

江西省出版集团公司

2020 年公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

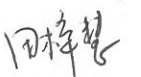
项目负责人：王 鹏 pwang@ccxi.com.cn

项目组成员：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 3 月 16 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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。

■ 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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 and 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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2019]G658 号

江西省出版集团公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“江西省出版集团公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年三月十六日



发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
江西省出版集团公司	不超过 20 亿元（含 20 亿元）	5+2 年期，附第 5 年 末公司调整票面利率 选择权和投资者回售 选择权	每年付息一次，到期一次还本付息	偿还公司债务和补 充营运资金

评级观点：中诚信国际评定江西省出版集团公司（以下简称“江西出版”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；评定“江西省出版集团公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”的债项信用等级为 AAA。中诚信国际肯定了公司区域市场地位高、渠道优势突出、产业链完整、出版主业发展良好以及货币资金充裕、偿债能力极强等正面因素对公司业务发展及信用水平的支撑。同时，中诚信国际也关注到公司新业态业务经营业绩有所下降、期间费用率高，挤占利润空间及未来投资规模较大等因素对公司整体经营及信用状况的影响。

概况数据

江西出版（合并口径）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	232.17	257.60	299.62	356.65
所有者权益合计（亿元）	130.85	146.29	163.60	183.77
总负债（亿元）	101.32	111.31	136.02	172.88
总债务（亿元）	31.00	38.85	56.69	88.44
营业总收入（亿元）	155.01	164.93	144.02	114.28
净利润（亿元）	14.39	17.38	18.01	13.25
EBIT（亿元）	16.18	19.51	21.24	--
EBITDA（亿元）	19.30	22.33	23.59	--
经营活动净现金流（亿元）	25.38	17.56	19.73	16.42
营业毛利率(%)	34.64	30.71	32.38	27.86
总资产收益率(%)	7.09	7.97	7.62	--
资产负债率(%)	43.64	43.21	45.40	48.47
总资本化比率(%)	19.15	20.99	25.74	32.49
总债务/EBITDA(X)	1.61	1.74	2.40	--
EBITDA 利息倍数(X)	20.66	15.31	12.61	--

注：公司所有财务报表均按新会计准则编制；2019 年三季度未经审计；由于缺少相关数据，2019 年 1-9 月部分数据无法计算；中诚信国际将“衍生金融负债”、“其他流动负债”中的“超短期融资券”计入短期债务，将“长期应付款”中的“融资租赁固定资产”计入长期债务。

正面

■ **区域市场地位高。**江西出版是江西省唯一国有控股的大型出版集团。公司中小学教材教辅业务在江西省市场占主导地位，2018 年公司在江西省中小学必修课教材市场的市场占有率高达 95% 以上，选修课教材教辅在江西省的市场占有率达到 90% 左右，区域市场地位高。

■ **渠道优势突出。**公司下属江西省新华书店拥有覆盖江西省各市区县的营业网点；同时，公司拥有高效快捷的物流配送体系，

同行业比较

2018 年部分出版企业主要指标对比表

公司名称	出版总量（亿册）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	总资本化比率(%)	营业总收入（亿元）
江西出版	2.99	299.62	45.40	25.74	144.02
中文传媒	2.99	237.26	43.12	20.29	115.13
凤凰传媒	4.93	547.95	41.48	25.91	181.49
山东出版	4.36	217.74	36.15	4.88	98.83

注：“凤凰传媒”为“江苏凤凰出版传媒集团有限公司”简称；“山东出版”为“山东出版集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

下属新华发行已成为全国同业中三方物流规模最大的企业，渠道优势突出。

■ **公司产业链完整，出版发行主业发展良好。**公司目前已形成了出版、印刷、发行和物资供应为一体的全产业链布局，各业务板块协同作用明显。同时，公司出版发行业务发展良好，近年来该板块收入呈持续增长趋势。

■ **公司货币资金充裕，持有的中文天地出版传媒集团股份有限公司（以下简称“中文传媒”，股票代码：SH.600373）等上市公司股权可变现资产对本部债务的覆盖能力极强。**公司货币资金可以完全覆盖总债务。此外，公司拥有的上市公司中文传媒的股权等可变现资产对公司本部债务的覆盖能力很强。

关注

■ **公司新业态业务经营业绩有所下降。**公司新业态业务主要包括影视、游戏等，而该类业务的盈利能力波动性较大。近年来公司新业态收入受游戏产品流水下滑影响呈下降态势。

■ **期间费用率高，挤占利润空间。**近年来公司期间费用率高，对利润造成较大程度侵蚀。

■ **未来投资规模较大。**截至 2019 年 9 月末，公司有较大规模在建项目投资，未来资本支出压力较大。

评级展望

中诚信国际认为，江西省出版集团公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**新业态业务经营业绩大幅下降，商誉大幅减值、物资贸易业务出现大额未决诉讼，盈利能力持续大幅弱化。

发行主体概况

江西省出版集团公司前身为江西省出版总社，于1993年成立，自2005年起使用现名和公章。

2010年7月29日，经中国证券监督管理委员会核准，公司以持有的出版、发行、印刷、报刊及出版贸易等业务的相关资产作为支付对价购买江西鑫新实业股份有限公司（以下简称“鑫新股份”、股票代码为600373）4,000万股股份（占鑫新股份总股本的21.33%），完成出版传媒主业借壳上市¹。

截至2019年9月末，公司注册资本为217,335万元，江西省人民政府持股100%，为公司的控股股东和实际控制人。公司主要业务包括出版发行业务、印刷业务、新业态业务、物资贸易业务以及其他业务。截至2019年9月末，公司持有中文传媒54.83%股权。

截至2018年末，公司总资产为299.62亿元，所有者权益（含少数股东权益）为163.60亿元，资产负债率为45.40%；2018年，公司实现营业总收入144.02亿元，净利润18.01亿元，经营活动净现金流19.73亿元。

截至2019年9月末，公司总资产为356.65亿元，所有者权益为183.77亿元，资产负债率为48.47%；2019年1~9月，公司实现营业总收入114.28亿元，净利润13.25亿元，经营活动净现金流16.42亿元。

本期债券概况

表1：本次债券基本条款

基本条款	
发行主体	江西省出版集团公司
债券名称	江西省出版集团公司2020年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本次公司债券采取分期发行方式，面向合格投资者公开发行。本次债券发行总规模不超过人民币20亿元（含人民币20亿元）
债券期限	本次债券期限为5+2年期，附第5年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

¹同年，鑫新股份更名为中文天地出版传媒股份有限公司。

债券利率

本次债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内前5年固定不变，在债券存续期的第5年末，发行人可调整票面利率，存续期后2年票面利率为存续期前2年票面利率加/减发行人调整的基点，在存续期后2年固定不变

回售选择权

发行人发出关于是否调整债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在债券的第5个计息年度付息日将持有的债券按票面金额全部或部分回售给发行人。发行人将按照上交所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作

偿还方式

本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券于每年的付息日向投资者支付的利息金额为投资者截至付息债权登记日收市时所持有的本次债券票面总额与对应的票面利率的乘积；于兑付日向投资者支付的本息金额为投资者截至兑付债权登记日收市时所持有的本次债券最后一期利息及所持有的债券票面总额的本金

募集资金用途 本次发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务和补充营运资金

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济与政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019年中国经济增速进一步回落，同比增长6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然2019年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了2020年经济运行不确定性。

2019年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足PPI低位

运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大的“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越

大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

行业概况

出版发行行业概况

一般而言，新闻出版业涵盖出版、印刷、复制、发行和物流等环节，其中上游出版图书、期刊、报纸、音像制品、电子出版物和数字出版物，出版物发行行业是新闻出版业的下游，是整个出版发行产业链的终端，直接面对最终的消费者。在国民经济快速增长和居民收入不断增加等因素拉动下，近年来我国新闻出版业发展较快。

2018 年，全国出版、印刷和发行服务（不含数字出版）实现营业收入 18,687.5 亿元，同比增长 3.1%；拥有资产总额 23,414.2 亿元，同比增长 5.6%；所有者权益总额 11,807.2 亿元，同比增长 4.4%。另据中国新闻出版研究院调查汇总数据显示，2018 年我国数字出版实现营业收入 8,330.78 亿元，同比增长 17.8%。

2018 年，新闻出版产业营业收入、资产总额和所有者权益继续增长，经济规模稳步提升。图书出版营业收入、利润总额增长提速，营收增速在 8 个产业类别中名列第一。期刊出版营业收入连续两年保持增长，报纸出版营业收入、利润总额再次下滑。印刷复制营业收入继续增长，利润总额减少。出版

物发行营业收入、利润总额出现下滑。

表 2：2018 年我国出版业营业收入情况（亿元、%）

类型	实现营业收入	增速	占比
图书	937.30	6.56	5.02
报纸	575.95	-0.40	3.08
期刊	199.41	1.46	1.07
音像	30.10	6.14	0.16
电子出版物	15.20	1.67	0.08
印刷复制	13,727.56	4.34	73.46
出版物发行	3,116.28	-1.99	16.68
出版物进出口	85.70	0.30	0.46

资料来源：国家新闻出版广电总局，中诚信国际整理

新闻出版是信息密集型的文化产业，是一项涉及经济、政治、科技、文化等领域的综合性工作。据《2018 年新闻出版产业分析报告》显示，2018 年，我国主题出版、主流媒体传播力影响力持续提升，图书出版结构进一步优化。新版图书品种继续减少，印数大幅回升。2018 年，全国出版新版图书 24.7 万种，降低 3.1%，总印数 25.2 亿册（张），增长 10.7%；重印图书 27.2 万种，增长 5.7%，总印数 57.7 亿册（张），增长 7.2%；新版图书品种继续减少，印数大幅回升；重印图书品种与印数继续较快增长，在品种上继续超过新版图书，图书出版单品种效益提升。出版企业正在从依靠增加品种数量谋求增长的粗放模式，转向从选题源头开始精细化运作的新发展模式，图书出版结构达到进一步优化。2018 年，我国图书出版中课本品种、总印数及其所占比重继续降低，人文社科类书籍品种、总印数及其所占比重继续提高，图书结构进一步优化。2018 年，少儿图书出版继续保持快速增长，本土经典原创图书愈发畅销。2018 年，全国出版少儿图书 8.9 亿册，增长 8.4%；全国出版新版少儿图书 2.3 万种，较 2017 年略有减少；重印少儿图书 2.1 万种，增加 1,798 种，增长 9.2%。

2018 年，数字出版继续保持快速增长，全年实现营业收入 8,330.78 亿元，同比增长 17.8%。互联网期刊收入达 21.4 亿元，电子书达 56 亿元，数字报纸（不含手机报）达 8.3 亿元，博客类应用达 115.3 亿元，在线音乐达 103.5 亿元，网络动漫达 180.8 亿

元，移动出版（移动阅读、移动音乐、移动游戏等）达 2,007.4 亿元，网络游戏达 791.1 亿元，在线教育达 1,330.0 亿元，互联网广告达 3,717.0 亿元。

在数字出版产业中，传统书报刊数字化收入占比增幅下降态势依旧。报告显示，2018 年互联网期刊、电子书、数字报纸的总收入为 85.7 亿元，相比 2017 年的 82.7 亿元，增长幅度为 3.6%，低于 2017 年 5.35% 的增长幅度，在数字出版总收入中所占比例为 1.03%，相较于 2017 年的 1.17% 和 2016 年的 1.54% 来说继续处于下降态势。这表明在全媒体发展已成为必然趋势的当下，传统书报刊数字化业务的日渐式微，已是不可逆转的趋势。这也对传统新闻出版单位提出了挑战，即积极适应信息化要求加大数字化转型的力度、加快推进融合发展进程，探索产业新形态、研发新产品、开展新服务，提升产品质量与服务水平，增强传统书报刊企业在数字内容产业中的核心竞争力。

发行业务方面，一般图书市场，根据北京开卷信息技术有限公司发布的《2018 年中国图书零售市场报告》显示，2018 年全国图书零售市场总规模达 894 亿元，规模较 2017 年进一步上升。其中，网店继续保持较高速度增长，但增速有所放缓，增速为 24.7%，码洋规模达 573 亿元；实体店出现负增长，同比下降 6.69%，码洋规模达 321 亿元。

教材教辅市场，自 2008 年秋季开始，中小学教材出版发行在全国范围内实行招标投标方式。目前，各主要出版集团凭借多年来深耕地区教材市场积累的深厚底蕴，在出版资源、发行渠道和物流配送等方面保持着一定优势，占据当地国标教材主要出版发行商的地位。但随着国家对教材出版发行体制改革不断深入，市场化程度将逐渐提高，可能使出版集团在未来经营中面临市场竞争加剧或产品价格下降的风险，将对其经营业绩产生一定不利影响。

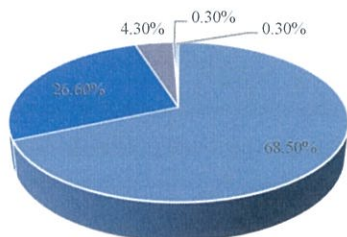
总体来看，近年来我国新闻出版行业发展较快；其中数字出版产业增速突出，图书出版向精品化方向演进。

游戏行业概况

2019年，中国游戏产业自版号审批重新开始，已逐步回暖，整体保持稳中有升的良好态势，游戏行业整体营业收入约为2,308.8亿元，同比增长7.7%，增速较上年增加2.4个百分点。

2019年，中国网络游戏用户存量市场特征明显，增幅继续放缓，其中，客户端游戏用户数量约1.42亿人，同比下降5.5%；移动游戏用户约6.2亿人，同比增长3.2%；网页游戏用户约1.9亿人，同比下降15.2%。从产业构成来看，随着硬件技术的提升，以及用户游戏习惯的转变，网络游戏内部结构有较大分化；移动游戏以全年约1,581.1亿元的营业收入领先，同比增长18.0%，占网络游戏的市场份额达68.5%；客户端游戏营业收入约为615.1亿元，同比下降0.7%，占网络游戏市场比重为26.6%；网页游戏营业收入约为98.7亿元，同比下降22.0%，占网络游戏市场总份额的4.3%。

图1：2019年我国游戏产业收入构成情况



■ 移动游戏 ■ 客户端游戏 ■ 网页游戏 ■ 家庭主机游戏 ■ 单机游戏

资料来源：中国音数协游戏工委，中诚信国际整理

移动游戏方面，相对于客户端游戏和网页游戏市场而言，移动游戏市场凭借开发成本较低、潜在用户数量大等优势，吸引了大量的研发资源，近年来呈现爆发式增长态势。2019年，角色扮演和策略类游戏的市场份额合计约为68%，卡牌类游戏居第三位。经典游戏的长线运营能力较强，《王者荣耀》长期占据畅销榜第一位，畅销榜前五位趋向固化，多为《QQ飞车》、《梦幻西游》等经典游戏；二次元题材的游戏受到用户青睐，哔哩哔哩等二次元平台成为新兴的移动游戏频道。

客户端游戏市场方面，近年来受到移动游戏等细分市场分流的影响，客户端游戏的市场份额持续下降，但随着游戏品质和消费观念的升级，玩家人

均消费大幅提高；同时，电子竞技的发展带动玩家消费热情，共同促进客户端游戏产业收入增长。客户端游戏用户方面，用户正版意识和付费意识不断提高，市场需求更加多样化，客户端游戏平台竞争日益激烈。从产品来看，2019年《魔兽世界怀旧服》为市场带来了较高增量，但仍未能扭转市场走势，未来随着部分客户端游戏IP推出移动版本，预计市场份额将会有有一定程度的流失。

网页游戏市场方面，2019年中国网页游戏市场延续了2016年以来在营业收入和用户数上的下滑。近年来，随着硬件升级，追求高体验的用户趋向客户端游戏，追求游戏便捷性的用户趋向移动游戏，网页用户群体不断减少；同时，网页游戏的玩法多样性和游戏品质均落后于其他两类游戏，网页游戏厂商和网页游戏总数也在不断减少。受限于整体市场规模的下滑，网页游戏对客户争夺进一步加剧，明星代言、著名IP改编的用户导入模式也更多地被采用，过度依靠流量的发展模式也使得市场呈现高投入高收入的特征，进一步提高了网页游戏运营门槛。

除此之外，2019年，家庭主机游戏及电脑单机游戏占比合计为0.6%，随着人民生活水平的提高和消费能力的提升，该细分市场上升空间巨大。

表3：近年来主要游戏品种收入及市场份额情况

		(亿元、%)			
项目		2016	2017	2018	2019
客户端游戏	销售收入	582.5	696.6	619.6	615.1
	市场份额	35.2	34.6	28.9	26.6
网页游戏	销售收入	187.1	192.3	126.5	98.7
	市场份额	11.3	9.6	5.9	4.3
移动游戏	销售收入	819.6	1,122.1	1,339.6	1,581.1
	市场份额	49.5	55.8	62.5	68.5

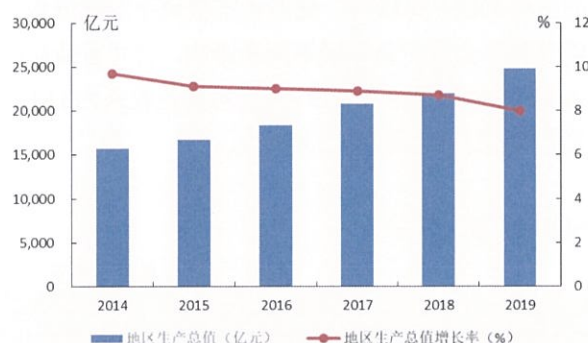
资料来源：中国音数协游戏工委，中诚信国际整理

总体来看，2019年随着游戏版号审批恢复，国内游戏市场逐步回暖，游戏行业收入及增速均超过上年同期水平；同时，随着国内新用户增速减缓，存量用户成为游戏厂商的主要争夺对象，导致市场竞争加剧，中诚信国际将对行业景气度保持关注。

江西省区域经济

2017~2019 年，江西省分别实现地区生产总值（GDP）20,818.5 亿元、21,984.8 亿元和 24,757.5 亿元，三年增速分别为 9.0%、8.7%和 8.0%。2019 年，分产业看，第一产业增加值 2,057.6 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 10,939.8 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 11,760.1 亿元，增长 9.0%；三次产业结构由上年的 8.6：46.6：44.8 调整为 8.3：44.2：47.5。

图 2：近年来江西省 GDP 和增速情况（亿元、%）



资料来源：江西省统计公报，中诚信国际整理

不断发展的经济实力为江西省基础设施建设提供了良好的条件和基础。2017~2019 年，江西省分别完成全社会固定资产投资 22,085.3 亿元、24,536.8 亿元和 26,794.2 亿元，2017~2019 年增速分别为 12.1%、11.1%和 9.2%。分产业看，2019 年第一产业投资下降 22.5%，第二、第三产业投资分别增长 10.7%和 9.5%。分经济类型看，国有投资增长 14.1%，占全部投资的 24.2%；非国有投资增长 7.8%，占全部投资的 75.8%，其中，民间投资增长 9.6%，占全部投资的 68.1%。从投资主要构成看，基础设施投资增长 8.9%，占全部投资的 17.2%；工业投资增长 10.9%，占全部投资的 49.7%，其中，工业技改投资增长 45.6%，占全部投资的 36.3%。

根据江西省《2019 年国民经济和社会发展统计公报》，江西省全年研究生教育招生 1.3 万人，在校生 3.5 万人，毕业生 0.9 万人。普通高等教育招生 31.3 万人，在校生 104.8 万人，毕业生 29.6 万人。成人高等教育招生 3.4 万人，在校生 14.0 万人，毕业生 5.9 万人。普通高中招生 33.4 万人，在校生 96.7 万人，毕业生 30.2 万人。中等职业教育招生 11.2 万

人，在校生 34.4 万人，毕业生 10.6 万人。初中学校招生 68.6 万人，在校生 191.0 万人，毕业生 56.7 万人。普通小学招生 67.7 万人，在校生 422.9 万人，毕业生 67.8 万人。特殊教育在校生 3.0 万人。幼儿园在园幼儿 160.9 万人。各类民办学校 11101 所，各类民办学校在校学生 197.9 万人。小学毛入学率 103.8%，初中阶段毛入学率 107.9%，高中阶段教育毛入学率 89.5%，普通高考录取率 82.7%，高等教育毛入学率 42.0%。总体来看，江西省学龄人口较多，教材教辅市场面临良好发展环境。

竞争优势

公司产业链条完整，渠道优势强，在区域市场具有很高的市场地位

公司作为江西省唯一国有控股的大型出版集团，拥有出版、印刷、发行、物资供应等完整的产业链，一体化优势较为明显，区域内具有一定的垄断地位和竞争优势。

出版业务方面，公司下辖江西人民出版社有限责任公司（以下简称“江西人民出版社”）、江西教育出版社有限责任公司（以下简称“江西教育出版社”）、二十一世纪出版社有限责任公司（以下简称“二十一世纪社”）等八家大型出版社，拥有大量优秀出版物的版权；同时，公司还是人民教育出版社、人民美术出版社、中国地图出版社、星球地图出版社和人民音乐出版社等 5 家我国主要中小学教材出版单位在江西省的总代理，拥有上述出版社中小学教材在江西省的独家印刷和销售代理权。发行业务方面，公司下属江西省新华书店设立了覆盖江西省各市区县全部 93 家分公司和 306 家营业网点。发行业务方面，公司拥有高效快捷的物流配送体系，下属新华发行已成为全国同业中三方物流规模最大的企业。凭借完整的产业链条和省内突出的渠道优势，公司在教材教辅的发行上具有很高的市场占有率，2018 年公司中小学必修课教材在江西省市场占有率达 95%以上，选修课教材教辅在江西省的市场占有率达到 90%左右。

公司多元化业务发展态势良好，智明星通顺利完成业绩对赌，公司盈利水平稳步提升

近年来，凭借突出的渠道优势、良好的品牌形象和雄厚的资金实力，公司新业态等业务发展良好，多元化业务格局已经形成。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司新业态业务分别实现营业收入 52.72 亿元、44.15 亿元、31.11 亿元和 24.79 亿元，同期毛利率分别为 58.30%、60.41%、60.18%和 51.39%。此外，业绩承诺方面，2015~2017 年，智明星通分别实现营业收入 31.25 亿元、47.38 亿元和 39.79 亿元，实现合并层面归属母公司净利润 3.23 亿元、5.93 亿元、7.07 亿元，完成业绩承诺。多元化业务的开展有利于分散公司的经营风险，并有效提升了公司的收入及利润规模。

总体看，公司传统出版主业在江西省出版发行

市场具有突出的竞争优势及规模优势，多元化业务格局使公司具有很强的抗风险能力。

业务运营

公司主要从事出版发行和印刷业务、新业态、物资贸易及其他业务。2016~2018 年，公司营业总收入分别为 155.01 亿元、164.93 亿元和 144.02 亿元，其中出版发行、物资贸易及新业态为公司收入的主要来源。2018 年，受新业态板块中游戏流水下降及有色金属贸易缩减等因素影响，公司营业总收入有所下滑。2019 年 1~9 月，公司营业收入为 114.28 亿元，较上年同期增长 2.70%。

表 4：近年来公司营业总收入构成情况

单位：亿元、%

业务板块	2016		2017		2018		2019.1~9	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
出版业务	25.16	16.23	29.11	17.65	28.68	19.91	20.83	18.23
发行业务	35.47	22.88	38.37	23.26	41.42	28.76	28.54	24.97
新业态	52.72	34.01	44.15	26.77	31.11	21.60	24.79	21.69
物资贸易	40.22	25.95	58.04	35.19	49.18	34.15	43.74	38.27
物流业务	4.43	2.86	2.63	1.59	1.68	1.17	1.27	1.11
包装印刷	6.09	3.93	5.62	3.41	3.82	2.65	1.57	1.37
其他	13.31	8.59	11.53	6.99	16.25	11.29	10.28	9.00
合并抵消	-22.39	-14.45	-24.53	-14.87	-28.12	-19.53	-16.74	-14.65
合计	155.01	100.00	164.93	100.00	144.02	100.00	114.28	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

出版及发行业务

公司的出版发行业务包括一般图书、报纸、期刊、电子出版物、音像制品、数字出版物及教材教辅的编辑出版，为公司的核心业务，经营主体为子公司中文天地出版传媒集团股份有限公司。公司是江西省唯一的国有控股大型出版集团，拥有“编、印、发、供”完整的产业链，一体化产业链优势明显，区域内建立了良好的竞争优势和垄断地位，其下属江西省新华书店设立了覆盖江西省各市区县全部 93 家分公司和 306 家营业网点。

公司出版业务主要由中文传媒下属的江西人民出版社、江西教育出版社、江西科学技术出版社有限责任公司（以下简称“江西科学技术出版社”）、

二十一世纪社、百花洲文艺出版社有限责任公司（以下简称“百花洲文艺出版社”）、江西美术出版社有限责任公司（以下简称“江西美术出版社”）、红星电子音像出版社有限责任公司（以下简称“红星电子音像”）及中国和平出版社有限责任公司（以下简称“中国和平出版社”）负责运营。

表 5：公司下属主要图书出版社

出版社名称	主要出版内容
江西人民出版社	马列主义、毛泽东思想理论著作；政府宣传方针、政策读物和时事宣传读物；党史、党建读物等
江西教育出版社	教材教辅
江西科学技术出版社	理工、农业、医药卫生、体育综合生活、科学技术图书及期刊
二十一世纪出版社	少年儿童图书、期刊
百花洲文艺出版社	文学类作品

江西美术出版社	美术类作品、省旅游图、交通图等
红星电子音像出版社	音像制品
中国和平出版社	有关宋庆龄同志的著作和各类少年儿童读物

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司图书出版主要包括教材出版和一般图书及电子音像制品的出版。教材出版方面，公司于2012年4月16日取得中小学教材教辅出版资质，且授权文件未限定有效期。同时，公司与江西省财政厅和江西省教育厅签订了常年采购合同，保证九年义务教育教材经营的阶段性稳定，且为江西省教育厅免费教科书单一供应来源，区域专营优势强。

公司教材出版业务分为两种，一种是自有知识产权教材出版业务（自版教材），即公司直属出版单位直接负责编辑、出版教材；一种是租型代印业务（租型教材），即公司通过与教材原创出版单位以协议方式租型或代理重印权、代印权，负责教材的推广、印制及发行等工作。

自版教材方面，公司作为国家重要的教材教辅出版基地之一，截至2019年9月末，旗下江西美术出版社、二十一世纪出版社及江西科学技术出版社拥有自主知识产权及共有知识产权的赣科版、赣

美版等多版本小学、初中、高中各科教材共36种。公司教辅出版主要是编辑出版与中小学、大中专教学配套的教学辅助材料，目前教辅出版已基本市场化。

租型教材方面，公司取得了人民教育出版社、人民美术出版社、中国地图出版社、星球地图出版社和人民音乐出版社等5家出版社的教材教辅产品在江西省的独家代理权，拥有上述出版社中小学教材在江西省的独家印刷和销售代理权，具有很强的区域垄断优势。2018年秋季，国家统编道德与法治、语文、历史教材在义务教育阶段二、八年级开始全面使用，并交由公司代理江西省相关教材。租型费按教材总码洋乘以租型费率计算，国家规定的租型费率一般为3%~4%。2018年公司加大市场开拓力度，充分发挥省内渠道优势，自版教材教辅销售码洋和营业收入同比分别上升12.96%和1.66%；同期，公司租型教材销售码洋及营业收入同比分别下降27.36%和25.03%，主要是由于公司优化销售流程、精简内部交易环节，减少了内部板块交易金额所致。

表 6：近年公司教材教辅销售情况

指标	2016		2017		2018	
	自版教材教辅	租型教材教辅	自版教材教辅	租型教材教辅	自版教材教辅	租型教材教辅
销售量（万册）	9,610.96	10,312.61	10,897.17	10,472.55	12,412.61	7,813.68
销售码洋（万元）	120,180.41	130,561.84	134,419.78	131,374.12	151,828.50	95,425.25
销售收入（万元）	61,110.80	64,056.22	71,456.75	71,811.88	72,644.48	53,834.65

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

公司一般图书及电子音像产品主要涉及文学、美术、科技、少儿读物等多个大类。2018年，二十一世纪出版社总体经济规模位列全国地方少儿出版社第一名，江西美术出版社在全国32家美术类图书出版单位中排名第二，红星电子音像出版社综合经济效益位列全国同类出版社第一。

表 7：近年公司一般图书出版情况

指标	2016	2017	2018	2019.1~9
图书出版品种（种）	11,994	14,084	16,345	9,976
其中：新版图书	4,468	5,680	6,010	3,566
再版图书	7,526	8,404	10,335	6,410

重版率（%）	62.75	59.67	63.23	64.25
出版总量（亿册）	2.25	2.29	2.99	2.60
造货码洋（亿元）	25.86	36.48	45.45	40.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

采购方面，公司教材教辅出版与一般图书出版主要原材料相同，主要包括稿件内容、纸张等。教材教辅出版业务的成本主要由印刷成本、教材教辅租型费用和版权费及稿费构成，2018年，上述三类费用占教材教辅出版业务总成本的比重分别为95.32%、2.71%和1.90%。一般图书出版的成本主要由印刷成本和版权费及稿酬构成，2018年占一般图

书出版总成本比重分别为 89.34%和 10.19%。公司拥有完整的产业链，其中内部出版用纸均从中文传媒子公司江西蓝海国际贸易有限公司采购，印刷则由中文传媒子公司江西新华印刷集团有限公司（以下简称“新华印刷”）完成，采购的稿件内容主要通过中文传媒直属出版单位编辑或与教材原创出版单位以协议方式租型。由于纸张供应、印刷等均在公司体系内完成，公司对出版业务的成本控制能力较强。

销售方面，中小学教材和学校统一征订的教辅材料采用系统发行方式，未进入学校统一征订范围的教辅材料以及一般图书等主要采用零售发行方式，通过新华书店、部分民营图书经销商及网上书店等其他渠道进行销售，系统发行和零售发行的销售比例约为 9: 1。为确保“课前到书、人手一册”，我国九年制义务教育阶段的教材通常在与省教育厅签署教材合同后收取 90%的教材采购预付款，春季一般在 2 月底至 3 月初收取，秋季一般在 7 月底至 8 月初收取。公司将各学校出具的教材验收合格证明文件提交给省教育厅后，经省教育厅审核无误后即可收到剩余 10%书款，教辅、一般图书、期刊及电子音像制品的结算周期通常为 4-6 个月。

公司发行业务由中文传媒下属江西新华发行集团有限公司（以下简称“新华发行集团”）负责运营，目前已形成了城市配送、城际配送、供应链服务、专线配送等多业态、跨区域的发展布局，成为全国同业中三方物流规模最大的企业。2018 年新华发行集团在全国新华发行系统经济规模和总量排名中位居第五，经济效益排名位居第三。发行渠道方面，新华发行集团设立了覆盖江西省各市、县的 102 家传统的新华书店、12 家图书城和 179 家新华书店便民店。

表 8：近年公司图书销量和销售收入情况

指标	2016	2017	2018	2019.1~9
图书销售量（亿册）	2.95	3.51	4.20	2.80
其中：教材教辅	1.92	2.02	2.32	1.48
一般图书	0.99	1.46	1.85	1.30
图书销售收入（亿元）	35.47	38.37	41.42	28.51

其中：教材教辅	16.05	16.29	17.33	11.56
一般图书	17.65	20.40	22.71	16.24

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

总体来看，公司出版发行主业在江西省内的区域垄断优势明显；同时，公司拥有出版发行业务完整的产业链以及覆盖江西省全省的发行渠道和物流体系，出版发行业务稳步增长，综合竞争实力强。

新业态业务

公司新业态业务主要是指互联网增值业务、艺术品经营、影视投资及新媒体业务，其收入主要来自中文传媒子公司智明星通。2014 年，中文传媒采取发行股份及支付现金的方式购买智明星通 100% 股权，交易对价为 26.60 亿元，其中股份对价为 16.49 亿元，现金对价为 10.11 亿元；同时，中文传媒还通过非公开发行募集不超过 8.87 亿元的配套资金用以支付部分上述现金对价。2016~2018 年，公司新业态业务收入分别为 52.72 亿元、44.15 亿元和 31.11 亿元，收入呈下降趋势，主要系智明星通自研游戏产品进入成熟期流水下降所致。2019 年 1~9 月，公司新业态业务收入为 24.79 亿元。

智明星通是一家专注于国际化的互联网综合平台企业，以免费安全软件和导航网站为切入点，通过搭建游戏运营发行平台（337.com）和电商服务平台（行云）实现流量变现，游戏产品为其主要利润来源。智明星通打造了面向海外市场的“流量入口-发行平台-游戏与应用产品”的闭环互联网生态系统，业务遍布全球 60 个国家和地区，90% 以上的收入来自海外。2018 年，智明星通位居 iOS & Google 中国游戏海外收入榜第五名，在全球 52 大发行商收入排行榜中排第 34 位。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，智明星通实现营业收入分别为 47.38 亿元、39.79 亿元、31.21 亿元和 17.75 亿元。

智明星通的游戏运营模式主要包括自主运营、代理运营和授权运营，以自主运营为主。智明星通主要的游戏产品共计 20 余款，其中自主研发的游戏主要包括《开心农场》、《Age of Warring Empire》、《Battle Alert》、《Clash of Kings》（《COK：列王的纷争》）和《Clash of Queens》（《COK：女王的纷争》）等。

表 9：近年来智明星通主要游戏收入构成情况

单位：亿元

游戏名称	模式	2016	2017	2018	2019.1-9
列王的纷争	自营	37.04	29.12	20.23	10.81
女王的纷争	自营	1.76	2.25	1.02	0.44
帝国战争	自营	1.99	2.33	0.79	0.27
奇迹暖暖	代理	-	0.77	4.67	3.31
魔法英雄	代理	4.54	2.82	1.67	1.03
乱世王者	授权开发	-	0.63	0.91	0.52
其他	-	1.57	1.58	1.88	1.37
合计	-	46.90	39.50	31.17	17.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

智明星通的主要流水来自列王的纷争，该游戏自 2014 年开始运营，该款游戏目前处于成熟期，游戏流水和公司投入的营销费用均呈下降态势。

游戏储备方面，为丰富产品线，智明星通向世嘉购买《全面战争：国王归来》的全球 IP 开发权，同时智明星通还代理了全球首款卡牌策略类网游《MR：魔法英雄》。此外，智明星通将与动视暴雪合作开发《COD：使命召唤》的移动游戏版本。与全球顶级游戏开发商进行 IP 合作将彰显智明星通的全球品牌影响力，有利于双方资源共享和优势互补。2019 年，智明星通将部分推广资源转移投入到新上线的游戏中，依靠精准的用户定位和成熟的本地化运营，发行代理运营《魔法英雄》、《奇迹暖暖》、《恋与制作人》等精品移动游戏，其中代理游戏《奇迹暖暖》作为针对女性玩家的换装养成类手游，与芭比娃娃达成联动合作，于 2019 年 3 月推出芭比套装；另一款代理游戏《恋与制作人》于 2019 年 5 月正式全球发行运营，由智明星通香港全资孙公司星游科技有限公司作为该款手机游戏在中国大陆、港澳台、日韩以外的所有国家和地区的独家代理商和运营商。智明星通游戏储备丰富，但新游戏上线后的游戏流水情况及对未来业务收入的稳定性的影响，中诚信国际将予以持续关注。

目前，智明星通已顺利完成业绩对赌，未来，公司将按照法人治理结构对智明星通实施经营目标考核，智明星通管理团队已与中文传媒董事会签订了新一轮为期四年的经营考核目标，并建立了相应的薪酬分配和激励约束机制。中诚信国际将对智

明星通的经营及盈利情况保持关注。

整体来看，公司新业态业务以游戏业务为主。近年来国内游戏市场受版号暂停审批影响巨大，但智明星通主要从事游戏出海业务，较好的抵御了行业监管风险。智明星通主要游戏产品已进入成熟期，公司通过减少市场推广投入提高其盈利水平，游戏业务仍保持较好的发展势头。此外，智明星通在三板挂牌也有利于增强公司的竞争实力和资产流动性。同时，中诚信国际将对智明星通的经营及盈利情况保持关注。

物资贸易业务

公司物资贸易业务主要由中文传媒下属江西蓝海国际贸易有限公司（以下简称“蓝海国贸”）经营，贸易产品包括有色金属、木浆、纸制品和其他等，主要为主业服务，向公司内部及其他单位销售纸张、油墨、印刷机械等，有效的降低了出版发行业务的生产成本。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司物资贸易业务收入分别为 40.22 亿元、58.04 亿元、49.18 亿元和 43.74 亿元。

从具体贸易品种来看，公司经营的有色金属品种包括镍和电解铜等。由于铜价波动较大，为规避风险，公司于 2016 年减少了铜贸易。2017 年，公司新增了镍贸易，当年有色金属贸易收入 33.68 亿元。2018 年公司调整贸易板块结构，大量减少了非主业相关的贸易品种，当年有色金属贸易收入大幅减少至 7.04 亿元。木浆纸制品贸易方面，蓝海国贸目前已成为省内最大的纸张供应单位，公司出版业务所用纸张均从蓝海国贸采购，出版所用纸张贸易额占蓝海国贸纸张总贸易额的 22% 左右。2018 年以来，随着造纸行业景气度持续上升，下游需求旺盛，公司木浆贸易规模大幅提升。

表 10：近年来公司物资贸易品种销售收入情况

单位：亿元、%

品种	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
有色金属	16.20	0.49	33.68	-	7.04	0.51
木浆	6.81	0.68	7.76	1.26	16.95	1.21
纸制品	8.43	2.85	9.15	3.64	7.23	2.91
其他商品	8.78	1.14	7.45	2.75	17.96	5.67

合计	40.22	1.32	58.04	0.91	49.18	1.51
----	-------	------	-------	------	-------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

采购方面，公司印刷物资的采购一般根据销售计划确定采购计划，与造纸、油墨、器材等供应商签订长期合作计划。由于木浆、纸制品、油墨等价格存在较大波动，公司一般在接到客户订单后与其锁定当期价格，再向客户指定的上游供应商进行采购，贸易业务风险较小。公司内部纸张采用集中采购的方式，及时完成纸张招标工作，确保各出版单位用纸的及时供应；纸张的集中采购有效的降低了出版发行主业的生产成本。结算方面，公司内部纸张一般为货到后一定时期付款，主要采用银行承兑汇票的方式付款。2018年公司物资贸易业务板块前五十大供应商采购金额占物资贸易采购总额的38.96%，采购集中度一般。

销售方面，公司物资贸易业务的销售包括对内销售和对外销售，其中对外销售是根据客户需求自主销售，销售客户主要包括出版社、印刷复制企业、造纸企业、广告公司及期刊杂志等。2018年公司物资贸易板块前五十大客户销售额占物资贸易板块总销售额的61.98%，销售集中度较高。结算方面，公司内部客户90%采用现金支付；外部客户根据合同约定采用现金或银行承兑汇票付款，账期一般在6个月以内。

总体看，今年公司控制物资贸易规模并积极进行贸易品种结构调整，贸易业务风险可控。

其他业务

公司其他业务主要包括物流业务、印刷包装业务、房地产业务和金融业务等。物流业务主要由新华发行集团下属子公司江西蓝海物流科技有限公司（以下简称“蓝海物流”）经营，目前已形成了城市配送、城际配送、供应链服务、专线配送等多业态、跨区域的发展布局，已在江西省内形成赣东物流中心、赣西物流中心、赣南物流中心、赣北物流中心和南昌现代出版物流港总部五大物流中心，公司的物流网络布局较完善。2016~2018年及2019年1~9月，公司物流业务收入分别为4.43亿元、2.63亿元、1.68亿元和1.27亿元。

公司印刷包装业务主要由新华印刷负责，主要

为图书包装印刷业务和商业印刷业务，包括拟出版图书的排版、制作清样、改版、印制和装订等业务。2016~2018年及2019年1~9月，公司印刷包装业务收入分别为6.09亿元、5.62亿元、3.82亿元和1.57亿元。

公司房地产业务主要包括房屋租赁、房地产开发及物业管理等，对公司的收入贡献较小。2016~2018年及2019年1~9月，公司房地产业务收入分别为3.16亿元、2.71亿元、3.31亿元和1.91亿元。

公司金融业务主要由江西中文传媒蓝海国际投资有限公司（以下简称“蓝海国投”）和华章天地传媒投资控股集团（以下简称“华章投资”）负责。蓝海国投为中文传媒全资子公司，主要承担中文传媒的资金集中管理和资本运作两项主要职能。

华章投资为公司全资子公司，主要承担公司资金集中管理和资本运作两项职能。2019年2月，华章投资与慈文传媒股份有限公司（以下简称“慈文传媒”）控股股东、实际控制人马中骏先生、王玫女士、叶碧云女士、马中骅先生（以下简称“转让方”或“表决委托方”）签署了《股份转让协议》及《表决权委托协议》，依次受让慈文传媒15.05%的股份（第一次受让慈文传媒9.95%的股份），并受托表决权委托方委托的慈文传媒24.79%的股份之表决权（表决权委托期限自《股份转让协议》生效之日起至2022年6月30日），成为慈文传媒控股股东。截至2018年底，慈文传媒总资产为32.50亿元，总负债为17.19亿元，所有者权益为15.31亿元；2018年慈文传媒营业总收入为14.35亿元，净利润为-11.00亿元。目前，公司参与多家上市公司在融资项目、VC股权投资及新三板股权等投资项目，致力于打造投融资平台，建立以产业投资和项目孵化为主的业务模式。

总体来看，公司其他业务较分散，对公司收入及利润的贡献较小。同时，中诚信国际将对慈文传媒的后续整合情况及盈利情况保持关注。

发展规划

公司坚持“一业多主，多元投资”的发展战略，

提高出版主业竞争力，并发展多元化产业，形成了以图书、报纸、期刊、音像、电子、网络等出版物的出版发行、印刷包装、物资贸易等传统主业，与艺术品经营、影视剧生产、现代物流、资产经营、资本运营和相关文化项目投资等新兴业态经营相结合的经营格局，实现产业规模的扩张。未来公司将坚持稳定教育出版、引领少儿出版、强化专业出版、提升大众出版、整合报刊出版、开拓数字出版，通过建设出版产业基地等实现出版业务快速发展；坚持稳定教材发行，扩大一般图书销售，促进多元化经营发展，改建、扩建、兴建一批大型书城及新文化城等项目，探索打造文化消费终端网的新模

式；坚持印务资源整合，强化市场拓展；强化现代物流基地建设，通过建设现代出版物流港等项目，实现拓展高端领域业务，打造专业化出版物物流服务商和高端多功能物流服务区；物资贸易业务继续整合有效资源，深入推进战略合作项目的落实，同时进一步寻找新的合作板块和合作对象。

公司目前在建项目主要包括抚州文化综合体、博能文化综合体、鹰潭文化综合体、都昌文化综合体、东乡文化综合体及部分房地产在建项目，总投资规模 156.70 亿元，截至 2019 年 9 月末已投资 34.62 亿元，未来仍有较大规模的资本支出。

表 11：截至 2019 年 9 月末公司在建工程情况

单位：亿元

项目名称	总投资	资金来源	截至 2019 年 9 月末已投资	投资计划		
				2019.9-12	2020	2021
保利蓝海嘉居（三期）	8.50	自有资金、银行融资	2.72	0.65	3.14	2.00
弋阳东投·状元府	12.34	注册资本金、股东借款	6.21	-	-	-
抚州文化综合体（50%）	39.00	自有资金	6.00	2.34	5.42	9.63
九江浔阳公馆（40%）	13.00	自有资金、银行融资	5.11	2.00	2.00	-
华章天地（45%）	7.58	银行融资	2.40	1.60	2.50	1.08
鹰潭文化综合体项目（60%）	18.00	自筹	0.00	0.53	4.48	4.71
博能文化综合体项目（30%）	25.00	自筹	0.00	-	6.50	1.00
都昌文化综合体项目（45%）	9.00	自筹	1.34	0.96	-	-
东乡文化综合体项目（40%）	7.00	自筹	0.00	-	2.00	0.80
出版创意产业基地	1.50	自有资金	0.45	-	-	-
现代出版物流港一期	6.70	定向增发资金	4.78	-	-	-
现代出版物流港二期	4.20	自有资金	2.02	-	-	-
新华文化城	1.81	定向增发资金	1.32	-	-	-
九江环保书刊包装印刷项目	1.67	定向增发资金	1.06	0.02	0.04	-
印刷技术改造项目	1.39	定向增发资金	1.23	-	-	-
合计	156.70	-	34.62	8.10	26.08	19.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司未来投资项目有助于巩固公司传统出版发行主业，实现全国领先现代文化产业集团的战略目标。但公司在建项目投资规模较大，未来或将面临较大资本支出压力。

公司管治

治理结构

公司为江西省人民政府作为唯一出资人的全民所有制企业，为非公司制企业法人。公司治理适

用《中华人民共和国全民所有制工业企业法》，不强制遵循《公司法》的要求建立股东（大）会、董事会、监事会的“三会”治理结构。尽管公司的《公司章程》中约定公司设立董事会、监事会，但公司实际生产经营中未设立董事会、监事会，江西省人民政府除任命公司董事长外，亦未任命其他董事。公司的实际生产经营决策、重大事项、人事任免等由公司党委、总经理办公会根据职权作出决议，符合《中华人民共和国全民所有制工业企业法》及相

关法律法规关于公司治理的规定，治理结构健全有效。同时，公司建立了较为完善的各项内部管理制度，能够保障公司治理有效运行。

根据江西省文资办《关于对江西省出版集团公司公司制改制有关事项的批复》（赣文资办字〔2018〕10号），《江西省出版集团公司公司制改制方案》已于2018年12月8日经省委文化体制改革专项小组第八次会议审议通过。公司将整体改制成为按《公司法》登记的国有独资公司，并按《公司法》的要求，进一步建立健全法人治理结构，建立现代企业制度。截至目前，公司的公司制改制工作正在稳步推进中。

根据公司股东的任命及《公司章程》，公司现行的法人治理结构为董事长一名、总经理一名、副总经理三名、党委书记一名、党委副书记二名、党委委员四名。

公司内设综合管理部、人力资源部、资产财务部、改革发展部、党群工作部、监察审计部6个职能部门。综合管理部负责联系与对接上级部门和相关单位，保持良好关系，畅通联系渠道，落实相关政策决定；人力资源部建立与现代文化企业相匹配的人力资源管理机制，按权限做好集团人事任免工作；资产财务部负责集团财务、资金和国有资产的规范管理、国有资本的有效运营与投资工作等；改革发展部负责收集了解研究分析国家政策及国内外行业、市场动态，组织编制集团发展战略规划，指导下属单位编制企业规划等；党群工作部负责执行上级党组织和集团党委的有关路线、方针、政策、决议、决定和部署等；监察审计部负责集团系统党风廉政建设和反腐倡廉工作等。

整体看来，公司拥有较为完善的法人治理结构，多年来亦不断完善公司治理结构，持续优化制度体系，为公司的健康发展起到了积极作用。

内部管理

内部控制制度方面，公司已根据相关法律法规和规范性文件的要求，结合公司的实际情况，按照全面、制衡、适用、成本效益等原则，建立健全了

涵盖各部门、各分、子公司，各层面、各业务环节的内部控制制度，涉及生产经营、物资采购、行政及人力资源管理、财务管理、审计、信息披露等方面，并在公司生产经营过程得到有效执行，保证了公司的经营管理的正常进行，起到了有效的监督、控制和指导的作用。

内部控制检查监督方面，公司设有监察审计部负责内部控制的日常检查监督工作，定期和不定期对公司及下属子公司进行监督检查，检查内部控制制度中存在的缺陷和实施过程中存在的问题，并及时予以改进，确保内部控制制度的有效实施。

生产经营控制方面，公司实际生产经营决策、重大事项、人事任免等由公司党委、总经理办公会根据职权作出决议，符合《中华人民共和国全民所有制工业企业法》及相关法律法规关于公司治理的规定，治理结构健全有效。

财务管理控制方面，公司制定了《江西省出版集团公司会计政策》，建立了独立的会计核算体系和财务管理制度，明确规定了财务人员的职责和权限，有效保证了公司财务运作的独立和规范，确保公司生产经营的整体性和财务活动的有序运行。

对外担保制度方面，公司制定了《江西省出版集团公司融资管理暂行办法》，该制度规定资产财务部是公司实施融资管理的职能部门，对公司总部对外及对内担保进行论证。公司对内担保须经总经理办公会审批；对外担保及符合公司制度规定下的对内担保需经公司党委会审批。

总体看，公司法人治理结构健全，内部组织机构设置完善，并建立了适应公司内部控制的制度，整体内部管理规范。

财务分析

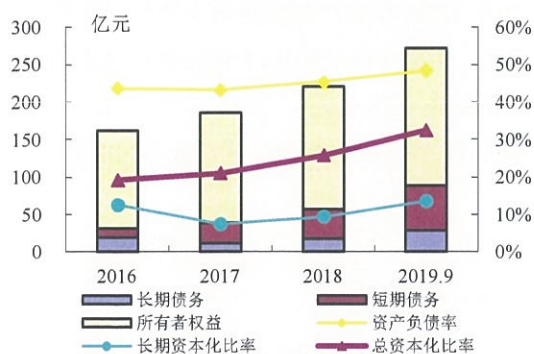
以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2017年审计报告、天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告以及公司提供的未经审计的2019年三季度财务报表，公司财务报表均为合并口径数据。中

诚信国际在分析时将公司“衍生金融负债”、“其他流动负债”中的“短期应付债券”计入短期债务，将“长期应付款”中的“融资租赁固定资产”计入长期债务。公司财务数据均采用当期财务报表期末数。

资本结构

近年来，随着传统业务的稳健开展及新媒体新业态方面的积极推进，公司总资产逐年增长，2016~2018 年末和 2019 年 9 月末分别为 232.17 亿元、257.60 亿元、299.62 亿元和 356.65 亿元。同期，公司总负债分别为 101.32 亿元、111.31 亿元、136.02 亿元和 172.88 亿元。得益于留存收益的积累及外延并购带来的少数股东权益增加，公司自有资本实力不断提高，2016~2018 年末和 2019 年 9 月末，所有者权益（含少数股东权益，下同）分别为 130.85 亿元、146.29 亿元、163.60 亿元和 183.77 亿元。

图 3：近年来公司资本结构分析



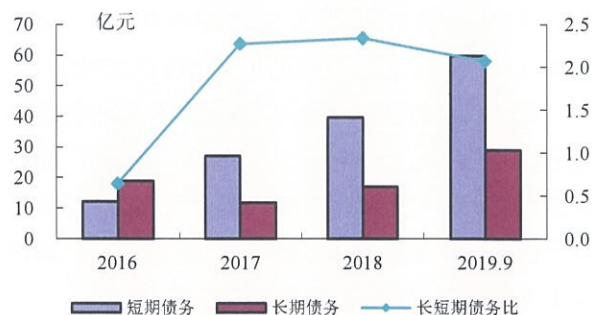
资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

财务杠杆比率方面，2016~2018 年末和 2019 年 9 月末，公司资产负债率分别为 43.64%、43.21%、45.40%和 48.47%，总资本化比率分别为 19.15%、20.99%、25.74%和 32.49%。近年来公司增加外部融资，大力发展新媒体新业态业务，财务杠杆整体呈增加趋势但依然处于较合理水平。

从资产构成情况来看，近年来公司资产以流动资产为主，后者主要由货币资金、交易性金融资产和其他流动资产构成。中诚信国际注意到，公司货币资金充裕、理财投资维持在较大规模；此外，受

多元化业务拓展影响，公司商誉保持较大规模，存在一定商誉减值风险，中诚信国际将对智明星通等收购企业未来的盈利情况保持关注。

图 4：近年来公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

从债务规模来看，随着公司经营规模逐年扩大，有息债务规模不断增加，2016~2018 年末，公司总债务分别为 31.00 亿元、38.85 亿元和 56.69 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.65 倍、2.28 倍和 2.34 倍。截至 2019 年 9 月末，公司总债务为 88.44 亿元，长短期债务比为 2.07 倍，近年来公司短期债务占总债务比重较大，债务结构有待优化。

从公司本部口径看，2016~2018 年末和 2019 年 9 月末，公司本部的总资产分别为 71.14 亿元、76.23 亿元、74.41 亿元和 90.06 亿元，同期，总负债分别为 21.34 亿元、24.01 亿元、18.63 亿元和 30.91 亿元，所有者权益分别为 49.80 亿元、52.22 亿元、55.76 亿元和 59.15 亿元。财务杠杆方面，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司本部的资产负债率分别为 30.00%、31.50%、25.04%和 34.33%，处于较合理水平。

总的来看，近年来公司通过深耕传统出版、印刷及发行业务并持续拓展新媒体新业态业务，总资产及总负债规模随之增加，受益于历年留存收益的累积及外延并购带来的少数股东权益的增加，自有资本实力亦不断增强，且财务杠杆比率维持在较合理水平。但公司近年来债务规模增长较快，债务结构期限有待优化。

盈利能力

2016~2018 年，公司营业收入分别为 155.01 亿元、164.93 亿元、144.02 亿元。2018 年，受新业态板块中游戏业务进入成熟期，游戏流水下降使得板块收入下降及逐步退出有色金属贸易等因素影响，公司营业总收入有所下滑。2019 年 1~9 月，公司营业收入为 114.28 亿元，较上年同期增长 2.70%。

从营业毛利率水平看，2016~2018 年公司的营业毛利率分别为 34.64%、30.71%和 32.38%。2018 年公司毛利率较上年度提高 1.67 个百分点，主要得益于出版发行业务和其他业务毛利率的提高。2019 年 1~9 月，公司营业毛利率为 27.86%。

表 12：近年来公司各业务板块毛利率

单位：%

业务板块	2016	2017	2018	2019.1~9
出版业务	22.42	19.62	19.66	20.48
发行业务	36.32	37.32	37.59	38.82
新业态	58.30	60.41	60.18	51.39
物资贸易	1.32	0.91	1.51	1.31
物流业务	15.17	21.43	33.18	29.05
包装印刷	15.67	9.92	13.51	3.07
其他	23.67	28.39	4.37	30.26
合计	34.64	30.71	32.38	27.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2016~2018 年，公司分别发生期间费用 38.33 亿元、33.70 亿元和 28.94 亿元，其中，销售费用、管理费用和研发费用占比较大。2016~2018 年，公司销售费用分别为 20.24 亿元、11.58 亿元和 7.33 亿元，系公司运营的游戏产品进入成熟期，广告宣传费用逐年下降；管理费用分别为 18.45 亿元²、12.25 亿元和 13.01 亿元，主要由职工薪酬及折旧摊销费用构成；2017 年及 2018 年公司研发费用分别为 9.56 亿元和 8.33 亿元，主要由开发人员薪酬构成；财务费用分别为-0.36 亿元、0.31 亿元和 0.28 亿元。2016~2018 年，公司期间费用率分别为 24.73%、20.43%和 20.10%，得益于广告宣传费用的降低，期间费用率呈逐年下降趋势。2019 年 1~9 月，公司发生期间费用合计 19.81 亿元，期间费用率为 17.34%。

² 公司 2016 年管理费用包含研发费用。

表 13：近年来公司期间费用情况

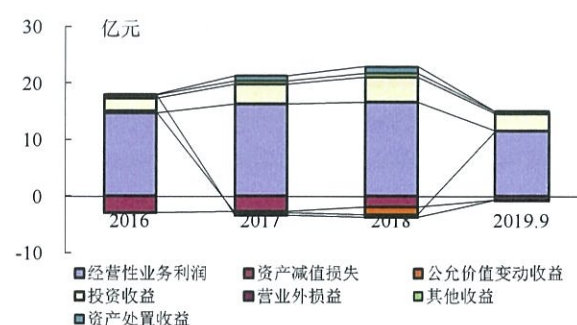
单位：亿元、%

	2016	2017	2018	2019.1~9
销售费用	20.24	11.58	7.33	5.54
管理费用	18.45	12.25	13.01	9.68
研发费用	-	9.56	8.33	3.89
财务费用	-0.36	0.31	0.28	0.70
期间费用合计	38.33	33.70	28.94	19.81
营业总收入	155.01	164.93	144.02	114.28
期间费用率	24.73	20.43	20.10	17.34

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

从利润总额来看，2016~2018 年，公司利润总额分别为 15.24 亿元、18.05 亿元和 19.37 亿元，且主要来源于经营性业务利润。同期，公司经营性业务利润分别为 14.75 亿元、16.99 亿元和 17.33 亿元。受益于持有较大规模的理财及处置长期股权投资，投资收益对利润起到较好的补充作用。2016~2018 年分别为 2.33 亿元、3.46 亿元和 4.41 亿元。此外，资产减值损失分别为 2.83 亿元、2.63 亿元和 1.77 亿元，公司 2018 年资产减值损失主要包括坏账损失 0.72 亿元、存货跌价损失 0.17 亿元和可供出售金融资产减值损失 0.78 亿元；2019 年 1~9 月，公司利润总额为 14.39 亿元，其中经营性业务利润为 11.87 亿元。

图 5：近年来公司利润总额构成分析



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

就公司本部的盈利能力而言，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司本部分别实现营业收入 18.11 亿元、23.02 亿元、16.08 亿元和 10.42 亿元，同期净利润分别为 0.39 亿元、2.36 亿元、2.96 亿元和

3.37 亿元,其中,公司本部取得投资收益分别为 0.76 亿元、2.88 亿元、3.45 亿元和 3.93 亿元,投资收益是本部盈利的主要来源。

总体来看,近年来公司传统业务板块收入继续保持稳健增长,受贸易及新业态业务影响,公司收入呈波动态势。利润总额以经营性业务利润为主,且整体盈利能力较强。

现金流

经营活动现金流方面,2016~2018 年,公司经营净现金流分别为 25.38 亿元、17.56 亿元和 19.73 亿元,近年来公司经营净现金流虽有所波动,但仍保持了较大规模净流入状态。2019 年 1~9 月,公司经营净现金流为 16.42 亿元。

投资活动现金流方面,2016~2018 年,公司投资净现金流分别为-12.08 亿元、-29.55 亿元和-20.66 亿元。公司近年来对外投资规模较大,投资活动现金流呈净流出态势。2019 年 1~9 月,受赎回大量理财产品影响,公司当期末投资活动净现金流为 6.90 亿元。

筹资活动现金流方面,2016~2018 年,公司筹资净现金流分别为-7.50 亿元、9.51 亿元和 15.94 亿元。2017 年以来,公司投资规模有所上升,但获现能力有所弱化,使得公司加大融资力度,带动筹资活动现金流由 2016 年的净流出态势转为净流入态势。2019 年 1~9 月,公司筹资活动净现金流为 15.52 亿元。

表 14: 近年来公司现金流情况(亿元)

	2016	2017	2018	2019.1~9
经营活动现金流入	426.33	193.27	184.52	145.02
经营活动现金流出	400.94	175.71	164.79	128.60
经营活动净现金流	25.38	17.56	19.73	16.42
投资活动现金流入	32.16	76.82	119.08	130.16
投资活动现金流出	44.24	106.37	139.74	123.27
投资活动净现金流	-12.08	-29.55	-20.66	6.90
筹资活动现金流入	16.51	36.25	49.39	58.60
其中: 吸收投资	0.05	0.15	0.19	0.12
借款	15.10	35.50	48.50	55.71

筹资活动现金流出	24.01	26.74	33.45	43.08
其中: 偿还债务	21.53	24.33	28.71	35.38
筹资活动净现金流	-7.50	9.51	15.94	15.52
现金及等价物净增加额	6.16	-3.21	15.43	38.94

资料来源: 公司财务报表

总体看,近年来,公司主营业务获现水平虽有所波动但仍保持在较好水平,但受投资活动现金流出量增加影响,公司加大了融资力度,带动筹资活动净现金流呈上升态势。

偿债能力

从现金流来看,近年来公司经营净现金流保持净流入态势,但受总债务规模持续增大影响,公司经营净现金流对债务本息的保障能力持续有所弱化,但仍处于较好水平。从 EBITDA 来看,2016~2018 年,公司 EBITDA 分别为 19.30 亿元、22.33 亿元和 23.59 亿元,呈逐年上升态势。从 EBITDA 对债务本息的保障来看,2016~2018 年公司 EBITDA 保持小幅增长态势,其对快速增长的债务本息的覆盖能力虽有弱化,但仍处于良好水平。

表 15: 近年来公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.1~9
短期债务(亿元)	12.21	27.00	39.72	59.67
总债务(亿元)	31.00	38.85	56.69	88.44
EBITDA(亿元)	19.30	22.33	23.59	-
资产负债率(%)	43.64	43.21	45.40	48.47
总资本化比率(%)	19.15	20.99	25.74	32.49
总债务/EBITDA(X)	1.61	1.74	2.40	-
经营活动净现金/总债务(X)	0.82	0.45	0.35	0.25*
EBITDA 利息倍数(X)	20.66	15.31	12.61	-
经营活动净现金利息倍数(X)	27.18	12.04	10.55	-

注: 由于缺少数据,2019 年 1~9 月部分指标无法计算;带*部分指标经年化处理。

资料来源: 公司定期报告,中诚信国际整理

从公司本部来看,2016~2018 年及 2019 年 1~9 月,公司本部分别实现经营活动净现金流 0.86 亿元、-3.60 亿元、0.48 亿元和-3.62 亿元,呈波动态势;同期,公司本部投资活动净现金流分别为 4.14 亿元、4.20 亿元、4.46 亿元和-5.62 亿元,筹资活动

净现金流分别为-5.25 亿元、0.27 亿元、-5.69 亿元和 9.38 亿元。

财务弹性方面，公司作为 2 家上市公司控股股东，直接融资渠道畅通，且与多家金融机构有良好合作关系。截至 2019 年 9 月末，公司共获得银行授信额度为 294.85 亿元，未使用授信额度为 240.30 亿元，备用流动性充足。

或有事项方面，截至 2019 年 9 月末，江西出版下属子公司华章置业对联营企业江西普瑞房地产开发有限公司提供 2.5 亿元担保。截至 2019 年 9 月末，公司下属子公司蓝海物流与福建龙岩贸易有限公司存在 1 笔涉案金额 8,166 万元的未决合同纠纷，除上述未决诉讼外，公司及下属子公司无涉案金额 5,000 万元以上重大未决诉讼。

受限资产方面，截至 2019 年 9 月末，公司受限资产合计金额 6.44 亿元，主要为下属子公司用于票据和信用证保证金 4.78 亿元及冻结存款 0.58 亿元、存单质押保证金 0.50 亿元及内保外贷受限货币资金 0.11 亿元；用于保理借款的应收账款 13.79 万元和用于抵押贷款的商业房产 0.42 亿元。

评级展望

总体来看，中诚信国际肯定了公司区域市场地位高、渠道优势突出、产业链完整、出版主业发展良好以及货币资金充裕、偿债能力极强及融资渠道通畅等正面因素对公司业务发展及信用水平的支撑。同时，中诚信国际也关注到公司新业态业务经营业绩有所下降、以及期间费用率高，挤占利润空间及未来投资规模较大等因素对公司整体经营及信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为江西省出版集团公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

结 论

综上，中诚信国际评定江西省出版集团公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“江西省出版集团公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于江西省出版集团公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

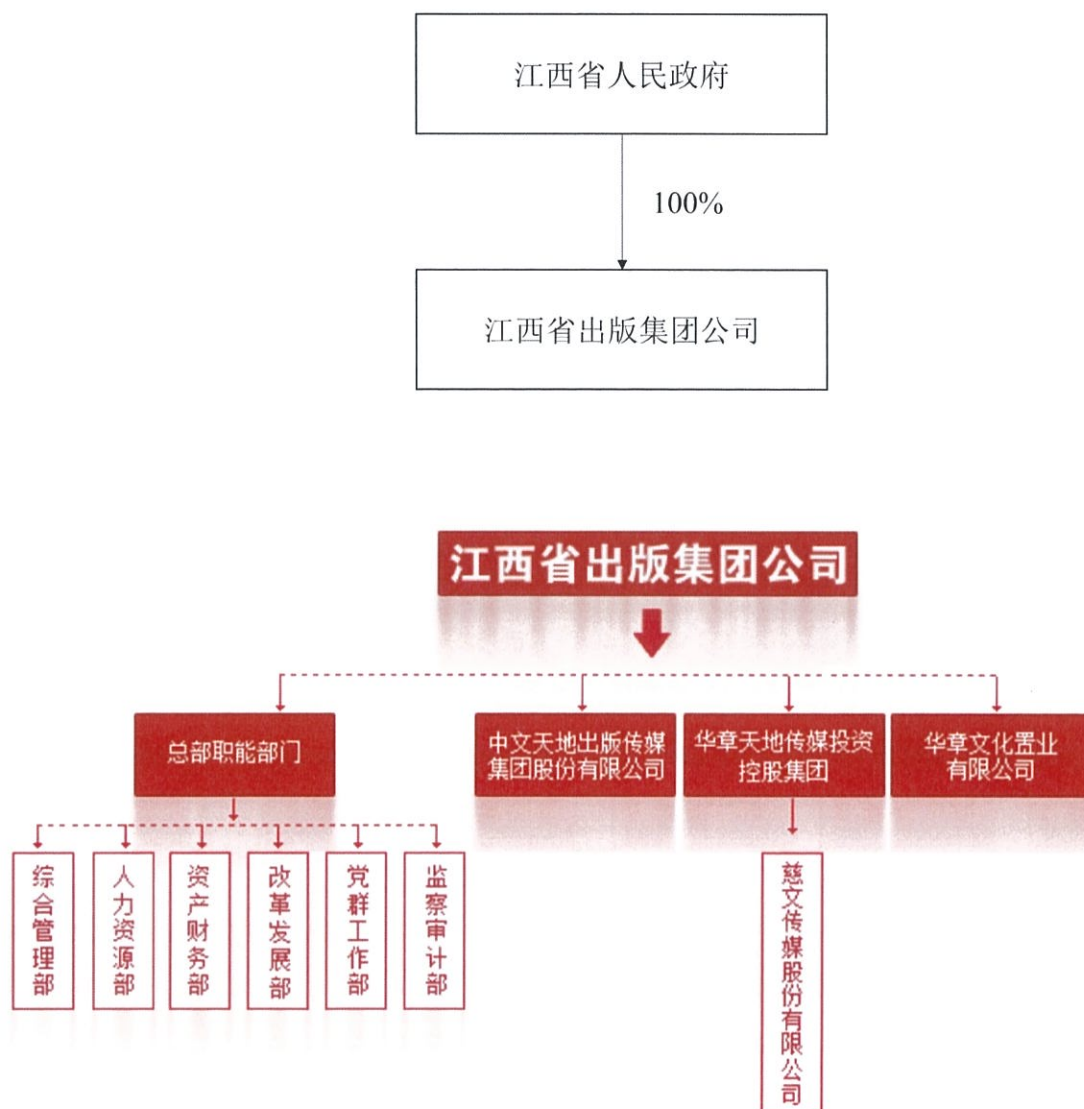
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 03 月 16 日

附一：江西省出版集团公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：江西省出版集团公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	664,899.41	641,197.90	798,483.68	1,171,420.72
应收账款净额	147,422.40	160,652.24	109,086.85	235,767.53
其他应收款	52,652.48	52,849.67	91,072.83	74,614.78
存货净额	155,491.58	145,266.01	232,397.94	308,449.40
长期投资	252,312.22	278,590.83	289,203.04	302,139.59
固定资产	123,319.98	137,877.79	138,929.38	139,840.94
在建工程	37,548.40	9,319.74	15,621.84	16,674.67
无形资产	108,890.31	108,156.72	125,633.01	118,975.33
总资产	2,321,688.45	2,575,969.08	2,996,209.63	3,566,533.98
其他应付款	105,865.94	80,027.41	76,405.24	60,418.18
短期债务	122,067.53	269,974.21	397,191.11	596,688.00
长期债务	187,955.78	118,559.97	169,729.61	287,679.61
总债务	310,023.31	388,534.17	566,920.72	884,367.61
净债务	-354,876.10	-252,663.73	-231,562.96	-287,053.11
总负债	1,013,210.10	1,113,098.11	1,360,229.20	1,728,796.65
费用化利息支出	9,339.10	14,584.00	18,708.68	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	1,308,478.35	1,462,870.97	1,635,980.44	1,837,737.34
营业总收入	1,550,057.67	1,649,277.00	1,440,205.30	1,142,788.75
经营性业务利润	147,465.04	169,856.37	173,265.96	118,704.54
投资收益	23,272.38	34,629.84	44,122.75	30,296.38
净利润	143,900.57	173,822.13	180,094.77	132,525.60
EBIT	161,753.55	195,127.92	212,413.77	--
EBITDA	192,974.02	223,323.45	235,859.18	--
经营活动产生现金净流量	253,824.64	175,629.27	197,313.55	164,188.44
投资活动产生现金净流量	-120,788.83	-295,533.15	-206,625.71	68,957.13
筹资活动产生现金净流量	-74,969.65	95,116.51	159,436.77	155,180.49
资本支出	29,054.64	24,371.17	34,536.89	22,171.88
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	34.64	30.71	32.38	27.86
期间费用率(%)	24.73	20.43	20.10	17.34
EBITDA 利润率(%)	12.45	13.54	16.38	--
总资产收益率(%)	7.09	7.97	7.62	--
净资产收益率(%)	11.35	12.54	11.62	10.17*
流动比率(X)	2.06	1.91	1.91	1.89
速动比率(X)	1.84	1.74	1.69	1.66
存货周转率(X)	6.50	7.60	5.16	4.06*
应收账款周转率(X)	8.65	10.71	10.68	8.84*
资产负债率(%)	43.64	43.21	45.40	48.47
总资本化比率(%)	19.15	20.99	25.74	32.49
短期债务/总债务(%)	39.37	69.49	70.06	67.47
经营活动净现金流/总债务(X)	0.82	0.45	0.35	0.25*
经营活动净现金流/短期债务(X)	2.08	0.65	0.50	0.37*
经营活动净现金流/利息支出(X)	27.18	12.04	10.55	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	75.41	39.00	27.10	17.28*
总债务/EBITDA(X)	1.61	1.74	2.40	--
EBITDA/短期债务(X)	1.58	0.83	0.59	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	20.66	15.31	12.61	--
EBIT 利息保障倍数(X)	17.32	13.38	11.35	--

注：公司所有财务报表均按新会计准则编制；2019 年三季度报未经审计；由于缺少相关数据，2019 年 1~9 月部分数据无法计算；中诚信国际将“衍生金融负债”、“其他流动负债”中的“超短期融资券”计入短期债务，将“长期应付款”中的“融资租赁固定资产”计入长期债务；加“*”指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物） =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	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+其他债务调整项
	总债务 =长期债务+短期债务
	净债务 =总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率 =营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率 =营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数 =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-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 =（营业总收入-营业成本）/营业总收入
	期间费用率 =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余） =利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率 =EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率 =净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率 =EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流 =经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出 =费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 =EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数 =EBIT/利息支出

注：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附四：信用等级的符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。

