

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（2020）

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 06 月 29 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。

■ 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.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 [2020]跟踪 1998 号

安徽新华发行（集团）控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“16 皖新 EB”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持安徽新华发行(集团)控股有限公司(以下简称“安徽新华发行”或“公司”)的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；维持“16皖新EB”的信用等级为AA⁺，公司以其持有的皖新传媒(601801.SH)股票进行质押担保。中诚信国际肯定了公司业务区域市场地位很高、主业图书销售收入较为稳定、区域内品牌地位和渠道优势突出和融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到中小学教材教辅政策发生变化、商品贸易业务后续经营变化以及公司未来面临一定的资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

安徽新华发行(合并口径)	2017	2018	2019	2020.3
总资产(亿元)	303.51	343.95	348.74	359.04
所有者权益合计(亿元)	122.66	129.31	135.25	136.95
总负债(亿元)	180.85	214.64	213.49	222.09
总债务(亿元)	82.01	88.01	68.72	73.22
营业总收入(亿元)	318.98	217.56	134.20	19.40
净利润(亿元)	11.58	9.93	5.59	1.69
EBIT(亿元)	14.27	12.54	8.19	--
EBITDA(亿元)	15.72	13.89	9.71	--
经营活动净现金流(亿元)	-11.06	28.11	17.68	-2.12
营业毛利率(%)	7.48	11.28	18.50	23.75
总资产收益率(%)	5.03	3.87	2.36	--
资产负债率(%)	59.59	62.40	61.22	61.86
总资本化比率(%)	40.07	40.50	33.69	34.84
总债务/EBITDA(X)	5.22	6.34	7.08	--
EBITDA利息保障倍数(X)	13.24	9.84	6.06	--

注：中诚信国际根据2017~2019年审计报告及2020年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **公司区域市场地位很高，主业图书销售收入较为稳定。**公司在安徽省中小学教材市场占有率100%，一般图书市场占有率约60%，区域市场地位很高；2019年教材和一般图书分别实现销售收入14.29亿元和29.26亿元，主业图书销售收入较为稳定。
- **区域内品牌地位和渠道优势突出。**公司“新华书店”品牌形象良好，同时拥有遍布安徽省16个地级市及其县、镇(乡)三级合计642个发行网点(含批发网点)，并配备完善的仓储物流体系，公司在安徽省内具有突出的品牌地位和渠道优势。

同行业比较

2019年部分出版发行企业主要指标对比表					
公司名称	资产总额(亿元)	所有者权益(亿元)	资产负债率(%)	营业总收入(亿元)	净利润(亿元)
山东出版	244.40	154.93	36.61	101.33	15.77
中文传媒	228.14	142.38	37.59	112.58	17.31
安徽出版	262.42	108.97	58.47	190.71	4.73
安徽新华发行	348.74	135.25	61.22	134.20	5.59

注：“山东出版”为“山东出版集团有限公司”简称；“中文传媒”为“中文天地出版传媒集团股份有限公司”简称；“安徽出版”为“安徽出版集团有限责任公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期
16皖新EB	AA ⁺	AA ⁺	25.00	25.00	2016/06/23~2021/06/23

- **融资渠道畅通。**截至2020年3月末，公司获得银行授信总额为60.44亿元，未使用额度为21.86亿元。公司下属子公司安徽新华传媒股份有限公司(以下简称“皖新传媒”，股票代码：601801)为A股上市公司，融资渠道较为畅通。

关注

- **中小学教材教辅政策发生变化。**若未来教材出版政策发生变化或教材出版发行市场化程度进一步提高导致市场竞争加剧，公司在一定程度上存在产品价格变化、利润空间被压缩的风险，将对其业绩带来一定的不确定性。
- **商品贸易业务后续经营变化情况。**2019年，公司继续缩减部分贸易业务，使得营业总收入规模大幅下降，中诚信国际将持续关注公司商品贸易业务后续经营变化情况。
- **公司未来面临一定的资本支出压力。**公司房地产业务转型后，将加速存量项目的开发，未来，公司房地产业务仍需投资80.35亿元。此外，公司房地产业务主要分布在安徽省下属县市，面临一定的资本支出压力和去化压力。

评级展望

中诚信国际认为，安徽新华发行(集团)控股有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司盈利能力持续显著增强；资本实力大幅提升。
- **可能触发评级下调因素。**公司债务规模进一步上升，偿债水平大幅弱化，流动性压力大幅上升。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“16 皖新 EB”发行金额 25.00 亿元，根据公司 2020 年 4 月 29 日发布的《安徽新华发行（集团）控股有限公司公司债券年度报告（2019 年）》，“16 皖新 EB”的募集资金已按照约定用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将

限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年，公司继续在区域市场保持了较高的市场占有率，图书销售主业稳步发展

公司主业为教材、一般图书和音像制品的发行业务，截至 2019 年末，公司已经建立了遍布安徽省 16 个地级市及其县、镇（乡）的三级分销网络体系。公司长期承担安徽省教材发行工作¹，2019 年，公司图书销售主业平稳发展，教材销售业务收入同比增加 2.44% 至 14.29 亿元，一般图书及音像制品销售收入为 29.26 亿元。

表 1：截至 2019 年末公司营销网络分布（家）

指标	市	县	县以下	合计
自有物业	72	132	233	437
租赁物业	99	45	1	145
联营物业	32	11	17	60
合计	203	188	251	642
零售网点的营业面积在 1000 平方米以上				72
零售网点的营业面积在 500~1000 平方米				78
零售网点的营业面积在 100~500 平方米以上				315
零售网点的营业面积在 100 平方米以下				177

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：近年来公司主要贸易品种实现营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

名称	2017		2018		2019		2020.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
国内贸易	66.04	1.26	52.11	0.61	12.31	1.55	0.05	13.67

¹ 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合同》，全省中小学教材全部品种的总发行

具体来看，教材销售方面，2019 年公司通过开展地方教材、二类教材及职教教材的销售方式，克服了学生数量下降及政策环境变化等因素，公司当年实现图书教材销售量 1.52 亿册，同比小幅增长 2.10%，带动公司教材销售收入有所增长。此外，公司积极提升教辅市场占有率，目前在安徽省中小学教辅发行市场的占有率约为 45%。一般图书销售方面，公司在安徽省一般图书市场占有率约 60%。受公司加大图书卖场营销力度以及产品线重新划分等因素影响，2019 年公司实现一般图书及音像制品销售量 1.92 亿册，同比增长 1.23%，使得一般图书与音像制品销售收入小幅增长。教育装备及多媒体业务方面，因中标项目金额减少，该板块 2019 年实现收入 7.72 亿元，同比减少 38.29%。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司教材教辅和一般图书销售分别实现收入 5.25 亿元和 5.75 亿元，同比分别下降 4.07% 和 26.22%。

中诚信国际认为，凭借在安徽省内发行领域的市场地位和省内突出的渠道优势，2019 年以来，公司在安徽省发行市场占有率保持在很高水平，教材、一般图书及音像制品销售业务稳步发展。

2019 年以来，公司继续缩减商品贸易业务规模，贸易业务收入大幅下降

公司商品销售主要下属子公司安徽新龙图贸易进出口有限公司（以下简称“新龙图”）负责经营，包括国内贸易、进出口贸易和转口贸易。2019 年以来，为聚焦主业，控制经营风险，公司继续缩减毛利率较低的商品贸易业务规模，当年商品贸易业务实现营业收入 33.83 亿元，同比大幅下降 69.51%。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司商品贸易业务收入进一步下降。

权中标至 2021 年。

进出口贸易	3.14	4.50	3.57	4.73	4.28	5.14	0.70	2.07
转口贸易	141.32	0.10	42.69	0.05	8.10	0.00	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从贸易品种来看，公司国内贸易业务主要为煤炭贸易；进出口贸易主要包括乳制品原材料进口、文化产品进出口等；转口贸易主要以有色金属为主。销售方面，2019年公司前五大客户销售额为19.45亿元，占销售总额的比重为57.49%，同比上升2.10个百分点，客户集中度进一步上升。

表 3：公司 2019 年商品贸易业务前五大客户（亿元、%）

客户名称	销售金额	占比	贸易类型
客户一	8.10	23.94	转口贸易
客户二	3.26	9.64	国内贸易
客户三	2.98	8.81	国内贸易
客户四	2.61	7.72	国内贸易
客户五	2.50	7.39	国内贸易
合计	19.45	57.49	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019年以来公司继续缩减商品贸易业务规模，商品贸易业务收入大幅下降。未来，公司将进一步聚焦主业，中诚信国际将持续关注贸易业务后续变化情况。

公司房地产在建项目投资规模较大且多数集中在安徽下辖县市，公司存在一定的资金压力和去库存压力

2019年以来，公司为聚焦发行主业，控制经营风险，公司大幅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。2019年，

公司房地产推盘较少，销售面积和销售金额同比均有所下降，当期公司实现房地产销售收入22.95亿元，受当期结转项目较少影响，同比下降16.33%。截至2019年末公司在建面积224.60万平方米，近年来公司在建面积规模持续增长，较大规模的在建项目意味着一定的建设资金支出压力。

表 4：近年来公司房地产项目情况（万平方米）

	2017	2018	2019	2020.1~3
新开工面积	74.43	144.00	57.39	8.13
竣工面积	97.30	85.12	45.46	1.28
在建面积	134.56	212.67	224.60	231.45
销售面积	32.65	89.81	49.02	18.98
销售金额	27.94	64.58	45.65	16.29
结转面积	43.43	40.42	31.43	0.86
结转金额（亿元）	35.50	27.41	25.67	0.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司主要在建项目全部围绕房地产业务展开，截至2020年3月末，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。截至2020年3月末，公司自营项目预计总投资325.68亿元，未来还需投资80.35亿元，面临一定的资本支出压力。此外，中诚信国际关注到，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，中诚信国际将持续关注公司房地产项目投资对公司资金占用及债务规模的影响。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资金额	截至 2020 年 3 月末已投资金额	未来投资计划		
			2020.4~12	2021	2022
阜阳皖新文化广场	14.73	13.82	0.91	--	--
合肥皖新文化创新广场	36.39	26.93	4.56	4.90	--
华仑国际（芜湖）文化广场	45.00	44.72	0.28	--	--
亳州翡翠庄园伊顿庄园	44.48	36.13	1.75	2.30	1.19
肥东皖新翡翠庄园	20.85	15.83	1.70	2.00	1.32
高朗朗诗麓院	22.45	14.86	1.84	3.30	2.45
蒙城南府北苑西园	31.49	22.38	3.53	4.46	1.12
利辛皖新文化广场	8.72	4.67	3.00	1.05	--
芜湖熙华府	6.11	5.25	0.66	0.20	--
滁州翡翠庄园	11.04	8.95	1.85	0.20	--

临泉皖新欧帆文化广场	14.50	10.25	3.02	1.00	0.23
阜阳皖新国玺	15.82	15.32	0.50	--	--
芜湖万江皖新春江明月	51.89	24.01	6.82	10.60	10.46
重庆皖新大厦	2.21	2.21	--	--	--
自营项目合计	325.68	245.33	30.42	30.01	16.77
四牌楼联合大厦项目	5.40	3.50	0.66	--	--
皖南物流园项目（一期）	1.70	0.90	0.30	0.30	0.20
皖新皖北物流园项目	6.00	0.68	0.90	0.80	--
肥西物流园项目	6.69	2.30	1.00	1.50	1.89
黄山阅生活文化综合体项目	0.85	0.85	--	--	--
代建项目合计	20.64	8.23	2.86	2.60	2.09
总计	346.32	253.56	33.28	32.61	18.86

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于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 2017~2019 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，所有财务数据均采用公司合并口径数据，财务数据均为财务报告期末数。

受益于公司大幅缩减毛利率水平较低的商品贸易规模以及图书销售业务的稳步发展，2019 年盈利水平有所上升；受公司当年固定资产处置收益减少影响，净利润水平有所下降

收入方面，受公司主动缩减贸易业务规模影响，2019 年公司营业总收入同比大幅减少。

毛利率方面，分业务板块来看，教材销售和一般图书与音像制品销售板块毛利率一直保持在较高水平。公司大幅缩减了毛利率水平很低的转口贸易业务和国内贸易业务，2019 年商品贸易业务毛利率有所提升，并带动 2019 年公司营业毛利率同比大幅上升。

表 6：近年来公司主要板块收入及毛利率构成

收入（亿元）	2017	2018	2019	2020.1~3
教材销售	13.98	13.95	14.29	5.25
一般图书与音像制品销售	28.72	29.06	29.26	5.75
房地产销售	35.51	27.43	22.95	0.59
教育装备及多媒体业务	11.40	12.51	7.72	1.66

物业管理	0.03	0.22	0.32	0.09
酒店业务	0.21	0.38	0.64	0.07
广告及游戏业务	2.64	2.52	1.42	0.28
出版、设计服务	0.73	0.71	0.64	0.03
供应链及物流业务	6.16	15.81	18.32	3.14
商品贸易	216.60	110.95	33.83	2.08
营业总收入	318.98	217.56	134.20	19.40
毛利率（%）	2017	2018	2019	2020.1~3
教材销售	24.08	22.04	23.07	23.41
一般图书与音像制品销售	32.97	36.56	37.41	37.94
房地产销售	17.65	20.45	22.80	15.48
教育装备及多媒体业务	5.07	7.91	10.93	15.50
物业管理	-967.68	-12.49	-9.42	-17.60
酒店业务	92.11	82.98	84.45	63.74
广告及游戏业务	3.82	4.88	27.33	42.13
出版、设计服务	58.96	42.14	49.13	-12.00
供应链及物流业务	3.75	2.67	2.29	3.41
商品贸易	0.89	1.49	3.82	14.90
营业毛利率	7.48	11.28	18.50	23.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2019 年期间费用合计较上年小幅增加，受营业收入规模下降影响，期间费用率同比增加 4.32 个百分点。从构成来看，公司期间费用以销售费用和管理费用为主，其中 2019 年受运杂费和职工薪酬支出增加影响，销售费用较上年有所增加；得益于充裕的货币资金和积极的投资理财活动，公司财务费用保持较低水平。

从利润构成来看，受益于公司大幅缩减毛利率水平较低的商品贸易规模以及图书销售业务的稳步发展，2019 年公司经营性业务利润有所增加。

2019 年公司资产减值损失为 0.28 亿元，信用减值损失为 2.15 亿元，主要为公司对卡得万利商业保理有限公司等理财产品计提坏账准备 1.84 亿元²。此外，2018 年子公司皖新传媒创新型项目产生的固定资产处置收益较大，2019 年无此事项，使得公司 2019 年利润总额同比有所下降。投资收益对公司利润总额形成一定补充，2019 年公司投资收益主要来自公司使用自有资金购买理财产品收益、交易性金融资产和债权投资持有期产生的收益。

盈利指标方面，2019 年受营业收入规模下降影响，EBITDA 利润率有所上升，公司总资产的上升及净利润的下滑导致总资产收益率有所下降。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司发行网点暂停营业导致营业收入大幅减少，固定成本支出较为刚性，外加期间费用对利润总额的侵蚀，2020 年一季度盈利能力有所下滑，中诚信国际将持续关注新冠肺炎疫情对公司盈利能力带来的影响。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	7.35	8.14	8.90	1.37
管理费用（含研发费用）	6.11	6.73	6.44	1.36
财务费用	-0.23	-0.07	-0.42	-0.32
期间费用合计	13.24	14.80	14.93	2.42
期间费用率（%）	4.15	6.80	11.12	12.48
经营性业务利润	7.77	7.59	8.17	2.10
资产减值损失	1.23	2.91	2.43	0.51
投资收益	2.04	1.98	1.14	0.13
资产处置收益	4.17	4.53	-0.20	-0.02
利润总额	13.08	11.13	6.59	1.77
EBITDA 利润率（%）	4.93	6.38	7.23	--
总资产收益率（%）	5.03	3.87	2.36	--

注：资产减值损失包含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年，公司偿还较多债务使得债务规模有所下降，受益于此，公司资产负债率和总资本化比率均有所下降

2019 年，随着公司收缩商品贸易及房地产业务规模并聚焦主业，公司总资产增长有所放缓。公司资产以流动资产为主，主要包括货币资金和存货。

² 公司子公司皖新传媒使用自有资金投资理财理财产品，于 2018 年 12 月 31 日前分批向卡得万利商业保理有限公司买入金额合计 2.8 亿元的保理资

因公司使用自有资金购买理财产品，2019 年末货币资金较上年末有所减少；公司存货主要为自营房地产业务的开发成本，2019 年末随房地产业务的结转而小幅减少。

公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资和投资性房地产构成。2019 年末公司长期应收款大幅增加主要系子公司安徽皖新融资租赁有限公司（以下简称“皖新租赁”）扩大融资租赁规模所致。2019 年末公司长期股权投资增加主要为公司追加投资的文化教育类公司股权。公司投资性房地产主要为皖新文化产业投资（集团）有限公司自持物业，因当期在建项目结转规模扩大，2019 年末投资性房地产有所增加。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	68.71	96.81	85.56	83.17
存货	120.97	136.49	133.51	131.48
流动资产	250.63	285.56	271.37	277.96
长期应收款	8.09	2.60	12.61	15.89
长期股权投资	9.93	14.10	17.89	17.89
投资性房地产	8.15	7.99	15.05	15.02
非流动资产	52.88	58.40	77.37	81.07
总资产	303.51	343.95	348.74	359.04

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债以流动负债为主，2019 年末公司流动负债占总负债的比重为 73.95%。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，2019 年末公司归还部分银行借款，短期借款规模较 2018 年末减少 50.90%。受公司压缩房地产业务规模影响，2019 年末未结算工程款有所减少使得应付账款规模有所减少。受房地产推盘节奏的影响，2019 年末公司预收账款快速增加至 75.20 亿元；同时公司减少资金拆借，2019 年末公司其他应付款规模有所下降，主要为皖新文化产业投资（集团）有限公司应付其他股东借款。公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券，公司调整债务结构使得 2019 年末长期借款及应付债券规模均有所上升。

有息债务方面，公司以长期债务为主，2019 年

产及权益，部分产品出现逾期兑付情形，公司针对未到期的理财产品计提信用减值损失。

末长期债务占总债务的比重为 76.31%。

所有者权益方面，2019 年末公司所有者权益随利润的积累而有所增加。杠杆比率方面，公司 2019 年偿还较多借款，使得资产负债率及总资本化比率均有所下降。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，为满足公司营运需求，公司新增借款，使得公司总资产及总负债均有所增长，财务杠杆小幅上升。

表 9：近年来公司主要负债及权益情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	19.48	24.96	12.26	16.61
应付账款	23.80	33.74	31.98	28.97
预收款项	32.70	51.99	75.20	83.98
其他应付款	33.03	31.53	27.15	26.54
长期借款	24.78	12.83	18.27	19.32
应付债券	33.19	33.68	34.17	34.17
总负债	180.85	214.64	213.49	222.09
长期债务	57.97	46.51	52.44	53.49
总债务	82.01	88.01	68.72	73.22
未分配利润	43.96	49.65	54.52	55.60
所有者权益合计	122.66	129.31	135.25	136.95
资产负债率	59.59	62.40	61.22	61.86
总资本化比率	40.07	40.50	33.69	34.84

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年，受公司经营获现能力趋弱且盈利水平下降影响，相关偿债能力指标有所弱化；公司货币资金保有量较好，为公司债务偿还提供支撑

经营活动方面，2019 年公司经营活动净现金流净流入规模随皖新租赁投放融资款规模的增加而有所减少。投资活动方面，2019 年，公司投资收到的往来款和赎回理财减少使得当期投资活动净现金流转为净流出态势。筹资活动方面，受公司加大债务偿还力度影响，2019 年筹资活动净现金流净流出规模有所增加。

从偿债能力指标来看，2019 年公司经营获现能力有所下降，经营活动净现金流相关偿债指标有所弱化；受公司利润总额下降影响，公司 EBITDA 相关偿债指标有所下降。公司货币资金保有量较好，为公司债务偿还提供支撑。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	-11.06	28.11	17.68	-2.12
投资活动净现金流	-4.49	12.20	-30.19	-5.37
筹资活动净现金流	2.97	-12.89	-28.39	4.04
经营活动净现金流/总债务	-0.13	0.32	0.26	-0.12*
经营活动净现金流/利息支出	-9.32	19.93	11.03	--
总债务/EBITDA	5.22	6.34	7.08	--
EBITDA 利息保障倍数	13.24	9.84	6.06	--
货币资金/短期债务	2.86	2.33	5.26	4.22

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司受限资产规模较小，无对外担保和重大未决诉讼事项

或有事项方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保。未决诉讼方面，截至 2020 年 3 月末，公司及其合并范围内子公司未决诉讼 8 起，未决诉讼金额约 7.60 亿元，对公司整体财务状况、经营成果、业绩活动等无实质性不利影响。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产总额为 21.62 亿元，主要为用于银行抵押借款的投资性房地产及房地产开发成本，占公司总资产比重为 6.20%，受限资产占总资产的比重较小。

银行授信方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行授信总额为 60.44 亿元，尚未使用额度为 21.86 亿元，备用流动性尚可。此外，公司下属子公司皖新传媒作为国内 A 股上市公司，直接融资渠道较为畅通。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至 2020 年 3 月末，公司在公开市场无信用违约记录。根据企业提供的企业信用报告，截至 2020 年 5 月 8 日，公司本部借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

公司在安徽省及全国出版物发行行业具有较强的规模优势，同时公司享受的税收优惠政策为公司发展提供有力支撑

从全国范围来看，公司在我国出版物发行企业中总体经济规模较大，近年来一直排名位居前列；

此外，公司先后多次入围“全国文化企业 30 强”。公司在全国文化企业中具有较强的规模优势，在安徽省内具有突出的渠道优势，区域市场占有率较高。依据财政部、国家税务总局《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》（财税[2018]53 号），图书批发、零售环节自 2018 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日免征增值税，税收优惠政策为公司的发展提供了有力支撑。

担保及信托财产情况

公司以其持有并用于交换的皖新传媒 A 股股票及其孳息作为本期债券的担保和信托财产并办理担保及信托登记，以保障本期债券持有人交换标的股票和本期债券本息按照约定如期足额兑付。

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。截至 2020 年 3 月末，皖新传媒总股本为 1,989,204,737 股，总市值³为 94.29 亿元，其中安徽新华发行持有皖新传媒 1,092,968,865 股，占总股本的 54.95%，是皖新传媒的控股股东。

截至 2020 年 3 月 31 日，新华集团-国泰君安-16 皖新 EB 担保及信托财产专户持有皖新传媒 A 股股票 310,000,000 股，持股比例为 15.58%，持股市值为 14.69 亿元，覆盖发行规模倍数为 0.59 倍，不足以为本次债券足额兑付提供全额保障。若未来股价持续下行，且安徽新华发行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，安徽新华发行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转股的可交换债，中诚信国际对此保持关注。

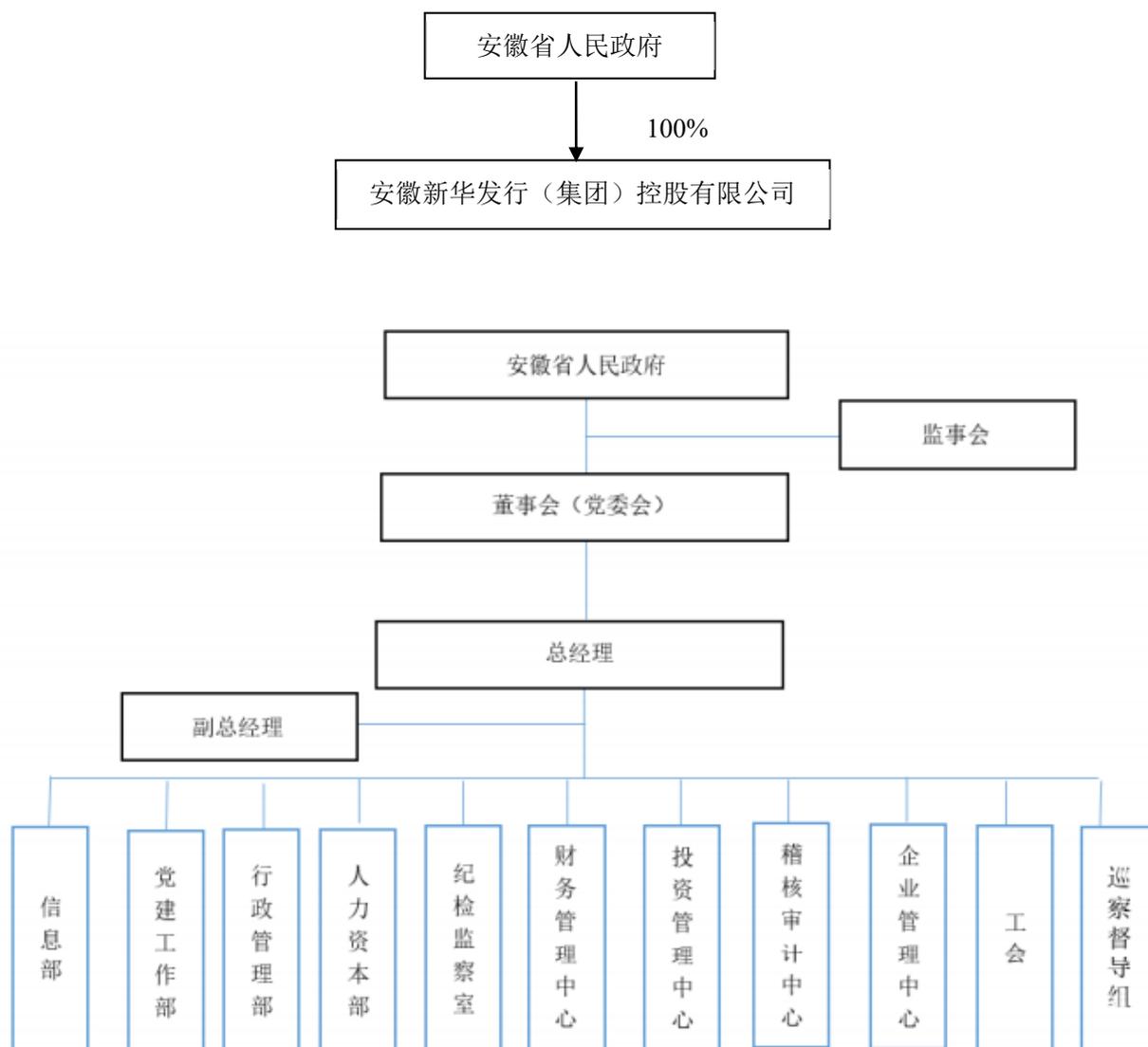
评级结论

综上所述，中诚信国际维持安徽新华发行（集团）控股有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“16 皖新 EB”的信用等级为 **AA⁺**。

³2020 年 3 月 31 日皖新传媒不复权收盘价为 4.74 元/股，依据此收盘价

计算市值。

附一：安徽新华发行(集团)控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：安徽新华发行(集团)控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	687,075.82	968,062.76	855,642.19	831,704.06
应收账款净额	80,283.44	113,639.03	102,165.63	188,948.20
其他应收款	76,716.76	86,277.02	92,740.78	108,920.27
存货净额	1,209,699.24	1,364,886.28	1,335,113.93	1,314,764.44
长期投资	202,650.72	243,800.92	261,777.43	264,792.49
固定资产	43,298.98	53,037.05	49,876.54	48,938.49
在建工程	46,142.69	108,255.12	114,087.35	116,152.11
无形资产	31,816.58	29,862.59	29,002.50	28,647.92
总资产	3,035,097.51	3,439,538.91	3,487,400.43	3,590,369.09
其他应付款	330,338.05	315,304.28	271,455.69	265,411.72
短期债务	240,405.30	415,052.36	162,771.32	197,250.00
长期债务	579,666.99	465,076.83	524,395.44	534,947.45
总债务	820,072.29	880,129.20	687,166.76	732,197.45
净债务	132,996.47	-87,933.56	-168,475.43	-99,506.61
总负债	1,808,523.64	2,146,422.85	2,134,872.58	2,220,906.77
费用化利息支出	11,873.98	14,107.17	16,031.17	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	1,226,573.87	1,293,116.07	1,352,527.84	1,369,462.32
营业总收入	3,189,837.90	2,175,632.15	1,341,994.34	194,038.77
经营性业务利润	77,737.39	75,908.97	81,652.85	20,984.35
投资收益	20,395.29	19,829.48	11,353.56	1,256.39
净利润	115,839.48	99,348.36	55,921.26	16,870.24
EBIT	142,712.11	125,404.14	81,900.18	--
EBITDA	157,247.23	138,867.03	97,085.79	--
经营活动产生现金净流量	-110,620.43	281,125.34	176,769.66	-21,209.98
投资活动产生现金净流量	-44,863.09	122,007.33	-301,920.87	-53,747.02
筹资活动产生现金净流量	29,724.62	-128,928.92	-283,888.66	40,372.23
资本支出	27,897.11	33,628.60	14,893.88	2,479.85
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	7.48	11.28	18.50	23.75
期间费用率(%)	4.15	6.80	11.12	12.48
EBITDA 利润率(%)	4.93	6.38	7.23	--
总资产收益率(%)	5.03	3.87	2.36	--
净资产收益率(%)	10.10	7.89	4.23	4.96*
流动比率(X)	2.08	1.73	1.72	1.69
速动比率(X)	1.08	0.90	0.87	0.89
存货周转率(X)	2.85	1.50	0.81	0.45*
应收账款周转率(X)	46.77	22.44	12.44	5.33*
资产负债率(%)	59.59	62.40	61.22	61.86
总资本化比率(%)	40.07	40.50	33.69	34.84
短期债务/总债务(%)	29.32	47.16	23.69	26.94
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.13	0.32	0.26	-0.12*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.46	0.68	1.09	-0.43*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-9.32	19.93	11.03	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-19.77	26.71	19.68	--
总债务/EBITDA(X)	5.22	6.34	7.08	--
EBITDA/短期债务(X)	0.65	0.33	0.60	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	13.24	9.84	6.06	--
EBIT 利息保障倍数(X)	12.02	8.89	5.11	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、将研发费用计入管理费用；3、由于缺少部分数据，2020 年一季度部分指标无法计算；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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(含少数股东权益))
	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
经营效率	应收账款周转率	营业总收入/应收账款平均净额
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	应收账款平均净额×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/年采购成本
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	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
	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-营业税金及附加-期间费用+其他收益
	净资产收益率/净资产回报率	EBIT/净资产平均余额
	EBIT利润率	EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	EBITDA/当年营业总收入	
现金流	RCF	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
	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)
	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
	经调整的经营净现金流	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
偿债能力	EBIT利息覆盖倍数	EBIT/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA利息覆盖倍数	EBITDA/(费用化利息支出+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

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。