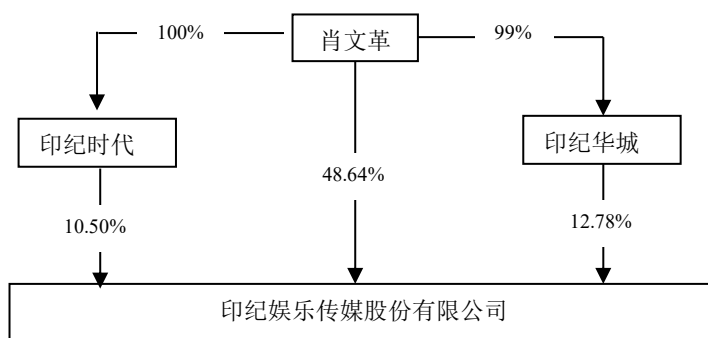
跟踪期内，该公司实际控制人股权质押比例较高，股价波动将对大股东的控制权及公司经营产生不利影响。公司整合营销业务收入保持增长但盈利贡献程度有所下降。同时公司影视剧业务发展迅速，逐渐成为

公司盈利重要来源，但单部剧实现收入的不可控性较强，该项业务投资风险较大。公司盈利来源仍为营业毛利，营业毛利和净利润维持增长，保持了较好的资产收益水平，但公司整合营销业务客户易受客户稳定程度影响，存在一定的不确定性。公司期间费用控制情况较好。公司经营活动现金流总体表现欠佳，目前负债经营程度仍维持在合理水平，但刚性债务主要集中在短期债务，公司即期债务偿付压力大。

同时，我们仍将持续关注（1）并购事项进展及对该公司的影响；（2）公司经营业务开展情况；（3）广告大客户集中度改善情况；（4）影视剧投资风险；（5）款项回笼情况；（6）对外其他重大投资情况；（7）大股东股权质押情况；（8）公司与外部战略合作进展。

附录一：

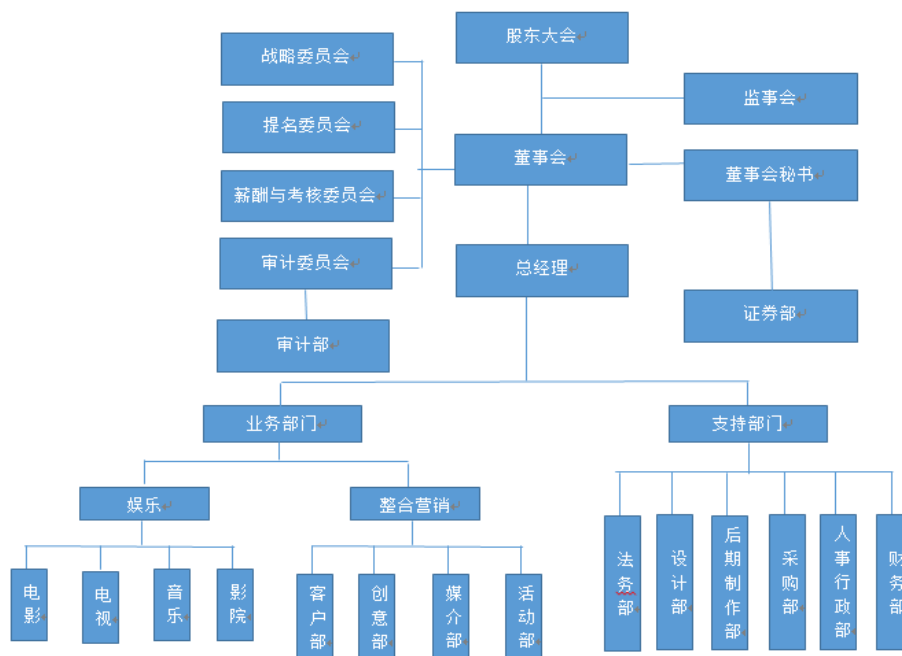
公司股权结构图



注：根据印纪传媒提供的资料绘制（截至2017年末）

附录二：

组织架构图



注：根据印纪传媒提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

信用等级符号及定义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义
投资级	AAA 级 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 级 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 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 级 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 级 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级 不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级	含义
A 等	A-1 最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2 还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B 还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C 还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D 不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录四：

公司主要财务数据及指标表

主要财务指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
流动资产合计[亿元]	19.51	23.40	31.64	36.22
其中：货币资金[亿元]	2.66	2.71	2.83	3.87
流动负债合计[亿元]	8.12	8.39	10.77	8.93
其中：短期刚性债务[亿元]	4.06	4.81	5.99	0.94
所有者权益合计[亿元]	11.07	17.91	24.80	27.63
营业收入[亿元]	24.61	18.82	25.06	12.17
净利润[亿元]	4.76	5.77	7.37	4.11
EBITDA[亿元]	6.46	7.65	8.91	4.56
经营性现金净流入量[亿元]	-2.12	1.84	0.51	0.02
投资性现金净流入量[亿元]	-0.15	-2.97	-1.12	0.09
资产负债率[%]	44.63	31.90	31.44	31.84
权益资本与刚性债务比率[%]	227.75	372.63	376.22	562.65
长期资本固定化比率[%]	4.06	16.20	17.85	13.64
流动比率[%]	240.23	278.89	293.70	405.50
速动比率[%]	193.97	201.83	195.69	254.44
现金比率[%]	38.49	43.29	42.20	43.32
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.77	0.76	0.76	4.12
应收账款周转速度[次]	3.88	1.53	1.78	-
存货周转速度[次]	5.50	5.66	3.90	-
固定资产周转速度[次]	9.54	203.73	164.17	-
毛利率[%]	32.52	47.24	41.94	51.27
营业利润率[%]	23.22	33.99	30.91	33.22
利息保障倍数[倍]	35.21	26.5	27.70	-
总资产报酬率[%]	33.49	32.73	28.14	-
净资产收益率[%]	56.25	39.84	34.51	-
营业收入现金率[%]	83.45	99.98	96.81	101.63
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	-22.62	22.34	5.31	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-24.25	-13.66	-6.38	-
EBITDA/利息支出[倍]	35.54	26.84	28.08	-
EBITDA/短期刚性债务[倍]	1.01	1.73	1.65	-

注：表中数据依据印纪传媒审计的 2014~2016 年度及未经审计的 2017 年前三季度财务报表整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	=EBITDA/[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额