



# 保利文化集团股份有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 3188 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 7 月 30 日

本次跟踪发行人及评级结果	保利文化集团股份有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 保利文化 MTN002”	AA+
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于保利文化集团股份有限公司（以下简称“保利文化”或“公司”）股东背景强大且对公司保持了很强的支持力度、行业地位领先以及演出与剧院管理和影院投资管理业务运营情况有所改善等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到宏观经济下行对公司业务发展的影响、经营亏损扩大、其他应收款及存货对资金造成较大占用以及工商变更和注销尚未完成等因素对公司经营及整体信用状况影响。	
评级展望	中诚信国际认为，保利文化集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>公司资本实力显著增强；公司主营业务盈利能力大幅上升且具有持续性等。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>公司债务负担持续大幅加重，偿债能力恶化；公司日常经营受到重大影响，盈利能力持续弱化以及外部支持明显弱化等。</p>	
正 面		
<p>■ 控股股东为国务院国资委直属大型央企，资本实力雄厚，跟踪期内保持了对公司很强的支持力度</p> <p>■ 保持了国内领先多元化文化艺术企业的市场地位</p> <p>■ 演出与剧院管理和影院投资管理业务运营情况有所改善</p>		
关 注		
<p>■ 宏观经济下行使得公司艺术品经营与拍卖业务开展仍存在压力，且对资金形成占用</p> <p>■ 盈利空间收窄和减值因素叠加导致亏损扩大</p> <p>■ 工商变更和注销进展值得关注</p>		

项目负责人：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn  
项目组成员：王 歙 shwang02@ccxi.com.cn  
郑皓月 hyzheng@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

## 财务概况

保利文化（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	132.96	121.50	121.96	121.94
所有者权益合计（亿元）	36.24	33.78	25.79	25.08
总负债（亿元）	96.72	87.72	96.17	96.86
总债务（亿元）	65.75	71.56	64.83	66.54
营业总收入（亿元）	31.76	26.21	36.72	6.38
净利润（亿元）	-1.08	-2.79	-7.79	-0.67
EBIT（亿元）	1.46	-0.55	-5.45	--
EBITDA（亿元）	3.57	1.52	-3.45	--
经营活动净现金流（亿元）	-0.34	4.28	10.33	-3.21
营业毛利率(%)	32.10	33.67	26.20	28.97
总资产收益率(%)	1.10	-0.43	-4.47	--
EBIT 利润率(%)	4.60	-2.09	-14.83	--
资产负债率(%)	72.74	72.20	78.86	79.43
总资本化比率(%)	64.47	67.93	71.54	72.63
总债务/EBITDA(X)	18.40	46.96	-18.81	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.56	0.68	-1.90	--
FFO/总债务(X)	0.02	0.001	-0.01	--

注：1、中诚信国际根据保利文化提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。3、中诚信国际分析时将计入“其他流动负债”和“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务核算。

## 本次跟踪情况

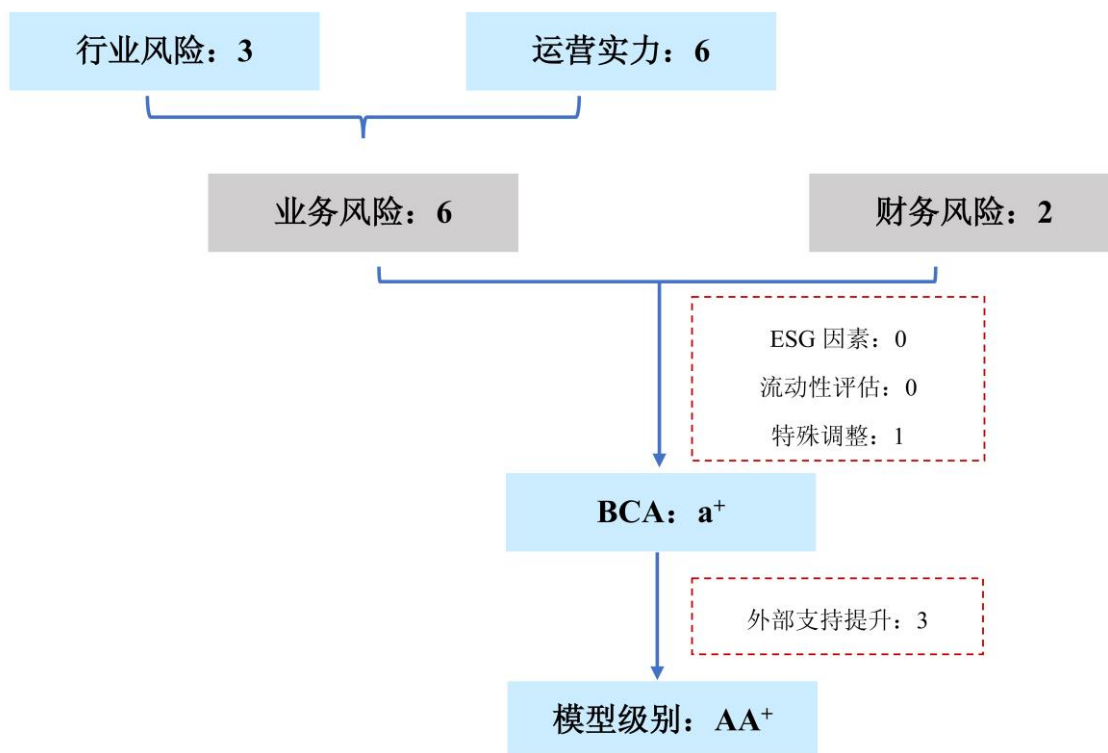
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 保利文化 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/07/27 至 本报告出具日	3.00/3.00	2021/11/19~2024/11/19	交叉违约

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
保利文化	AA <sup>+</sup> /稳定	AA <sup>+</sup> /稳定	2023/07/27 至本报告出具日

## ● 评级模型

保利文化集团股份有限公司评级模型打分(TY\_2024\_04\_2024\_01)



注：

**调整项：**受外部环境影响，公司财务表现与实际经营实力有所背离，且部分融资来自于控股股东，实际财务风险低于财务指标反映。

**外部支持：**公司控股股东资本实力雄厚，拥有极强的盈利能力，其优质的品牌形象及多元化运营的良好业绩增强了公司在文化艺术行业的竞争优势，对公司支持力度大，跟踪期内外部支持无变化。

**方法论：**中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY\_2024\_04

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

中诚信国际认为，2023 年国内艺术品拍卖市场有所回暖，但受全球和中国整体经济大环境影响仍面临一定的下行压力，行业内企业的经营情况需持续关注；电影行业复苏显著，预计 2024 年电影行业景气度将进一步回升。

2023 年国内艺术品拍卖市场有所回暖，成交数量和金额同比大幅增长，但成交率和作品均价均有所下降。在区域方面，大部分区域市场总额提升，其中京津冀地区增长最快，市场份额约 45%<sup>1</sup>，除了社会生活恢复正常带来市场交易活跃度大幅提高因素外，也与多家拍卖公司将 2022 年秋拍延期到 2023 年有关。从品类来看，2023 年中国书画、瓷器杂项、油画及当代艺术三大品类市场份额为 93%<sup>2</sup>，整体市场份额稳定，其中中国书画市场份额增幅明显，油画及当代艺术市场份额下降较多，主要系高端艺术品成交缩减导致。艺术家方面，中国 70、80 后油画艺术家的作品市场在大陆本土拍卖中出现整体上扬的趋势，逐渐成为市场主力。此外，拍卖公司在交易形式和数字化等方面持续创新，如推出线上交易、3D 拍品预展等，为艺术品拍卖创造良好的交易环境。

中诚信国际认为，受全球和中国整体经济大环境影响，拍卖公司仍存在征集困难、成本压力较大、市场供需矛盾等挑战，国内拍卖市场仍面临一定的下行压力，行业内企业的经营情况需持续关注。

2023 年中国电影行业复苏显著，当年总票房达到 549.15 亿元，同比涨幅超 80%，其中国产影片占比约 84%；全年票房过亿元影片共 73 部，其中国产影片 50 部，票房排名前 10 位均为国产影片。从市场趋势来看，2023 年以来电影题材更加多元化，高票房电影涵盖了悬疑、犯罪、科幻、剧情和喜剧等；下沉市场贡献突出，三四线城市观影人次持续增长且占据了较大的市场份额，且值得关注的是，2023 年影院建设进一步放缓，新建影院主要分布在低线城市，城乡观影差距显著缩小。此外，2023 年末全国院线数从 51 条下降为 49 条，行业集中度进一步提升。2024 年以来，元旦档、春节档、清明档等均刷新中国影史同档期票房纪录，线下观影需求进一步复苏，同时供给端的头部影片供给数量及质量趋于稳定，预计全年电影行业景气度将持续回升。

中诚信国际认为，跟踪期内保利文化保持了国内领先多元化文化艺术企业的市场地位，受益于线下活动恢复和影院、剧院市场的回暖，演出与剧院管理和影院投资管理业务运营情况有所改善，但因艺术品市场仍处于低位，艺术品经营与拍卖业务盈利空间收窄，且艺术品存货和融资租赁业务对公司资金占用情况值得关注；公司资本支出主要为影院建设项目，投资压力不大；私有化退市已完成，但工商变更和注销等程序仍在推进中，中诚信国际对相关进展保持关注。

<sup>1</sup> 艺术品拍卖数据来源雅昌艺术研究院（ARAA）发布的《2023 年中国文物艺术品拍卖市场报告》，下同。

<sup>2</sup> 2023 年中国书画、瓷器杂项、油画及当代艺术市场份额分别为 40%、34%和 19%；2022 年中国书画、瓷器杂项、油画及当代艺术市场份额分别为 32%、33%和 27%。



**跟踪期内公司完成私有化退市，但工商变更和注销等程序尚未完成；两会一层和合并范围变动不大，战略方向较为明确。**

2023 年 11 月 14 日公司完成私有化退市<sup>3</sup>，截至 2024 年 3 月末，公司总股本为 2.46 亿元，控股股东中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）直接持有公司 43.31%的股权，仍为公司的控股股东，并通过全资子公司保利国际控股有限公司间接持有公司 20.38%的股权。公司实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会。此外，私有化后保利集团全资孙公司中艺世纪文化持有公司 36.31%的股权，但尚未完成工商变更，中诚信国际对承继和注销等后续进展保持关注。

跟踪期内，公司未发生对合并范围及业务结构产生重大影响的收并购行为，两会一层人员未发生变动。

根据规划，公司将根据保利集团打造“大文化板块”的战略思路，聚焦剧院、影城、拍卖三项主业，稳固主营业务市场地位，同时也将加快战新布局，积极培育新型业务，战略方向较为明确。

**跟踪期内公司主营业务稳健经营，保持了较高的多元化水平；艺术品拍卖保持了领先的行业地位，但盈利空间有所收窄，且艺术品存货和融资租赁业务对公司资金形成一定占用；受益于线下活动恢复和影院、剧院市场的回暖，演出与剧院管理和影院投资管理业务运营情况有所改善。**

跟踪期内公司主营业务未发生变化，通过 14 家二级全资及控股子公司形成艺术品经营与拍卖、演出与剧院管理、影院投资管理三项主业并举的文化产业格局，并积极发展艺术教育、文化旅游、文化资产运营、文化数字化等新业务，保持了较高的多元化程度。2023 年受益于线下活动恢复和影院、剧院市场的回暖，公司营业总收入大幅增长，但不同业务板块毛利率表现有所分化。

表 1：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
演出与剧院管理	18.26	37.23	15.53	45.40	24.59	31.37
艺术品经营与拍卖	7.34	42.18	6.29	42.59	5.29	22.37
影院投资管理	3.57	-11.14	2.43	-29.69	4.76	16.74
其他业务	2.59	26.95	1.96	-9.33	2.09	-3.41
营业总收入/营业毛利率	31.76	32.10	26.21	33.67	36.72	26.20

注：演出与剧院管理业务包括剧院演出、场租、演出相关其他业务和委托管理收入；艺术品经营与拍卖业务包括艺术品经营、艺术品拍卖和融资租赁收入；影院投资管理仅统计影院票房业务，其他业务板块规模较小，均归类为其他业务。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

具体来看，跟踪期内公司在艺术品拍卖方面保持了领先的行业地位，受 2022 年秋拍延期至 2023 年影响，2023 年北京保利拍卖成交额回升较多，但保利香港拍卖进一步收缩。此外，跟踪期内公司持续加大网络平台升级力度，对整体拍卖成交额形成一定补充。结算方面，跟踪期内公司结算方式<sup>4</sup>和结算周期<sup>5</sup>变动不大，但行业景气度尚未完全恢复，导致 2023 年艺术品拍卖业务盈利空

<sup>3</sup> 根据公司公告，中艺世纪文化产业投资有限公司（以下简称“中艺世纪文化”）向公司 H 股股东以每股 8.88 港元的注销价现金收购全部 H 股，以注销 H 股股东所持有的 H 股，从而实现对公司的吸收合并。吸收合并完成后，中艺世纪文化将承接公司全部资产、负债、权益、业务、雇员、合约及一些其他权利及义务，公司最终将完成注销登记手续，截至报告出具日股权收购已完成，承接和注销等事项尚在推进过程中。

<sup>4</sup> 当拍品出售完成之后，公司先从买家处收取艺术品的购买价格加上买家佣金，然后将销售收益净额（购买价扣除卖方佣金、计息拍品保证金及预付拍品款。根据委托拍卖协议约定条款，公司不需要在收到买家全额付款之前向委托方付款，但可作为委托方的代理人追索未偿还款项）支付给委托方。按照行业惯例和公司内部政策，通常收取的买方佣金不高于落槌价的 15%，卖方佣金不高于落槌价的 10%

<sup>5</sup> 拍卖业务一般情况下约定买家在 7 天内进行结算，对于购买高价值艺术品的买家，公司可协助相关方与此类买家订立较长信贷期或分期付款达成付款安排，并通过采纳内部控制及风险管理措施来解决与买家无法及时付款的相关风险，并保持灵活的商业手段满足客户需求。

间有所收窄。

表 2：近年来公司艺术品拍卖成交额情况

	2021	2022	2023
北京保利拍卖（亿元）	91.28	24.00	64.15
保利香港拍卖（亿港元）	24.75	12.39	6.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

艺术品经营方面，受艺术品市场仍处下行阶段影响，跟踪期内公司继续保有一定规模的艺术品存货，对资金形成一定占用且周转情况值得关注。同时，公司凭借自身业务积累的专业知识和资源，在艺术品投资顾问和其他业务方面确立了领先的市场地位。此外，中诚信国际关注到，公司亦有存量艺术品融资租赁业务，均有相关艺术品作为质押，且艺术品价值覆盖比例较高，但对公司营运资金造成占用，在一定程度上推升债务规模，且后续回收风险需要关注。根据规划，公司将不断压降融资租赁业务规模，缓解短期流动性压力。

子公司北京保利剧院管理有限公司（以下简称“保利剧院”）为全国最大的剧院管理公司，凭借品牌优势、规模效应以及优质的管理水平，在优秀演出资源的获取方面占据明显优势，并通过加大原创剧目投入和引进世界名剧巩固行业领先地位，2023 年以来共推出了 18 个原创剧目。同时，跟踪期内保利剧院在全国联营管理剧院数量持续增加，受益于行业景气度回升，2023 年公司剧院票务收入同比大幅增长。此外，该业务板块还包含政府相关部门对剧院的演出补贴和运营补贴等，以各类补贴为主的委托管理收入保持增长态势。但随着演出与剧院管理市场化程度提高，加之政府补贴等收入占比下降使得该业务板块毛利率有所下降。

表 3：近年来公司剧院运营情况

	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
管理剧院数量（家）	74	76	78	81
演出场次（场）	9,513	7,890	12,372	2,806
观剧人次（万人次）	530	379	849	180
剧院票务收入（亿元）	6.01	4.40	9.86	1.52

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

影院投资管理主要由子公司保利影业投资有限公司（以下简称“保利影业”）负责，由于起步较晚，与龙头企业尚存在一定差距。跟踪期内公司进一步优化自营影院经营质量，整体数量略有减少。公司自营影院主要分布在一二线城市<sup>6</sup>，2023 年公司自营影院票房收入大幅上升，影院所属的院线在全国院线票房排名第 14 位，且毛利率水平由负转正，运营情况有所改善。

表 4：近年来公司影院运营情况

	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
自营影院数（家）	68	68	65	64
自营影院银幕数量（块）	499	497	474	466
自营影院观影人次（万人次）	1,108	597	1,100	256
自营影院票房（亿元）	4.31	2.39	4.51	1.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**在建工程主要为影城建设项目，未来资本支出压力较小。**

公司在建工程主要为影城建设项目，预算总投资为 1.37 亿元，资金来源为自有资金或金融机构

<sup>6</sup> 截至 2024 年 3 月末，公司在一线、二线、三线和四线城市影院布局分别为 20 家、33 家、4 家和 7 家。



贷款，未来资本支出压力较小。

表 5：2023 年末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	预算投资额	工程进度	资金来源
东直门项目	0.47	78.70%	金融机构贷款
上海宝山项目	0.23	3.77%	自有资金
杭州新农都项目	0.13	84.73%	自有资金
上海浦东临港港城广场项目	0.27	2.14%	金融机构贷款
布吉文体中心项目	0.27	64.67%	投资
合计	1.37	--	--

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，2023 年公司营业总收入增加较多，但盈利空间收窄叠加减值因素导致经营持续亏损，盈利能力亟待改善，受此影响，公司杠杆水平有所上升，偿债指标弱化，且艺术品经营业务的款项回收和减值情况需持续关注。

### 盈利能力

2023 年公司营业总收入大幅增加，但艺术品经营与拍卖业务受市场行情影响盈利收窄等原因导致毛利率仍然下降，且期间费用侵蚀较高，公司经营性业务利润亏损状况未有扭转。同时，受艺术品经营与拍卖板块产生的坏账和存货跌价损失增加影响，公司亏损有所扩大，公司盈利能力亟待改善。2024 年一季度，公司营业总收入同比上升 6.38%，但成本费用仍维持高位，仍呈亏损状态，中诚信国际对公司的盈利情况保持关注。

### 资产质量

2023 年末公司总资产规模和资产结构保持稳定。其中，货币资金小幅增加，截至 2023 年末受限货币资金为 1.12 亿元，受限比例较低，主要为银行冻结资金，需对公司涉诉情况保持关注；其他应收款主要以预付拍品款、艺术品征集阶段支付的应收拍品保证金和艺术品融资租赁贷款为主；存货以艺术品储备为主。受联营及合营企业亏损导致长期股权投资下降、计提长期资产折旧等因素影响，非流动资产规模进一步下降。中诚信国际注意到，公司其他应收款和存货规模较大，截至 2024 年 3 月末合计占流动资产的比例接近 80%，对资金形成较大占用，结合 2023 年减值计提规模情况，需关注款项回收情况以及艺术品库存周转情况。

公司经营性负债规模不大，负债主要以银行贷款、债券和股东借款等有息债务和关联方往来款为主，其他应付款主要为保利集团提供的关联方借款<sup>7</sup>和公司应付拍品款等。由于公司持续亏损，2023 年末未分配利润进一步减少，导致所有者权益规模持续下降。上述因素共同影响使得公司杠杆水平升至高位，资本结构有待优化。

### 现金流及偿债情况

2023 年公司保持了较好的经营获现能力；同期用于剧院、影院扩张的投资支出规模不大，投资活动现金流呈小幅净流出态势；由于偿债规模较大且融资力度有所放缓，筹资活动现金流转为大

<sup>7</sup> 截至 2024 年 3 月末，保利集团提供的关联方借款余额为 23.57 亿元。

幅净流出态势。

受经营亏损加大影响，2023 年 EBITDA 对债务本息的覆盖倍数显著弱化。同时，非受限货币资金对短期债务覆盖倍数亦进一步下降，公司面临一定的短期偿债压力。但截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 47.30 亿元，其中尚未使用额度为 21.04 亿元，具备一定的备用流动性。资金管理方面，公司结合保利集团对资金管理的要求，实行内部资金集中统一管理，由财务部负责公司整体的资金统筹和内部调剂。

表 6：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
期间费用	10.87	10.71	11.88	2.56
期间费用率	34.22	40.87	32.34	40.08
经营性业务利润	-0.29	-1.40	-1.85	-0.65
资产减值损失	-0.26	-1.06	-3.98	0.00
信用减值损失	0.08	-0.13	-1.93	0.00
利润总额	-0.74	-2.63	-7.62	-0.65
EBIT 利润率	4.60	-2.09	-14.83	-10.16
货币资金	16.95	12.27	13.06	10.10
应收账款	4.87	5.30	5.18	5.21
存货	22.49	22.31	23.03	23.24
其他应收款	57.64	49.60	52.19	55.03
长期股权投资	10.24	8.66	7.83	7.84
<b>总资产</b>	<b>132.96</b>	<b>121.50</b>	<b>121.96</b>	<b>121.94</b>
其他应付款	25.62	29.51	45.13	43.18
未分配利润	13.67	11.37	3.62	2.95
<b>所有者权益</b>	<b>36.24</b>	<b>33.78</b>	<b>25.79</b>	<b>25.08</b>
短期债务	44.08	53.73	56.24	57.84
长期债务	21.67	17.83	8.59	8.71
<b>总债务</b>	<b>65.75</b>	<b>71.56</b>	<b>64.83</b>	<b>66.54</b>
资产负债率	72.74	72.20	78.86	79.43
总资本化比率	64.47	67.93	71.54	72.63
经营活动净现金流	-0.34	4.28	10.33	-3.21
投资活动净现金流	-0.27	-0.45	-0.59	-0.13
筹资活动净现金流	3.56	-8.66	-9.85	0.38
EBITDA 利息保障倍数	1.56	0.68	-1.90	--
FFO/总债务	0.02	0.00	-0.01	--
总债务/EBITDA	18.40	46.96	-18.81	--
非受限货币资金/短期债务	0.38	0.22	0.21	0.16

注：减值损失以负值列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产 0.86 亿元，全部为受限货币资金，受限规模占总资产比例较小。

截至 2024 年 3 月末，公司无对外担保，亦无影响正常经营的重大未决诉讼。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 6 月末，公司

所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>8</sup>

### 假设

- 2024 年，保利文化各业务板块增长仍将承压。
- 2024 年，保利文化主要在建项目稳步推进，投资支出压力不大。
- 2024 年，保利文化整体融资规模有所下降。

### 预测

表 7：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	67.93	71.54	71.00~72.00
总债务/EBITDA(X)	46.96	-18.81	70~80

资料来源：中诚信国际基于实际与假设情形整理

### 调整项

**ESG<sup>9</sup>表现方面**，保利文化注重可持续发展和安全管理，并积极履行作为行业头部企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现较优，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，2023 年盈利空间收窄和减值等因素导致保利文化亏损扩大，但其保持了较好的经营获现能力，同时非受限货币资金规模较为稳定，且具备一定的备用流动性，控股股东亦提供了股东借款支持公司业务发展。公司资金流出主要用于债务的还本付息，影院等在建项目投资支出规模不大，近年来亦未对股东将进行分红。2023 年末短期债务规模略有上升，主要为银行信用借款和股东借款，接续压力较低。整体来看，公司未来一年流动性来源对流动需求形成一定覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

### 特殊调整

受外部环境冲击影响，公司近年业绩呈亏损态势，为降低外部因素带来的影响，跟踪期内控股股东保利集团保持了对公司提供的关联方借款支持，考虑到股东借款资金使用灵活和还款弹性大，且股东具有很强的财务实力，公司实际财务风险低于财务指标反映，财务表现与公司实际经营实力有所背离，故在特殊调整项上调 1 个子级。

### 外部支持

**公司股东实力雄厚，优质的品牌及其多元化运营的良好业绩，增强了公司在文化艺术行业的竞争优势，且跟踪期内继续提供股东借款以支持公司拍卖业务发展，对公司支持力度很高。**

公司控股股东保利集团系国务院国资委管理的大型中央企业，已形成以国际贸易、房地产开发、

<sup>8</sup>中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>9</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

文化艺术经营、资源领域投资开发、民用爆炸物品产销及相关服务为主业的格局，整体实力雄厚。公司为保利集团文化及艺术品经营平台，战略地位突出，且控股股东优质的品牌及其多元化运营的良好业绩，增强了公司在文化艺术行业的竞争优势。此外，跟踪期内保利集团对公司继续提供股东借款以支持公司拍卖业务发展，截至 2024 年 3 月末，存续股东借款金额为 23.57 亿元。

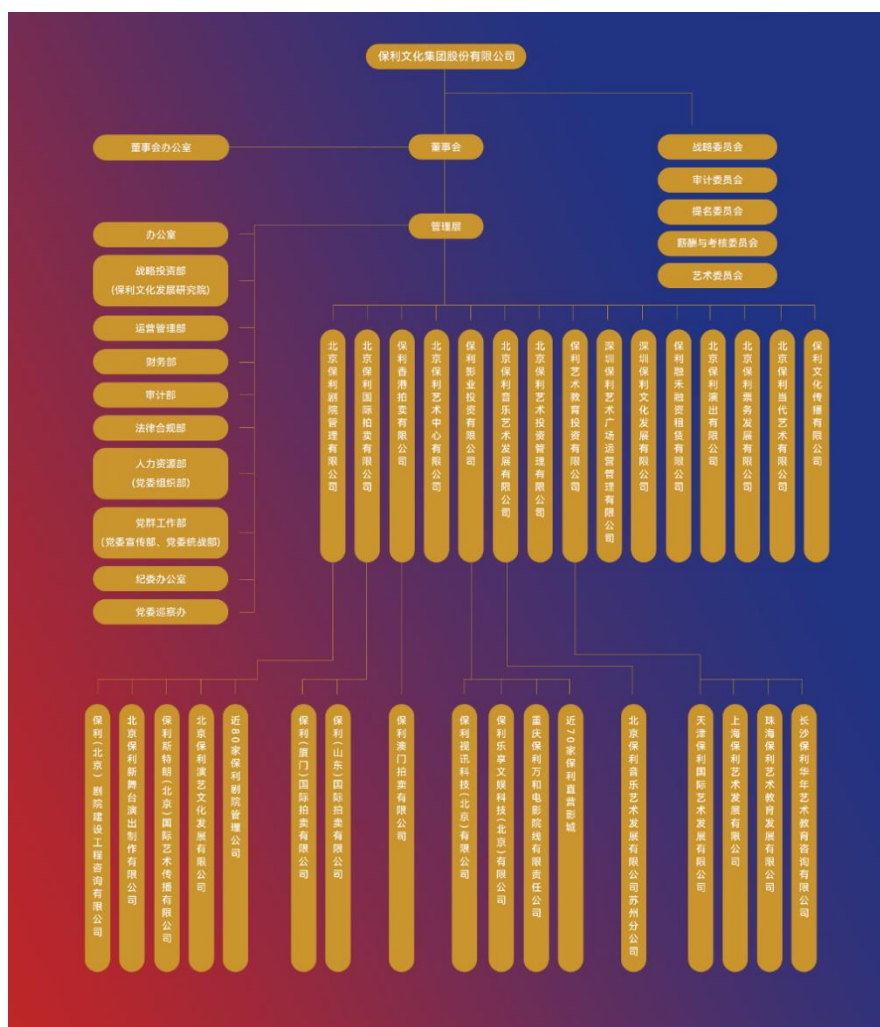
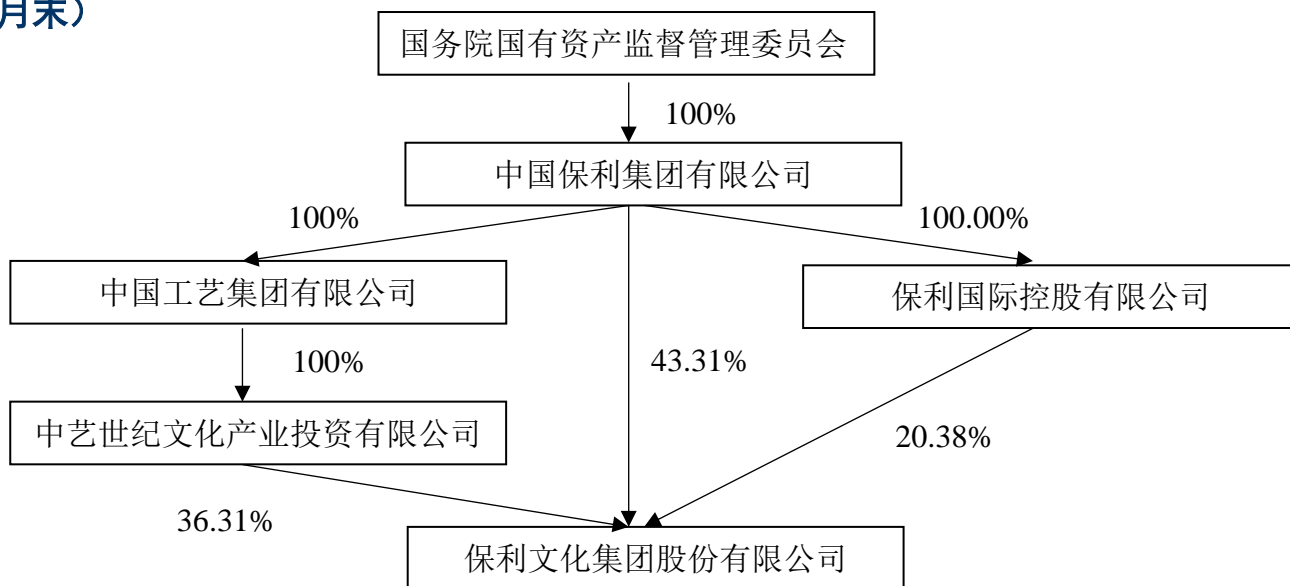
## 跟踪债券信用分析

“21 保利文化 MTN002”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。2023 年公司亏损幅度进一步扩大，但考虑到公司行业地位稳固，多元化经营成效较好。公司公开债券存续仅一期，本次跟踪的“21 保利文化 MTN002”将于 2024 年年内到期，公司经营获现情况较好，且保有一定规模的非受限货币资金，亦具备一定的备用流动性和股东支持，本期债券到期兑付压力不大，跟踪债券信用风险较低。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持保利文化集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“21 保利文化 MTN002”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

附一：保利文化集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



注：截至报告出具日，公司股权结构尚未完成工商变更。

资料来源：公司提供

## 附二：保利文化集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	169,467.76	122,705.18	130,551.54	100,951.88
应收账款	48,739.36	52,950.11	51,827.19	52,117.98
其他应收款	576,372.72	495,995.24	521,900.55	550,288.11
存货	224,864.08	223,060.33	230,257.75	232,430.31
长期投资	105,352.74	114,750.11	109,879.08	109,763.78
固定资产	11,844.96	10,161.44	9,810.87	9,484.71
在建工程	3,075.41	3,451.85	4,175.88	5,404.65
无形资产	4,257.10	5,616.69	6,916.00	6,754.83
资产总计	1,329,600.39	1,214,960.37	1,219,607.91	1,219,420.18
其他应付款	256,180.00	295,055.22	451,297.85	431,825.68
短期债务	440,840.12	537,317.73	562,388.54	578,371.34
长期债务	216,708.89	178,275.12	85,929.29	87,062.90
总债务	657,549.01	715,592.86	648,317.83	665,434.24
净债务	490,447.59	595,301.23	528,963.82	573,131.36
负债合计	967,166.38	877,163.63	961,723.63	968,645.72
所有者权益合计	362,434.01	337,796.74	257,884.27	250,774.45
利息支出	22,929.08	22,525.72	18,106.07	--
营业总收入	317,595.69	262,144.06	367,247.37	63,823.83
经营性业务利润	-2,944.87	-13,968.98	-18,518.24	-6,467.46
投资收益	-6,134.83	-3,761.88	2,049.83	10.38
净利润	-10,815.89	-27,922.83	-77,907.44	-6,737.07
EBIT	14,599.83	-5,468.72	-54,459.03	--
EBITDA	35,737.34	15,239.70	-34,459.17	--
经营活动产生的现金流量净额	-3,399.73	42,783.00	103,284.84	-32,050.90
投资活动产生的现金流量净额	-2,746.00	-4,493.64	-5,927.54	-1,295.05
筹资活动产生的现金流量净额	35,636.42	-86,635.69	-98,471.25	3,758.46
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	32.10	33.67	26.20	28.97
期间费用率(%)	34.22	40.87	32.34	40.08
EBIT 利润率(%)	4.60	-2.09	-14.83	--
总资产收益率(%)	1.10	-0.43	-4.47	--
流动比率(X)	1.46	1.41	1.15	1.15
速动比率(X)	1.15	1.08	0.88	0.88
存货周转率(X)	0.96	0.78	1.20	0.78*
应收账款周转率(X)	6.52	5.16	7.01	4.91*
资产负债率(%)	72.74	72.20	78.86	79.43
总资本化比率(%)	64.47	67.93	71.54	72.63
短期债务/总债务(%)	67.04	75.09	86.75	86.92
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.04	0.03	0.13	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.06	0.04	0.15	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-0.15	1.90	5.70	--
总债务/EBITDA(X)	18.40	46.96	-18.81	--
EBITDA/短期债务(X)	0.08	0.03	-0.06	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.56	0.68	-1.90	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.64	-0.24	-3.01	--
FFO/总债务(X)	0.02	0.00	-0.01	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将计入“其他流动负债”和“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务；3、带“\*”指标已经年化处理。



### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款+应收款项融资调整项)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn