

江苏凤凰出版传媒集团有限公司

公开发行 2016 年可交换公司债券

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)100576】

评级对象: 江苏凤凰出版传媒集团有限公司公开发行 2016 年可交换公司债券

16 凤凰 EB

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 27 日

前次跟踪: AAA/稳定/AAA/2017 年 6 月 26 日

首次评级: AAA/稳定/AAA/2016 年 7 月 13 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	13.62	3.22	17.84	5.17
刚性债务	66.71	89.06	70.79	90.79
所有者权益	129.03	137.57	152.61	152.79
经营性现金净流入量	9.82	-0.49	5.59	0.01
合并口径数据及指标:				
总资产	415.62	486.71	493.32	509.31
总负债	187.85	227.18	211.84	225.57
刚性债务	103.82	128.95	107.66	127.45
所有者权益	227.77	259.53	281.47	283.73
营业收入	153.73	166.48	175.45	36.56
净利润	18.41	20.66	21.22	2.69
经营性现金净流入量	16.10	21.20	19.35	-3.08
EBITDA	29.22	31.44	31.73	—
资产负债率[%]	45.20	46.68	42.94	44.29
权益资本与刚性债务 比率[%]	219.36	201.26	261.44	222.63
流动比率[%]	176.35	235.35	224.59	250.19
现金比率[%]	57.28	81.16	102.94	79.29
利息保障倍数[倍]	4.26	5.86	7.29	—
净资产收益率[%]	8.32	8.48	7.84	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	12.49	17.65	16.55	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	10.94	-7.99	27.23	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.03	7.03	8.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.26	0.27	0.27	—

注: 根据凤凰出版集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

蒋卫 jw@shxsj.com

武嘉妮 wjn@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“本评级机构”)对江苏凤凰出版传媒集团有限公司(简称“凤凰出版集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 凤凰 EB 的跟踪评级反映了 2017 年以来凤凰出版集团在行业地位、经营、财务状况及融资渠道等方面所保持的优势,同时也反映了公司在数字阅读冲击、实体书店经营、房地产项目去库存等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业地位稳固。**凤凰出版集团拥有 23 种国标教材,并主导了江苏省义务教育教材出版发行市场。其业务涵盖了出版、发行、物资贸易等,出版产业链完整。
- **经营较为稳定。**凤凰出版集团出版发行业务突出,近年来收入总体趋于稳定,物资供应及其他业务等发展较好,已形成一定规模效应,经营较为稳定。
- **财务状况良好。**凤凰出版集团负债水平较低,且货币资金和可变现资产充裕,财务状况良好。
- **融资渠道通畅。**凤凰出版集团下属主要业务板块均已实现上市,融资渠道通畅,融资能力强,后续仍有一定融资空间。

主要风险:

- **数字阅读的冲击。**新媒体的普及使得人们的阅读方式逐步转变,数字阅读对传统出版发行模式造成冲击。
- **实体书店经营压力加大。**电子商务的迅速发展增加了传统实体书店经营难度,凤凰出版集团下属新华书店门店面临较大的转型压力。
- **房地产项目去库存压力较大。**房地产行业受经济增长情况和国家宏观调控影响较大,行业周

期性波动明显。凤凰出版集团房地产业务区域布局目前以三四线城市为主，办公及商业物业去化压力较大，且无新土地储备。

➤ 未来展望

通过对凤凰出版集团及其发行的上述可交换公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述可交换公司债券还本付息安全性极强，并维持上述可交换公司债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



江苏凤凰出版传媒集团有限公司

公开发行 2016 年可交换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照江苏凤凰出版传媒集团有限公司公开发行 2016 年可交换公司债券（简称“16 凤凰 EB”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据凤凰出版集团提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对凤凰出版集团的财务状况、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。

根据中国证券监督管理委员会证监许可【2016】2165 号文，该公司于 2016 年 10 月面向合格投资者公开发行面值总额为 50 亿元的可交换为凤凰出版集团所持江苏凤凰出版传媒股份有限公司（简称“凤凰传媒”）A 股股票的可交换公司债券，期限 5 年。截至 2017 年末，公司共计 50 亿元募集资金已全部使用，其中，30 亿元用于偿还金融机构贷款和到期债券，其余用于补充流动资金。该可交换债券自 2017 年 10 月 31 日起进入换股期，截至 2018 年 4 月末，尚未发生换股行为。在增信机制方面，公司将持有的 68,000 万股凤凰传媒 A 股股票质押给债券受托管理人，根据 2017 年 12 月 29 日凤凰传媒收盘价 8.11 元计算，上述股票市值为 551,480 万元，与 16 凤凰 EB 债券余额的比例为 110.30%。

截至 2018 年 5 月末，该公司发行的待偿还债务融资工具本金余额为 97.50 亿元。截至目前，公司所发行债券本息兑付情况正常。

图表 1. 截至 2018 年 5 月末公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
14 凤凰债	7.50	3+2	5.65	2014 年 9 月	正常付息
16 凤凰 01	20.00	3+2	4.59	2016 年 3 月	正常付息
16 凤凰 EB	50.00	5	1.00	2016 年 10 月	正常付息
18 凤凰传媒 MTN001	20.00	3	5.60	2018 年 1 月	正常付息

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，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态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；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。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、

雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，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，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，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。人民币作为全球储备货币，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不断向前推进。

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 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，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，打好三大攻坚战，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和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 and 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。

(2) 行业因素

出版发行行业

近年来，我国出版发行业维持增长，且出版结构进一步优化；数字出版快速增长，成为了出版发行业收入的主要增长极，未来仍将是行业主要的增长因素。网络零售销售码洋持续快速增长，现已超过了实体书店，但仅限于零售销售；新华书店系统在中小学教材的征订发行中仍处于主导地位，仍主导我国图书发行，且通过多年调整已取得一定成效。此外，部分出版发行企业在文化地产开发方面投入力度大，在国内经济增速趋缓、商业地产同质化竞争加剧的外部环境下，文化地产运营风险将进一步上升。

十三五期间，我国出版发行业将维持增长，数字出版仍将是主要的增长方

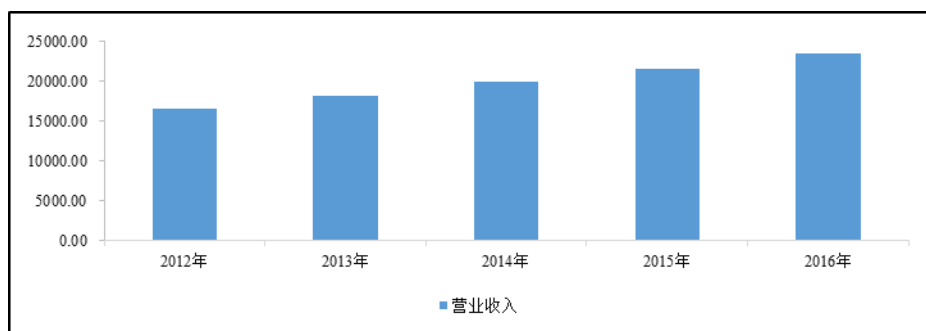
面；行业重组整合预计会加快，产业规模化集约化程度进一步加深，会形成更多大型出版传媒集团集群。

A. 行业概况

我国出版发行业经营业务涉及图书出版、期刊出版、报纸出版、音像制品出版、电子出版物出版、印刷复制、出版物发行及出版物进出口等新闻出版业务。我国出版发行业外向程度低、区域性较强，经营稳定性主要依赖于国内文化消费市场。消费者的文化消费支出受其对当前和未来经济状况判断的影响，从而使出版发行业间接受到宏观经济周期影响。从细分行业看，图书出版发行业的弱周期特征较为明显，在经济相对低迷时期表现出较强的抵御能力。图书出版细分行业内企业经营、财务状况相对稳定。但报刊经营行业主要依托广告实现收入，受宏观经济景气度影响较大。

根据 2017 年 7 月国家新闻出版广电总局发布的《2016 年新闻出版产业分析报告》数据¹：2016 年，全国出版、印刷和发行服务实现营业收入 23595.8 亿元，较 2015 年增长 9.0%；利润总额 1792.0 亿元，增长 7.8%；不包括数字出版的资产总额为 22070.3 亿元，增长 6.2%；所有者权益（净资产）为 11245.5 亿元，增长 6.1%，整个行业继续维持增长。

图表 2. 近年来新闻出版产业营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：新世纪评级整理

2018 年 4 月，中国新闻出版研究院发布的第十五次全国国民阅读调查显示，2017 年我国成年国民各媒介综合阅读率为 80.3%，较 2016 年的 79.9% 略有提升，数字化阅读（网络在线阅读、手机阅读、电子阅读器阅读、Pad 阅读等）方式的接触率为 73.0%，较 2016 年上升了 4.8 个百分点。依托智能手机、电子书阅读器、平板电脑等终端设备进行的数字阅读日趋常态化。

根据 2017 年 7 月第七届中国数字出版博览会发布的《2016-2017 中国数字出版产业年度报告》，截至 2016 年年底，国内数字出版产业累计用户有 16.73 亿人（家/个），2016 年产业整体收入²5720.85 亿元，比 2015 年增长 29.9%，呈

¹ 本报告中未特殊注明，2016 年行业数据主要来自国家新闻出版广电总局 2017 年 7 月发布的《2016 年新闻出版产业分析报告》、《2016 年全国新闻出版业基本情况》。

² 细分各个板块，互联网期刊收入 17.5 亿元，电子书收入 52 亿元，数字报纸（不含手机报）收入 9 亿元，博客类应用收入 45.3 亿元，在线音乐收入 61 亿元，网络动漫收入 155 亿元，移动出版（手机彩铃、铃音、移动游戏等）收入 1399.5 亿元，网络游戏收入 827.85 亿元，在线

现持续增长态势。数字出版产业对新闻出版产业营业收入增长贡献率达 67.9%，较 2015 年提高 7.7 个百分点，增长速度与增长贡献在新闻出版各产业类别中继续位居第一。

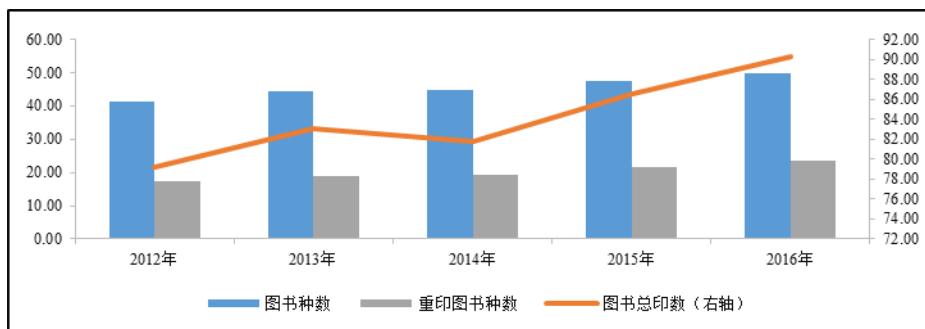
另外，“听书”正成为国民新兴阅读的重要方式之一，2016 年国民听书率达到 17.0%，预计后续还会继续增长。

a. 图书出版

2016 年，全国共出版图书 50.0 万种，较 2015 年增长 5.1%；总印数 90.4 亿册（张），增长 4.3%；总印张 777.2 亿印张，增长 4.6%；定价总金额 1581.0 亿元，增长 7.1%。

2016 年图书出版结构进一步优化，重印图书品种数和总印数大幅增长。2016 年，出版重印图书 23.8 万种，增加 2.2 万种，增长 10.3%。重印图书 51.2 亿册（张），增加 5.0 亿册（张），增长 10.9%，大幅超过新版图书。书籍单品种平均印数继续增加。少儿图书出版继续保持快速增长，品种 4.4 万种，增长 19.1%，总印数 7.8 亿册（张），增长 40.0%，在各类图书中表现突出。当年单品种累计印数达到或超过 100 万册书籍品种增加 41 种至 109 种，增长幅度较大。

图表 3. 近年来图书出版情况（单位：万种、亿册（张））



资料来源：新世纪评级整理

中小学教材是教材出版市场的主体产品类型。我国的中小学教材出版呈现较强的垄断性和地域分割特征，市场容量受区域内在校生人数影响较大。近年来，竞争机制被逐步引入中小学教材出版领域。但地方图书出版集团在教材出版规模、图书质量方面的优势仍突出，区域市场优势地位暂未受到实质性威胁。且受制于地方保护政策，以省（自治区、直辖市）为单位、面向本地区进行的教材招投标最终结果仍大多体现为单一的教材出版来源。在教辅材料出版方面，目前全国约有 500 余家出版社出版各类教辅材料，种类高达 10 万余种，行业竞争较为激烈。近年来，政府加大了对于教辅材料市场的清理整顿，尤其是 2012 年出台的一系列中小学教辅新政要求从事中小学教辅出版的单位必须具备相关资质，出版同步练习册必须取得配套教材著作权人授权，建立健全教

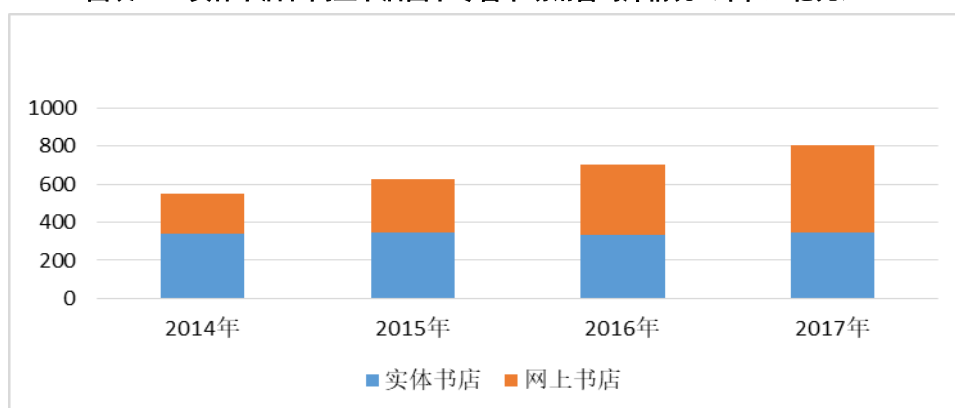
辅材料评议推荐办法、实施“一教一辅”³等。上述政策的实施对国内教辅出版市场格局产生了一定影响，国有出版单位的竞争优势较为明显，民营出版单位则受制于资质缺乏、无法取得授权以及编写能力欠佳等因素而处于相对不利的地位，市场份额受到挤压，存在被边缘化的风险。教辅教材仍是各出版发行企业盈利最主要的来源。

2017年9月起，教育部统一组织新编的义务教育道德与法治、语文和历史三科教材在全国所有地区初始年级投入使用，到2019年覆盖所有年级，其他义务教育科目及高中阶段教材暂不受影响。随着新课程标准教材的全面使用以及高考改革的持续推进，各省市的教育本地化特征仍显著，中小学教材的区域垄断特征短期内预计较难被打破，目前部编教材的使用对各出版发行企业影响较为有限。

b. 图书发行

根据北京开卷信息技术有限公司的数据显示，2017年中国图书零售市场总规模为803.2亿，较2016年的701.2亿同比增长14.55%，继续延续了近年来的增长势头。网上书店渠道依然是市场增长的主要推动力，实现了25.82%的增长。其中第三方平台业务是网上书店中规模最大的部分，也是增长较快的部分。同时，在全国上下大力发展实体书店促进全民阅读的氛围之下，实体书店也走出了负增长态势，实现了2.33%的同比增速。网上书店的快速增长和总动销品种的增加，使得整个图书零售市场中的畅销书贡献越来越大。2017年，图书市场中销量排名前1%的图书，为整个市场贡献了51.70%的码洋，市场头部效应明显。在类别方面，2017年少儿图书占到图书零售市场的码洋比重达到24.64%，依然是最大的细分类。少儿市场的快速增长，也使得该类成为市场增长贡献最大的类别，2017年图书零售市场的增长有三分之一以上都是来自于少儿类图书。

图表 4. 实体书店和网上书店图书零售市场销售码洋情况（单位：亿元）



资料来源：新世纪评级整理

³ 具体来说，各省级教育部门对进入省内中小学校的教辅材料进行评议、择优选出若干套进行公告，各地市教材选用委员会根据当地教育实际和教科书使用情况，按照教科书选用程序，从省内教辅材料评议公告中，一个学科每个版本选择一套教辅材料推荐给地区内学校，供学生选用（即实施“一教一辅”）。

目前，新华书店系统仍主导我国中小学教材的征订发行。尽管国家全面推行中小学生教材发行招投标制度，但由于中小学生教材发行必须保证春秋两季“课前到书，人手一册”，新华书店的竞争优势明显，其在中小学教材发行市场的垄断地位短期内较难撼动。中小学教材由政府采购，免费发放给学生，其规格、用纸以及价格均受政府管制，价格远低于相同印刷规格的一般图书。但由于教材需求规模大、相对稳定，退货和滞销风险小，且发行工作无需实体门店支持，因此此类业务仍是新华书店系统的主要收入和利润来源。2016 年全国新华书店系统、出版社自办发行单位出版物总销售 208.27 亿册（张、份、盒）、2771.34 亿元，与上年相比数量增长 4.42%，金额增长 8.10%。其中：新华书店系统销售 142.62 亿册（张、份、盒）、1597.06 亿元，与上年相比数量增长 3.94%，金额增长 7.90%。新华书店系统仍主导我国图书发行。

截至 2016 年末，全国共有出版物发行网点 16.3 万处，较上年末降低 0.3%。其中新华书店及其发行网点 0.90 万处，较上年末增长 0.87%。近年，新华书店系统也围绕商业模式创新和运营模式再造开展了转型，在经营定位上，构建大文化经营格局，进行多业态融合发展，突出卖场的互动体验和文化休闲功能，不断满足用户个性化需求和多样化需求；在经营业态上，打造包括线上线下和移动端在内的全渠道销售模式，向智慧书城方向发展；通过多年调整，也取得了一定的成效。

B. 政策环境

在行业规划和产业引导方面，国家政策鼓励国有经营性出版发行单位全面改制，通过重组和上市融资转型为大型出版发行企业；支持出版发行行业的跨媒体、跨地区、跨行业、跨所有制、跨国界兼并重组，加快资源向优势企业集聚，培育新闻出版骨干企业 and 文化领域战略投资者；开展新闻出版传媒企业特殊管理股试点，以具有相关资质单位拥有特殊管理股为条件，允许非公有制文化企业以参股或控股形式，从事有关特许经营业务；明确提出通过文化园区和基地建设，加快产业群和文化产业带的发展；鼓励有条件的出版发行企业在资本市场融资；启动“农家书屋”、“城乡图书馆”、“全民阅读”等项目，加大对人民群众基本文化权益的保障，为出版发行行业发展营造必要的阅读氛围。在财税政策方面，我国一直对出版发行行业实施轻税政策，对出版环节执行增值税先征后退政策，对图书批发、零售环节执行增值税免征政策⁴，国有经营性文化事业单位完成转企改制后还可享受所得税免税等优惠⁵。

2016 年 6 月，中宣部、国家新闻出版广电总局等 11 部门联合印发《关于支持实体书店发展的指导意见》，重点提出 5 项政策措施鼓励实体书店改革创新：一是在城镇新建社区为实体书店预留场地，鼓励地产、商业设施、公共服

⁴ 根据 2013 年 12 月《关于继续执行宣传文化增值税和营业税优惠政策的通知》（财税[2013]87 号），相关优惠政策的执行期限为 2013 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日。

⁵ 根据 2014 年 11 月《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》（财税[2014]84 号），通知中税收政策执行期限为 2014 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。

务设施等为实体书店提供减免租金的经营场所；二是对特色实体书店、创新发展项目给予财政奖励或补助，加大对农村出版物发行网点建设的财政支持力度，落实图书批发、零售环节免增值税政策，加强金融扶持；三是提供创业和培训服务；四是简化行政审批，降低准入门槛，吸引社会资本开办书店；五是规范出版物市场秩序，为实体书店发展营造公平有序的市场环境。到 2020 年，要基本建立以大城市为中心、中小城市相配套、乡镇网点为延伸、贯通城乡的实体书店建设体系，形成大型书城、连锁书店、中小特色书店及社区便民书店、农村书店、校园书店等合理布局、协调发展的良性格局。

根据 2017 年 9 月国家新闻出版广电总局发布的《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》，预计到“十三五”期末，我国将实现国民综合阅读率达到 81.6%，国民数字化阅读率达到 70%，年人均图书阅读量 5.0 册，年人均电子书阅读量 4.0 册，每家农家书屋年均新增出版物不少于 60 种。“十三五”时期，新闻出版产业营业收入年均增速不低于 8%，利润年均增速不低于 7%，到“十三五”期末实现全行业营业收入 32000 亿元，实现利润总额 2300 亿元。数字新产品新服务增长提速，到“十三五”期末，数字出版营业收入达到 9600 亿元，年均增速不低于 17%；新兴产品中电子书收入达到 107 亿元，数字报纸收入达到 14 亿元，数字期刊收入达到 37 亿元，移动出版收入达到 2700 亿元。

另外，《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》还明确提出：打破层级和区域限制，加快图书、报刊、广播、电影、电视资源聚合、产业融合；鼓励支持传媒企业跨地区跨行业跨所有制兼并重组，培育一批主业突出、具有创新能力和竞争力的新型骨干传媒公司；探索以国有资本金注入方式推动新闻出版企业兼并重组，培育国家级骨干出版传媒企业、进一步深化国有新闻出版广播影视企业改革；以提高国有资本效率、增强国有新闻出版广播影视企业市场竞争力为中心，继续大力推动已转制的新华书店、图书出版社、电子音像出版社、有线网络企业、电影发行放映企业、影视剧制作企业、非时政类报刊社等新闻出版广播影视企业进行公司制、股份制改造，建立健全现代企业制度和法人治理结构；完善新闻出版广播影视企业内部运行管理机制，建立健全双效统一的评价考核机制，完善新闻出版企业总编（主编）职责管理办法；开展国有控股上市传媒企业股权激励试点，探索建立国有传媒企业股权激励机制、支持符合条件的新闻出版广播影视企业通过资本市场上市融资、再融资和并购重组做大做强。

C. 竞争格局/态势

近年来，出版发行业准入门槛有所降低，非公有资本、外资已获准进入印刷、分销和一般图书总发行领域。2016 年，民营企业共有 12.7 万家，增长 2.8%；占新闻出版企业法人单位数量的 85.0%，提高 1.0 个百分点。在印刷复制企业中，民营企业营业收入占全部营业收入的 89.5%，较 2015 年提高 0.9 个百分点；资产总额占 89.3%，提高 0.9 个百分点；利润总额占 90.3%，提高 0.7 个百分点。在出版物发行企业中，民营企业营业收入占 68.3%，提高 0.7 个百分点；资产总额占 66.7%，提高 1.0 个百分点；利润总额占 68.0%，提高 0.6 个百分点。社

会资本参与出版发行活跃，民营企业占比虽持续提高，但仍无法独立经营出版社，国家通过设立审批和许可制管理控制出版社数量，导致近年来出版社数量增长缓慢。2016 年末，全国共有出版社 584 家（包括 33 家副牌社），包括：中央级出版社 219 家（包括 13 家副牌社）、地方出版社 365 家（包括 20 家副牌社），数量较 2015 年末未有变化。社会资本只能与国有出版社合资设立出版机构或参股国有出版社。且在现有书号规制⁶下，只有国有出版社能获得书号，民营出版单位只能购买或以合作的名义使用国有出版社的书号，国有企业的行业主导地位并未改变。

根据《2016 年新闻出版产业分析报告》数据：2016 年全国 120 家图书出版、报刊出版、发行和印刷集团共实现主营业务收入 3476.1 亿元，较 2015 年增长 15.8%；拥有资产总额 6541.5 亿元，较 2015 年增长 8.7%；实现利润总额 296.6 亿元，较 2015 年增长 20.0%。108 家图书出版集团、报刊出版集团和发行集团主营业务收入占全国书报刊出版和出版物发行主营业务收入的 74.5%，提高 6.9 个百分点；拥有资产总额占全国出版发行全行业资产总额的 84.0%，提高 2.7 个百分点；实现利润总额占全国出版发行全行业利润总额的 62.6%，提高 7.9 个百分点。大型出版发行集团运营实力较强，行业集中度较高。

图表 5. 出版发行行业已发债样本企业数据概览（2017 年/末，单位：亿元，%）

已发债样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收账款周转率	存货周转率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	175.45	28.69	12.49	1.59	493.32	42.94	21.22	19.35
中文天地出版传媒股份有限公司	133.06	36.15	9.88	8.19	204.81	39.49	14.52	15.03
江西省出版集团公司	165.10	30.78	10.66	7.59	257.77	43.18	17.56	17.56
重庆市国有文化资产经营管理有限责任公司	94.67	34.57	8.56	1.26	333.45	63.33	7.02	30.71
江苏新华报业传媒集团有限公司	13.99	28.57	12.78	9.31	52.65	40.26	1.17	0.80
上海世纪出版(集团)有限公司	37.23	31.34	9.47	2.12	77.91	45.61	1.88	2.21
河北出版传媒集团有限责任公司	90.87	24.16	7.18	5.09	133.53	41.86	7.36	6.56
安徽新华发行(集团)控股有限公司	318.98	7.48	46.77	2.85	303.51	59.59	11.58	-11.06
华闻传媒投资集团股份有限公司	34.21	40.79	3.97	4.34	158.52	35.84	4.23	6.58
山东大众报业(集团)有限公司	17.73	46.99	5.08	1.13	76.85	26.05	0.92	-0.80
中原出版传媒投资控股集团有限公司	83.56	29.72	7.66	6.27	142.72	37.07	6.04	7.93

⁶ 书号规制即以书号的方式，对各出版机构出版物及其种类、数量实行计划控制。自上世纪 90 年代中期以来，原国家新闻出版总署及国家新闻出版广电总局对我国各出版单位的出版物种类和数量定额发放书号，书号资源基本采取在各出版机构之间平均分配的方式。

已发债样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收账款周转率	存货周转率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
安徽出版集团有限责任公司	190.33	8.54	5.32	2.60	244.72	56.75	4.86	2.47
杭州日报报业集团有限公司	18.82	24.32	4.23	6.88	43.08	43.54	1.80	0.93
湖北长江出版传媒集团有限公司	222.69	8.37	33.78	13.91	168.89	50.35	5.64	-12.44
重庆出版集团有限公司	14.53	21.38	7.22	0.40	80.24	62.18	-2.06	4.30
重庆日报报业集团产业有限责任公司	16.54	36.62	5.89	1.17	53.97	60.66	2.47	0.17
青岛出版集团有限公司	20.07	38.79	8.28	3.65	63.62	43.80	2.93	1.62
河南日报报业集团有限公司	18.05	30.93	7.34	1.40	64.95	40.37	1.48	0.09
上海新华发行集团有限公司	19.21	38.94	28.39	3.07	103.36	65.27	2.53	2.28

资料来源：新世纪评级整理

出版发行业内竞争仍主要体现为新媒体与传统媒体之间的竞争、网络零售平台与传统销售渠道之间的竞争。面对新媒体及网络零售平台的冲击，出版传媒公司加快数字化转型的同时积极探索在内容、渠道、平台、经营、管理等方面的融合。这也导致行业内企业跨行业、跨媒体资产重组较多，涉及互联网金融、在线教育、大数据、网络游戏等新业态。但出版、发行、印刷继续保持核心主业地位。《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》为打造大型传媒集团规划出了一个“兼并+重组+融资”的路线图。如果后续配套政策、措施能够陆续落地，出版发行业将迎来一次重塑整合的机遇，并涌现出一批新的大型传媒集团。十三五期间，出版发行业企业间重组整合预计会加快。

D. 风险关注

新华书店经营承压。在传统渠道与新兴渠道的竞争中，线上渠道对线下门店的客源形成分流。新华书店实体零售门店经营承压。近年来新华书店积极尝试转型，通过复合书店、综合体的开发，新华书店在兼顾图书销售的同时，也发挥了自身门店所具有的优势。新华书店系统一直主导中小学生教材发行，网络销售仅是对新华书店系统零售冲击较大，通过之前年度的转型，新华书店门店经营情况也有好转。预计后续新华书店和网络销售平台之间的竞争将达到一个平衡点。

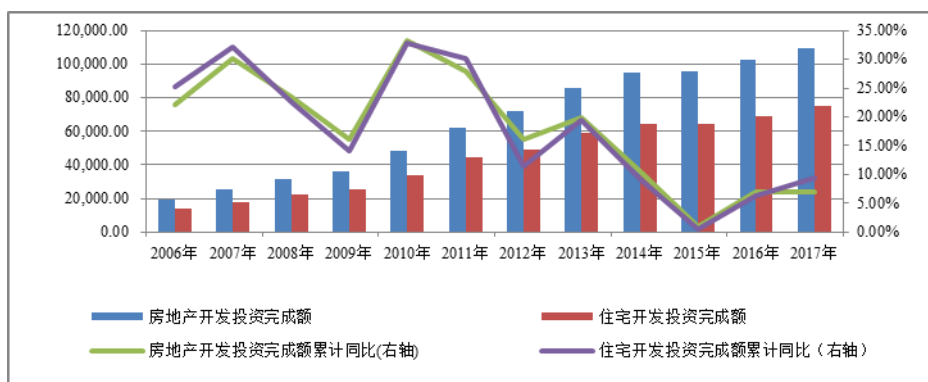
出版发行企业存在涉房业务风险。近年来部分大型出版传媒集团在数字化、市场化转型面临挑战的情况下，在文化地产开发方面投入力度加大。无论是文化产业基地还是文化商业综合体，其在本质上仍是一类商业地产。在国内经济增速趋缓、商业地产同质化竞争加剧的外部环境下，文化地产运营风险将进一步上升。尽管多数文化地产项目拥有土地成本优势，但跨业经营、大规模资金占用等因素，仍将对出版发行企业信用质量带来负面影响。

房地产行业

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落。在此背景下，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。展望2018年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000年以来行业整体发展速度快。2004-2016年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元升至10.26万亿元；住宅年完成投资额从0.88万亿元升至6.87万亿元。2017年度我国房地产行业完成投资额为10.98万亿元，较上年同期增长7.00%；住宅年完成投资额为7.51万亿元，较上年同期增长9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017年度我国人口城镇化率为58.52%，较上年提升了1.17个百分点，未来仍有较大的发展空间。

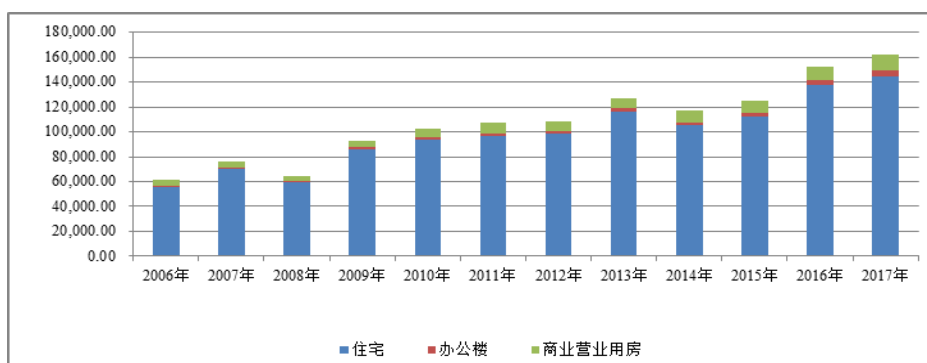
图表 6. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：国家统计局、Wind

2017年我国商品房新房销售面积为16.94亿平方米，累计同比增长7.70%，较上年同期涨幅收窄14.80个百分点；其中住宅销售面积为14.48亿平方米，累计同比增长5.30%，较上年同期收窄17.10个百分点。值得关注的是，2016年9月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。根据CREIS中指数据的资料显示，2017年度楼市总体成交量较2016年下降16.17%，其中一线城市下降幅度达37%，成交规模降到2011年以来同期新低。

图表 7. 2006-2017 年我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind

2017 年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。2017 年 4 月，住房城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地上建设租赁住房试点。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。

自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 及 2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

预计 2018 年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，或将面临较高的信用风险。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度将进一步提高。

(3) 区域市场因素

该公司出版发行业务和房地产业务主要经营区域为江苏省，其业务发展情况与江苏省经济发展状况息息相关。2017 年，江苏省全年实现地区生产总值 85900.9 亿元，比上年增长 7.2%。投资方面，2017 年完成全社会固定资产投资总额 53000.2 亿元，比上年增长 7.5%。消费方面，全年实现社会消费品零售总额 31737.4 亿元，比上年增长 10.6%。总体来看，2017 年该省经济延续了稳中有进、稳中向好的发展态势，显示出较强的稳定性和韧劲。

该公司出版发行业务与江苏省在校学生数量相关性较强。2017 年，江苏省小学教育在校生数为 540.2 万人，较上年增长 3.5%；普通初中教育在校生数为 208.7 万人，较上年增长 7.1%；普通高中教育在校生数为 94.3 万人，较上年减少 0.9%。

江苏省经济总量连续多年全国排名第二，房地产市场需求量大，住房价格亦处于国内较高水平。从年度数据看，政策调控等因素对江苏省房地产市场景气度的影响很大。2016 年 9 月以来，南京、苏州、无锡相继出台限购政策，随后调控政策向长江以南的镇江、常州等三四线城市蔓延。随着政策收紧，房企融资环境趋于紧张，江苏省房地产投资及开发速度明显放缓。2017 年，全省办公楼和商业营业用房完成投资 1,633.32 亿元，同比增长 1.49%，增速较上年下滑 7.61 个百分点，商业地产投资额占江苏省房地产投资额的 16.96%，占比较上年减少 1.01 个百分点。从成交数据来看，2017 年江苏省商品房销售面积同比增长 1.80%至 14,211.12 万平方米，增速下滑 20.50 个百分点，其中住宅成交面积同比下滑 1.40%；商品房销售额同比增长 6.30%至 13,066.85 亿元。

图表 8. 江苏省 2013 年以来房地产开发及销售情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
房地产投资完成额（亿元）	7,241.45	8,240.22	8,153.68	8,956.37	9,629.11
同比增长（%）	16.70	13.80	-1.10	9.80	7.50
商品房施工面积（万平方米）	52,574.17	57,637.72	58,118.44	58,761.73	59,464.23
商品房新开工面积（万平方米）	16,358.18	14,220.35	11,542.56	13,670.83	13,739.10
商品房竣工面积（万平方米）	9,711.60	9,620.47	10,296.96	10,073.96	9,581.73
商品房销售面积（万平方米）	11,454.77	9,846.84	11,414.05	13,962.09	14,211.12
其中：住宅（万平方米）	10,191.52	8,800.93	10,275.95	12,657.66	12,486.66
办公楼（万平方米）	286.81	210.69	238.30	265.68	385.97
商品房销售面积同比增长（%）	27.00	-14.00	15.90	22.30	1.80

资料来源：江苏省统计局网站

2. 业务运营

该公司为国内出版发行行业龙头企业，公司主业突出，且出版发行、物资贸易、印刷等主业相互之间能产生一定的协同效应。公司在江苏省中小学教材出版、印刷、发行领域内拥有较高占有率，在海南省发行市场亦占据较显著地位。近年数字出版和网络零售的发展对公司传统出版发行业务虽有一定冲击，

但目前影响尚有限。另外，公司房地产业务投资规模大，房地产销售情况易受房地产市场调整影响，且公司房地产项目布局以三四线城市为主，公司库存中办公及商业物业去化压力较大。

该公司主要从事出版发行、物资供应和房地产业务等业务。公司图书出版发行业务经营主体为江苏凤凰出版传媒股份有限公司（简称“凤凰传媒”），具体涉及图书、期刊、电子出版物、音像等制品的出版与发行。物资供应业务的经营主体为江苏凤凰文化贸易集团有限公司（简称“文贸集团”），主要从事木浆和纸张等物资的销售。房地产业务经营主体为江苏凤凰置业投资股份有限公司（简称“凤凰股份”），主要从事文化地产项目开发。此外，公司还从事一些其他业务，主要包括印刷业务、酒店经营、影视销售、软件开发等业务。

图表 9. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心区域	业务的核心驱动因素
出版发行	全国/江苏省、海南省	品牌/资源/规模
物资供应	江苏省	规模
房地产	江苏省	规模

资料来源：凤凰出版集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 10. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	153.73	166.48	175.45	36.56	40.09
其中：核心业务营业收入	143.54	160.38	168.85	34.53	38.21
在营业收入中所占比重（%）	93.37	96.34	96.23	94.44	95.32
其中：（1）出版发行业务	85.36	90.89	96.65	16.88	19.07
在核心业务收入中所占比重（%）	59.47	56.67	57.24	48.89	49.91
（2）物资供应业务	34.58	28.58	33.12	7.91	9.57
在核心业务收入中所占比重（%）	24.09	17.82	19.61	22.91	25.05
（3）房地产业务	6.54	16.37	13.26	3.29	1.84
在核心业务收入中所占比重（%）	4.56	10.21	7.86	9.53	4.82
（4）其他主营业务	17.07	24.54	25.81	6.45	7.73
在核心业务收入中所占比重（%）	11.89	15.30	15.29	18.68	20.23

资料来源：凤凰出版集团

2015-2017 年，该公司分别实现营业收入 153.73 亿元、166.48 亿元和 175.45 亿元，营业收入逐年增加。从收入构成来看，出版发行业务是公司目前最主要的收入来源。2017 年，公司出版发行、物资供应、房地产及其他主营业务占核心营业收入的比重分别为 57.24%、19.61%、7.86%和 15.29%。2018 年第一季度，公司实现营业收入 36.56 亿元，较上年同期下降 8.79%。

出版发行业务

该公司出版发行业务涉及对教材教辅等专用图书和一般图书的出版和发行。公司作为江苏、海南两省唯一具备教材发行资质的单位，承担着两省教材教辅的发行工作。

a. 品牌和资源因素

该公司出版业务主要由子公司凤凰传媒旗下包括江苏凤凰教育出版社有限公司（简称“教育社”）、译林出版社有限公司（简称“译林社”）、江苏凤凰科学技术出版社有限公司、江苏人民出版社有限公司、江苏凤凰少年儿童出版社有限公司、江苏凤凰美术出版社有限公司、江苏凤凰文艺出版社有限公司（简称“文艺社”）及江苏凤凰出版传媒有限公司在内的 8 家图书出版社和 1 家电子音像出版社负责。其中，6 家为国家一级出版社，5 家出版单位从事中小学教材出版业务，7 家出版单位具备中小学教辅出版资质，9 家单位都从事一般图书出版业务。

义务教育教材是该公司传统优势出版业务。截至 2017 年末，公司拥有国家基础教育课程标准教材 23 种，仅次于人民教育出版社，是我国第二大教材生产基地。公司与人民教育出版社签署协议，从 2017 年秋起在江苏省代理义务教育阶段道德与法治、语文、历史三科国家统编教材的教材培训、生产印刷、质量管理、销售发行、售后服务等事项。公司旗下教育社、译林社等 7 家出版单位获得相关学科教辅出版资质，拥有语文、数学、英语等 5 个中小学全学科的教辅出版资质。公司在一般图书市场也具有显著优势。2017 年，公司一般图书有 29 种单本销售量达到 10 万册以上。公司拥有业内领先的专业人才，并与大批优秀作者保持良好的合作关系，具有一定的内容优势，大量作品荣获国家级奖项。

图表 11. 公司下属图书出版社

名称	成立时间	主要出版内容	行业地位
江苏凤凰教育出版社有限公司	1984 年	基础教育教材 12 种；教辅、少儿读物；报刊 6 种	2014 年度地方出版社综合排名第五位；2014 年度全国教育类出版社第五位；国家一级出版社
译林出版社有限公司	1988 年	外国文学和人文社科等领域的中译版；基础教育教材 3 种	2013 年度全国文艺类出版社第一位
江苏凤凰科学技术出版社有限公司	1978 年	工业、农业、医学、科普和教育类图书；基础教育教材 3 种；期刊 1 种	国家一级出版社
江苏人民出版社有限公司	1953 年	政治、哲学、历史、宗教、法律、经济理论著作，以及相应的文史哲普及读物和生活旅游用书；基础教育教材 1 种；期刊 2 种	国家一级出版社
江苏凤凰少年儿童出版社有限公司	1984 年	少年儿童读物；基础教育教材 5 种；期刊 9 种	2014 年度全国少儿类出版社第十一位
江苏凤凰美术出版社有限公司	1984 年	艺术摄影类、图文社科类和少儿卡通类等图书；期刊 2 种	
江苏凤凰文艺出版社有限公司	1958 年（1985 年恢复建制）	当代和现代文学、艺术作品及文艺理论、文学评著	2014 年度全国文艺类出版社第十二位
江苏凤凰出版传媒有限公司	1984 年	文史哲古籍及其研究著作；期刊 1 种	2014 年度全国古籍类出版社第十位

资料来源：根据凤凰出版集团提供的数据整理

该公司发行业务主要通过凤凰传媒下属新华书店子公司开展。教辅教材发行业务方面，凤凰传媒是江苏、海南两省唯一具备教材发行资质的单位。公司与江苏省教育厅签订了《江苏省政府采购合同》，江苏省教育厅向公司采购 2016 年秋季至 2019 年春季学期江苏省义务教育阶段学生国家课程、省地方课程教科书和小学生字典。九年义务教育教材的发行采用征订方式，即根据各地中小学校的预定数量向其发送教材。高中学段的教材，由相关出版社出具授权书，将所有教科书在江苏省内的唯一发行权授予凤凰传媒。一般图书发行业务方面，凤凰传媒采购中心向合格供应商名单中的出版社采购，经各区新华书店子公司配送至下属销售门店向终端消费者出售。一般图书采取经销包退方式进行销售，动销不理想商品均可在合同期限内退货。

b. 规模因素

2017 年，该公司出版业务销售量为 3.96 亿册，较上年度增长 2.26%，其中教材教辅占比为 80.96%。同期，公司出版业务销售码洋为 55.75 亿元，较上年度增长 1.27%，其中教材教辅占比为 56.23%。2017 年，公司发行业务销售量为 6.59 亿册，较上年度增长 8.86%，其中教材教辅占比为 85.09%。同期，公司发行业务销售码洋为 81.83 亿元，较上年度增长 6.66%，其中教材教辅占比为 65.92%。

图表 12. 凤凰传媒近年来出版发行业务情况

业务类型		销售量(万册)			销售码洋(亿元)		
		2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
出版业务	自编教材教辅	31,457.10	30,218.07	30,753.05	31.26	29.93	30.75
	租型教材教辅	844.81	759.46	1211.99	0.36	0.35	0.60
	一般图书	7,490.66	7,762.20	7,651.20	23.83	24.76	24.40
	合计	39,792.57	38,739.73	39,616.24	55.45	55.05	55.75
发行业务	教材教辅	46,891.56	50,830.45	56,076.16	45.67	49.55	53.94
	一般图书	9,178.98	9,709.52	9,827.01	25.68	27.17	27.89
	合计	56,070.54	60,539.97	65,903.17	71.35	76.72	81.83

资料来源：根据凤凰传媒 2015-2017 年度年报数据整理

该公司出版业务具有规模优势。在教材教辅方面，公司凤凰版中小学课标教材的品种数和市场份额均居全国第二，其教育产品覆盖全国 29 个省（直辖市、自治区），超过 4000 万学生使用。在一般图书方面，根据北京开卷信息技术有限公司统计，2017 年，凤凰传媒在开卷整体图书零售市场的码洋占有率为 3.2%，列全国出版集团第 3 位；细分市场中，生活类图书排名首位，传记和文学市场均排名第 3 位，在医学、科普、英语和教辅类均进入前 5 名，在艺术、学术文化和经管市场位居 6-8 名；文艺社和译林社开卷市场占有率全国排名第 17 和第 50 名。

该公司下属上市公司凤凰传媒是全国最大的图书发行机构之一，逐步构建了“大中小特”相结合的发行体系，大书城、中心门店、专业书店、特色书店、小微书店和 24 小时书店有序分布全省，网点数量和规模居全国之首。目前，

公司共有各类网点 1,442 个，其中自有网点 625 个，租赁网点 817 个；网点总建筑面积 89.12 万平方米，其中自有网点建筑面积 81.11 万平方米，租赁网点建筑面积 8.01 万平方米。

物资供应业务

该公司物资供应业务主要为纸张、木浆、设备器材、汽车以及金属材料等物资的销售。其中，设备器材销售主要为机电设备和印刷器材的销售；汽车销售主要为解放货车、厢式货车、牵引车等工程车的经销。公司物资供应业务通常以销定购，避免产生大量存货积压。2017 年，公司物资供应业务实现营业收入 33.12 亿元，较上年度增长 15.88%，主要来自设备器材销售收入的增加。

图表 13. 公司近年来物资供应业务收入结构（单位：亿元）

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度
纸张销售	15.60	12.41	12.16	3.88
木浆销售	9.55	6.18	7.62	1.78
设备器材销售	3.55	4.65	9.33	1.82
汽车销售	4.36	1.97	3.57	0.01
LED 产品销售	1.52	3.37	3.64	0.42
合计	34.58	28.58	33.12	7.91

资料来源：根据凤凰出版集团提供的数据整理

房地产业务

该公司文化地产的开发模式为凤凰股份与凤凰传媒共同参加土地竞标（双方按协议面积支付土地成本），降低拿地成本，建立大型综合项目，其中包含文化主题商场、住宅以及办公场所。目前，公司主要从事苏州项目、南通项目、盐城项目、合肥项目、镇江项目及泰兴项目 6 个文化地产项目和宜兴养老项目的开发。其中，盐城项目、合肥项目、镇江项目、泰兴项目 4 个文化地产项目和宜兴养老项目处于在建状态，苏州项目和南通项目已竣工。

2017 年，该公司房地产项目全年合计投资金额为 8.09 亿元，较上期减少 5.59 亿元。受开发周期影响，2017 年竣工面积为 78.64 万平方米，较上年同期大幅增加。当年合同销售面积为 13.37 万平方米，较上年减少 3.90 万平方米。公司房地产开发运营情况详见图表 14。

图表 14. 凤凰股份房地产开发运营情况表

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度
竣工面积（万平方米）	--	12.98	78.64
投资金额（亿元）	8.82	13.68	8.09
合同销售面积（万平方米）	12.57	17.27	13.37
其中：住宅	12.31	15.98	11.50
商办	0.27	1.28	1.87
合同销售均价（万元/平方米）	1.15	1.05	0.82
回笼金额（亿元）	14.45	19.98	11.76

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度
结转面积（万平方米）	5.62	16.37	16.34
结转金额（亿元）	10.52	18.05	13.26
期末可售面积（万平方米）	30.42	20.71	21.28

资料来源：根据凤凰出版集团提供的数据整理

截至 2017 年末，该公司在建的镇江项目、盐城项目、合肥项目、泰兴项目 4 个文化综合体项目预计总投资 54.36 亿元，累计已投入 36.91 亿元；总建筑面积 120.06 万平方米，其中住宅建筑面积合计 54.48 万平方米，办公及商业建筑面积合计 52.29 万平方米。4 个在建项目陆续于 2012-2014 年开工，原计划于 2017 年底集中竣工，但目前有所延缓。镇江、盐城项目计划于 2018 年 6 月底竣工；合肥项目第三期写字楼部分因装修方案变动确定延缓，计划于 2018 年底竣工；泰兴项目北地块已竣工，南地块计划于 2019 年底竣工。

养老地产宜兴项目预计总投资 11.90 亿元，截至 2017 年末已投入 7.49 亿元。该项目共分 4 个组团和 2 个中心，一、二组团为花园洋房，三、四组团为双拼别墅，2 个中心为活动中心和康复中心。项目于 2016 年 2 月开工，截至 2017 年末，一、二组团所有单体全部封顶，外立面施工基本完成，进入室外工程环节，三组团道路施工完毕，生活区基本建设完成，售楼处、样板房、展示区已交付使用。

图表 15. 截至 2017 年末主要在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	位置	业态	开工时间	竣工时间	总投资 金额	已投资 金额	累计回笼 资金	2018 年 计划投资
盐城项目	盐城	住宅、商办	2012.10	2018.06	10.34	10.12	5.41	0.20
合肥项目	合肥	住宅、办公	2013.05	2018.12	14.92	8.77	5.89	2.80
镇江项目	镇江	住宅、商办	2014.05	2018.06	9.70	7.32	4.07	1.80
泰兴项目	泰兴	住宅、商业	2014.12	2019.12	19.40	10.70	7.10	4.00
宜兴项目	宜兴	住宅、商业	2016.02	未定	11.90	7.49	--	2.50
合计	--	--	--	--	66.26	44.40	22.47	11.30

注 1：根据凤凰出版集团提供资料整理绘制；注 2：表中包含的文化综合体项目中各项数据均不包含为凤凰传媒代建部分

2017 年，该公司实现合同销售面积 13.37 万平方米。其中，泰兴、镇江及南通三个项目住宅销售较多，合计实现合同销售面积 11.36 万平方米；商业、办公楼去化速度很慢，仅销售 0.41 万平方米。截至 2017 年末，公司剩余可供出售面积 21.28 万平方米，其中住宅为 2.30 万平方米、商业及办公楼为 18.98 万平方米，占比分别为 11%和 89%，商业及办公楼去存压力较大。此外，公司养老地产宜兴项目住宅部分已于 2018 年 1 月开盘销售。2018 年 3 月末，该项目住宅可供出售面积为 3.16 万平方米，已实现销售面积为 0.73 万平方米，实现销售合同金额 0.89 亿元，销售均价为 1.23 万元/平方米。江苏省内三、四线城市商业地产市场已趋于饱和，公司办公楼及商业销售去化速度很慢，库存积压，随着项目持续推进，公司销售回款压力将进一步上升。

图表 16. 截至 2017 年末主要房地产项目销售情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目名称	位置	业态	总建筑面积	累计可供出售面积		已售面积		2017 年销售面积		2017 年销售均价
				住宅	商办	住宅	商办	住宅	商办	
苏州项目	苏州	住宅、办公	20.67	4.40	6.70	4.40	1.16	--	0.22	19,305
南通项目	南通	住宅、办公	16.26	3.66	4.23	3.62	1.02	1.93	0.29	10,149
盐城项目	盐城	住宅、商办	24.55	6.29	12.09	6.29	1.95	1.25	0.00	7,841
合肥项目	合肥	住宅、办公	31.31	6.49	0.00	6.49	0.00	--	--	--
镇江项目	镇江	住宅、商办	17.90	5.98	0.00	4.60	0.00	2.13	0.00	9,376
泰兴项目	泰兴	住宅、商业	46.30	11.67	0.29	10.83	0.19	7.30	0.12	7,698
合计	--	--	156.99	38.49	23.31	36.23	4.32	12.61	0.63	--

注 1：根据凤凰出版集团提供资料整理绘制；注 2：表中包含的文化综合体项目中各项数据均不包含为凤凰传媒代建部分。

2017 年，该公司房地产业务结转营业收入 13.26 亿元，较上年度下降 19.00%。公司当期营业收入主要来源于泰兴项目、镇江项目和南通项目。镇江、泰兴项目住宅销售收入贡献较大，但销售单价较低，公司当年房地产业务收入大幅下滑。其中，镇江项目受当地政府限价政策影响，开盘价格不及预期；泰兴项目实际售价未能覆盖成本造成毛利亏损。2017 年，公司房地产业务毛利率较上年进一步下降 17.45 个百分点至 10.39%。

图表 17. 凤凰股份主要房地产项目收入及毛利情况（单位：亿元，%）

项目名称	类型	位置	2016 年度			2017 年度		
			收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
南通项目	住宅、办公	南通	0.95	5.24	9.29	2.13	16.07	3.71
盐城项目	住宅、商办	盐城	4.04	22.40	8.54	1.26	9.53	15.21
合肥项目	住宅、办公	合肥	4.82	26.70	39.91	1.07	8.05	39.90
镇江项目	住宅、商办	镇江	--	--	--	2.60	19.63	10.16
泰兴项目	住宅、商业	泰兴	--	--	--	5.27	39.69	-6.48
其他零星项目	--	--	0.10	0.57	77.14	0.93	7.03	81.24

资料来源：根据凤凰出版集团提供的数据整理

土地储备方面，2017 年 10 月，因整体建设规划需要，该公司原储备地块南京新街口铁管巷 A、C 地块土地使用权已被南京市国土资源局秦淮分局收回，2018 年 1 月已由南京人民政府挂牌上市出让。该地块补偿总金额为 23.22 亿元，入账价值为 11.82 亿元，经公司财务初步估算，上述补偿金额可为合并报表贡献净利润 4.80 亿元。公司目前暂无具体的拿地计划，土地储备严重不足，对公司业务可持续性造成不利影响。

其他业务

该公司印刷业务主要由江苏凤凰新华印务有限公司、江苏凤凰印务有限公司和江苏凤凰数码印务有限公司负责。公司销售客户除集团内部客户外，还主要包括《求是》杂志社、北京教育科学出版社、扬州欣欣食品有限公司、扬州市地方税务局、人民交通出版社等。印刷总印数主要由出版社与发行方根据市场情况协商确定。2017 年公司印刷业务实现收入 4.56 亿元，较上年大幅增长。

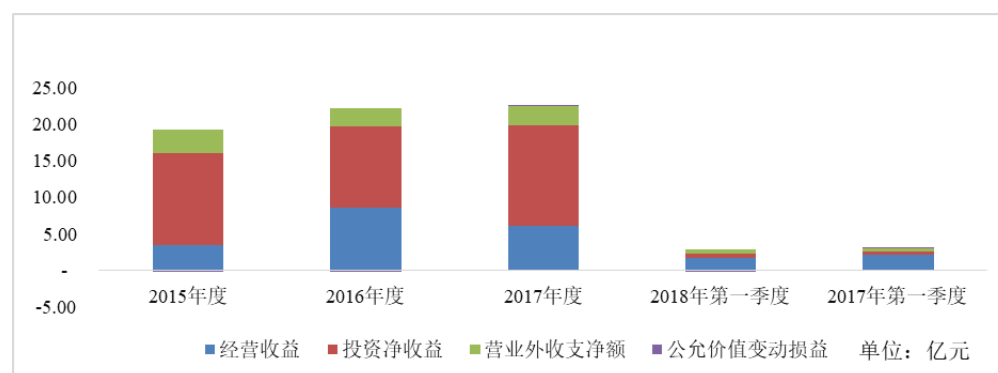
该公司酒店管理板块经营主体为江苏凤凰台饭店有限公司、北京苏源大厦

有限公司及江苏凤凰京华大酒店。公司对所属酒店实行自营管理。2017 年，公司酒店房间数量为 730 间，平均入住率为 77.36%。尽管房间数量较上年有所减少，但由于酒店入住率大幅提升，公司酒店经营实现收入 1.16 亿元，较上年增长 15.50%。

该公司通过成立凤凰传奇影业有限公司（简称“凤凰传奇影业”）、译林影视文化传媒公司（简称“译林影视”）及北京凤凰联动影视文化传播有限公司进入影视传媒领域。2017 年，凤凰传奇影业参投的电视剧《人民的名义》在湖南卫视播出，《你的传奇之危机四伏》在贵州卫视、河南卫视同步播出；电视剧《哥不是传说》在北京开机；参投的电影《无问西东》、《血战钢锯岭》上映，《藏地白皮书》启动筹备工作，《撒哈拉》完成西班牙和北非看景，网络电影《拳语者》杀青。译林影视联合出品的电视剧《小妖的金色城堡》、《秘果》上线播出，电影《沙漏》数易剧本即将投拍。2017 年，公司实现电视剧销售收入 0.94 亿元。

（2）盈利能力

图表 18. 公司盈利来源结构



资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

注：2017 年 5 月 10 日，财政部公布了修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，企业日常活动有关的政府补助，从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目，本文中列示的 2017 年度和 2018 年第一季度“营业外收入”系将其他收益纳入核算。

该公司盈利来源于经营与投资产生的收益。2017 年，公司实现经营收益 6.14 亿元，较上年度减少 2.45 亿元，主要是资产减值损失较上年增加以及毛利有所减少。投资净收益和营业外净收入是公司净利润的重要补充，其中，投资收益主要来自于对江苏银行股份有限公司、苏银金融租赁股份有限公司等股权投资和持有的股票、基金、债券、银行理财、信托产品等金融资产；营业外收入主要是政府补助。公司公允价值变动损益金额较小。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	153.73	166.48	175.45	36.56	40.09
毛利（亿元）	46.37	51.56	50.33	10.12	11.24
其中：出版发行业务（亿元）	30.41	33.40	34.61	6.87	6.21
物资供应业务（亿元）	0.91	1.40	1.90	-1.84	-1.10
房地产业务（亿元）	2.53	7.50	1.90	0.18	0.59
毛利率（%）	30.16	30.97	28.69	27.69	28.04
其中：出版发行业务（%）	35.63	36.74	35.81	40.70	32.56
物资供应业务（%）	2.62	4.89	5.72	-23.26	-11.49
房地产业务（%）	38.64	45.79	14.31	5.47	32.07
期间费用率（%）	23.94	22.96	21.59	20.10	20.70
其中：财务费用率（%）	2.67	2.05	0.83	-0.70	1.58
全年利息支出总额（亿元）	5.80	4.47	3.59	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.21	0.26	0.10	-	-

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

2017 年，该公司实现营业收入 175.45 亿元，较上年度增长 5.39%，其中出版发行业务实现营业收入 96.65 亿元，较上年度增长 6.34%，房地产业务实现营业收入 13.26 亿元，较上年度下降 19.00%。2017 年，公司毛利为 50.33 亿元，较上年度有所减少，主要由于当年房地产业务毛利大幅下降。具体到细分业务，2017 年出版发行业务实现毛利 34.61 亿元，较上年度略有增长，同期毛利率为 35.81%，较上年度略有下降；公司房地产业务实现毛利 1.90 亿元，较上年度大幅减少，毛利率 14.31%，较上年度大幅降低，主要由于当年结转的镇江、泰兴项目毛利率低；公司物资供应业务收入规模较大，但毛利率较低，对公司毛利的贡献有限。

该公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成，2017 年分别占比 49.76% 和 46.38%。2017 年公司管理费用为 18.85 亿元，较上年度略有增长，主要是包含管理人员职工薪酬、租赁费、办公费。同期销售费用 17.57 亿元，较上年度增长 6.86%，主要包含销售人员职工薪酬、运输费、宣传推广费。当年度公司财务费用为 1.46 亿元，较上年下降 57.34%。2017 年，公司期间费用率为 21.59%，仍然较高，期间费用对经营收益仍有一定吞噬。

图表 20. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益	12.64	11.02	13.69	0.69	0.47
其中：权益法核算的长期股权投资收益	8.17	8.03	9.36	-	-
理财产品取得的投资收益	0.74	0.79	1.98	0.41	0.52
营业外收入	3.56	2.86	3.17	0.61	0.39
其中：政府补助	2.24	2.04	2.99	-	-

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

近年来，该公司投资收益规模较大，对净利润形成一定补充。2017 年，公司实现投资净收益 13.69 亿元，较上年度增长 24.23%，主要由于权益法核算的长期股权投资收益、可供出售金融资产持有和处置收益以及理财产品取得的投资收益增长。2017 年，公司实现营业外收入 3.17 亿元，包含其他收益 2.81 亿元，主要为能获得的财政拨款和税收返还等政府补助。其他收益还包含部分递延收益转入。

(3) 运营规划/经营战略

该公司在“十三五”期间的战略定位是努力成为主业竞争力突出、文化影响力强、多元结构优化、成长潜力巨大的骨干文化企业集团，成为全国文化产业重要的战略投资者、国际知名大型跨国出版传媒集团。

2018 年，该公司将继续发展新闻出版主业，加强内容建设，继续落实凤凰版课标教材的编写、修订、送审工作，打造适应新形势的教育出版品牌。公司将加强业态创新，继续推进实体书店转型升级，科学布局文化 MALL 建设运营，加大社区书店、校园书店、特色书店等小微网点的建设力度。在智慧教育方面，公司将继续建好全省语音学习网络平台，推进数字教材服务平台建设，力争年内上线。公司将利用数字化技术手段，提升纸质教材教辅的附加值与竞争力，并加强新型数字化网络课程的研发，积极寻找新机遇。在多元产业发展方面，公司 2018 年重点在文化金融板块布局，以财务公司为平台，发展与主业关联的自主金融业务。对于地产业务要强管理，去库存，适当储备土地，积极寻找新的发展方向；影视板块要借助合作方的资源和平台，进一步做大做强。

管理

该公司是江苏省人民政府设立的独资公司，产权结构明晰。公司实行董事会领导下的总经理负责制。2018 年 4 月，公司监事会成立，公司治理结构逐步完善。

该公司是江苏省人民政府出资设立的国有独资公司，股权结构清晰且自设立以来无变动。公司产权状况详见附录一。

根据章程规定，董事会为该公司最高决策机构，决定公司的有关重大事项。公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司设总经理 1 名，按照董事会的统一决策，全面负责公司的日常工作。公司总部的部分高管兼任主要下属子公司的董事长或总经理，对子公司的管控力度较强，有助于集团战略的贯彻落实。跟踪期内，公司原董事、副总经理叶建成因退休离任，新任董事、副总经理为单翔。本次人事变动系公司按照相关程序进行的人员变更安排，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生影响。此外，2018 年 4 月，公司监事会成立，由主管单位委派的部分监事已经开始开展相关工作，且公司职工监事推选工作也已完成，公司治理结构逐步完善。

该公司与关联方之间在汽贸、仓储物流、货物销售等业务方面存在关联交易，但金额较小。此外，公司的关联交易还包括资金拆借，截至 2017 年末，公司向北京凤凰联动文化传媒有限公司拆出资金余额为 8,000 万元。公司与关联企业之间资金往来包括因关联购销交易形成的应收款项，和计入其他应收应付款的关联款。截至 2017 年末，公司应收关联方款项共 1.14 亿元，应付关联方款项 14.04 万元，对公司业务开展影响小。

跟踪期内，根据该公司 2018 年 6 月 4 日的《企业信用报告》，公司本部无信贷违约情况发生。截至 2018 年 5 月末，公司合并范围内各主体所发行债券的本息兑付情况正常。

财务

该公司资本实力较强，财务杠杆处于较低水平，公司刚性债务集中在长期，且公司现金回笼能力总体较强，资产流动性好，货币资金和可变现资产充裕，总体偿债能力极强。

1. 数据与调整

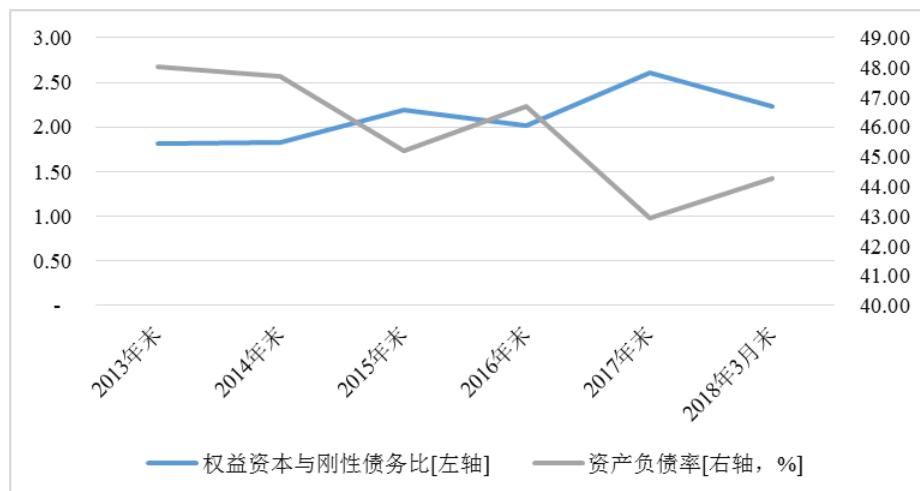
江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。跟踪期内，公司针对 2017 年施行的《企业会计准则第 16 号—政府补助》、《企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》的相关规定进行了会计政策变更。

跟踪期内，该公司将无锡凤凰文化交流中心有限公司、江苏现代快报传媒有限公司、江苏省文化产业集团有限公司等公司新纳入合并范围，南京字里行间文化发展有限公司等公司不再纳入合并范围。2017 年度公司纳入合并财务报表决算的单位总计 231 家，其中一级合并单位 28 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势

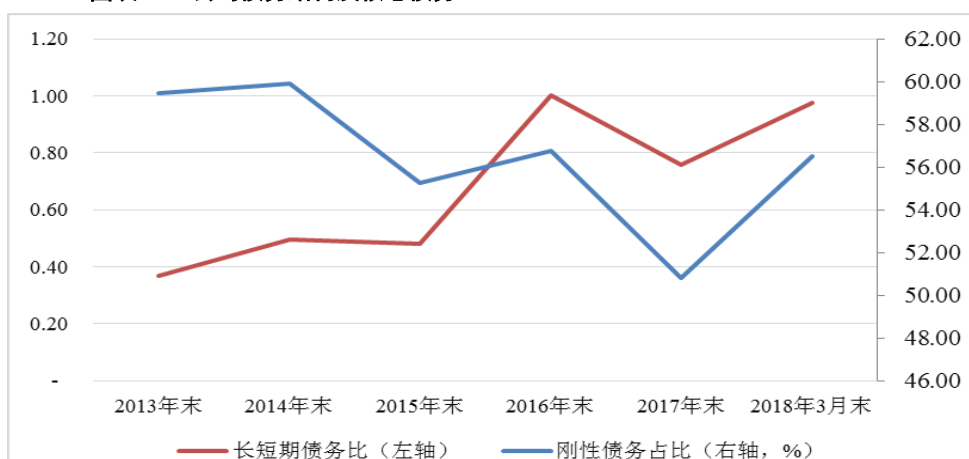


资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据绘制。

2015-2017 年末，该公司资产负债率分别为 45.20%、46.68%和 42.94%，公司负债经营程度保持在较低水平。2017 年末，公司负债总额为 211.84 亿元，较上年末减少 6.75%。2017 年末，公司所有者权益合计 281.47 亿元，较上年末增长 8.46%，结构基本保持稳定，资本实力仍然较强。近三年，公司权益资本与刚性债务比均保持在 2.0 以上，权益资本对刚性债务的覆盖情况较好。2018 年 3 月末，公司资产负债率为 44.29%，较上年末略有增长。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	108.33	117.46	103.82	128.95	107.66	127.45
应付账款 (亿元)	26.93	34.77	34.75	40.81	46.05	97.36

核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
预收账款（亿元）	14.53	12.09	18.59	21.21	21.18	21.34
其他应付款（亿元）	11.06	11.00	13.22	16.82	17.56	17.57
刚性债务占比（%）	59.46	59.90	55.27	56.76	50.82	56.50
应付账款占比（%）	14.98	17.73	18.50	17.96	21.74	43.16
预收账款占比（%）	8.08	6.16	9.89	9.34	10.00	9.46
其他应付款占比（%）	6.15	5.61	7.04	7.40	8.29	7.79

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据绘制。

从债务构成来看，近三年该公司债务主要集中在刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款。2017 年末，公司刚性债务为 107.66 亿元，较上年减少 16.51%。当年末，公司应付账款为 46.05 亿元，在负债总额中占比 21.74%；预收账款为 21.18 亿元，在负债总额中占比 10.00%。公司应付账款主要为图书出版业务应付采购、劳务款项和房地产开发业务工程材料款等，具有一定的支付弹性；预收账款主要为预收货款和预收房款。2017 年末，公司其他应付款为 17.56 亿元，在负债总额中占比 8.29%，主要是单位往来款、股权转让款以及各项保证金。随 20 亿中期票据一年内将到期由非流动负债转至流动负债，当年末公司长短期债务比为 75.92%，较上年末有所下降。

（3）刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	73.83	68.46	56.68	29.24	30.10	29.86
其中：短期借款	12.21	8.59	6.10	1.87	2.74	2.60
一年内到期的长期借款	5.00	11.10	7.73	1.69	0.02	0.01
应付短期融资券	-	-	-	8.00	-	-
应付票据	5.20	6.67	8.47	5.78	5.72	6.18
其他短期刚性债务	51.41	42.09	34.36	11.90	21.62	21.07
中长期刚性债务合计	34.51	49.01	47.14	99.71	77.56	97.59
其中：长期借款	14.51	11.58	9.70	2.42	0.22	0.23
应付债券	20.00	37.43	37.44	97.29	77.35	97.36

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

从刚性债务的期限结构来看，2016 年末以前，公司短期刚性债务占比较高。2016 年随着应付债券的增加，当年末中长期刚性债务大幅上涨。2017 年末，公司应付债券中有 20 亿中期票据将于一年内到期转为短期刚性负债，中长期刚性债务较上年末有所减少，但公司刚性债务仍以中长期为主。2017 年末，公司短期刚性债务 30.10 亿元，其中一年内到期的非流动负债 20.02 亿元；中长期刚性债务 77.56 亿元，其中应付债券 77.35 亿元。目前，公司刚性债务主要来自债券融资。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	339.29	302.19	333.22	305.76	258.62
营业收入现金率（%）	106.09	93.22	100.40	105.60	102.28
业务现金收支净额（亿元）	14.64	22.25	24.06	33.05	29.39
其他因素现金收支净额（亿元）	-11.24	-9.91	-7.96	-11.85	-10.05
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	3.40	12.34	16.10	21.20	19.35
EBITDA（亿元）	26.70	32.08	29.22	31.44	31.73
EBITDA/刚性债务（倍）	0.25	0.28	0.26	0.27	0.27
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.83	5.26	5.03	7.03	8.84

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2015-2017 年，该公司营业周期分别为 333.22 天、305.76 天和 258.62 天。公司营业周期较长主要由于子公司凤凰股份主要从事房地产业务，办公及商业部分库存规模较大，去化缓慢，存货周转天数较长。公司现金回笼能力较强，近三年营业收入现金率分别为 100.40%、105.60%和 102.28%。同期公司经营性现金净流量分别为 16.10 亿元、21.20 亿元和 19.35 亿元。2017 年，公司出版发行业务和物资供应业务经营性现金回款情况较好，房地产业务回款有所减缓，公司经营性现金净流量较上年减少 1.85 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2015-2017 年分别为 29.22 亿元、31.44 亿元和 31.73 亿元。近三年公司 EBITDA 对利息支出及刚性债务的覆盖程度均处于较好水平。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-31.24	-3.82	12.96	-31.81	46.81	-44.48
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-15.73	-5.86	-8.48	-6.55	-6.57	-1.27
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.48	1.64	0.42	0.59	0.19	-0.20
投资环节产生的现金流量净额	-47.45	-8.04	4.90	-37.78	40.42	-45.95

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

该公司投资活动现金主要用于股权投资与信托、理财产品等方面投资。

2015-2017 年，公司投资环节产生的现金流量净额分别为 4.90 亿元、-37.78 亿元和 40.42 亿元。其中，2016 年因公司参与各类股权投资、银行理财产品投资等力度较大，投资活动现金净流出量呈较大规模。2017 年公司收回投资金额较大，投资环节产生的现金流量净额由负转正。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
权益类净融资额	-1.41	-1.94	-0.49	11.91	-2.76
其中：分配股利、利润支付的现金	1.70	2.71	3.44	0.99	2.89
债务类净融资额	27.69	0.92	-19.70	22.96	-24.59
其中：现金利息支出	3.91	6.10	5.80	4.47	3.59
筹资环节产生的现金流量净额	26.28	-1.02	-20.19	34.87	-27.35

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

2015-2017 年，该公司筹资环节产生的现金流量金额分别为-20.19 亿元、34.87 亿元和-27.35 亿元，变动主要由债务类融资净额变化引起。其中，2016 年公司及其下属子公司发行债券筹集资金规模较大，筹资环节现金呈现大规模净流入。2017 年，公司无新发行债券，部分债券到期偿还，筹资环节产生的现金变为净流出。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	196.03	226.47	223.68	266.90	270.39	285.73
	52.35	55.12	53.82	54.84	54.81	56.10
其中：货币资金（亿元）	63.55	67.22	68.04	87.08	121.19	89.95
应收账款（亿元）	9.53	14.74	15.67	13.61	14.49	18.26
存货（亿元）	73.87	87.46	87.33	84.99	72.28	68.34
其他流动资产（亿元）	0.02	13.01	20.43	58.08	29.02	75.59
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	178.45	184.42	191.94	219.81	222.93	223.58
	47.65	44.88	46.18	45.16	45.19	43.90
其中：可供出售金融资产（亿元）	0.82	22.58	23.26	26.93	19.81	19.72
长期股权投资（亿元）	59.61	53.01	62.47	74.81	83.88	85.24
投资性房地产（亿元）	8.79	10.67	13.28	17.17	18.83	18.70
固定资产（亿元）	38.48	42.20	43.81	48.25	51.32	50.79
无形资产（亿元）	10.80	13.77	14.32	14.07	15.80	15.51
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	-	25.10	20.65	13.74	-
受限资产账面余额/总资产（%）	-	-	6.04	4.24	2.79	-

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

近年来，该公司资产规模持续增长。2015-2017 年末，公司资产总额分别为 415.62 亿元、486.71 亿元和 493.32 亿元。资产结构方面，公司流动资产和

非流动资产规模大体相当，2017 年末流动资产占资产总额比重为 54.81%。当年末流动资产主要由货币资金、应收账款、存货、其他流动资产及持有待售资产等构成，2017 年末账面价值分别为 121.19 亿元、14.49 亿元、72.28 亿元、29.02 亿元和 15.26 亿元，占流动资产余额的比重分别为 44.82%、5.36%、26.73%、10.73%和 5.64%。当年末货币资金较上年末增长 39.17%，主要是投资活动现金净流入金额较大。公司当年末受限货币资金为 2.91 亿元，占比较小，充裕的货币资金能够为债务偿付提供支持。公司存货主要为房地产开发成本、开发产品及公司库存图书商品等，2017 年末存货较上年末减少 14.95%，主要由于公司房地产项目销售而当年末无新增土地储备。公司其他流动资产主要是购买的银行理财产品，资金安全性较有保障。当年末，公司其他流动资产 29.02 亿元，其中银行理财产品 26.83 亿元。2017 年末新增持有待售资产，主要为新街口铁管巷 A、C 地块被南京市人民政府回收，公司暂时在该科目反映。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产构成。2017 年末，以上资产余额分别为 19.81 亿元、83.88 亿元、18.83 亿元、51.32 亿元和 15.80 亿元，分别占非流动资产的 8.89%、37.63%、8.45%、23.02%和 7.09%。其中可供出售金融资产主要为公司对南京证券股份有限公司及江苏省文化投资管理集团有限公司等股权投资，2017 年末余额较上年末减少 7.12 亿元，主要是公司减少对江苏新兴产业投资基金和利安人寿保险股份有限公司的股权投资。公司所持可供出售金融资产余额较大，该资产变现能力较强，可为公司债务偿还提供支持。长期股权投资主要为公司持有的江苏银行股份有限公司、苏银金融租赁股份有限公司等股权，2017 年末余额较上年末增长 12.12%，主要是确认被投资企业投资收益增加所致。公司投资性房地产主要由房屋、建筑物及土地使用权构成，固定资产主要为书城（店）和酒店等房屋及建筑物、机器设备等，无形资产主要为土地使用权。总体而言，公司资产质量较好，资产流动性强，现金规模相对较大。

截至 2017 年末，该公司受限制资产账面价值为 13.74 亿元，其中受限货币资金 2.91 亿元，主要为保函保证金、银票保证金、质量保证金，存放中央银行法定存款准备金。受限的长期股权投资 9.34 亿元，系 2016 年发行可交换债券担保质押 68,000 万股凤凰传媒股票。受限的固定资产 1.08 亿元，系为取得借款抵押的固定资产。同期末公司受限资产占总资产比重为 2.79%，对资产流动性影响很小。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率（%）	149.30	172.74	176.35	235.35	224.50	250.19

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
速动比率 (%)	87.40	101.70	101.83	153.75	158.33	182.23
现金比率 (%)	68.88	54.35	57.28	81.16	102.90	79.29

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

2017 年末，该公司流动比率、速动比率、现金比率分别为 224.50%、158.33%和 102.90%，资产流动性强。其中，现金比率较上年提升 21.74 个百分点，主要由于公司 2017 年末货币资金较上年末增幅较大。

6. 表外事项

跟踪期内，该公司无重大表外事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

2017 年末，该公司本部负债总额为 79.22 亿元，资产负债率为 34.17%，负债水平较低。同期末资产总额为 231.83 亿元，其中流动资产为 40.74 亿元，主要由货币资金 17.84 亿元、其他应收款 13.19 亿元等构成。其中，其他应收款主要是集团内划款。非流动资产主要包括长期股权投资 160.33 亿元、投资性房地产 13.13 亿元、可供出售金融资产 10.99 亿元。当年末，本部刚性债务余额为 70.79 亿元，其中应付债券为 50 亿元，一年内到期的非流动负债为 20 亿元。当年，母公司实现营业收入 0.95 亿元，投资收益 14.84 亿元，净利润为 12.29 亿元，净利润对投资收益的依赖性较强。2017 年，母公司经营活动产生的现金流量净额为 5.59 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 29.98 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-20.95 亿元。

外部支持因素

该公司与多家银行建立了合作关系。截至 2017 年末，公司合并口径在各家商业银行取得的综合授信额度总额为 208.80 亿元，其中已使用的银行授信额度为 2.98 亿元，尚未使用的银行授信额度为 205.82 亿元。目前，公司负债以发行债券为主，公司存在大量信贷额度尚未使用，再融资能力较强。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用 综合额度	贷款规模	剩余 综合额度
全部 (亿元)	208.80	2.98	2.98	205.82
其中：工农中建交五大商业银行 (亿元)	81.80	2.42	2.42	79.38
其中：大型国有金融机构占比 (%)	39.18	81.21	81.21	38.57

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理（截至 2017 年 12 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 16 凤凰 EB：可交换

本次债券是可交换为凤凰出版集团所持凤凰传媒 A 股股票的可交换公司债券。债券附换股价格向下修正条款、赎回条款和回售条款。凤凰传媒 A 股股票价格波动或将对本次债券收益情况产生一定影响。

2. 16 凤凰 EB：增信机制

跟踪期内，该公司 2016 年可交换公司债券的增信机制未发生变更。公司将持有的 68,000 万股凤凰传媒 A 股股票质押给债券受托管理人，根据 2017 年 12 月 29 日凤凰传媒收盘价 8.11 元计算，上述股票市值为 551,480 万元，与 16 凤凰 EB 债券余额的比例为 110.30%。

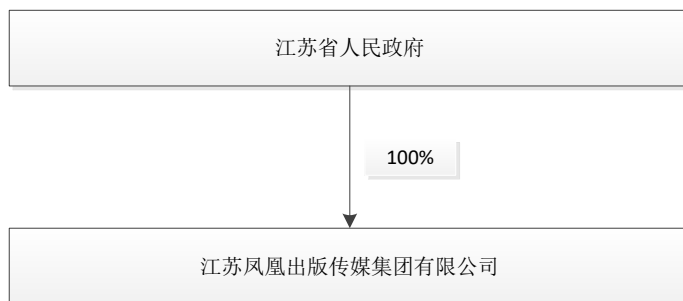
跟踪评级结论

该公司是江苏省人民政府设立的独资公司，产权结构明晰。公司实行董事会领导下的总经理负责制。2018 年 4 月，公司监事会成立，公司治理结构逐步完善。公司为国内出版发行行业龙头企业，公司主业突出，且出版发行、物资贸易、印刷等主业相互之间能产生一定的协同效应。公司在江苏省中小学教材出版、印刷、发行领域内拥有较高占有率，在海南省发行市场亦占据较显著地位。近年数字出版和网络零售的发展对公司传统出版发行业务虽有一定冲击，但目前影响尚有限。另外，公司房地产业务投资规模大，房地产销售情况易受房地产市场调整影响，且公司房地产项目布局以三四线城市为主，公司库存中办公及商业物业去化压力较大。公司资本实力较强，财务杠杆处于较低水平，公司刚性债务集中在长期，且公司现金回笼能力总体较强，资产流动性好，货币资金和可变现资产充裕，总体偿债能力极强。

同时，我们仍将持续关注：（1）江苏省中小学生人数变化对该公司教材教辅出版发行业务带来的影响；（2）新兴媒体的普及对传统出版发行模式造成的冲击；（3）宏观经济增速放缓及房地产政策变化对江苏省房地产市场的影响；（4）未来公司主业现金回笼情况；（5）公司金融产品投资情况。

附录一：

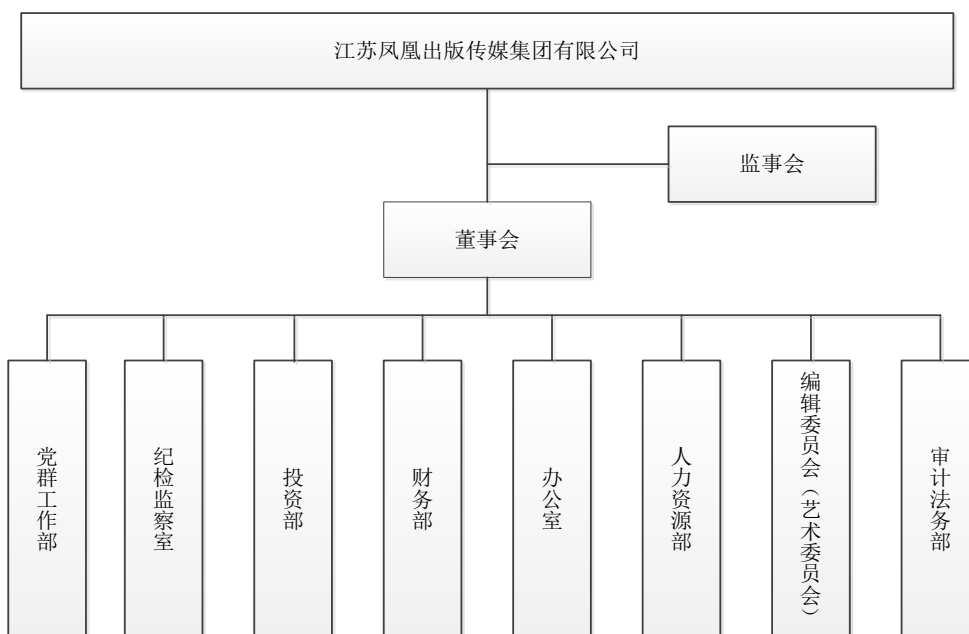
公司与实际控制人关系图



注：根据凤凰出版集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据凤凰出版集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）				
					刚性债务余额 （亿元）	所有者权益 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营环节现金净 流入量 （亿元）
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	凤凰出版集团	本级	—		70.79	152.61	0.95	12.29	5.59
江苏凤凰出版传媒股份有限公司	凤凰传媒	核心子公司	72.80	图书发行、出版发行、印刷、贸易、教育培训、投资管理等	2.52	131.13	110.50	12.11	18.17
江苏凤凰置业投资股份有限公司	凤凰股份	核心子公司	52.44	房地产投资，实业投资，房屋租赁，物业管理	30.18	33.66	13.43	-1.57	2.09
江苏凤凰文化贸易集团有限公司	文贸集团	核心子公司	100.00	纸张销售、木浆销售、设备器材销售、汽车销售、LED产品销售	17.77	8.50	46.25	0.63	0.65

注：根据凤凰出版集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第 1 季度
资产总额 [亿元]	415.62	486.71	493.32	509.31
货币资金 [亿元]	68.04	87.08	121.19	89.95
刚性债务[亿元]	103.82	128.95	107.66	127.45
所有者权益 [亿元]	227.77	259.53	281.47	283.73
营业收入[亿元]	153.73	166.48	175.45	36.56
净利润 [亿元]	18.41	20.66	21.22	2.69
EBITDA[亿元]	29.22	31.44	31.73	—
经营性现金净流入量[亿元]	16.10	21.20	19.35	-3.08
投资性现金净流入量[亿元]	4.90	-37.78	40.42	-45.95
资产负债率[%]	45.20	46.68	42.94	44.29
权益资本与刚性债务比率[%]	219.39	201.26	261.44	222.63
流动比率[%]	176.35	235.35	224.50	250.19
现金比率[%]	57.28	81.16	102.94	79.29
利息保障倍数[倍]	4.26	5.86	7.29	—
担保比率[%]	6.48	2.02	—	—
营业周期[天]	333.22	305.76	258.62	—
毛利率[%]	30.16	30.97	28.69	27.69
营业利润率[%]	10.41	11.73	13.05	7.88
总资产报酬率[%]	5.98	5.81	5.34	—
净资产收益率[%]	8.32	8.48	7.84	—
净资产收益率*[%]	9.00	8.98	8.86	—
营业收入现金率[%]	100.40	105.60	102.28	98.25
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.49	17.65	16.55	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	10.94	-7.99	27.23	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.03	7.03	8.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.26	0.27	0.27	—

注：表中数据依据凤凰出版集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第 1 季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
流动比率(%)=期末流动资产合计/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%
利息保障倍数(倍)=(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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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%
净资产收益率* (%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/ [(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 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+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

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	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

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、评级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。

本评级机构与评级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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《文化传媒行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。