

# 江西省出版集团公司 2020 年公开发行公司债券 (第一期) 跟踪评级报告

---

项目负责人：王 鹏 [pwang@ccxi.com.cn](mailto:pwang@ccxi.com.cn)

项目组成员：田梓慧 [zhtian@ccxi.com.cn](mailto:zhtian@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 07 月 24 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 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](http://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评级结果维持、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 2840 号

## 江西省出版集团公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 赣版 01”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

二零二零年七月二十四日

**评级观点：**中诚信国际维持江西省出版集团公司（以下简称“江西出版”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 赣版 01”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了跟踪期内公司较高的区域市场地位及突出的渠道优势、净利润及获现水平均有所提升、维持了极强的偿债能力以及畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司新业态业务收入水平逐年下降、债务结构有待优化及未来投资规模较大等因素对公司经营和信用水平造成的影响。

#### 概况数据

江西出版（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	257.60	299.62	327.44	353.46
所有者权益合计（亿元）	146.29	163.60	183.36	186.70
总负债（亿元）	111.31	136.02	144.08	166.76
总债务（亿元）	38.85	56.69	64.79	85.86
营业总收入（亿元）	164.93	144.02	145.58	29.13
净利润（亿元）	17.38	18.01	19.12	3.35
EBIT（亿元）	19.51	21.24	23.10	--
EBITDA（亿元）	22.33	23.59	25.76	--
经营活动净现金流（亿元）	17.56	19.73	23.12	-1.98
营业毛利率(%)	30.71	32.38	30.70	30.76
总资产收益率(%)	7.97	7.62	7.37	--
资产负债率(%)	43.21	45.40	44.00	47.18
总资本化比率(%)	20.99	25.74	26.11	31.50
总债务/EBITDA(X)	1.74	2.40	2.51	--
EBITDA 利息倍数(X)	15.31	12.61	8.41	--

注：中诚信国际根据 2017 年~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

■ **较高的区域市场地位及突出的渠道优势。**江西出版是江西省唯一国有控股的大型出版集团，其中中小学教材教辅业务在江西省市场占主导地位。同时，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，市场地位和渠道优势突出。

■ **净利润及获现水平均有所提升。**跟踪期内，公司主营业务发展态势良好，同时公司加强了费用管控能力，带动净利润及获现水平均有所提升。

■ **维持了极强的偿债能力。**得益于较强的盈利和获现能力，以及

#### 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
江西出版	327.44	183.36	44.00	145.58	19.12

注：“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

#### 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
20 赣版 01	AAA	AAA	20.00	20.00	2020/04/20~2027/04/20（5+2）

注：“20 赣版 01”在存续期第 5 年末附设公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

较小的债务规模，公司货币资金可以完全覆盖总债务，维持了极强的偿债能力。

■ **畅通的融资渠道。**截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行综合授信额度 248.99 亿元，其中未使用授信额度为 202.63 亿元，具备充足的备用流动性。此外，公司子公司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）为 A 股上市公司，具有很强的直接融资能力。

#### 关 注

■ **新业态业务收入逐年下降。**公司新业态业务主要收入依赖自主研发游戏《COK：列王的纷争》，近年来随着该游戏进入成熟期，公司新业态业务收入逐年下降。中诚信国际将对公司未来自主研发游戏开发及运营情况保持关注。

■ **债务规模上升较快且债务结构有待优化。**跟踪期内，公司债务规模快速上升。此外，截至 2020 年 3 月末，公司短期债务占总债务的比重升至 74.00%，债务结构有待优化。

■ **未来投资规模较大。**截至 2020 年 3 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。

## 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

2020年4月，江西省出版集团公司公开发行公司债券（第一期）（债券简称：20赣版01、债券期限：7年（5+2）、票面利率：3.40%）募集资金总额20亿元。本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还有息债务。截至目前，募集资金全部用于偿还有息债务，以上资金已全部使用完毕。

## 宏观经济与政策环境

**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。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

### 跟踪期内，公司进一步加大市场开拓力度，出版及发行业务的规模及收入均保持了增长

公司主业为教材教辅和一般图书的出版及发行业务，完整的产业链条为公司经营奠定了良好基础。

自版教材出版方面，公司是国家重要的教材教辅出版基地之一，主要负责编辑出版与中小学、大中专教学配套的教学辅助材料，目前教辅出版已经基本市场化。2019 年，公司进一步加大市场开拓力度，充分发挥省内渠道优势，自版教材教辅实现销售码洋 16.19 亿元，同比上升 14.25%。租型教材方面，公司拥有人民教育出版社、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出版社在江西省的独家代理权。2019 年，受益于市场开拓力度的加大，公司租型教材教辅实现销售码洋 10.03 亿元，同比上升 5.08%。

公司一般图书和电子音像出版涉及到文学、艺术、科技、少儿读物等多个大类。2019 年，公司下属的二十一世纪出版社、江西美术出版社及红星电子音像出版社的总体经济规模均位列全国地方同类出版社第一名。当期，公司加大一般图书电商销售力度，实现一般图书销售码洋 36.16 亿元，同比

增长 13.71%。

表 1：近年来公司图书出版情况(种、亿册、亿元)

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
图书出版品种	14,084	16,345	15,344	2,606
其中：新版图书	5,680	6,010	5,448	925
再版图书	8,404	10,335	9,896	1,681
重版率(%)	59.67	63.23	64.07	64.50
出版总量	2.29	2.99	2.94	0.64
销售码洋	36.48	45.45	56.57	10.30

资料来源：公司提供

公司发行业务由子公司江西新华发行集团有限公司（以下简称“新华发行集团”）负责。2019 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。当期，公司发行业务教材教辅销售码洋 19.00 亿元，同比增加 1.50%；一般图书销售码洋 29.90 亿元，同比增加 19.07%。

表 2：近年来公司图书销量和销售收入情况

	(亿册、亿元)			
指标	2017	2018	2019	2020.1~3
图书销售量	3.51	4.20	4.47	0.89
其中：一般图书	1.46	1.85	2.37	0.31
教材教辅	2.02	2.32	2.10	0.58
图书销售收入	38.37	41.42	44.05	9.57
其中：一般图书	20.40	22.71	17.98	4.62
教材教辅	16.29	17.33	26.07	4.95

资料来源：公司提供

印刷业务方面，公司的印刷包装业务经营主体为江西新华印刷集团有限公司，主要经营范围为图书包装印刷和商业印刷业务，其中公司内部业务占比为 30% 左右。2019 年，公司印刷包装业务收入为 3.11 亿元，整体规模较小。

表 3：公司近年来印刷包装业务产量情况

	(万色令、万册)			
指标	2017	2018	2019	2020.1~3
印刷量	416	482	581	242
装订	6,795	8,601	13,576	5,634

资料来源：公司提供

在仓储物流方面，公司下属子公司蓝海物流科技有限公司是全国同业中三方物流规模最大的企业，其主要客户包括沃尔玛、加多宝、海尔、麦德龙、江中制药、国美电器等大型企业。2019 年公司

物流业务实现收入 2.03 亿元，规模较小。未来，随着现代出版物流港等基地的建设完工，公司物流网络布局将进一步完善。

中诚信国际认为，公司拥有覆盖江西全省的出版物发行渠道和物流体系，教材教辅业务市场稳定。跟踪期内，公司进一步加大市场开拓力度，出版及发行业务的规模及收入均保持了增长。

### 跟踪期内，受主要游戏产品陆续进入成熟期影响，公司新业态业务收入进一步下降，中诚信国际将持续关注公司游戏业务的稳定性

公司新业态业务包括互联网增值业务、艺术品经营、影视投资和新媒体等业务，其收入主要来自于 2015 年 1 月中文传媒收购的游戏公司智明星通。智明星通为新三板挂牌公司<sup>1</sup>，2019 年位居 ios&Google 中国游戏海外收入榜第 8 名。

自研游戏方面，智明星通专注于 SLG 类型游戏。2019 年，公司全球主打游戏《Clash of Kings》（《COK：列王的纷争》）实现营业收入 11.86 亿元，月均流水人民币 1.10 亿元，同比均大幅下降。该款游戏已运营近六年，目前处于成熟期，游戏流水和公司投入的营销费用均呈逐年下降态势。同时，受市场竞争加剧影响，同期智明星通自主研发与发行的游戏《COQ：女王的纷争》和《AOK：帝国时代》的营业收入同比均有所下降。此外，智明星通自研的末日题材 SLG 类新品《Game of Survival》已于 2019 年底开启测试，将于 2020 年择期正式上线。

代理游戏方面，智明星通积极顺应市场变化，凭借完善的海外发行渠道布局女性向、二次元等热门领域；公司在境外代理运营的一款换装养成游戏《Love Nikki》（《奇迹暖暖》）于 2017 年第二季度上线以来，受到女性玩家喜爱，2019 年实现营业收入 3.68 亿元。同期《奇迹暖暖》与芭比及初音未来进行了 IP 联动合作，表现优异。

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》。与世界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。

表 4：公司游戏业务收入情况（亿元）

游戏名称	模式	2017	2018	2019	2020.1~3
列王的纷争	自营	29.12	20.23	11.86	2.54
奇迹暖暖	代理	0.77	4.67	3.68	0.64
魔法英雄	代理	2.82	1.67	1.50	0.24
女王的纷争	自营	2.25	1.02	0.60	0.12
帝国战争	自营	2.33	0.79	0.34	0.06
乱世王者	授权开发	0.63	0.91	0.80	0.17
其他	--	1.58	1.92	2.20	0.71
合计	--	39.50	31.21	20.98	4.48

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，智明星通拥有较强的研发能力及较高的收入水平，但其境外业务收入占比较大且对单一游戏产品依赖较大的特性对公司新业态业务的稳定性造成了一定影响。此外，近年来随着智明星通的主要游戏逐渐进入成熟期，公司新业态业务收入快速下降。中诚信国际将对公司该板块未来的运营情况保持关注。

### 2019 年，公司完成了对慈文传媒的收购，进入影视行业，中诚信国际将对公司未来对其经营的整合情况保持关注

2019 年 2 月，公司子公司华章天地传媒投资控股集团有限公司（以下简称“华章投资”）与 A 股上市公司慈文传媒股份有限公司（以下简称“慈文传媒”，股票代码：002343）实际控制人达成股权转让协议，以总价 9.29 亿元受让其持有的慈文传媒 15.05% 股份及 24.79% 表决权，成为慈文传媒控股股东。截至 2020 年 3 月底，华章投资持有慈文传媒 20.05% 股份<sup>2</sup>；同期末慈文传媒总资产为 25.31 亿元，总负债为 8.59 亿元，所有者权益为 16.72 亿元。

慈文传媒主要从事影视剧的投资、制作、发行及衍生业务，拥有较为丰富的 IP 及项目储备。2019 年，由慈文传媒投资制作的《光荣时代》和《锦衣

<sup>1</sup> 2018 年 6 月 15 日，明星通股票在全国中小企业股份转让系统正式挂牌，公司持有其 99.99% 股份。

<sup>2</sup> 2019 年 5 月，华章投资通过二级市场增持慈文传媒股份 23,747,451 股，占总股本的 5%。

之下》分别在卫视平台和视频平台完成首轮播出，《追风少年》已取得发行许可证，另有部分 IP 处于后期制作中；网剧方面，同期慈文传媒共有 16 部网络剧、网络电影分别已上线播出、完成生产或在后期制作中，其中包括《暗黑者 3》及《大地震》等热门 IP。综艺方面，2019 年慈文传媒与东方卫视联合出品了《中国梦之声·我们的歌》，并获得了“2019 指尖综艺榜”之“2019 年度最具影响力电视综艺”。此外，慈文传媒亦在艺人经纪及互联网衍生内容方面积极布局，未来或将成为公司收入新增增长点。

中诚信国际认为，2019 年，公司完成对慈文传媒的收购后利用自身资源对其进行了有效整合及规划，加之慈文传媒当期商誉减值规模同比大幅下降，其收入水平及盈利能力同比均大幅上升。但 2020 年以来，主要受疫情影响，慈文传媒收入及盈利水平同比均大幅下降，中诚信国际将对公司未来对其经营的整合情况保持关注。

**公司将合理控制贸易业务，聚焦主业；此外，随着投资项目的陆续退出，未来公司金融板块收益或将有所上升**

公司物资贸易板块主要从事纸张、油墨、印刷设备等出版物资及文化产业相关产品的采购贸易，为公司所属企业提供出版生产所需物资采购服务，也同时为社会第三方提供相关物资贸易服务。2019 年，公司物资贸易金额变化不大。未来，公司将继续合理控制贸易规模，该板块业务风险整体可控。

此外，公司其他业务主要包括房地产业务及金融业务等。其中房地产业务规模较小；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”）和华章天地运营。目前，公司参与了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，随着投资项目的陆续退出，未来公司金融板块收益或将有所上升。

表 5：近年来公司物资贸易板块营业收入和毛利率情况（亿元、%）

项目	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
有色金属	33.68	-	7.04	0.51	8.03	0.10	0	0
木浆	7.76	1.26	16.95	1.21	19.32	0.57	3.34	0.61
纸制品	9.15	3.64	7.23	2.91	7.41	5.16	1.83	6.02
其他商品	7.45	2.75	17.96	5.67	18.83	1.31	3.21	0.80
合计	58.04	0.91	49.18	1.51	53.59	1.39	8.38	1.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司未来主要的资本支出将集中在物流板块及部分文化综合体项目，目前公司控股的在建项目主要包括鹰潭文化综合体、保利蓝海嘉居项目及现

代出版物流港一期项目等，总投资规模较大，公司面临一定的资金压力。

表 6：截至 2019 年末公司在建项目情况（万元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	2020 年计划投资
出版创意产业基地	15,000.00	4,521.05	0
现代出版物流港一期	67,028.00	47,905.82	0
物资集散中心二期	8,270.00	6,282.28	3,600.00
新华文化城	18,127.32	13,191.12	0
九江环保书刊包装印刷项目（原环保包装印刷项目）	16,714.50	11,077.39	0
印刷技术改造项目	13,907.60	12,442.94	0
保利蓝海嘉居（三期）	85,000.00	38,896.29	28,991.82
鹰潭文化综合体项目	200,000.00	13,989.10	30,996.45
合计	424,047.42	148,305.99	63,588.27

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

## 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 2017 年审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>3</sup> 审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告、经大信会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>4</sup> 审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表，公司财务报表均为合并口径数据。中诚信国际在分析时将公司“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。

### 2019 年，公司出版发行主业保持稳健发展；受主力游戏陆续进入成熟期影响，新业态业务收入及毛利率同比均有所下降，但收购的慈文传媒为公司收入提供了一定补充

2019 年，公司收购慈文传媒，合并范围内新增影视剧业务。得益于公司对其的资源整合及自身 IP 的陆续孵化，慈文传媒当期营业总收入及毛利率水平同比均大幅上升，为公司提供了一定的收入及利润。同时，受益于销售力度的增加及市场渠道的拓展，公司出版业务及发行业务的收入水平及盈利能力均小幅提升；受主力游戏陆续进入成熟期影响，新业态业务收入及毛利率同比进一步下降。此外，公司物流业务及印刷包装业务收入规模较小，贸易业务利润贡献较小。2020 年 1~3 月，主要受疫情导致市场环境变化影响，公司营业总收入及毛利率水平同比均有所下降，其中影视剧板块降幅较大，中诚信国际将对慈文传媒未来的经营情况保持关注。

表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

分板块收入	2017	2018	2019	2020.1~3
出版业务	29.11	28.68	30.41	7.85
发行业务	38.37	41.42	45.20	9.58
新业态	44.15	31.11	23.09	4.45
物资贸易	58.04	49.18	45.47	8.33

物流业务	2.63	1.68	2.03	0.23
包装印刷	5.62	3.82	3.11	0.76
影视剧	--	--	13.99	0.01
其他	11.53	16.25	10.01	--
合并抵消	-24.53	-28.12	-27.72	-2.08
营业总收入	164.93	144.02	145.58	29.13
分板块毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
出版业务	19.62	19.66	19.93	19.71
发行业务	37.32	37.59	38.40	39.12
新业态	60.41	60.18	53.41	57.18
物资贸易	0.91	1.51	1.65	1.99
物流业务	21.43	33.18	47.16	51.01
包装印刷	9.92	13.51	12.79	16.72
影视剧	--	--	24.10	--
其他	28.39	4.37	39.22	--
合并抵消	--	--	--	--
营业毛利率	30.71	32.38	30.70	30.76

资料来源：公司提供

公司期间费用主要由管理费用及销售费用构成。2019 年以来，由于新业态业务主要游戏已进入成熟期，公司管理费用持续下降，带动期间费用及期间费用率持续下降。

2019 年，公司新业态业务盈利能力有所减弱，但受益于慈文传媒的收购、出版发行业务盈利能力的提升及期间费用的下降，公司经营性业务利润同比仅小幅下降，加之公司加大了理财产品的购买规模，使得投资收益同比进一步上升，共同使得当期公司利润总额小幅上升。2020 年 1~3 月，受疫情影响，公司经营性业务利润及利润总额同比均有所下降。

2019 年，受利润总额以及费用化利息支出增长影响，公司 EBIT 和 EBITDA 均有所上升，带动 EBITDA 利润率有所上升；但受总资产上升较多影响，同期末公司总资产收益率同比小幅下降。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	33.70	28.94	26.72	5.19
期间费用率(%)	20.43	20.10	18.36	17.83
经营性业务利润	16.99	17.33	17.32	3.73
资产减值损失	2.63	1.77	2.07	0.29
投资收益	3.46	4.41	5.15	0.30
利润总额	18.05	19.37	20.22	3.54
EBIT	19.51	21.24	23.10	--

<sup>3</sup> 按照公司主管单位要求，公司更换当期会计师事务所。

<sup>4</sup> 按照公司主管单位要求，公司更换当期会计师事务所。

EBITDA	22.33	23.59	25.76	--
总资产收益率(%)	7.97	7.62	7.37	--
EBITDA 利润率 (%)	13.54	16.38	17.70	--

注：由于缺少数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算。

资料来源：公司提供

### 跟踪期内，受收购慈文传媒及增加外部融资力度影响，公司总资本化比率有所上升，但整体仍属良好水平

公司流动资产占比较高，近年来均保持在 63% 以上。2019 年，公司使用自有资金偿还部分债务，但受益于获现能力的增强及赎回部分理财产品，年底公司货币资金同比有所增加。同期末公司受限货币资金为 5.33 亿元，规模很小。受会计准则变化影响，公司将持有的理财产品重分类至以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产等科目，使得年底其他流动资产同比大幅下降。此外，受收购慈文传媒影响，公司期末应收账款同比增幅较大。截至 2020 年 3 月底，公司增加外部融资力度，带动货币资金规模进一步上升。同时，受收购慈文传媒影响，跟踪期内公司商誉规模有所上升<sup>5</sup>。近年来公司保持了较大规模的商誉，存在一定商誉减值风险，中诚信国际将对智明星通及慈文传媒未来的盈利情况保持关注。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	64.12	79.85	107.72	123.54
其他流动资产	39.95	56.83	1.83	2.03
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	4.87	2.72	37.94	42.21
应收账款	16.07	10.91	17.25	23.68
<b>流动资产</b>	<b>164.19</b>	<b>202.76</b>	<b>219.19</b>	<b>247.75</b>
固定资产	13.79	13.89	14.34	14.03
长期股权投资	15.08	17.31	21.92	21.71
商誉	26.34	26.34	32.67	32.67
<b>非流动资产</b>	<b>93.41</b>	<b>96.86</b>	<b>108.25</b>	<b>105.71</b>
<b>总资产</b>	<b>257.60</b>	<b>299.62</b>	<b>327.44</b>	<b>353.46</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债主要由应付账款、预收款项及有息债务构成。其中，应付账款主要为采购物资应付的货款，受收购的慈文传媒应付账款较大影响年底有所

上升；预收款项主要为预收书款的定金，2019 年底小幅上升。有息债务方面，公司有息债务主要由短期债务构成，2019 年以来，公司持续加大外部融资力度使得债务水平和财务杠杆水平呈上升态势，但整体仍属良好水平。同时，跟踪期内公司短期债务占总债务的比重呈先降后升态势，且占比较高，公司债务期限结构有待改善。此外，受益于未分配利润累积，公司所有者权益持续上升。

表 10：近年来负债及权益结构（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
应付账款	14.91	19.06	17.65	22.67
预收款项	21.97	26.36	29.94	27.03
短期债务	27.00	39.72	42.10	63.53
短期债务/总债务	69.49	70.06	64.98	74.00
<b>总债务</b>	<b>38.85</b>	<b>56.69</b>	<b>64.79</b>	<b>85.86</b>
<b>总负债</b>	<b>111.31</b>	<b>136.02</b>	<b>144.08</b>	<b>166.76</b>
实收资本	21.73	21.73	21.73	21.73
资本公积	16.01	17.02	15.06	15.06
未分配利润	46.06	56.35	66.03	67.86
<b>所有者权益</b>	<b>146.29</b>	<b>163.60</b>	<b>183.36</b>	<b>186.70</b>
资产负债率	43.21	45.40	44.00	47.18
总资本化比率	20.99	25.74	26.11	31.50

注：预收款项含合同负债。

资料来源：公司财务报表

### 2019 年，受债务规模及利息支出大幅上升影响，公司相关偿债指标均有所弱化，但仍属很好水平

现金流方面，2019 年，得益于慈文传媒的收购，公司获现能力有所增强，同时公司大量偿还债务，使得筹资活动净现金流同比大幅下降。此外，虽然公司保持了一定规模的资本支出，但受赎回大量理财产品影响，当期公司投资活动现金流呈净流入态势。

从偿债能力指标来看，2019 年，公司获现能力及 EBITDA 水平均有所提升，但受债务规模及利息支出大幅上升影响，公司相关偿债指标均有所弱化，但仍属很好水平。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	17.56	19.73	23.12	-1.98

<sup>5</sup> 截至 2019 年末，智明星通商誉账面原值为 24.38 亿元，慈文传媒商

誉账面原值为 7.02 亿元，目前均无减值。

投资活动净现金流	-29.55	-20.66	0.41	-4.03
筹资活动净现金流	9.51	15.94	-1.72	22.75
总债务/EBITDA	1.74	2.40	2.51	--
EBITDA 利息倍数	15.31	12.61	8.41	--
经营活动净现金流/总债务	0.45	0.35	0.36	-0.09*
经营活动净现金流/利息支出	12.04	10.55	7.54	--

注：由于缺少数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算；带“\*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

综上所述，中诚信国际维持江西省出版集团公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 赣版 01”的信用等级为 **AAA**。

## 公司与金融机构保持了良好合作关系，同时无对外担保和重大未决诉讼情况

截至 2019 年末，公司受限资产账面价值合计 5.97 亿元，规模很小。

截至 2019 年末，公司无重大未决诉讼及对外担保事项。

公司与各大银行和金融机构建立了良好的合作关系，截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 249.88 亿元，其中尚未使用额度为 202.63 亿元，备用流动性充足。此外，公司拥有中文传媒及慈文传媒两家 A 股上市公司，拥有通畅的直接融资渠道。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的资料，截至 2020 年 3 月底，公司不存在不良信贷信息；截至 2020 年 3 月底，公司及其子公司未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

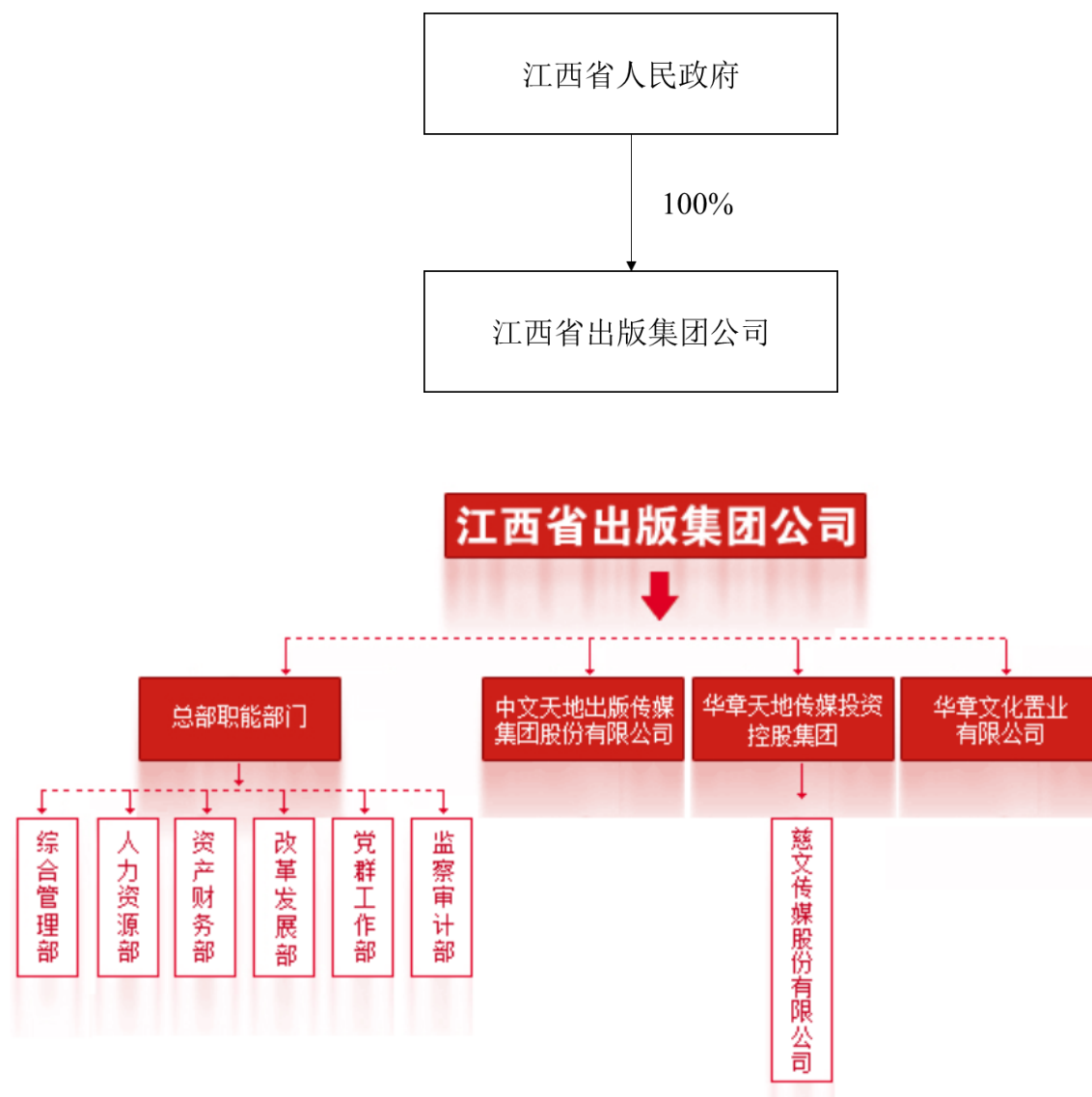
## 外部支持

### 公司是江西省唯一国有控股的大型出版集团，区域内具有一定的垄断地位和竞争优势

公司是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。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。

## 评级结论

## 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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	641,197.90	798,483.68	1,077,174.11	1,235,400.03
应收账款净额	160,652.24	109,086.85	172,502.07	236,819.18
其他应收款	52,849.67	91,072.83	56,019.72	43,601.69
存货净额	145,266.01	232,397.94	245,942.32	282,395.61
长期投资	278,590.83	289,203.04	350,743.58	334,487.08
固定资产	137,877.79	138,929.38	143,438.73	140,298.58
在建工程	9,319.74	15,621.84	17,218.29	19,606.16
无形资产	108,156.72	125,633.01	99,832.87	98,021.88
总资产	2,575,969.08	2,996,209.63	3,274,397.22	3,534,613.17
其他应付款	80,027.41	76,405.24	74,783.62	79,745.89
短期债务	269,974.21	397,191.11	421,003.82	635,343.72
长期债务	118,559.97	169,729.61	226,856.18	223,275.00
总债务	388,534.17	566,920.72	647,860.00	858,618.72
净债务	-252,663.73	-231,562.96	-429,314.11	-376,781.30
总负债	1,113,098.11	1,360,229.20	1,440,806.68	1,667,566.68
费用化利息支出	14,584.00	18,708.68	28,779.11	--
资本化利息支出	0.00	0.00	1,865.25	--
所有者权益合计	1,462,870.97	1,635,980.44	1,833,590.54	1,867,046.49
营业总收入	1,649,277.00	1,440,205.30	1,455,809.47	291,281.07
经营性业务利润	169,856.37	173,265.96	173,174.79	37,336.40
投资收益	34,629.84	44,122.75	51,526.92	3,008.85
净利润	173,822.13	180,094.77	191,155.25	33,455.96
EBIT	195,127.92	212,413.77	230,989.27	--
EBITDA	223,323.45	235,859.18	257,613.26	--
经营活动产生现金净流量	175,629.27	197,313.55	231,208.69	-19,827.97
投资活动产生现金净流量	-295,533.15	-206,625.71	4,122.80	-40,252.38
筹资活动产生现金净流量	95,116.51	159,436.77	-17,212.41	227,477.48
资本支出	24,371.17	34,536.89	47,807.00	6,367.07
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	30.71	32.38	30.70	30.76
期间费用率(%)	20.43	20.10	18.36	17.83
EBITDA 利润率(%)	13.54	16.38	17.70	--
总资产收益率(%)	7.97	7.62	7.37	--
净资产收益率(%)	12.54	11.62	11.02	7.23*
流动比率(X)	1.91	1.91	2.01	1.87
速动比率(X)	1.74	1.69	1.78	1.66
存货周转率(X)	7.60	5.16	4.22	3.05*
应收账款周转率(X)	10.71	10.68	10.34	5.69*
资产负债率(%)	43.21	45.40	44.00	47.18
总资本化比率(%)	20.99	25.74	26.11	31.50
短期债务/总债务(%)	69.49	70.06	64.98	74.00
经营活动净现金流/总债务(X)	0.45	0.35	0.36	-0.09*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.65	0.50	0.55	-0.12*
经营活动净现金流/利息支出(X)	12.04	10.55	7.54	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	39.00	27.10	24.76	-13.90*
总债务/EBITDA(X)	1.74	2.40	2.51	--
EBITDA/短期债务(X)	0.83	0.59	0.61	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	15.31	12.61	8.41	--
EBIT 利息保障倍数(X)	13.38	11.35	7.54	--

注：2020 年一季报未经审计；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“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；带\*指标已经年化处理；由于缺少数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算。

### 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/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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
	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
偿债能力	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。