



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪530号

安徽新华发行（集团）控股有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“安徽新华发行（集团）控股有限公司2016年面向合格投资者公开发行可交换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持债项信用等级为AA⁺。

特此通告

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月十九日

安徽新华发行（集团）控股有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行可交换公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	安徽新华发行（集团）控股有限公司		
发行规模	人民币 25 亿元		
债券余额	人民币 25 亿元		
债券代码	132006.SH		
债券简称	16 皖新 EB		
存续期限	2016/6/23~2021/6/23		
上次评级时间	2018/6/15		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

安徽新华	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	106.69	122.66	129.31
总资产（亿元）	264.39	303.51	343.95
总债务（亿元）	74.46	82.01	88.01
营业总收入（亿元）	266.95	318.98	217.56
营业毛利率（%）	8.02	7.48	11.28
EBITDA（亿元）	16.57	15.72	13.89
所有者权益收益率（%）	10.90	9.44	7.68
资产负债率（%）	59.65	59.59	62.40
总债务/EBITDA（X）	4.49	5.22	6.34
EBITDA 利息倍数（X）	6.05	13.24	9.84

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、本报告 EBITDA 及其相关指标与公司债券年报披露数据略有差异，主要系计算口径不同。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

王璐 lwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 19 日

基本观点

2018 年，安徽新华发行（集团）控股有限公司（以下简称“安徽新华”或“公司”）发行市场占有率较高，下游渠道优势依然突出，教材发行、一般图书与音像制品发行等主营业务发展良好，整体保持很强的业务竞争实力及偿债能力。同时中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司教材销售总发行权存在不确定性、房地产项目面临资金压力和去库存压力以及标的股票价格波动等因素可能对公司及本次债券整体信用状况产生的影响。

综上，中诚信证评维持安徽新华主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定；维持“安徽新华发行（集团）控股有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行可交换公司债券”信用等级为 AA⁺，该级别同时也考虑到公司将其持有并用于交换的 3.10 亿股安徽新华传媒股份有限公司（以下简称“皖新传媒”）A 股股票及其法定孳息作为担保及信托财产对本次债券所起的保障作用。

正面

- 下游渠道优势突出。发行业务下游渠道方面，公司已经建立了遍布安徽省 16 个地级市及其县、镇（乡）三级分销网络体系，在安徽、江苏、上海、北京等地拥有 617 个发行网点（含批发网点），其中自有物业网点 445 个，租赁物业网点 152 个，联营物业网点 20 个。
- 市场占有率较高，发行主业收入稳定。2018 年公司在安徽省中小学教材市场占有率 100%，一般图书与音像制品市场占有率约 60%。2018 年公司实现教材发行业务收入 13.95 亿元、一般图书与音像制品发行业务收入 29.06 亿元，分别同比减少 0.23% 和增加 1.19%，主业收入较为稳定。
- 新业务发展态势良好。近年公司积极发展新业务，拓展收入来源，2018 年公司教育装备及多



媒体业务收入 12.51 亿元，供应链及物流服务业务收入 15.81 亿元，分别同比增长 9.82% 和 156.74%。

关 注

- 教材销售总发行权不确定性风险。随着我国中小学教材出版发行领域市场化改革的推进，进入该领域的市场主体日益增多，竞争日益加剧，且教材销售总发行权通过招投标方式取得，一旦公司在未来教材发行投标过程中落标，将失去重要的收入和利润来源，使公司面临较大的经营风险。
- 房地产项目投资规模较大，未来面临一定资金压力。截至 2018 年末，公司房地产自营项目总投资额为 324.21 亿元，已投资额 209.71 亿元，还需投资 114.50 亿元，公司未来面临一定规模的资金支出压力。此外，公司房地产业务分布在安徽省下属县市，在国家现行房地产严控政策下，公司房地产业务或面临一定去库存压力。
- 标的股票价格波动风险。若未来用于交换的股票价格走势低迷，可能导致债券价值波动，从而影响投资者收益及换股情况；如本次债券到期未能实现换股，公司必须对未换股的可交换公司债偿还本息，将会相应增加公司的财务费用负担和资金压力，从而使公司面临本息集中兑付风险。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业分析

2018年我国出版印刷行业景气度较好，图书销售市场总规模持续增长，其中线上渠道贡献度进一步提升，同时图书动销¹品种增速有所放缓，出版商对于出版效率的重视程度持续提升

随着近年中国出版产业的资本结构和市场结构调整以及出版行业供给侧结构性改革的持续推进，出版产业规模和效益均实现稳步提升，图书作为主流媒体传播力持续彰显。2018年我国图书销售市场的码洋总规模为894亿元，同比增长14.55%，当年图书市场的规模增速虽较2017年高点有所回调，但仍延续了2015年开始图书销售市场两位数的增长趋势。此外，以上统计码洋不包括出版系统发行的教材教辅类图书，若加上系统发行市场规模，预计我国图书市场整体规模在2,000亿元左右。

图 1：2010~2018 年我国图书市场销售情况



资料来源：开卷信息，中诚信证评整理

从出版产品的销售渠道来看，2018年线上渠道的码洋规模已达573亿元，较上年增加24.80%，同期线下渠道的码洋规模为321亿元，同比下滑6.70%，2016年和2017年同比分别下滑2.3%和增长2.4%，线下渠道自2016年后再次出现负增长。

2018年我国图书动销品种总数达194万种，较上年增加2.45%，增幅较上年下降5.74个百分点，当年动销品种增速的下滑，体现出出版商对出版效率

¹ 广义动销书是指在一个时间段产生销售的品种，狭义动销书不包括畅销书、常销书、而专指产生销售但销售数量小于常销书的那部分品种，在规模较大的卖场，大约是一年销售10册或者20册（具体数量以卖场规模而论）以下的品种，动销书主要满足书店品种的丰富性。

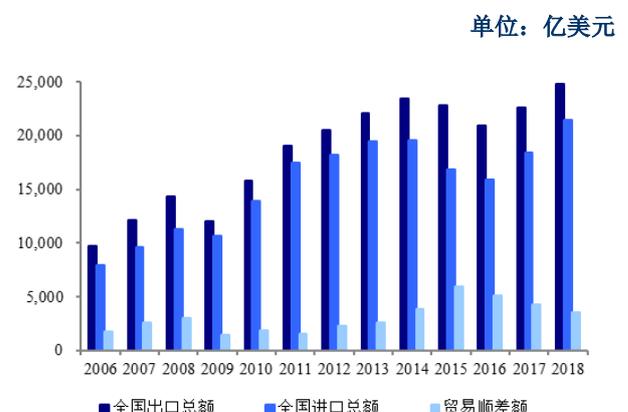
的重视程度不断增加，提高了优质出版产品的供给。从新书品种数量来看，2001年左右图书市场的新书品种保持在8万种左右，其后每年出版的新书品种数量都在不断增长，2012年新书品种达到20.4万种，2012年新书品种数达到顶峰之后，过去几年仍然保持了每年约20万种的新书出版数量。2018全年的新书品种仍然达到20.3万种。与新书的出版数量保持高位相比，新书出版效率呈现不断下降，2018年新书的码洋贡献率已跌至15%左右。

总体来看，2018年我国出版行业发展仍然较好，图书销售规模持续增加，线上销售贡献度持续增加。同时出版商对于出版物的产品质量有了更高的要求。

2018年以来，全球经济持续温和复苏，国内经济缓中回稳，对外贸易总体稳中有进，规模创历史新高；但外部环境突变，外贸出口不确定性有所加大

2018年，全球经济延续复苏态势，通胀总体温和，国际市场需求总体继续增长。得益于一系列促进外贸稳定增长的政策实施、扩大开放政策以及国内需求持续增长的共同作用下，2018年我国对外贸易总体稳中有进，外贸结构持续优化。2018年，我国进出口总额4.62万亿美元，同比增长12.6%，规模创历史新高，其中出口2.48万亿美元，同比增长9.9%；进口2.14万亿美元，同比增长15.8%。贸易顺差0.35亿美元，收窄16.2%。

图 2：2006~2018 年我国进出口总额和贸易顺差情况



资料来源：商务部，中诚信证评整理

在国内经济缓中回稳、外贸发展内生动力增强等因素推动下，中国外贸总体形势向好，但不确定

不稳定因素有所增多。从国内看，中国经济发展不平衡不充分问题仍然突出；从国际看，世界经济政治形势更加错综复杂，“逆全球化”和贸易保护主义势力抬头，主要经济体宏观经济政策调整溢出效应凸显，地缘政治风险此起彼伏，世界经济复苏基础并不稳固。近期中美贸易谈判突生变数，美国将在2019年5月10日起，对来自中国总值2千亿美元的商品，加征关税，由10%提高至25%，同时或对余下3,250亿美元尚未征收惩罚性关税的中国货品，短期内加征25%关税。中美贸易摩擦进一步加剧，再度加大了我国出口的不确定性。此外，人民币汇率双边波动加大，劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长空间受到一定抑制。同时发达经济体引导产业回归，并更加重视扩大出口，东盟等新兴市场和发展中国家利用低成本优势加快发展外向型产业，致使我国订单向外转移的趋势明显，中国在国际市场竞争中压力加大。

另一方面，外部环境的变化，虽使我国经济面临一定的下行压力，但我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期，中国经济长期向好、稳中求进的态势并未发生根本性变化。随着我国国内经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；落实稳外贸政策，深入实施贸易强国行动计划，不断推进“五个优化”和“三个建设”，推动出口市场多元化，引导加工贸易转型升级、向中西部转移；优化进口结构，积极扩大进口，利用好中国进口博览会平台，促进外贸稳中提质。上述因素均对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量。

2018年以来，我国继续推进内贸流通体制改革，推动物流降本增效，我国国内贸易保持较快发展，结构持续优化

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。2018年，国内生产总值900,309亿元，同比增长6.6%；社会消费品零售总额380,987亿元，同比增长9.0%。

图3：2006~2018年我国GDP和社会消费品零售额规模及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，2018年5月，商务部发布《关于开展2018年流通领域现代供应链体系建设的通知》（财办建[2018]101号），提出利用规范采用财政补助、以奖代补、贷款贴息、购买服务等资金支持方式，通过强化物流基础设施建设，提高供应链标准化水平，加强信息化建设，提高供应链协同化水平以及提高供应链绿色化水平，来实现城市消费品社会零售总额同比增长高于全国平均水平，重点行业平均库存周转率同比提高10%以上，供应链综合成本（采购、库存、物流、交易成本）同比降低20%以上，订单服务满意度（及时交付率、客户测评满意率等）达到80%以上，重点供应商产品质量合格率达到92%以上，托盘、周转箱（筐）等物流单元标准化率达到80%以上，供应链重点用户系统数据对接畅通率达到80%以上，单元化物流占供应链物流比例同比提高10%以上的目标。

2017年12月，商务部等五部委联合制定了《城乡高效配送专项行动计划（2017-2020年）》（商流通函[2017]917号）（以下简称“专项计划”），计划到2020年，初步建立起高效集约、协同共享、融合开放、绿色环保的城乡高效配送体系。为进一步落实专项计划有关要求，2018年11月商务部会同有关部门制定了《关于印发〈城乡配送绩效评价指标体系〉的通知》（商办流通函[2018]389号）（以下简称“通知”），通过建立城市绩效评价和企业绩效评价为城乡配送体系提供检验标准，来落实城市主体责任并引导企业转型升级。2019年2月商务部等印发《商务部等五部门关于进一步落实

城乡高效配送专项行动有关工作的通知》（商流通函[2019]60号），进一步明确了首批30个城市的专项行动目标、任务和具体举措，提高专项行动的针对性、有效性，争取形成一批可复制可推广的典型经验。

总体上，2018年我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国内需的释放；同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略，有利于形成村镇化和城镇化均衡发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

业务运营

公司业务范围包括商品贸易、教材发行、一般图书与音像制品发行、房地产销售、教育装备及多媒体业务、供应链及物流业务、酒店业务、物业管理、广告及游戏业务、出版、设计服务等。为聚焦主业，公司主动大幅缩减部分商品贸易业务规模，并计划退出住宅及商业房地产开发业务，2018年公司营业总收入217.56亿元，同比下降31.79%。从收入结构看，2018年商品贸易、教材发行、一般图书与音像制品发行、房地产销售、教育装备及多媒体业务、供应链及物流业务分别实现收入110.95亿元、13.95亿元、29.06亿元、27.43亿元、12.51亿元和15.81亿元，同比变动如下表所示。

表1：2018年公司营业收入构成情况

业务分类	单位：亿元、%		
	收入	占比	收入同比
商品贸易	110.95	51.00	-48.78
教材发行	13.95	6.41	-0.23
一般图书与音像制品发行	29.06	13.36	1.19
房地产销售	27.43	12.61	-22.74
教育装备及多媒体业务	12.51	5.75	9.82
酒店业务	0.38	0.17	77.43
物业管理	0.22	0.10	663.38
广告及游戏业务	2.52	1.16	-4.50
出版、设计服务	0.71	0.33	-3.21
供应链及物流业务	15.81	7.27	156.74
其他业务	4.03	1.85	33.82
合计	217.56	100.00	-31.79

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年公司发行业务继续在区域市场保持了较高的市场占有率，教材教辅发行、一般图书与音像制品发行等主业发展稳定

公司主业为教材教辅、一般图书与音像制品的发行业务，经营主体为子公司皖新传媒。公司稳定的上下游供应体系为公司经营奠定了良好基础。目前公司与全国近千家图书、音像制品供应商保持着长期稳定的业务合作关系，其中安徽出版集团有限责任公司、安徽教育出版社、安徽少年儿童出版社、黄山书社、上海世纪出版股份有限公司等大型出版社是公司最主要的上游供应商。在下游渠道方面，公司已经建立了遍布安徽省16个地级市及其县、镇（乡）三级分销网络体系，在安徽、江苏、上海、北京等地拥有617个发行网点（含批发网点），其中自有物业网点445个，租赁物业网点152个，联营物业网点20个。

表2：截至2018年末公司营销网络布局

按物业性质	单位：个			合计
	市	县	县以下	
自有物业	72	133	240	445
租赁物业	113	38	1	152
联营物业	20	0	0	20
合计	205	171	241	617
按营业面积				合计
零售网点的营业面积在1,000平方米以上				69
零售网点的营业面积在500~1,000平方米				68
零售网点的营业面积在100~500平方米				304
零售网点的营业面积在100平方米以下				176

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司教材发行业务具有较强的季节性因素，每年春秋两季开学前，公司合理调配资源，统筹安排全省中小学教材的采购、仓储、调运、调剂等工作，确保“课前到书”。近年来，公司通过开拓地方教材、二类教材及职教教材的销售方式，克服了学生数量下降等因素，教材发行业务收入较为稳定。2018年，公司教材销售量1.49亿册，同比减少0.70%；销售收入13.95亿元，同比减少0.23%。

2002年以前，公司享有安徽省教材发行的独家经营权，随着我国中小学教材出版发行领域市场化改革的推进，2002年起，安徽省作为首批中小学教材发行招标试点改革地区，引入教材发行招标体

制。公司与安徽省教育厅签订了《安徽省2018年秋季至2021年春季义务教育阶段中小学教科书采购采购合同》，全省中小学教材全部品种的总发行权中标至2021年。公司凭借完善的发行网络体系、高效的物流保障能力以及良好的信誉等优势连续获得2002至2018年安徽省中小学教材全部品种的总发行权，目前公司在安徽省中小学教材发行市场的占有率达100%。同时，公司积极拓展教辅市场，通过紧密围绕教材、教辅的合作出版、地区代理开展业务以及打造自有教辅品牌等方式，积极提升教辅市场占有率，目前公司在安徽省中小学教辅发行市场的占有率为45%。

公司一般图书与音像制品发行业务主要为除教材教辅以外的图书和音像制品的发行和销售业务。随着安徽省经济的发展和人均收入的增长，居民的文化需求不断增加。此外，公司积极推动传统书店的转型升级，加强了对一般图书市场的拓展力度，近年来公司一般图书与音像制品的销售数量和收入逐年增加，2018年公司实现一般图书与音像制品销售量1.90亿册，同比增长8.03%；销售收入29.06亿元，同比增长1.19%。

近年来，公司为了提高市场占有率创造了具有自身特点的网点扩张模式，根据公司网点发展规划，在条件成熟的开发区、大学城、全日制中学新校区，加快了“社区店”和“校园店”建设。在农村，公司多形式地推进新华书店“便民店”建设，通过新建、租赁、加盟等方式，扩大网点覆盖；公司还在淘宝网设立了华仑淘宝网上书店，取得了良好的在线销售业绩；同时，公司利用优质资产资源，调整

卖场结构，实行“店中店”经营模式，引入数码、咖啡和文体用品等，进一步释放固有商业价值，公司先后打造了“前言后记”、“阅生活”、“布克乐园”和“读书会”等转型体验店项目，推动传统书店的转型升级，取得了良好效果，公司一般图书与音像制品发行业务在安徽省的市场占有率达60%。

总体来看，凭借在安徽省内出版发行领域的市场地位和省内突出的渠道优势，2018年公司在安徽省市场占有率保持在较高水平，教材教辅、一般图书与音像制品发行主业发展稳定。

为聚焦主业，2018年公司缩减商品贸易业务规模，该板块营业收入下降幅度较大

公司商品销售主要包括国内贸易、进出口贸易和转口贸易。2018年以来，为聚焦发行主业，控制经营风险，公司大幅缩减了与发行主业方向不一致、毛利率水平较低的商品贸易业务，2018年公司商品贸易业务实现收入110.95亿元，同比下滑48.78%。

从贸易品种来看，公司国内贸易以化工原料、煤炭等为主；公司转口贸易以有色金属为主，主要包括镍、铜、锡、锌和铅等国内需要大量进口的品种；公司进出口贸易以乳制品原材料及外版图书进口和图书出口为主。2018年以来，公司为聚焦主业，大幅缩减贸易规模较大的国内贸易和转口贸易，收入亦大幅减少。2018年公司国内贸易、转口贸易和进出口贸易分别实现收入52.11亿元、42.69亿元和3.57亿元，同比减少21.09%、减少69.79%和增加13.69%，毛利率分别为0.61%、4.73%和0.05%。

表 3：2016~2018 年公司主要贸易板块营业收入和毛利率情况

单位：亿元、%

贸易类型	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
国内贸易	49.14	0.27	66.04	1.26	52.11	0.61
进出口贸易	2.64	3.93	3.14	4.50	3.57	4.73
转口贸易	122.91	0.03	141.32	0.10	42.69	0.05

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司转口贸易以有色金属为主，主要上游客户包括中铜矿业、新加坡的莱佛金属（隶属于中国有色金属工业总公司）、时瑞金融（CWT 集团）等，

下游客户主要为万向资源。公司煤炭贸易采购对象（上游）主要为国内大型国有能源集团及其下属子公司，销售对象（下游）主要为有需求的大型企业

集团及其下属的销售公司以及其他的煤炭贸易公司。乳制品原材料进口方面，主要是从美国、阿根廷等进口乳制品，销售到 100 多家国内企业；文化产品进口方面，主要是进口外版图书，并依托自身成熟的发行网络在国内进行销售。公司自营出口主要经营图书、文化产品及针纺产品等出口，主要出口地点为香港、台湾、美国、新加坡等地区。

表 4：2018 年公司商品贸易业务主要客户情况

单位：亿元、%

客户名称	销售金额	占比	贸易类型
客户一	31.73	28.60	转口
客户二	15.85	14.28	内贸
客户三	5.26	4.74	内贸
客户四	4.31	3.88	内贸
客户五	4.30	3.88	转口
合计	61.44	55.38	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2018 年以来，公司主动缩减了部分贸易业务，商品贸易业务收入大幅下降。未来，公司将进一步聚焦主业，中诚信证评将持续关注公司贸易业务后续变化情况。

2018 年公司房地产业务在建项目有序推进，但在建项目主要集中在安徽省下属县市且投资规模较大，或面临一定资金压力和去库存压力

公司房地产开发业务于 2012 年开始运作，目前运营主体为皖新文化产业投资（集团）有限公司（以下简称“皖新文投”），主要为住宅和商业地产开发。受当期结转项目较少影响，2018 年公司房地产销售收入 27.43 亿元，同比下降 22.74%。

2018 年公司加大销售力度，实现销售面积 89.81 万平方米；同期，新开工面积 144.00 万平方米，竣工面积 85.12 万平方米，截至 2018 年末在建面积 212.67 万平方米，近年来公司新开工面积持续增长，在建面积规模较大，较大规模的在建项目意味着一定的建设资金支出压力。

表 5：2016~2018 年公司自营房地产项目销售情况

单位：万平方米、亿元

指标	2016	2017	2018
新开工面积	58.10	74.43	144.00
竣工面积	32.55	97.30	85.12
在建面积	146.93	124.06	212.67
销售面积	76.12	32.65	89.81
销售金额	56.10	27.94	64.58
结转面积	35.04	43.43	40.42
结转金额	20.43	35.51	27.41

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为聚焦发行主业，控制经营风险，2018 年以来，公司开始收缩房地产业务发展规模，无新购土地，房地产业务以存量项目开发为主。截至 2018 年末，公司主要在建项目 19 个，其中 14 个为自营项目，5 个为代建项目。公司自营项目主要通过从土地一级市场购入土地后滚动开发；代建项目主要为客户完成物业建设，按照国家标准收取代建费用，项目建设费用由客户自行承担，公司不予垫资。按照规划，公司将加速存量项目开发进度，不再进行纯住宅及商业地产投资。截至 2018 年末，公司自营项目预计总投资 324.21 亿元，已投资 209.71 亿元，未来还需投资 114.50 亿元，面临一定的资本支出压力。此外，中诚信证评注意到，公司在建项目主要集中在安徽省下辖县市，在国家现行房地产严控政策下，公司房地产业务存在一定的去库存压力。

表 6：截至 2018 年末公司主要项目投资情况及未来计划

单位：亿元

项目名称	总投资	已投资	还需投资
阜阳皖新文化广场	14.73	12.59	2.14
合肥皖新文化创新广场	36.39	23.42	12.97
华仓国际（芜湖）文化广场	45.00	43.46	1.54
亳州翡翠庄园伊顿庄园	44.48	33.49	10.99
肥东皖新翡翠庄园	20.85	14.38	6.47
高朗朗诗麓院	22.45	14.00	8.45
蒙城南府北院西园	31.49	19.27	12.22
利辛皖新文化广场	8.72	2.30	6.42
芜湖熙华府	6.11	3.25	2.86
滁州翡翠庄园	11.04	5.84	5.20
临泉皖新欧帆文化广场	14.50	5.87	8.63
阜阳皖新国玺	15.82	11.68	4.14
芜湖万汇皖新春江明月	50.65	18.18	32.47
重庆皖新大厦	1.98	1.98	0
自营项目合计	324.21	209.71	114.50

四牌楼联合大厦项目	5.40	3.26	2.14
皖南物流园项目（一期）	1.70	0.85	0.85
皖新皖北物流园项目	6.00	0.64	5.36
肥西物流园项目	6.69	2.78	3.91
黄山阅生活文化综合体项目	0.93	0.93	0
代建项目合计	20.72	8.46	12.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2018 年以来公司计划收缩房地产业务规模，没有进行新购土地，房地产业务以存量项目开发为主，但公司在建项目投资规模较大，且主要集中在安徽省下辖县市，未来或将面临一定资金压力和去库存压力。

公司积极发展教育装备及多媒体业务、供应链及物流业务等其他业务，对公司主营业务收入形成补充

除教材、一般图书的发行及销售、商品贸易及房地产业务外，公司还有教育装备及多媒体业务、供应链及物流业务、广告及游戏业务等其他业务。

教育装备及多媒体业务方面，公司多媒体业务主要包括软件、多媒体及系统集成、音体美卫实验器材、教育设施设备采购与销售等业务，2018 年公司教育装备及多媒体业务实现收入 12.51 亿元，同比增长 9.82%。公司拥有区域教育服务公共平台、电子书包、数字化校园软件、数字图书馆平台、公共电子阅览室等解决方案。该业务销售对象主要为安徽省内教育厅、电教馆、教育装备中心、市县电教馆等企事业单位。

公司供应链及物流业务以前主要是针对内部出版物发行提供服务，2013 年公司中标海尔在安徽省的物流配送项目，第三方物流业务取得较快发展。2018 年公司供应链及物流业务实现收入 15.81 亿元，同比增长 156.74%，呈快速增长态势，主要是由于公司 2016 年开始和联想开展电子产品销售业务合作，供应链业务快速增长。公司的仓储物流体系由总部的物流园及各级子公司的仓库组成。公司物流园位于合肥市庐阳区工业园附近，工程一期占地 61.86 亩，总建筑面积 54,000 平方米，物流园的自动化流水线日处理能力达 4,000 件，可同时向 80 个货源单位进行发货退货分拣，退书日处理能力可达 1,000 件。公司物流体系实行 ERP 系统管理，

业务系统全面集成，优化了作业效率，并配备相应的运输队，保障了公司业务的稳定正常运转。

总体来看，近年来，公司围绕发行主业进行多元化业务拓展，多元化发展格局初步形成，对公司主业形成有力支持，但多元化经营亦对公司管理能力提出更高要求。

财务分析

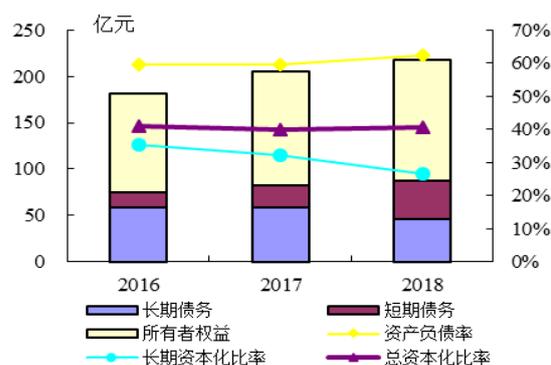
以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年审计报告以及经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告，其中，2016 年采用 2017 年年初重述数。如无特别说明，以下数据均为合并口径。

资本结构

2018 年随着公司房地产项目开发的推进，使得其资产规模增长较快。截至 2018 年末，公司总资产同比增加 13.33% 至 343.95 亿元。2018 年公司融资需求增加带动短期借款增长，各项业务开展使得应付账款及预收款项等亦有所增加，截至 2018 年末，公司总负债上升 18.68% 至 214.64 亿元。得益于留存收益积累以及少数股东权益的增加，截至 2018 年末，公司所有者权益增长 5.43% 至 129.31 亿元。

财务杠杆比率方面，截至 2018 年末，公司资产负债率同比增加 2.82 个百分点至 62.40%，总资产资本化比率同比增加 0.43 个百分点至 40.50%，财务杠杆比率略有上升。

图 4：2016~2018 年末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

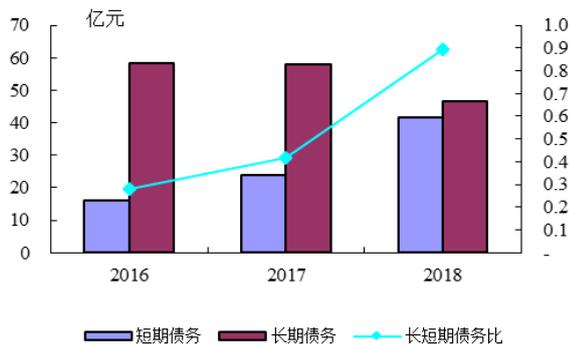
从资产结构看，截至 2018 年末，公司流动资产同比上升 13.94%至 285.56 亿元，占总资产的比重为 83.02%，公司流动资产主要由存货、货币资金、应收账款、预付款项和其他流动资产构成，占流动资产的比重分别为 47.80%、33.90%、3.98%、2.85%和 7.33%。截至 2018 年末，公司存货同比增加 12.83%至 136.49 亿元，存货大部分为房地产业务，其中开发成本同比增加 2.47%至 103.73 亿元，随着公司房地产项目推进，部分结转至库存商品，库存商品账面价值同比增加 66.50%至 32.69 亿元，库存商品中有 20.28 亿元为房地产业务，对房地产业务的后续去化情况应予以关注。同期末，货币资金同比增加 40.90%至 96.81 亿元，主要系子公司皖新传媒理财产品到期收回、子公司皖新文投预收房款增加所致；其中受限制货币资金期末余额为 6.27 亿元，占比为 6.48%。同期末，应收账款为 11.36 亿元，累计计提坏账准备 1.32 亿元；其中 1 年以内的应收账款余额 9.95 亿元，应收对象前五名应收账款余额合计 2.47 亿元，占比 19.45%。同期末，公司预付款项为 8.15 亿元，同比减少 24.75%，其中账龄超过 1 年的款项主要系子公司皖新传媒预付的游戏授权金 0.37 亿元、皖新文投未结算工程款 0.34 亿元等。同期末，公司其他流动资产为 20.92 亿元，同比减少 30.05%，主要构成系银行理财产品、再保理业务、待抵扣、预缴增值税、预缴营业税及附加等。非流动资产方面，截至 2018 年末，公司非流动资产同比上升 10.43%至 58.40 亿元，占总资产比重为 16.98%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产和在建工程构成，占非流动资产比重分别为 16.04%、24.14%、13.68%和 18.54%。公司可供出售金融资产主要是可供出售权益工具和可供出售债务工具，截至 2018 年末分别为 8.17 亿元和 1.20 亿元，投资对象主要是文化创意类公司以及投资公司。同期末，公司长期股权投资同比增加 41.97%至 14.10 亿元，主要系子公司皖新传媒增加对联营公司投资。公司投资性房地产以成本法计量，截至 2018 年末同比减少 2.00%至 7.99 亿元，主要系折旧所致。截至 2018 年末，公司在建工程为 10.83 亿元，同比增长

136.61%，主要系子公司中外文化新增改造纽约中国文化中心项目所致。

从负债结构看，截至 2018 年末，公司流动负债同比上升 37.29%至 165.13 亿元，占负债总额比重为 76.93%，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款构成，占流动负债的比重分别为 15.12%、20.43%、31.49%和 19.09%。截至 2018 年末，公司短期借款同比增加 28.14%至 24.96 亿元，主要系公司各项业务资金需求增加所致。同期末，公司应付账款同比增加 41.80%至 33.74 亿元，主要系子公司皖新文投工程款增加 9.78 亿元所致。同期末，公司预收款项同比增长 58.98%至 51.99 亿元，主要系子公司皖新文投预售房款增加 20.79 亿元所致。同期末，公司其他应付款同比减少 4.55%至 31.53 亿元，其他应付款主要为皖新文投向第三方资金借款。非流动负债方面，截至 2018 年末，公司非流动负债同比减少 18.26%至 49.51 亿元，占负债总额的比重为 23.07%，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，占非流动负债比重分别为 25.92%和 68.01%。截至 2018 年末，公司长期借款同比减少 48.21%至 12.83 亿元，主要系一年内到期的长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致；公司应付债券同比增加 1.47%至 33.68 亿元，金额变动为折溢价摊销会计处理，当年未发行新债。

债务结构方面，截至 2018 年末，公司短期借款以及一年内到期的非流动负债增幅较大，故短期债务同比增加 72.65%至 41.51 亿元，由此带动总债务同比增加 7.32%至 88.01 亿元；公司长短期债务（短期债务/长期债务）比为 0.89 倍，同比增加 0.48 倍，公司债务期限结构仍较为合理。

图 5：2016~2018 年末债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年随着在建工程持续投入，公司融资需求增加，公司总资产及总负债有所上升，同时，随着少数股东权益增加和留存收益的积累公司所有者权益有所上升，公司财务杠杆水平略有上升，债务期限结构仍较为合理。

盈利能力

2018 年公司营业收入同比减少 31.79% 至 217.56 亿元，主要是公司主动缩减商品贸易业务规模，该板块营业收入下降幅度较大所致。毛利率方面，2018 年公司商品贸易业务毛利率同比增加 0.60 个百分点至 1.49%，主要系由于当期公司缩减了毛利率较低的转口贸易规模；公司教材销售毛利率同比减少 2.04 个百分点至 22.04%，一般图书与音像制品毛利率同比增加 3.59 个百分点至 36.56%；房地产业务毛利率同比增加 2.80 个百分点至 20.45%；公司教育装备及多媒体业务毛利率同比增加 2.84 个百分点至 7.91%；供应链及物流业务毛利率同比减少 1.08 个百分点至 2.67%。受以上因素的共同影响，2018 年公司营业毛利率同比增加 3.80 个百分点至 11.28%。

表 7：2018 年公司营业收入及毛利率情况

单位：亿元、%、百分点

业务分类	收入	毛利率	毛利率增减变化
商品贸易	110.95	1.49	0.60
教材销售	13.95	22.04	-2.04
一般图书与音像制品	29.06	36.56	3.59
房地产销售	27.43	20.45	2.80
教育装备及多媒体业务	12.51	7.91	2.84
酒店业务	0.38	82.98	-9.13
物业管理	0.22	-12.49	955.19
广告及游戏业务	2.52	4.88	1.06
出版、设计服务	0.71	42.14	-16.82
供应链及物流业务	15.81	2.67	-1.08
其他业务	4.03	36.42	-15.31
合计	217.56	11.28	3.80

注：上表中毛利率变化计算方式为当年减去上年得出。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司三费合计同比增加 11.79% 至 14.80 亿元，其中销售费用和管理费用同比分别增加 10.79% 和 9.98%，主要系职工薪酬有所增加；财务费用较上年增加 0.16 亿元，主要系子公司皖新文投利息支出增加 0.19 亿元所致。2018 年三费收入占比同比增加 2.65 个百分点至 6.80%，公司期间费用管控需要进一步加强。

表 8：2016~2018 年公司期间费用情况

单位：亿元、%

	2016	2017	2018
销售费用	7.10	7.35	8.14
管理费用	5.62	6.11	6.73
财务费用	0.49	-0.23	-0.07
三费合计	13.21	13.24	14.80
营业总收入	266.95	318.98	217.56
三费收入占比	4.95	4.15	6.80

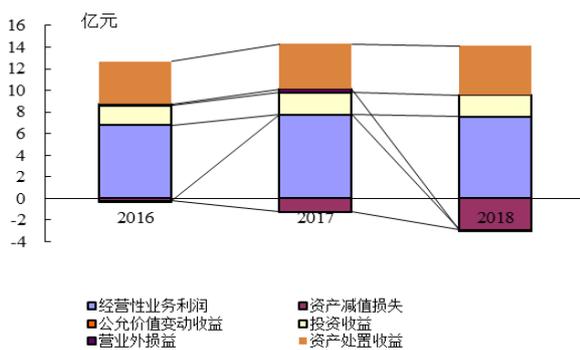
注：为增强可比性，2017、2018 年将研发费用计入管理费用

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益、资产处置收益以及营业外损益构成。2018 年公司经营性业务利润同比减少 2.35% 至 7.59 亿元，主要原因一是公司缩减商品贸易业务规模，二是公司期间费用攀升侵蚀经营性业务利润；投资收益同比减少 2.77% 至 1.98 亿元，主要系持有可供出售金融资产、交易性金融资产等期间取得的投资收益变化所致；资产处置收益为 4.53 亿

元，同比增加 8.48%，主要是当期出售划分为持有待售的非流动资产（REITs 项目）确认的处置利得；营业外损益为-0.06 亿元，同比减少 0.39 亿元，主要系当期政府补助减少所致。另外，2018 年公司资产减值损失为 2.91 亿元，同比增加 136.29%，主要系子公司安徽省新龙图贸易进出口有限公司涉及诉讼案件计提相应的坏账损失 0.67 亿元，子公司皖新文投持有的联营公司安徽超洋装饰工程股份有限公司已经进入破产重整，已经全额计提长期股权投资减值损失 0.39 亿元，子公司皖新传媒计提商誉减值损失 0.13 亿元、计提长期股权投资减值损失 0.24 亿元、计提其他流动资产减值损失 0.56 亿元所致。综上，2018 年公司利润总额同比减少 14.94% 至 11.13 亿元。

图 6：2016~2018 年公司利润总额构成分析



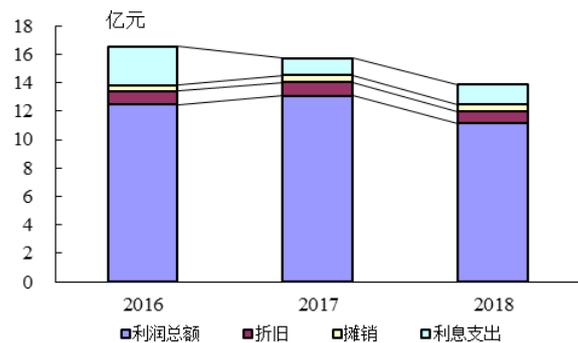
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，为聚焦主业，2018 年公司缩减商品贸易业务规模，营业总收入下降幅度较大。虽然多板块业务毛利率提升带动公司综合毛利率水平略有上升，但受期间费用上升及商品贸易业务规模缩减等因素影响，经营性业务利润略有下滑，公司期间费用控制能力有待加强。另非经常性损益变动对公司盈利的影响亦需要关注。

偿债能力

获现能力方面，2018 年 EBITDA 同比减少 11.69% 至 13.89 亿元，主要系由于当年利润总额有所减少，其中利润总额、利息支出、折旧和摊销分别为 11.13 亿元、1.41 亿元、0.86 亿元和 0.49 亿元。现金流方面，由于皖新文投预收房屋销售款增加，2018 年公司经营活动净现金流为 28.11 亿元，同比增加 39.17 亿元。

图 7：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

偿债能力指标方面，2018 年公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.32 倍和 19.93 倍，同比分别增加 0.45 倍和 29.24 倍，经营活动净现金流对债务本息覆盖能力有所增强。2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 6.34 倍和 9.84 倍，分别较上年增加 1.12 倍和减少 3.40 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所下降，但整体仍处于很好水平。

表 9：2016~2018 年公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018
总债务（亿元）	74.46	82.01	88.01
EBITDA（亿元）	16.57	15.72	13.89
经营活动净现金流（亿元）	-2.66	-11.06	28.11
总债务/EBITDA (X)	4.49	5.22	6.34
EBITDA 利息倍数 (X)	6.05	13.24	9.84
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.04	-0.13	0.32
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-0.97	-9.32	19.93

注：本报告 EBITDA 及其相关指标与公司债券年报披露数据略有差异，主要系计算口径不同。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司共获得银行授信总额 96.83 亿元，未使用授信额度为 47.25 亿元，公司备用流动性尚可。对外担保方面，截至 2018 年末，公司无对外担保。截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 47.32 亿元，主要为作为保证金的货币资金以及抵押的存货、土地等资产，占公司总资产的比重为 13.76%。

截至 2018 年末，公司及其合并范围内子公司的未决诉讼 6 起，涉及未决诉讼均属于公司诉他人，未决诉讼总金额约为 3.80 亿元，占期末净资产的

2.94%，对公司整体财务状况、经营成果、业务活动等没有实质性不利影响。

总体来看，2018 年公司保持在安徽省图书发行的垄断地位，业务竞争实力很强。随着商品贸易业务规模的收缩以及期间费用上升，经营性业务利润有所下滑，但 EBITDA 对债务本息覆盖能力良好，整体风险可控。

股票担保及信托设置分析

安徽新华以其持有并用于交换的 3.10 亿股皖新传媒 A 股股票及其法定孳息作为担保和信托财产并办理担保及信托登记，以保障本次债券持有人交换标的股票和本次债券本息按照约定如期足额兑付。

担保及信托财产价值分析

皖新传媒成立于 2002 年 10 月，于 2010 年 1 月在上海交易所挂牌上市，股票代码 601801。截至 2018 年末，皖新传媒总股本 1,989,204,737 股。截至 2018 年末，安徽新华持有皖新传媒 1,402,968,865 股，占股本总数的 70.53%，是皖新传媒的控股股东。安徽省人民政府持有安徽新华 100% 股权，是皖新传媒的实际控制人。安徽新华将所持有的 310,000,000 股皖新传媒 A 股股票及其孳息作为担保及信托财产。

皖新传媒是安徽省规模最大的文化企业，主业包括出版物发行、文化消费、教育服务、现代物流、综合商贸和文化地产等。目前一般图书与音像制品销售、教材销售、商品贸易以及多媒体业务是皖新传媒主要收入来源。2018 年，皖新传媒实现营业收入 98.32 亿元，同比增长 12.89%，其中教材销售、一般图书与音像制品、文体用品及其他、教育装备及多媒体业务、供应链及物流服务业务分别实现收入 14.02 亿元、29.06 亿元、10.47 亿元、12.51 亿元和 15.81 亿元。

表 10：2018 年皖新传媒营业收入及毛利率情况

单位：亿元、%

业务分类	收入	占比	毛利率
教材销售	14.02	14.26	22.43
一般图书与音像制品	29.06	29.56	36.56
文体用品及其他	10.47	10.65	6.83
教育装备及多媒体业务	12.51	12.73	7.91
广告及游戏业务	2.52	2.56	5.97
供应链及物流业务	15.81	16.08	2.67
出版策划及服务	0.71	0.72	42.14
商品贸易	9.75	9.92	1.88
其他业务	3.47	3.53	35.12
合计	98.32	100.00	18.05

资料来源：皖新传媒财务报告，中诚信证评整理

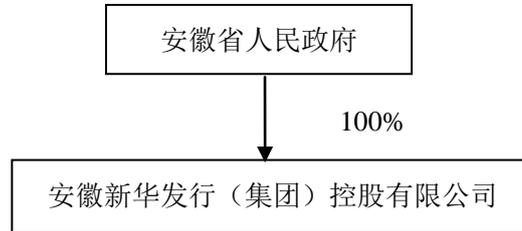
截至 2018 年 12 月 31 日，皖新传媒总资产为 131.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 102.71 亿元，资产负债率为 22.02%。2018 年，皖新传媒实现营业总收入 98.32 亿元，取得净利润 11.06 亿元，经营活动净现金流 5.89 亿元。

截至 2019 年 6 月 6 日，公司所持有并用于交换的 3.10 亿股皖新传媒 A 股股票市场价值为人民币 19.00 亿元，对本次债券本金 25 亿元的覆盖倍数为 0.76 倍，不足以为本次债券本息足额兑付提供全额保障，若未来股价持续下行，且安徽新华不实施换股价格向下修正条款，则“16 皖新 EB”可能存在无法转股的情况，安徽新华需在本次债券到期日后五个交易日内，以 112 元/张（含最后一年利息）的价格向持有人赎回全部未换股的可交换债，中诚信证评将对此保持关注。

结 论

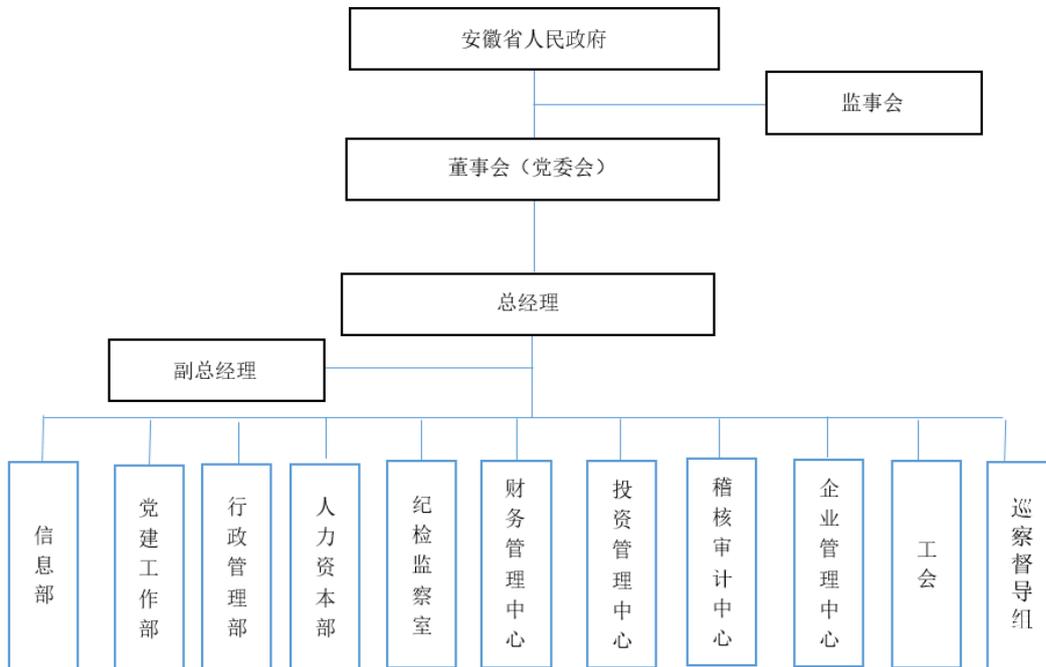
综上，中诚信证评维持安徽新华发行（集团）控股有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定，维持“安徽新华发行（集团）控股有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行可交换公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：安徽新华发行（集团）控股有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：安徽新华发行（集团）控股有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：安徽新华发行（集团）控股有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	753,866.52	687,075.82	968,062.76
应收账款净额	56,117.55	80,283.44	113,639.03
存货净额	861,974.34	1,209,699.24	1,364,886.28
流动资产	2,207,161.21	2,506,273.11	2,855,557.60
长期投资	147,832.88	202,650.72	243,800.92
固定资产	159,700.01	171,888.30	241,195.23
总资产	2,643,919.56	3,035,097.51	3,439,538.91
短期债务	162,185.99	240,405.30	415,052.36
长期债务	582,448.04	579,666.99	465,076.83
总债务（短期债务+长期债务）	744,634.03	820,072.29	880,129.20
总负债	1,577,067.18	1,808,523.64	2,146,422.85
所有者权益（含少数股东权益）	1,066,852.38	1,226,573.87	1,293,116.07
营业总收入	2,669,469.40	3,189,837.90	2,175,632.15
三费前利润	200,073.11	210,137.56	223,914.38
投资收益	18,107.80	20,395.29	19,829.48
净利润	116,252.14	115,839.48	99,348.36
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	165,736.60	157,247.23	138,867.03
经营活动产生现金净流量	-26,630.06	-110,620.43	281,125.34
投资活动产生现金净流量	-54,594.24	-44,863.09	122,007.33
筹资活动产生现金净流量	285,740.42	29,724.62	-128,928.92
现金及现金等价物净增加额	204,459.38	-126,483.18	275,035.59
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	8.02	7.48	11.28
所有者权益收益率（%）	10.90	9.44	7.68
EBITDA/营业总收入（%）	6.21	4.93	6.38
速动比率（X）	1.37	1.08	0.90
经营活动净现金/总债务（X）	-0.04	-0.13	0.32
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.16	-0.46	0.68
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.97	-9.32	19.93
EBITDA 利息倍数（X）	6.05	13.24	9.84
总债务/EBITDA（X）	4.49	5.22	6.34
资产负债率（%）	59.65	59.59	62.40
总资本化比率（%）	41.11	40.07	40.50
长期资本化比率（%）	35.31	32.09	26.45

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。