

2013 年北京歌华文化发展集团

企业债券 2018 年跟踪

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司

PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

2013年北京歌华文化发展集团企业债券 2018年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【339】号 01

债券简称: 13歌华债/13
京歌华

债券剩余规模: 5.65亿
元

债券到期日期: 2020年
03月21日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 到期一次还本,
附存续期第4年末公司
上调利率选择权及投资
者回售选择权

分析师

姓名:
于一飞 罗力

电话:
010-66216006

邮箱:
yuyf@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司
地址: 深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼
电话: 0755-82872897
网址: www.pyrating.cn

本次跟踪评级结果

上次信用评级结果

本期债券信用等级	AA	上次信用评级结果	AA
发行主体长期信用等级	AA		AA
评级展望	稳定		稳定
评级日期	2018年05月28日		2017年06月24日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对北京歌华文化发展集团(以下简称“歌华集团”或“公司”)及其2013年3月21日发行的企业债券(以下简称“本期债券”)的2018年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为AA,发行主体长期信用等级维持为AA,评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到:公司资产以投资性房地产为主,多位于北京市较好地段,2017年物业出租率仍保持在较高水平;2017年公司文化活动和展览、设计策划业务收入大幅增长,整体营业收入水平提升;政府持续给予公司一定的支持。同时我们也关注到了2017年公司整体转让国家对外文化贸易基地,合并范围子公司减少,使得公司总资产、租金收入及补贴收入有所下降;公司资产运营效率仍保持低位;公司营业利润主要来自投资收益,期间费用率水平较高,整体盈利能力欠佳等风险因素。

正面:

- 公司资产以投资性房地产为主,多位于北京市较好地段,2017年物业出租率仍保持在较高水平。截至2017年底,公司投资性房地产账面价值29.18亿元,占总资产的47.11%,包括歌华大厦及开元酒店A楼资产,地理位置均较好,2017年歌华大厦出租率稳定在93%的较好水平,物业出租情况整体保持稳定。
- 2017年公司文化活动和展览、设计策划业务收入大幅增长,整体营业收入水平提升。2017年,随着承接活动增加,公司文化活动和展览、设计策划业务收入分别同比增加55.63%和51.47%,营业收入同比增加12.40%至2.59亿元。
- 政府持续给予公司一定的支持。作为北京市的大型国有文化产业集团,北京市政

府及相关部门在项目来源、补贴等方面继续给予公司相应支持。2017年，公司继续承接较多政府相关的项目，如2017年新增“砥砺奋进的五年”大型成就展等项目，同时，2017年公司获得政府补助共计1,862.24万元。

关注：

- **2017年公司整体转让国家对外文化贸易基地，合并范围子公司减少，使得公司总资产、租金收入及补贴收入有所下降。**2017年公司整体转让国家对外文化贸易基地，使得合并范围内子公司减少4家，总资产规模同比下降28.68%，同时影响公司物业管理及租金收入同比减少0.27%，收到的政府补助较上年减少50.46%。
- **公司资产运营效率仍保持低位。**2017年，公司净营业周期为1,323.06天，总资产周转天数为10,341.02天，资产运营效率仍保持较低水平。
- **公司营业利润主要来自投资收益，期间费用率水平较高，整体盈利能力欠佳。**2017年公司营业利润主要来自投资收益，期间费用率下降28个百分点至89.51%，但仍维持较高水平，公司整体盈利能力欠佳。

主要财务指标：

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	619,455.49	868,547.74	791,155.18
归属于母公司所有者权益（万元）	332,528.60	353,247.78	352,451.93
有息负债（万元）	165,460.36	320,600.00	244,004.47
资产负债率	44.03%	55.29%	50.86%
流动比率	3.32	0.76	0.90
速动比率	2.66	0.58	0.62
营业收入（万元）	25,900.78	23,043.04	33,794.81
公允价值变动损益（万元）	-2,269.41	14,019.49	11,707.55
投资收益（万元）	14,825.50	506.92	6,012.66
利润总额（万元）	6,463.52	4,023.09	14,775.56
综合毛利率	62.47%	65.46%	57.48%
总资产回报率	1.91%	1.95%	2.39%
EBITDA（万元）	17,674.48	19,963.97	22,644.53
EBITDA 利息保障倍数	2.29	1.30	3.66
经营活动现金流净额（万元）	62,285.01	9,400.82	7,737.40

资料来源：2015-2017年公司审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会《关于北京歌华文化发展集团发行2013年企业债券核准的批复》（发改财金[2013]519号）文件批准，公司于2013年3月21日发行6亿元企业债券，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构及主营业务均未发生变更。截至2017年末，公司注册资本和实收资本仍为2亿元；北京北广传媒集团有限公司¹是公司的唯一股东，实际控制人仍为北京广播电视台（事业法人）。2017年，公司新增纳入合并报表范围子公司1家，减少纳入合并范围的子公司5家，具体情况见表1。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
秦皇岛歌华营地文化传播有限公司	100%	1,000.00	其他文化艺术业	收购
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
歌华文投文化置业有限公司	50%	6,000.00	房地产开发	股权转让
北京歌华美创空港置业有限公司	60%	5,000.00	房地产开发	股权转让
北京歌华美文置业有限公司	100%	1,000.00	房地产开发	股权转让
北京歌华美华置业有限公司	100%	1,000.00	房地产开发	股权转让
歌华信德文化贸易中心有限公司	55%	5,200.00	其他文化艺术业	清算

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为61.95亿元，归属于母公司的所有者权益合计33.25亿元，资产负债率为44.03%；2017年度，公司实现营业收入2.59亿元，利润总额0.65亿元，经营活动产生的现金净流入6.23亿元。

三、运营环境

2017年北京甲级写字楼空置率略有上升，但由于市场价格调节的滞后性，平均租金并未出现下降；同时，北京甲级写字楼的供应增加，导致平均租金的增速面临放缓

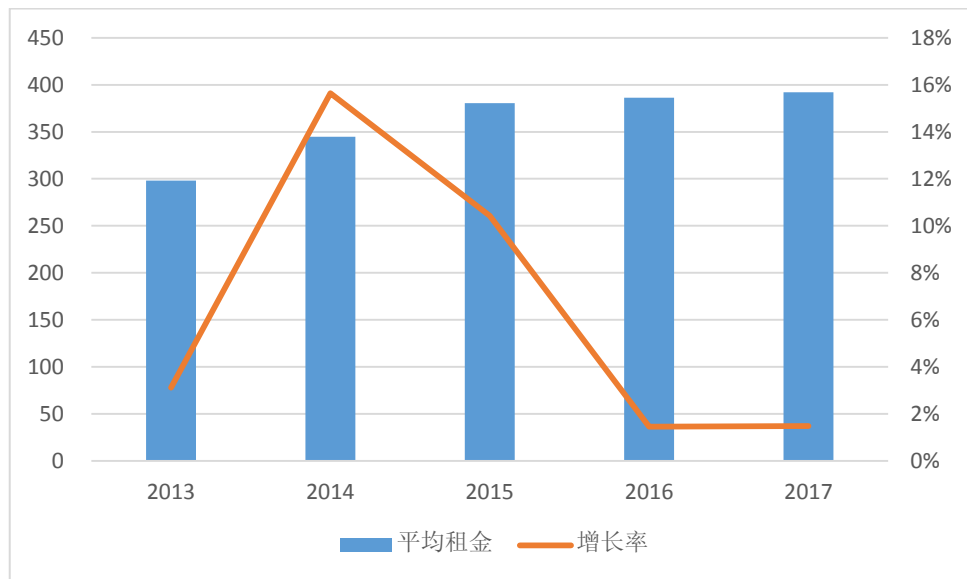
¹公司无法提供控股股东的企业信用报告。

压力

2017年，北京市全年实现地区生产总值28,000.40亿元，比上年增长6.7%。其中，第一产业增加值120.5亿元，下降6.2%；第二产业增加值5,310.6亿元，增长4.6%；第三产业增加值22,569.3亿元，增长7.3%。第三产业保持稳定增长，对写字楼市场需求形成较大程度的支撑。

2017年，北京甲级写字楼平均租金392元/平方米/月，与2016年相比升高1.46%；平均空置率6.95%，与2016年相比升高0.72%。虽然2017年空置率略有上升，但由于市场价格调节的滞后性，所以平均租金并未出现下降。2017年甲级写字楼市场新增供应达38.5万平方米，较2016年增加55.1%；从市场整体吸纳来讲，其中以金融业、专业服务业、IT及高科技企业的需求较为强劲，合计占总租赁量的65%。

图1 2013-2017年北京甲级写字楼租金水平变化情况（单位：元/平方米/月）



资料来源：wind，鹏元整理

根据高力国际的市场研究报告，新一轮北京甲级写字楼的供应将推升空置率，从而导致甲级写字楼的平均租金增速今后面临放缓压力。具体原因如下：1、2018年-2021年CBD区域新增供应将明显增多，总建筑面积约145万平方米的新增供应预计完工入市，其中首批项目将于2018年进入租赁市场，鉴于此，预计短期内需求的增速将落后于写字楼物业供应速度的增长。2、考虑到现有老旧项目、近几年完工入市的新项目以及未来供应间的竞争，业主将愿意提供租金折扣及优惠以挽留现有租户或吸引大面积租户，租户在谈判新租或续租时有可能拥有更强的租金议价能力。3、由于全球经济放缓，更多跨国企业因缩减预算而缩减面积或搬迁至租金较低的楼宇中。

文化产业升格为国家战略性新兴产业，利好政策不断出台，文化产业继续保持增

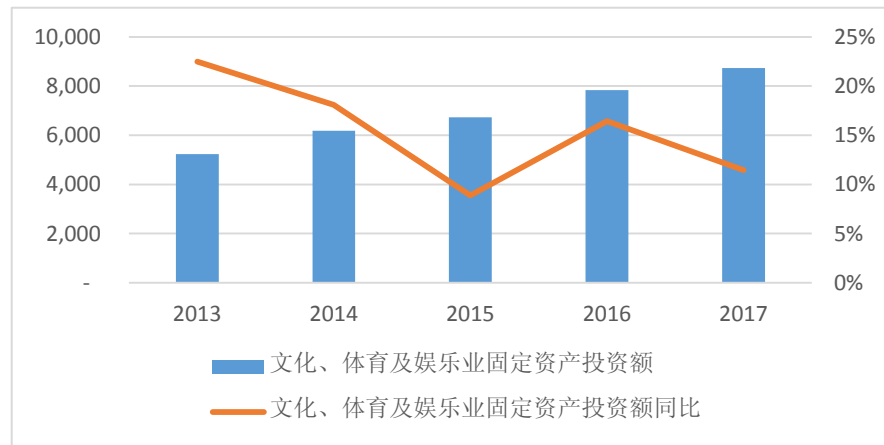
长势头

党的十九大报告指出，文化产业升格为国家战略性新兴产业，文化政策体系创新发展，“文化—科技—金融”三元动力结构基本成型。国家统计局2018年1月发布的最新数据显示：2017年，全国规模以上文化及相关产业企业实现营业收入91,950亿元，比上年增长10.8%（名义增长，未扣除价格因素），增速提高3.3个百分点，继续保持较快增长，文化产业呈现蓬勃发展的趋势。

为推动文化产业成为国民经济支柱性产业、加速文化产业转型升级，今年，国家政策先后在文化立法、体制改革、文化“走出去”和新兴数字文化等多个领域涌现出诸多闪光点。从2017年针对文化产业的政策上看，《电影产业促进法》、《公共文化服务保障法》正式实施，《公共图书馆法》获通过，为文化产业的持续健康发展提供了良好的外部环境。《关于推动数字文化产业创新发展的指导意见》等文化产业利好政策集中出台。2017年，国务院印发了第三批自由贸易试验区的总体方案，其中创新清单中均有文化产业方面的措施，涉及对外文化贸易基地建设、艺术品市场建设、对外文化贸易等内容，说明自贸区文化产业外商投资限制再次放宽。在新兴数字文化方面，由中国主导的手机（移动终端）动漫标准成为我国文化领域的第一个国际技术标准，这是文化领域中国科技、中国标准走向世界的重要标志。此外，“互联网+”为主要形式的文化信息传输服务业营业收入达到1,506亿元，同比增长29.4%，是文化及相关产业10个行业中增长最快的，说明文化产业转型升级的一个重要方向就是通过互联网发挥文化产业革新的乘数效应。

受益于良好的政策环境，2017年我国文化、体育和娱乐业固定资产投资总额8,732亿元，同比增长12.9%，保持增长势头。预期随着文化产业、公共文化建设的不断推进以及我国文化政策体系的不断完善，未来我国文化产业发展和投资将进一步加快。

图 2 2013-2017 年我国文化、体育及娱乐业固定资产投资额及同比（单位：亿元）



资料来源：国家统计局和中华人民共和国 2017 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

四、经营与竞争

2017年公司营业收入来源未发生变化，全年实现营业收入25,900.78万元，同比增长12.40%。其中，由于整体转让国家对外文化贸易基地，减少4家子公司，公司物业管理及租金收入同比减少0.27%，而承接的文化活动和展览及设计策划项目增加，使得文化活动和展览、设计策划业务收入同比分别大幅增长55.63%和51.47%。2017年公司综合毛利率小幅降低，主要系占比较高的物业管理及租金收入毛利率下降所致。2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表 2 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
物业管理及租金	17,159.42	72.30%	17,205.44	73.61%
文化活动和展览	5,826.18	46.40%	3,743.57	41.24%
设计策划	2,500.91	27.18%	1,651.05	29.41%
其他	414.28	94.64%	442.98	88.03%
营业收入合计	25,900.78	62.47%	23,043.04	65.46%

资料来源：公司提供

公司物业出租情况较好，整体保持稳定；2017年整体转让国家对外文化贸易基地，使得物业管理及租金收入小幅下降，但同时降低了公司投资资金压力

2017年公司物业管理及租金收入为17,159.42万元，较上年减少0.27%，主要系2017年企业集聚中心的物业管理及租金收入不再计入公司收入。企业集聚中心是公司与北京天竺综合保税区管委会合作建立的国家对外文化贸易基地中的一部分，但公司在

2017年明确了将设计服务产业打造为集团发展主业的目标，转让国家对外文化贸易基地给北京市文化投资发展集团有限责任公司。北京市文化投资发展集团有限责任公司（以下简称“文投集团”）由北京市国有文化资产监督管理办公室控股。双方签订的转让协议中说明，文投集团将获得国家对外文化贸易基地的所有权，对应的标的是歌华文投文化置业有限公司50%股权、北京歌华美创空港置业有限公司20%股权、北京歌华美文置业有限公司100%股权、北京歌华美华置业有限公司100%股权及这四家子公司的债权。在该次转让中，歌华集团将回收资金16.44亿元，其中股权转让款1.24亿元，债权转让款15.2亿元，款项分两次支付，前期8.22亿元款项已于2017年付清，后期8.22亿元于2018年1月付清。

2016年企业集聚中心实现物业管理及租金收入250万元，若剔除企业集聚中心的影响，2017年公司物业管理及租金收入保持正增长。2017年公司物业管理及租金收入毛利率为72.30%，较上年下降1.31个百分点，主要系歌华大厦房产税从量计征改为从租计征所致。公司物业管理及租金收入明细详见表3。

表 3 2016-2017 年公司物业管理及租金收入构成情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
(1) 租金收入	9,854.90	9,917.10
其中：		
歌华大厦	6,203.38	5,918.60
中华世纪坛	2,071.52	1,926.20
其他	1,580.00	2,072.30
(2) 物业管理收入	7,304.52	7,288.34
合计	17,159.42	17,205.44

资料来源：公司提供

2017年公司租金收入主要来自于歌华大厦、中华世纪坛和开元酒店A楼、王府井画店等，其中，歌华大厦是首批北京市十大文化创意产业聚集区之一，位于东城区东直门北新桥附近，紧邻北二环，因处于黄金地段故近年一直保持较高出租率，2017年出租率与2016年基本持平，保持在93%的水平。歌华大厦租金价格视租赁单位情况而定，基本为一年签订一次。作为以世界艺术收藏、展示为主营活动的文化场馆，中华世纪坛对外出租情况依项目而定。开元酒店A楼，位于北京市北三环奥林匹克商务区内，公司整体出租给开元酒店集团，合同期限为2009年到2029年，每年收取固定租金900万元。王府井画店，地处黄金地段王府井大街，2017年租金收入为680万元。目前合同已经续签，新合同租约为2018年至2022年，前三年租金为每年420万元，后三年租金为每年441万元，此外合同约定，若租户使用广告牌，则需缴纳260万元租金。因此若租户继续使

用广告牌，前三年租金为每年680万元，与2017年租金保持一致。若剔除企业集聚中心的影响，2017年租金收入增长率为1.94%，增长的原因主要有两点：（1）歌华大厦对到期新签约部分的租金水平整体有一定提高；（2）2017年中华世纪坛参展活动有所增加。

2017年，公司物业管理收入为7,304.52万元，较上年增加0.22%，增速较慢主要系2017年企业集聚中心的物业管理收入不再计入所致。2017年公司物业管理收入主要来自歌华大厦，经营主体为北京歌华文化设施管理有限公司。北京歌华文化设施管理有限公司主要为歌华大厦的租户提供综合服务、设施维护服务、客户服务、安保服务。2017年歌华大厦继续通过提前与各商户确认续约/解约事宜、提前做好周转租售准备、降低免租期等方式来缩短空租期，增加了物业管理收入。

总体来看，2017年公司物业出租情况整体较好且保持稳定，整体转让国家对外文化贸易基地使得物业管理及租金收入小幅下降，但同时转让国家对外文化贸易基地后，公司原主要在建项目保税区网内1号地项目（文化物流中心）和保税区网外1号地项目（展示交易中心）也相应随子公司转出，两个项目原计划总投资16亿元，转让后降低了公司后续投资资金压力。

因承接的文化及展览、设计策划活动规模和影响不断增大，2017年公司文化活动和展览、设计策划业务收入实现大幅增长

作为北京市的大型国有文化产业集团，公司承担了大量中央部委及市委、市政府主办的文化活动和展览的设计策划及组织工作。2017年，公司文化活动和展览收入为5,826.18万元，同比增加55.63%，主要系子公司北京歌华展览公司新增了北京节拍、第十二届文博会、世界艺术云图、中秋会、渥太华北京周等文化活动及展览业务，同时北京歌华投资中心有限公司承接了酒店策划服务项目、发布会年会项目等。

表 4 2017 年公司部分文化活动及展览业务情况（单位：万元）

举办单位	活动名称	收入金额
北京歌华文化中心有限公司	中美创客大赛、北京国际摄影周、北京国际设计周、和合家风展、西班牙文化月、世纪坛艺术馆研究策划项目等。	2,173.12
北京歌华展览公司	2017 北京节拍、第十二届文博会、世界艺术云图、中秋会、渥太华北京周、北京国际摄影周等。	2,214.31
北京歌华投资中心有限公司	酒店策划服务项目、发布会年会项目。	716.02

资料来源：公司提供

2017年，公司设计策划板块收入主要来源于北京歌华设计有限公司、北京歌华文化科技创新中心有限公司等子公司的文化创意和设计服务业务。2017年在政府支持下，

公司新增“砥砺奋进的五年”大型成就展和北京市全面从严治党警示教育基地的设计策划业务等，使得当年设计策划业务收入同比增长51.47%至2,500.91万元。

政府在项目来源及补贴方面继续给予公司一定支持，但2017年公司转让国家对外文化贸易基地项目后相应补贴收入减少

公司的实际控制人为北京广播电视台，北京广播电视台是北京市政府下属的事业单位，北京市政府及国家相关部门在项目来源、补贴等方面继续给予公司相应支持。项目来源方面，公司继续承接较多政府相关的项目，如2017年公司新增“砥砺奋进的五年”大型成就展等项目，增加了公司收入。

同时，2017年公司获得的政府补助共计1,862.24万元，较上年大幅减少50.46%，主要系2017年公司转让了四家子公司，四家子公司名下的国际文化贸易企业集聚中心建设项目贴息等各类扶持资金不再计入公司的政府补助。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告按新会计准则编制。2017年，公司新增纳入合并报表范围子公司1家，减少纳入合并范围的子公司5家，详见表1。本报告中，2016年数据采用2017年审计报告期初数。

资产结构与质量

2017年转让子公司使得公司总资产规模减少，但公司资产以投资性房地产为主，多位于北京市较好地段，无抵押受限资产，资产质量整体较好

截至2017年末，公司资产总计61.95亿元，同比减少28.68%，主要系公司转让4家子公司使得投资性房地产及无形资产大幅减少所致。从资产构成来看，2017年末公司资产仍以非流动资产为主，但流动资产占比为30.38%，同比提升11.43个百分点。

公司流动资产主要包括货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、其他应收款和存货。2017年末公司货币资金以银行存款为主，无受限资金，同比减少63.45%，主要系公司归还银行贷款所致。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要为持有的国债。2017年末公司其他应收款为9.08亿元，同比增长

370.95%，主要包括应收北京歌华美创空港置业有限公司4.31亿元、北京歌华美文置业有限公司2.76亿元、北京文化产权交易中心有限公司0.62亿元、北京歌华美华置业有限公司0.62亿元股权转让款及往来款，账龄以2-3年居多。其他应收款中包括的国家对外文化贸易基地转让协议中后期8.22亿元款项已于2018年1月收回。2017年末公司存货为3.75亿元，主要为北京歌华美术公司拥有的3.47亿元彩宝。

公司非流动资产主要包括投资性房地产、固定资产、无形资产和在建工程。其中，2017年末公司投资性房地产账面价值为29.18亿元，包括歌华大厦18.09亿元及开元酒店A楼11.09亿元，地理位置较好，较年初减少43.25%，主要系公司对外转让子公司导致其拥有的账面价值为22.40亿元的“北京市顺义区金航东路3号院”投资性房地产不再纳入合并报表范围所致。截至2017年末，公司固定资产账面价值为7.56亿元，同比减少2.74%，主要系公司名下的房屋及建筑物、运输设备折旧所致；其中，公司之三级子公司北京歌华创意培训中心有限公司的经营楼及生活楼已建设完成并转入固定资产，但仍未办妥产权证，其账面原值为5,239.64万元。2017年末公司在建工程余额为3.09亿元，同比减少3.75%，主要系公司对外转让子公司导致其拥有的账面价值为1.21亿元的在建工程不再纳入合并报表范围，同时公司新增纳入子公司秦皇岛歌华营地文化传播有限公司，增加秦皇岛歌华营地工程项目1.09亿元。2017年末公司无形资产为1.50亿元，较上年减少75.64%，主要系公司对外转让子公司导致其拥有的价值为5.20亿元的土地使用权不再纳入合并报表范围所致。

总体而言，跟踪期内公司转让子公司使得总资产规模减少，但公司资产以投资性房地产为主，多位于北京市较好地段，无抵押受限资产，资产质量整体较好。

表 5 2016-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	29,091.94	4.70%	79,588.29	9.16%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	22,108.24	3.57%	5,741.34	0.66%
其他应收款	90,785.40	14.66%	19,276.98	2.22%
存货	37,472.72	6.05%	37,977.60	4.37%
流动资产合计	188,161.87	30.38%	164,631.54	18.95%
投资性房地产	291,845.00	47.11%	514,255.00	59.21%
固定资产	75,579.90	12.20%	77,710.42	8.95%
在建工程	30,854.71	4.98%	32,055.35	3.69%

无形资产	14,956.56	2.41%	61,313.12	7.06%
非流动资产合计	431,293.62	69.62%	703,916.21	81.05%
资产总计	619,455.49	100.00%	868,547.74	100.00%

资料来源：2016-2017 年公司审计报告，鹏元整理

资产运营效率

公司资产运营效率较上年有所提高，但净营业周期仍较长

2017年，由于营业收入同比增加，同时应收账款同比下降，公司应收账款周转天数缩短11.14天；公司存货规模变动不大，同时营业成本同比小幅增加，导致存货周转天数随之减少至1,397.25天，但存货周转效率仍低下；同时，应付账款周转天数较上年缩短310.90天，主要系公司营业成本同比小幅增加以及应付账款同比显著减少所致。总体来看，公司净营业周期较上年有所减少，由上年的1,355天缩短至1,323.06天，但仍然较长。综合来看，2017年公司资产运营效率较上年有所提高，但净营业周期仍较长。

表 6 2016-2017 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	67.69	78.83
存货周转天数	1,397.25	1,728.94
应付账款周转天数	141.87	452.77
净营业周期	1,323.06	1,355.00
流动资产周转天数	2,451.77	2,246.27
固定资产周转天数	1,065.31	1,227.87
总资产周转天数	10,341.02	12,964.72

资料来源：2016-2017 年公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所增长，毛利率小幅下降，利润水平提高，但营业利润主要来自投资收益，期间费用率较高，整体盈利能力欠佳

2017年公司设计策划、文化活动和展览业务收入虽占比较小，但同比显著增加，导致公司营业收入同比增加12.40%。

受以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产减值影响，2017年公司公允价值变动收益为-2,269.41万元，减少了当期营业利润。但公司金融资产主要为国债，计划持有至到期。2017年，公司投资收益为1.48亿元，同比显著增长，主要系公司处置四家子公司长期股权投资产生的投资收益显著增加所致。2017年公司营业利润为5,742.28

万元,主要来自投资收益。2017年公司所得税费用为497.78万元,较上年大幅减少87.43%,主要系递延所得税费用大幅减少所致。2017年,公司综合毛利率较上年降低2.99个百分点,主要系物业管理及租金收入毛利率降低所致。2017年由于公司处置了四家子公司,相应各项期间费用降低,加之收入规模增加,公司期间费用率下降28个百分点至89.51%,但仍处于较高水平。综上,公司2017年营业收入及净利润增加,但营业利润主要来自投资收益,公司期间费用率较高,整体盈利能力欠佳。

表 7 2016-2017 年公司主要盈利指标 (单位: 万元)

项目	2017 年	2016 年
营业收入	25,900.78	23,043.04
公允价值变动收益	-2,269.41	14,019.49
投资收益	14,825.50	506.92
营业利润	5,742.28	46.11
利润总额	6,463.52	4,023.09
净利润	5,965.74	61.86
综合毛利率	62.47%	65.46%
营业利润率	22.17%	0.20%
期间费用率	89.51%	117.51%
总资产回报率	1.91%	1.95%
净资产收益率	1.62%	0.02%
营业收入增长率	12.40%	-39.03%
净利润增长率	9,543.85%	-99.40%

资料来源: 2016-2017 年公司审计报告, 鹏元整理

现金流

跟踪期内,公司经营活动现金流显著改善,同时借款减少而偿债支出规模仍较大,净现金减少,但后续投资资金需求减少,公司资金压力有所减轻

经营活动现金流方面,2017年公司净利润显著增加和非经营损益减少净损失值,公司FFO增加至4,773.79万元。营运资本方面,2017年公司经营性应付项目减少,但同时经营性应收项目大幅减少,整体减少了对营运资金的占用,从而使得公司营运资本增加,2017年公司经营活动现金流入规模同比大幅增加。

从投资活动来看,跟踪期内公司投资活动现金流表现为一定规模的净流出,净流出规模较上年有所缩小。其中,公司收回投资收到的现金和投资支付的现金显著增加,主要系公司在证券投资业务中开展国债逆回购的融资融券业务,导致证券账户中的资金大量频繁进出所致。由于公司原在建项目保税区网内1号地项目(文化物流中心)和

保税区网外1号地项目（展示交易中心）于2017年已随子公司转让，目前公司无重大在建项目，后续投资压力减轻。

从筹资活动来看，2017年公司借款减少，筹资活动现金流入同比减少79.66%；同时偿债支出规模依然较大，使得筹资活动现金流由2016年的净流入转为较大规模的净流出。

表 8 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
净利润	5,965.74	61.86
非付现费用	3,910.87	4,632.73
非经营损益	-5,102.82	-9,747.30
FFO	4,773.79	-5,052.71
营运资本变化	57,511.22	14,453.53
其中：存货的减少（减：增加）	504.89	33.61
经营性应收项目的减少（减：增加）	93,931.19	-7,700.25
经营性应付项目的增加（减：减少）	-36,924.86	22,120.17
经营活动产生的现金流量净额	62,285.01	9,400.82
投资活动产生的现金流量净额	-9,811.43	-23,141.93
筹资活动产生的现金流量净额	-102,953.52	58,800.37
现金及现金等价物净增加额	-50,496.35	45,081.45
收现比	1.16	1.28

资料来源：2016-2017 年公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

跟踪期内，公司负债规模大幅减少，债务压力下降

截至2017年末，公司负债总额为27.28亿元，较上年减少43.21%，主要系短期借款减少所致；公司所有者权益为34.67亿元，较上年减少10.71%，主要系其他综合收益减少所致。2017年末，公司产权比率为78.67%，权益对负债的覆盖程度较高。

表 9 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	272,757.50	480,254.05
所有者权益	346,697.99	388,293.69
产权比率	78.67%	123.68%

资料来源：2016-2017 年公司审计报告，鹏元整理

从公司负债结构看，仍以非流动负债为主，2017年末公司非流动负债占总负债的

比重为79.22%。

公司流动负债主要包括短期借款和其他应付款。截至2017年末，公司短期借款共2.90亿元，包括临时质押借款1.05亿元、保证借款0.85亿元、信用借款1.01亿元。2017年末公司其他应付款为1.75亿元，主要包括代收应返还财政委托贷款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、递延收益和递延所得税负债构成。2017年末公司长期借款共3亿元，均系信用借款。2017年，本期债券投资人共回售0.35亿元，应付债券规模随之略有减少。公司递延收益主要系收到的政府补助，由于转让子公司使得补贴收入减少。递延所得税负债主要系因公司持有的投资性房地产评估增值而计提的所得税费用所确认的负债，2017年公司投资性房地产减少，递延所得税负债同比减少25.41%。

表 10 2016-2017 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	28,960.36	10.62%	180,600.00	37.61%
其他应付款	17,508.89	6.42%	17,927.73	3.73%
流动负债合计	56,679.76	20.78%	217,585.20	45.31%
长期借款	30,000.00	11.00%	30,000.00	6.25%
应付债券	106,500.00	39.05%	110,000.00	22.90%
递延收益	21,194.08	7.77%	44,392.54	9.24%
递延所得税负债	58,383.66	21.40%	78,276.31	16.30%
非流动负债合计	216,077.74	79.22%	262,668.85	54.69%
负债合计	272,757.50	100.00%	480,254.05	100.00%
有息负债	165,460.36	60.66%	320,600.00	66.76%

资料来源：2016-2017 年公司审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司包括短期借款、长期借款和应付债券在内的有息负债为16.55亿元，同比减少48.39%，其中长期有息负债为13.65亿元，占比82.50%。

由于公司负债规模大幅减少，后续公司面临的偿债压力有所减轻。具体来看，未来公司有息债务偿还计划如下：

表 11 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后	合计
短期借款	28,960.36	-	-	-	28,960.36
长期借款	-	30,000.00	-	-	30,000.00
应付债券	-	-	66,500.00	40,000.00	106,500.00

合计	28,960.36	30,000.00	66,500.00	40,000.00	165,460.36
----	-----------	-----------	-----------	-----------	------------

资料来源：公司提供

从各项偿债指标来看，截至2017年末，公司资产负债率为44.03%，较2016年末有所下降。2017年，公司短期借款同比减少83.96%，导致流动负债规模下降较多，流动比率及速动比率均显著提高，公司短期偿债能力提高。2017年，由于公司计入财务费用的利息支出和资本化利息支出显著减少，EBITDA对利息的保障程度有所提高。同时，2017年末公司有息负债/EBITDA下降较多，偿债压力总体有所减轻。

表 12 2016-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	44.03%	55.29%
流动比率	3.32	0.76
速动比率	2.66	0.58
EBITDA（万元）	17,674.48	19,963.97
EBITDA 利息保障倍数	2.29	1.30
有息债务/EBITDA	9.36	16.06
债务总额/EBITDA	15.43	24.06
经营性净现金流/流动负债	1.10	0.04
经营性净现金流/负债总额	0.23	0.02

资料来源：2016-2017 年公司审计报告，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，公司资产以投资性房地产为主，多位于北京市较好地段，2017年物业出租率仍保持在较高水平；2017年公司文化活动和展览、设计策划业务收入大幅增长，整体营业收入水平提升；政府持续给予公司一定的支持。

但我们也注意到，公司整体转让国家对外文化贸易基地，合并范围子公司减少，使得公司总资产、租金收入及补贴收入有所下降；公司资产运营效率仍保持低位；公司营业利润主要来自投资收益，期间费用率水平较高，整体盈利能力欠佳。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	29,091.94	79,588.29	34,506.84
交易性金融资产	22,108.24	5,741.34	4,072.72
应收账款	4,758.32	4,981.30	5,110.47
预付款项	136.51	1,414.82	14,125.01
其他应收款	90,785.40	19,276.98	18,321.10
存货	37,472.72	37,977.60	38,460.73
其他流动资产	3,808.74	15,651.20	8,332.62
流动资产合计	188,161.87	164,631.54	122,929.49
可供出售金融资产	2,206.00	2,556.00	2,226.00
长期股权投资	13,546.31	13,665.13	13,064.84
投资性房地产	291,845.00	514,255.00	500,684.00
固定资产	75,579.90	77,710.42	79,478.26
在建工程	30,854.71	32,055.35	7,683.48
固定资产清理	-	18.89	-
无形资产	14,956.56	61,313.12	62,444.70
长期待摊费用	954.36	1,436.04	1,886.18
递延所得税资产	1,350.77	906.26	749.04
其他非流动资产	-	-	9.20
非流动资产合计	431,293.62	703,916.21	668,225.69
资产总计	619,455.49	868,547.74	791,155.18
短期借款	28,960.36	180,600.00	92,496.47
应付账款	643.39	7,017.43	13,000.06
预收款项	4,002.48	4,410.12	2,052.97
应付职工薪酬	500.74	2,052.64	594.73
应交税费	1,152.71	1,501.82	2,360.06
应付利息	3,841.01	4,005.28	2,824.15
应付股利	70.18	70.18	47.68
其他应付款	17,508.89	17,927.73	16,235.55
其他流动负债	-	-	7,500.00
流动负债合计	56,679.76	217,585.20	137,111.68
长期借款	30,000.00	30,000.00	74,008.00
应付债券	106,500.00	110,000.00	70,000.00
递延收益	21,194.08	44,392.54	46,308.43
递延所得税负债	58,383.66	78,276.31	74,952.94
非流动负债合计	216,077.74	262,668.85	265,269.38
负债合计	272,757.50	480,254.05	402,381.06
实收资本	20,000.00	20,000.00	20,000.00
资本公积	113,037.55	113,037.55	113,037.55
其它综合收益	71,554.87	100,317.34	100,317.34

盈余公积	9,563.14	9,295.29	8,905.61
未分配利润	118,373.04	110,597.60	110,191.43
归属于母公司所有者权益合计	332,528.60	353,247.78	352,451.93
少数股东权益	14,169.39	35,045.91	36,322.19
所有者权益合计	346,697.99	388,293.69	388,774.12
负债和所有者权益总计	619,455.49	868,547.74	791,155.18

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	25,900.78	23,043.04	33,794.81
其中：营业收入	25,900.78	23,043.04	33,794.81
二、营业总成本	34,512.19	37,523.30	36,873.05
其中：营业成本	9,719.87	7,958.02	14,368.00
营业税金及附加	1,189.29	1,606.50	1,293.91
销售费用	5,642.19	6,973.52	6,714.82
管理费用	9,752.84	11,290.65	11,931.59
财务费用	7,788.50	8,813.64	1,980.75
资产减值损失	419.49	880.96	583.99
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-2,269.41	14,019.49	11,707.55
投资收益	14,825.50	506.92	6,012.66
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	25.48	-856.46
资产处置收益（损失以“-”号填列）	195.47	-0.06	-
其他收益	1,602.13	-	-
三、营业利润	5,742.28	46.11	14,641.97
加：营业外收入	732.21	4,114.29	674.40
其中：非流动性资产处置利得	-	-	398.04
减：营业外支出	10.96	137.31	540.81
其中：非流动资产处置净损失	-	-	334.72
四、利润总额	6,463.52	4,023.09	14,775.56
减：所得税费用	497.78	3,961.23	4,473.89
五、净利润	5,965.74	61.86	10,301.67
归属于母公司股东的净利润	8,043.30	795.85	8,224.62
少数股东损益	-2,077.55	-733.98	2,077.05

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	30,144.99	29,424.74	33,026.99
收到的税费返还	0.25	13.49	13.20
收到其他与经营活动有关的现金	79,801.72	20,477.42	46,151.57
经营活动现金流入小计	109,946.97	49,915.65	79,191.76
购买商品、接受劳务支付的现金	9,694.85	10,810.01	16,232.07
支付给职工以及为职工支付的现金	9,864.96	8,561.37	9,070.89
支付的各项税费	2,778.41	3,993.99	4,356.94
支付其他与经营活动有关的现金	25,323.73	17,149.46	41,794.46
经营活动现金流出小计	47,661.95	40,514.83	71,454.35
经营活动产生的现金流量净额	62,285.01	9,400.82	7,737.40
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	486,100.01	19,269.48	3,141.04
取得投资收益收到的现金	5,172.99	483.54	6,292.67
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	122.84	1.26	12.58
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-2,866.41		
收到其他与投资活动有关的现金	-	14,000.00	28,148.03
投资活动现金流入小计	488,529.42	33,754.27	37,594.32
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,647.18	14,176.72	14,153.05
投资支付的现金	495,734.24	13,719.48	6,099.34
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-40.57	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	29,000.00	30,525.00
投资活动现金流出小计	498,340.85	56,896.20	50,777.39
投资活动产生的现金流量净额	-9,811.43	-23,141.93	-13,183.08
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	-	120.00
取得借款收到的现金	49,310.00	242,400.00	170,321.02
发行债券收到的现金	-	-	9,850.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	0.02	3,335.00
筹资活动现金流入小计	49,310.00	242,400.02	183,626.02
偿还债务支付的现金	139,050.00	166,504.00	151,396.47
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13,213.52	17,095.65	25,144.68
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	-	20.87
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	11,873.54

筹资活动现金流出小计	152,263.52	183,599.65	188,414.70
筹资活动产生的现金流量净额	-102,953.52	58,800.37	-4,788.68
四、现金及现金等价物净增加额	-50,496.35	45,081.45	-10,215.76
加：期初现金及现金等价物余额	79,588.29	34,506.84	44,722.61
五、期末现金及现金等价物余额	29,091.94	79,588.29	34,506.84

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	5,965.74	61.86	10,301.67
加：资产减值准备	416.95	880.96	583.99
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,116.36	2,047.67	2,404.28
无形资产摊销	661.57	1,131.58	1,379.49
长期待摊费用摊销	715.99	572.52	99.51
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.52	11.15	-63.32
固定资产报废损失	18.21	-	14.80
公允价值变动损失	2,269.41	-14,019.49	-11,707.55
财务费用	7,480.30	1,601.81	3,985.69
投资损失	-14,825.50	-506.92	-6,012.66
递延所得税资产减少	-444.51	-157.22	-3.23
递延所得税负债增加	398.75	3,323.37	26,543.24
存货的减少	504.89	33.61	1,679.89
经营性应收项目的减少	93,931.19	-7,700.25	89,277.41
经营性应付项目的增加	-36,924.86	22,120.17	-110,725.80
其他	-	-	-20.00
经营活动产生的现金流量净额	62,285.01	9,400.82	7,737.40

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息负债（万元）	165,460.36	320,600.00	244,004.47
资产负债率	44.03%	55.29%	50.86%
流动比率	3.32	0.76	0.90
速动比率	2.66	0.58	0.62
产权比率	78.67%	123.68%	103.50%
EBITDA（万元）	17,674.48	19,963.97	22,644.53
EBITDA 利息保障倍数	2.29	1.30	3.66
有息负债/EBITDA	9.36	16.06	10.78
综合毛利率	62.47%	65.46%	57.48%
总资产回报率	1.91%	1.95%	2.39%
FFO（万元）	4,773.79	-5,052.71	27,525.91
期间费用率	89.51%	117.51%	61.04%
收现比	1.16	1.28	0.98
应收账款周转天数（天）	67.69	78.83	55.22
存货周转天数（天）	1,397.25	1,728.94	993.91
应付账款周转天数（天）	141.87	452.77	178.65
净营业周期（天）	1,323.06	1,355.00	870.48
流动资产周转天数（天）	2,451.77	2,246.27	1,835.85
固定资产周转天数（天）	1,065.31	1,227.87	813.60
总资产周转天数（天）	10,341.02	12,964.72	8,379.56

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	业务性质
北京歌华文化科技创新中心有限公司（原名：北京歌华科技中心有限公司）	1,000.00	100%	其他服务业
北京歌华美术公司	1,000.00	100%	其他文化艺术业
北京歌华诺亚文化科技有限公司	500.00	60%	软件开发
北京歌华投资中心有限公司	1,000.00	100%	其他文化艺术业
北京歌华创意培训中心有限公司	4,000.00	100%	培训
北京歌华设计有限公司	1,000.00	60%	服务业
北京歌华文化设施管理有限公司	500.00	100%	物业管理
北京歌华大型文化活动中心有限公司（原名：北京歌华广告有限公司）	1,000.00	100%	广告业
北京歌华阳光广告有限公司	1,000.00	50%	广告业
北京华北酒店管理中心	1,791.00	100%	其他住宿业
北京歌华文化中心有限公司	1,000.00	100%	其他文化艺术业
北京歌华文化产业投资基金管理有限公司	3,000.00	100%	投资与管理
北京和融投资有限公司	3,000.00	100%	投资与管理
北京歌华文化投资管理有限公司	100.00	60%	投资与管理
北京文化艺术总公司	301.00	100%	其他文化艺术业
北京歌华展览公司	100.00	100%	其他文化艺术业
北京歌华中演文化有限公司	360.00	50%	其他文化艺术业
北京美光房地产开发有限公司	9,965.00	100%	房地产开发
秦皇岛歌华营地文化传播有限公司	1,000.00	100%	其他文化艺术业

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 × 100%
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \times 100\%$
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2]
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营收益
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 × 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 长期借款 + 应付债券

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。