

浙江华媒控股股份有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 概述

编号:【新世纪债评(2019)011178】

**评级对象:** 浙江华媒控股股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

**主体信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA<sup>+</sup>

**计划发行:** 不超过 7 亿元(含 7 亿元)

**本期发行:** 不超过 7 亿元(含 7 亿元)

**存续期限:** 不超过 5 年(含 5 年)

**增级安排:** 无

**评级时间:** 2019 年 9 月 16 日

**发行目的:** 偿还到期债务, 补充流动资金

**偿还方式:** 每年付息一次, 到期一次还本付息

## 主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	0.32	1.28	0.35	1.71
刚性债务	—	1.20	1.55	2.61
所有者权益	30.99	30.56	30.17	30.12
经营性现金净流入量	2.69	0.05	0.01	1.50
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	29.70	32.01	32.49	33.64
总负债	9.70	11.96	11.27	14.05
刚性债务	0.51	3.26	3.30	3.88
所有者权益	20.00	20.05	21.22	19.59
营业收入	18.32	18.32	17.50	3.57
净利润	2.86	2.10	1.57	-0.08
经营性现金净流入量	2.90	1.85	2.64	-1.43
EBITDA	3.50	2.72	2.25	—
资产负债率[%]	32.66	37.37	34.68	41.76
权益资本与刚性债务 比率[%]	3935.66	614.70	643.56	504.98
流动比率[%]	155.41	139.60	142.48	122.23
现金比率[%]	81.86	72.95	82.20	50.67
利息保障倍数[倍]	576.30	37.94	11.95	—
净资产收益率[%]	15.40	10.51	7.60	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	35.27	17.56	23.58	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-6.82	-8.41	18.42	—
EBITDA/利息支出[倍]	677.44	45.54	14.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	6.15	1.44	0.69	—

注: 根据浙江华媒控股股份有限公司经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算; 其中 2016 年为追溯调整后数据。

## 分析师

高珊  
高珊

黄蔚飞 hwf@shxsj.com  
高珊 gs@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
http://www.shxsj.com

## 评级观点

### 主要优势:

- **区域内市场地位显著。**华媒控股负责运营的杭州日报、都市快报、萧山日报、余杭晨报和富阳日报等报刊及杭州网等门户网站属于区域强势媒体, 其中杭州日报、萧山日报、余杭晨报和富阳日报为所在区域党报, 区域市场地位显著。
- **多元化的广告渠道。**华媒控股多元化广告载体的开拓及整合增强了广告业务竞争力, 近三年其整体广告业务收入维持增长态势。
- **教育业务现金流稳定。**华媒控股 2016 年通过收购增加了以职业教育为主的教育业务, 该项业务收入增速较快, 毛利率高且现金流稳定。
- **财务状况良好。**华媒控股经营活动现金流持续净流入, 目前负债经营程度较低, 短期刚性债务偿付压力小, 且货币资金较为充裕, 流动性状况好。

### 主要风险:

- **新兴媒体冲击, 传统纸媒经营承压。**近年来华媒控股旗下传统报刊发行及平面广告业务受新媒体冲击和分流影响较大, 对公司报业经营形成一定的压力。
- **对外投资及商誉减值风险。**2016 年以来, 华媒控股持续对外投资, 并形成了较大规模的长期股权投资和商誉。多元化经营对公司的经营管控和整合能力提出了挑战, 同时存在一定的长期股权投资和商誉减值风险。
- **户外媒体资源经营风险。**华媒控股户外广告业务以地铁媒体资源为主, 地铁媒体、户外 LED 屏等户外媒体存在经营使用权到期后无法持续获取的风险。
- **原材料价格波动。**近年来, 新闻纸等印刷原材

料价格涨幅较大，且供应紧张，进一步侵蚀华媒控股传统媒体经营业务的利润空间。

### ➤ 未来展望

通过对浙江华媒控股股份有限公司及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司主体 AA+信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并給予本期债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 浙江华媒控股股份有限公司

### 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

浙江华媒控股股份有限公司(简称“华媒控股”、“该公司”、“公司”或“发行人”)系由浙江华智控股股份有限公司(简称“华智控股”)更名而来。华智控股前身为 1996 年 8 月在深交所挂牌上市的重庆川仪股份有限公司(股票代码:000607.SZ),后经股权变动及更名,于 2011 年更名为华智控股,控股股东为华立集团股份有限公司(简称“华立集团”)。2014 年,华智控股将除固定资产、无形资产、递延所得税资产、货币资金、应交税费和应付股利之外的全部资产及各类负债售予华立集团;向杭州日报报业集团有限公司(简称“杭报集团有限公司”)和都市快报社发行 529,966,415 股股份购买其下属传媒经营类资产<sup>1</sup>,交易价格为 22.31 亿元。交易完成后<sup>2</sup>,杭报集团有限公司和都市快报社分别持有该公司股份 489,771,977 股和 40,194,438 股,占公司发行后总股本的 48.12% 和 3.95%。杭报集团有限公司成为公司的控股股东;杭州日报报业集团(杭州日报社)(简称“杭报集团”)分别持有杭报集团有限公司、都市快报社 100% 股权,成为公司实际控制人。2015 年 1 月 14 日,公司更为现名。截至 2019 年 6 月末,公司总股本为 1,017,698,410 股。

该公司控股股东杭报集团有限公司系在杭报集团基础上组建的国有独资有限责任公司。杭报集团由中共杭州市委于 1955 年创办,并于同年创刊“杭州日报”。2005 年 12 月,杭报集团有限公司成立,出资人为杭州市人民政府,注册资本 3 亿元。2013 年 12 月,杭政函【2013】183 号《杭州市人民政府关于杭州日报报业集团有限公司借壳上市框架方案的批复》明确,杭州日报报业集团和杭州日报社系同一事业法人主体;杭报集团有限公司出资人为杭报集团,由杭报集团履行出资人职责。

该公司主要从事广告策划发布、报刊发行与印刷、教育等业务,涵盖平面

<sup>1</sup> 具体包括杭报集团有限公司持有的杭州日报传媒有限公司 100% 股权、杭州每日传媒有限公司 100% 股权、浙江都市快报控股有限公司 100% 股权、杭州网络传媒有限公司 100% 股权、萧山日报传媒有限公司 100% 股权、富阳日报传媒有限公司 100% 股权、城乡导报传媒有限公司(现更名为余杭晨报传媒有限公司) 51% 股权、杭州日报报业集团每日送电子商务有限公司 100% 股权、杭州日报报业集团盛元印务有限公司 100% 股权,以及都市快报社持有的十九楼网络股份有限公司 38.83% 股权、杭州都市周报传媒有限公司 80% 股权。

<sup>2</sup> 本次交易于 2014 年 12 月完成,公司 2014 年末总股本增至 101,769.84 万股。

媒体、网络媒体、移动新媒体、户外媒体包括地铁媒体的广告承揽发布、企事业单位宣传公关的全案策划和实施，各种会展和活动的策划承办；报刊发行与印刷、包装和书籍印刷；覆盖多个省区与多个大专院校合作举办职业教育、成人教育、在线教育，以及教育信息咨询服务和技能培训等。

## 2. 债项概况

### (1) 债券条款

该公司拟面向合格投资者公开发行总额不超过 7.00 亿元（含 7.00 亿元）的公司债券，方案已经公司第八届董事会第二十七次会议及 2018 年第一次临时股东大会审议通过，并获得中国证券监督管理委员会出具的《关于核准浙江华媒控股股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可[2018]1570 号）同意。公司拟将本期公司债募资金用于偿还到期债务及补充流动资金，本期债项发行规模不超过 7.00 亿元（含 7.00 亿元）。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	浙江华媒控股股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过 7.00 亿元（含 7.00 亿元）人民币
本期发行规模:	不超过 7.00 亿元（含 7.00 亿元）人民币
本期债券期限:	不超过 5 年（含 5 年）
定价方式:	按面值发行
利率调整选择权:	发行人有权决定是否在债券存续期的第 2 年末、第 4 年末调整债券后续期限的票面利率
投资者回售选择权:	发行人发出关于是否上调债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在债券第 2 个计息年度、第 4 个计息年度付息日前将其持有的债券全部或部分按面值回售给发行人
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本付息
增级安排:	无

资料来源：华媒控股

截至 2019 年 8 月末，该公司尚有本金合计 4.00 亿元的债券处于存续期，分别为 2019 年发行的超短期融资债券“19 华媒 SCP001”和“19 华媒 SCP002”。公司存续债券概况如图表 2 所示。

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日	本息兑付情况
19 华媒 SCP001	2.50	270 (天)	3.90	2019/1/21	未到期
19 华媒 SCP002	1.50	270 (天)	3.40	2019/4/29	未到期

资料来源：Wind

### (2) 募集资金用途

#### A. 偿还公司债务

该公司拟将本期债券募集资金不超过 2.50 亿元用于偿还公司债务。

#### B. 补充营运资金

该公司拟将本期债券募集资金不超过 4.50 亿元用于补充营运资金，具体包括但不限于支付采编费用、纸张费用及其他运营费用。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2019 年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看，我国宏观经济增长压力加大的同时，各类宏观政策正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济增长动能下降，就业及物价增速均在放缓，美联储降息预期上升且将停止缩表，美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张；欧盟经济增长前景下行，制造业疲软、消费者信心不佳，欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，物价水平增速持续位于低位，制造业增长乏力，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，物价上涨速度普遍加快，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，降息刺激经济的空间扩大；印度经济增长速度仍较快但有所放缓，印度央行多次降息，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升及俄罗斯央行降息有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西经济复苏放缓，前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑；南非经济在衰退边缘反复，大选落定有利于前景改善，但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加快，经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快，在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底，社会集团消费是后期消费能否企稳的关键；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而明显放缓，专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和

复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## **(2) 行业因素**

### **文化传媒行业**

**受经济增长放缓以及新媒体分流的不利影响，近年来传统纸媒发行及广告**

收入持续下降，加之新闻纸价格上涨、原材料供应紧张，出版发行企业经营持续承压。

## A. 行业概况

近年来，报刊作为传统纸质媒介形态在时效性、互动性和信息量方面的缺陷日益凸显，报刊内容被源源不断搬移到网络、手机微信、客户端领域，报刊作为主流媒体的地位受到互联网、移动互联网等新媒体分流的影响而逐渐削弱。广告是报刊经营企业重要的收入与盈利来源，但受经济增长放缓以及新媒体分流的不利影响，传统纸媒在广告客户流失、广告价格及面积等多方面均受到冲击。

2018 年度，全国报纸印刷总印刷量为 781 亿对开印张，同比下降 8.64%；其中年印刷量 1 亿印张以下的报纸降幅较为明显，同比下降 21.73%。同年，报纸印刷耗用新闻纸 176 万吨，较 2017 年的 192 万吨下降 8.33%。自 2012 年起，全国报纸总印刷量连续 6 年下降，2015 和 2016 年下降幅度在 15% 以上，2018 年的下降幅度收缩到 8.64%。从总体趋势看，报纸印刷总量加速下滑的态势已有所遏制。2018 年党报和时政类报纸印刷总量继续保持稳定，都市类报纸仍在减量、减版甚至停刊<sup>3</sup>。

从报纸性质种类上划分，可分为综合、专业、生活服务、读者对象和文摘五大类，其中综合类又可划分为党报和都市报。从各类报纸出版发行情况来看，2018 年出版综合性报纸 848 种，总印数 210.37 亿份；专业报纸 690 种，总印数 100.01 亿份。其中，综合性报纸种数同比下降 0.47%，总印数同比下降 8.16%<sup>4</sup>。

从出版报纸级别来看，2018 年出版全国性报纸 78.26 亿份、出版种数为 213 种；省级报纸 152.02 亿份、出版种数为 764 种；地市级报纸 105.94 亿份、出版种数为 875 种；县级报纸 1.03 亿份、出版种数为 19 种。当年全国性报纸种类下降 0.93%，总印数同比增长 0.15%；省级报纸种类、总印数分别同比下降 0.26% 和 8.80%；地市级报纸种类同比下降 1.02%，总印数降低 9.35%。

2018 年，全国共有《人民日报》、《参考消息》、《环球时报》等 22 种报纸平均期印数达到或超过 100 万份，较 2017 年减少 2 种；其中综合类 7 种，减少 2 种（《扬子晚报》、《广州日报社区版》）；专业类报纸 13 种（其中教学辅导类 11 种），读者对象类报纸 2 种，均与上年持平。与 2017 年相比，《光明日报》、《经济日报》跻身前 10，《广州日报社区版》、《扬子晚报》退出前 10；《环球时报》、《半岛都市报》、《南方日报》排名上升，《都市快报》排名下降；每种平均期印数 138.1 万份，减少 10.7 万份，降低 7.2%<sup>5</sup>。

广告是出版发行行业重要的收入与盈利来源之一。2018 年，全国广告产业发展稳中有升，广告产业经营额达到 7991.49 亿元，同比增长 15.88%。全国广

<sup>3</sup> 数据来源：中国报业协会印刷工作委员会发布的《2018 年度全国报纸印刷量调查统计报告》。

<sup>4</sup> 数据来源：国家新闻出版署发布的《2018 年全国新闻出版业基本情况》。

<sup>5</sup> 数据来源：国家新闻出版署发布的《2018 年新闻出版产业分析报告》。

告经营单位 137.59 万户，同比增长 22.51%；从业人员 558.23 万人，同比增长 27.40%。随着广告市场营商环境不断优化，2018 年私营企业、内资公司（非私营）、个体工商户成为广告业增长最快的三种经营单位，同比增长分别达 22.0%、38.4% 和 32.1%。在广告监管方面，当年全国共查处违法广告案罚处 7.58 亿元，同比增长 55.01%<sup>6</sup>。

具体来看，2018 年报纸总体广告刊例收入继续下降态势，较 2017 年下跌 30.3%<sup>7</sup>，其中党报广告投放虽有所回升，但都市报广告业务的下降幅度远超此部分增长，出现报业集团内都市报依靠母报供血支撑的情形。随着广告行业更多新业态、新模式、新技术不断出现，广告收入增长主要由互联网广告规模上升带动。2018 年互联网广告总收入 3694 亿元，年增长率为 24.20%，保持了较快的增长速度。由于中国宏观经济结构调整与去杠杆周期的影响，加之流量红利结束，互联网广告市场整体规模增幅同比减缓 5.76 个百分点。

从出版发行行业主要成本来看，报纸发行成本主要包括印刷成本和运营成本，其中运营成本主要为物流费用和人工成本，随着我国人工成本不断上升，运营成本总体呈现增长态势；印刷成本主要为原材料，主要包括新闻用纸和能源消耗。由于供需关系变化、环保要求、废料进口受限等因素影响，2018 年以来我国新闻纸价格持续上涨，年末国产新闻纸全国平均价格为 6100 元/吨，比上年同期提升 9.7%。

总体而言，在互联网和移动互联网时代，传统纸媒普遍面临来自新媒体的挑战。此外，新闻纸等原材料价格上涨、原材料供应紧张以及媒体融合发展等亦加重了报纸企业的经营压力。

## B. 政策环境

文化传媒业受到我国有关法律、法规及政策的严格监督、管理，国家以特许经营制和行政许可制实施行业准入和许可管理，因此长期以来行业处于行政区域垄断状态。同时，文化传媒行业又是文化行业重要组成部分，近年国家出台多项政策鼓励文化产业的发展，为行业发展奠定了基础。

近年来，我国不断加强文化传媒行业的行业管理与法治建设，建立健全了重大虚假新闻报刊主要负责人问责制度、报刊违规处理社会通报制度、重大违法违规问题的查办督办机制、“双移送”工作机制。“十二五”期间，相关部门加大报刊、记者站、记者证清理和退出力度，停办注销报刊 144 种、注销新闻记者证 34419 个，规范新闻采编出版发行秩序。

在行业规划和产业引导方面，国家政策鼓励国有经营性出版发行单位全面改制，通过重组和上市融资转型为大型出版发行企业；支持出版发行行业的跨媒体、跨地区、跨行业、跨所有制、跨国界兼并重组，加快资源向优势企业集聚，培育新闻出版骨干企业和文化领域战略投资者。

<sup>6</sup> 据第十五届中国广告论坛会所提供数据。

<sup>7</sup> 数据来源：CTR 媒介智讯发布的《2018-2019 年中国广告市场回顾与展望》。

在财税政策方面，我国一直对出版发行业实施轻税政策，对出版环节执行增值税先征后退政策，国有经营性文化事业单位完成转企改制后还可享受所得税免税等优惠<sup>8</sup>。根据 2018 年 12 月《国务院办公厅关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》（国办发【2018】124 号）和 2019 年 3 月财政部、国家税务总局和中宣部发布的《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》（财税【2019】16 号），2018 年 12 月 31 日之前已完成转制的企业，自 2019 年 1 月 1 日起可继续免征五年企业所得税。

2017 年 9 月，广电总局发布《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》，提出“十三五”期间加强重点报刊内容建设，对报刊开展主题宣传加大政策和资金的支持，支持主流媒体加强重点栏目、节目建设，培育一批知名栏目、节目和公众号，打造融媒体服务、智慧化传播的新型主流媒体。

### C. 竞争格局/态势

媒体集团化发展模式是报业媒体在市场化进程中应对竞争的产物，我国目前已形成媒体报刊出版集团化市场竞争格局，其中总体经济规模较大的报刊出版集团有上海报业集团、浙江日报报业集团、成都传媒集团和广州日报报业集团等。

总体来看，党报在头部媒体中占比较多，头部媒体具有较强的竞争优势；国家政策对主流媒体的扶持力度加大，都市报经营压力依然严峻。2018 年我国报纸融合传播百强榜<sup>9</sup>中，党报数量最多，为 43 家，同比上年增加 10 家；进入百强榜的党报数量近 3 年来呈连续增长趋势，2018 年首次超越都市报成为百强榜数量最多的报纸类型。

### D. 风险关注

**受新媒体冲击，报刊经营持续下滑。**受国民接触媒体习惯改变影响，报刊发行量及广告收入持续下滑，报纸等传统纸质媒介的广告客户和广告投放逐渐向互联网、移动互联网等新媒体转移。

**新闻纸价格持续上涨，原料供应趋紧。**2017 年以来受“美废”价格连续上涨，煤炭价格以及物流生产成本快速上涨等因素的影响，我国新闻纸价格持续上涨。同时，国内废纸回收已达到可回收量的 90%，而且暂时无法对进口废纸进行代替弥补，导致新闻纸原料紧张、供应趋紧。

**因发布虚假广告而受处罚的风险。**广告行业公司应建立审查制度以确保其制作的广告符合《中华人民共和国广告法》要求，但仍不排除因广告主隐瞒导致广告作品违法违规，从而使广告公司承担因发布虚假广告而受到处罚的风险。

<sup>8</sup> 根据 2014 年 11 月《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》（财税[2014]84 号），通知中税收政策执行期限为 2014 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。

<sup>9</sup> 数据来源：2019 年 3 月，人民网研究院发布的《2018 年中国媒体融合传播指数报告》。

## 教育业务

近年来，我国民办高等教育行业在政府支持、居民收入增加及对教育消费支出增加、市场对技术人才的需求增长等因素影响下发展较好。民办高等教育行业具有轻资产，现金流稳定的特点，加之近年来发展较好，对资本有较强的吸引力。但同时也面临着投资回收期较长风险，且适龄生源减少的压力将不断提升。

### A. 行业概况

近年来，我国民办高等教育行业发展较好，民办高校的数量、历年毕业生数和历年招生数均实现稳定增长。相关民办高校的学费总体也呈上涨趋势，未来 2-3 年教育行业总收入仍保持增加可能性大。

图表 3. 我国历年民办高校相关数据

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
民办高校数量（所）	728	734	742	746	749
民办高等教育毕业生数（万人）	141.96	151.30	158.32	169.73	166.19
民办高等教育招生数（万人）	172.96	177.97	181.83	185.35	184.02

资料来源：Wind

随着经济的持续发展，市场对各领域的技术人才的需求有所增长。公立高等教育机构更侧重传授学术理论，而民办高等学历教育质量在利好的政策下持续改善，专注于专业教育的民办教育学校积极拓展其课程并提升专业化程度，甚至通过与企业签署定向委培协议以满足市场对各领域技术型人才的需求。

### B. 政策环境

我国民办教育发展政策与政策环境高度相关。2002 年 12 月全国人民代表大会通过《中华人民共和国民办教育促进法》，并且在 2002~2015 年相继出台配套法规及文件。2016 年《中华人民共和国民办教育促进法》修订完毕，明确了民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。2018 年 2 月，六部委联合印发了《职业学校校企合作促进办法》，鼓励有条件的企业举办或者参与举办职业学校。2019 年 2 月，国务院发布《国家职业教育改革实施方案》，提出职业教育基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变。

图表 4. 我国历年民办教育重大政策法规

时间	相关政策	影响
1993 年	《中国教育改革和发展纲要》	首次明确表述了国家关于发展民办教育的“积极鼓励、大力支持、正确引导、加强管理”这则十六字方针。可以理解为官方允许民办学历教育。
1997 年	《社会力量办学条例》	官方对民办教育由规章提高到地方法规、行政法规甚至法律层面。
1999 年	第三次全国教育工作会议对民办教育重新定位	第一次从“对公办教育的补充”改变为“与公办教育并重”，各级教育管理部门甚至开始直接给予部分民办学校以资金支持。
2002 年	《中华人民共和国民办教育促进法》	2002 年 12 月 28 日第九届全国人民代表大会通过《中华人民共和国民办教育促进法》。

时间	相关政策	影响
2002-2015年	《中华人民共和国民办教育促进法》不断修订和完善	相继出台《民办教育收费管理暂行办法》、《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》、《教育部关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》等文件，规范民办教育机构的收费行为，鼓励推动民办教育发展。
2016年	《中华人民共和国民办教育促进法》修订完毕	民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。但是，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。
2018年	《职业学校校企合作促进办法》	鼓励有条件的企业举办或者参与举办职业学校，开展产教融合建设试点。对深度参与校企合作，行为规范、成效显著、具有较大影响力的企业，按照国家有关规定予以表彰和相应政策支持
2019年	《国家职业教育改革实施方案》	经过5年~10年左右时间，职业教育基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变，由追求规模扩张向提高质量转变，由参照普通教育办学模式向企业社会参与、专业特色鲜明的类型教育转变。

资料来源：新世纪评级整理。

### C. 竞争格局/态势

我国高等教育行业进入门槛很高。壁垒主要在于行政准入门槛、时间成本和资金投入。新建一所高校，需要经过一系列审批，筹建期长，资金投入也很大。由于新建壁垒很高，目前资本介入民办高等教育以投资方式为主，相关学校以职业教育为主。

我国民办高等教育行业的竞争格局以现有竞者为主。根据教育部数据，2012~2018年末，我国民办高校数从707所增加至749所，每年新增的民办高校数量不大。但是，民办高校在学术资源及学生录取等方面还要与国内公立学校和国外高校的竞争。国内公立学校，尤其是我国部分公立学校历史悠久、排名靠前且认可度高，对学生吸引力大，几乎垄断了国内的优质生源，民办高校生源压力加大。

### D. 风险关注

民办高等教育业务具有轻资产，现金流稳定的特点，加之近年来发展较好，对资本有较强的吸引力。但同时也面临着投资回收期较长风险，且适龄生源减少的压力将不断提升。

**投资回收期较长风险。**民办高等教育项目虽然每年现金流稳定，但投资回收期仍较长，目前收回成本通常需要约5~8年。在此期间外部政策环境变化、行业竞争态势变化、招生环境变化都会影响学校未来的盈利状况，加大盈利的不确定性。

**适龄生源下降的风险。**近年来我国人口老龄化压力正逐步显现，预计在一定时期内我国高校的适龄人口总数将保持下滑趋势。尽管近年来高校升学率有所提高，但适龄生源减少的压力将不断提升。

### (3) 区域市场因素

报纸发行及平面媒体广告业务具有较强的区域性特点，华媒控股传统传媒

产业覆盖区域为浙江省，尤其以杭州市为主，浙江地区尤其是杭州地区经济环境对公司业务经营具有重要影响。

浙江省位于我国东南沿海，与上海、江苏同为长江三角洲核心省份，也是长江经济带的覆盖省份。在富民强省十大行动计划、高质量发展组合拳、三大攻坚战等方针政策指导下，2018年浙江省经济运行保持平稳、稳中有进，产业结构持续优化升级。2018年，浙江省实现地区生产总值5.62万亿元，保持全国第四的地位，同比增长7.10%，增速较2017年（7.76%）有所下降，但仍高于全国水平0.50个百分点；人均GDP为9.86万元，同比增长5.70%，为全国水平的1.53倍。杭州市作为浙江省的省会城市，经济总量亦在全省各市中处于绝对领先地位，2018年杭州市实现地区生产总值1.35万亿元，增速为6.70%。

总体来看，当前浙江省经济发展的基本面较好，为新闻传媒行业发展奠定较好物质基础。

## 2. 业务运营

受业务布局变化影响，2016年以来该公司收入规模整体略有波动。2018年因减持快点传播股权后不再将其纳入合并范围，公司营业收入有所下降，但核心主业毛利贡献更加集中。从各业务板块看，公司对传统报刊发行业务通过提价、增量措施实现业务收入和盈利增长；户外广告步入成熟运营期而部分抵消了平面媒体广告业务的萎缩；2016年新纳入合并范围的教育业务正逐渐释放业绩。

该公司传统主业为报刊发行与印刷、广告及活动策划。受宏观经济增速放缓及新媒体分流等因素的影响，传统报刊发行和广告业务受到冲击，公司积极推进媒体融合发展，拓展以互联网和移动媒体端为代表的新媒体业务领域，并以策划举办会展活动带动广告承揽。此外，2016年公司收购中教未来国际教育科技有限公司（简称“中教未来”）60%股权，将教育业务纳入经营范围。

2014年12月，该公司重大资产重组杭报集团报业经营性资产整体借壳上市，但根据报纸行业采编与经营两分开的政策，重组后收购的资产不包括报纸采编类资产。公司传媒经营性业务系杭报集团及下属报社<sup>10</sup>授权，授权期自2014年1月1日起，期限为20年。公司针对各报社分别设立相应的传媒公司在授权期限内独家经营相关报纸的印刷、发行、广告等报纸经营性业务，如杭州日报社对应杭州日报传媒有限公司，每日商报社对应杭州每日传媒有限公司等。

在广告承揽方面，该公司主要从事平面媒体、网络媒体、移动新媒体、户

<sup>10</sup> 杭报集团及下属报社，具体为杭报集团、杭州日报社、都市快报社、每日商报社、都市周报社、萧山日报社、富阳日报社、余杭晨报社。

外媒体包括地铁媒体的广告承揽发布。客户根据自身宣传需要购买公司各类广告服务。此外，公司还积极推进会展活动的策划承办，以会展活动带动广告投放。公司广告经营主要采取自主承揽发布广告和代理广告发布两种方式，其中自主承揽发布广告为主要经营方式，即系通过业务员直接与客户进行谈判与合作，获得广告业务。

该公司教育板块业务主要涵盖职业教育、国际教育、IT教育、艺术教育、在线教育、基础教育等。2017和2018年，中教未来合计收购布朗睿智（北京）国际教育科技有限公司（简称“布朗睿智”）和布朗时代（北京）教育投资有限公司（简称“布朗时代”）各36%股权，投资线下幼教资源，进一步完善教育产业链。布朗时代主营实体幼儿园业务，目前在全国范围内拥有实体园所16所、小学1所；布朗睿智主营布朗少儿英语教材业务，客户及使用人群分布区域主要在北上广深等28个省市自治区，目前拥有渠道代理商80家、直营客户150家、终端用户幼儿园一千余所，2018年各类产品销售25万套。

**图表 5. 公司主业基本情况**

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
报刊及发行	浙江/杭州	纵向一体化	资源/品牌/政策
广告	浙江	横向一体化	业务渠道/客户资源
教育	北京、杭州、广州等十个大中城市	横向一体化	品牌/生源

资料来源：华媒控股

为配合传统报刊经营业务需要，该公司开展印刷和物流服务业务。公司印刷业务的经营主体为子公司杭州日报报业集团盛元印务有限公司（简称“盛元印务”），除了公司报纸等印刷外，盛元印务还承接外部商业印刷业务。公司报纸发行由子公司杭州日报报业集团每日送电子商务有限公司（简称“每日送”）负责投递，为拓展配送业务，每日送与多家电商展开合作提供同城、浙江境内配送等物流服务。

同时，该公司正逐步推进文创园区平台建设，通过培育自有管理运营专业团队进行文创综合体项目的运维。目前，公司开发和参股的文创园区平台有“华媒智谷”、“华媒数字文创园”和“华媒科创园”，上述项目均位于杭州市辖区。“华媒智谷”分两期，其中一期为万和国际中心（系公司租赁取得，建筑面积16,797.79 m<sup>2</sup>，租赁面积7,290 m<sup>2</sup>），目前已引入市文创基地、高格创新中心、大叔影业、酷德教育等；公司收购杭州萧文置业有限公司（简称“萧文置业”），计划将其开发项目作为“华媒智谷”二期基地，目前该项目尚处于建设期，预计2019年完成主楼建设。公司参股杭州华创全媒科创园区管理有限公司运作的“华媒科创园”，重点招引电子商务、文化创意、智能硬件项目；园区整体改造面积43,400 m<sup>2</sup>，目前已实现满租，入驻有国家高新技术企业2家，市级高新技术企业十余家。华媒数创园围绕“文化创意+数字经济”的产业定位，启动改建和招商，哈雷机车浙江省总代理等12家企业已入驻。公司园区项目预计未来仍有一定资本支出需求，但其收入贡献和投资回报尚需经历一定的培育期。

## (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
营业收入合计		18.32	18.32	17.50	3.57
其中：核心业务营业收入	金额	12.33	13.03	14.36	2.66
	占比	67.30%	71.13%	82.07%	74.65%
其中：（1）报刊及发行	金额	2.06	1.90	2.69	0.73
	占比	11.22%	10.36%	15.36%	20.48%
（2）广告	金额	8.88	9.01	9.05	1.52
	占比	48.46%	49.15%	51.76%	42.65%
（3）教育	金额	1.40	2.13	2.62	0.41
	占比	7.62%	11.62%	14.95%	11.52%

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

2016~2018 年，该公司分别实现营业收入 18.32 亿元、18.32 亿元和 17.50 亿元，其中 2018 年收入同比下降 4.52%，主要系当期公司剥离信息服务类业务，快点文化传播（上海）有限公司（简称“快点传播”）不再纳入合并范围所致。2016 年以来，得益于广告业务和教育业务的拓展，以及 2018 年公司主要报刊提价增量，公司核心业务收入保持增长，年复合增长率为 7.91%；同时核心业务收入在营业收入中的占比快速增加，2018 年占比达 82.07%。2019 年第一季度，公司实现营业收入 3.57 亿元，同比增长 7.05%。

从主业构成上看，该公司收入主要来源于广告业务，广告业务收入规模保持稳定，收入占比维持在 50% 左右。教育业务自公司并购以来保持较快增速，并形成一定规模，2018 年实现营业收入 2.62 亿元，收入占比增至 14.95%。2016 年~2017 年，公司报刊发行收入有所下降；2018 年报刊发行业务收入从下降转为增长，业务收入占比增至 15.36%，仍是公司品牌、资源核心竞争力的重要组成部分。

### A. 报刊及发行

图表 7. 近年来公司核心报刊发行收入分类情况（单位：亿元）

报刊名称	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)
《杭州日报》	0.53	26.52	0.51	28.20	0.63	23.42
《都市快报》	1.07	54.04	0.93	51.85	1.30	48.33
《每日商报》	0.12	6.14	0.12	6.56	0.13	4.83
《萧山日报》	0.17	8.33	0.14	7.77	0.26	9.67
《富阳日报》	0.05	2.58	0.05	2.87	0.10	3.72
《余杭晨报》	0.05	2.39	0.05	2.75	0.27	10.04
<b>合计</b>	<b>1.99</b>	<b>100.00</b>	<b>1.79</b>	<b>100.00</b>	<b>2.69</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

受宏观经济压力及新媒体冲击影响，2016~2017 年该公司平面媒体订户数下滑导致报刊发行收入下降，分别为 2.06 亿元和 1.90 亿元。2018 年，公司旗下部分报刊提价，同时推行“党员订党报”工作，报刊发行收入同比增长 41.55% 至 2.69 亿元。报刊发行业务收入主要来自杭州日报和都市快报，上述两者合计占该业务收入的比例在 70% 以上。2019 年，鉴于公司核心报刊年订阅价格提价幅度较大，且除《都市快报》外各主要党报均期发行量均较上年度有所增长，公司第一季度报刊发行业务收入较上年同期有所增长。

### 区域性主流媒体品牌

该公司报刊发行征订业务由旗下各传媒公司经营，报刊产品主要为《杭州日报》、《都市快报》、《每日商报》、《萧山日报》、《余杭晨报》和《富阳日报》等。公司经营的报刊均属于区域、行业强势媒体，处于区域垄断地位或居于全国都市报前列。

《杭州日报》是中共杭州市委机关报，以本地区不可替代的权威性、公信力和影响力成为杭州市域第一主流媒体。《萧山日报》、《余杭晨报》和《富阳日报》，均为所在区域党报性质的权威报纸。《都市快报》在媒体影响力和市场份额方面居于浙江省内都市报领先地位，在杭州市综合类报纸销量排名第一，近三年市场占有率均超 50%。

### 客户资源及渠道

在报刊发行上，该公司在杭州市采取以征订订阅为主、零售为辅的自办发行方式；杭州市外主要采取邮政发行方式，占比约为 20%~25%。征订是指客户根据需要在第四季度订阅次年全年度报刊，各传媒公司负责营销并预收全年报款，次年由每日送负责投递，各传媒公司定期按发行量确认收入并与每日送结算投递费用。零售是指将报纸配送至报刊亭或社会零售点，销售给不确定的读者，经销商采用赊销方式，当即确认收入，在十天或一个月左右的时间内收回报款并结算经销商费用。

截至 2019 年 3 月末，该公司的发行网络遍布浙江省各主要市、县，在全省主要市县建立了分公司，在杭州地区建有 35 个发行站。《杭州日报》和各县市报在杭州地区全部为自办发行。《都市快报》在杭州市区全面实现了自办发行，在浙江省其他地区采取办事处和邮发相结合的方式发行，省外地区则主要采取邮寄的方式。

该公司报刊定价由公司依据报刊印制、发行等成本因素确定，经上级主管部门同意后施行。2018 年，考虑到纸张等成本上涨因素，公司将《都市快报》由以前年度的 288 元/份上调至 396 元/份；《每日商报》由原来的 258 元/份上调至 298 元/份；《富阳日报》和《余杭晨报》均由原来的 198 元/份上调至 300 元/份。2019 年以来，公司将《杭州日报》由以前年度的 360 元/份上调至 480 元/份，《每日商报》由 2018 年的 298 元/份上调至 326 元/份。报纸的价格调升能在一定程度上弥补传统纸媒发行量下降给公司带来的负面影响。

《杭州日报》、《萧山日报》、《余杭晨报》和《富阳日报》作为党报，其客

户范围覆盖杭州市及辖区内的机关企事业单位。近年来浙江省各区（县）市鼓励订阅党报，积极拓展征订数量，2018 年公司推进“党员订党报”活动，当年上述党报的征订量增长至日均 37.13 万份左右，约占其年总发行量的 42%，党报贡献了相对稳定的业绩收入。受移动互联网新媒体分流影响，同时叠加报刊征订价格提升的影响，2018 年《都市快报》期均发行量下降幅度较大。

## B. 广告

图表 8. 近年来公司广告业务收入构成情况（单位：亿元）

报刊名称	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
传统广告及策划	5.71	64.30%	5.26	58.37%	5.22	57.66%
新媒体	1.69	19.03%	1.22	13.60%	0.99	10.90%
户外广告	1.48	16.67%	2.52	28.03%	2.85	31.44%
<b>合计</b>	<b>8.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.05</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

该公司广告业务可细分为传统纸媒广告及策划、新媒体和户外广告三类。具体来看，受平面媒体用户数量减少等因素的影响，近三年公司传统广告及策划业务收入规模及占比持续下滑，2018 年业务收入降幅收窄，收入占比维持在 57% 以上，仍为广告业务最主要的收入来源。新媒体业务收入主要来源于杭州网、萧山网和快房网等网络媒体平台，2018 年上述平台在新媒体广告收入中占比分别为 36.07%、15.45% 和 46.18%。近三年公司新媒体业务收入下降，主要系快房网作为房地产电商服务网站受政策调控影响所致。户外广告业务发展较好，伴随经营规模及项目体量的增加，业务收入规模及占比实现稳步增长。公司户外广告业务可细分为地铁户外、城市户外和路面户外等，其中地铁户外收入占比在 70% 以上。

### 业务渠道

在广告业务上，通过整合营销渠道和内外部资源，该公司形成集报刊平面广告、网络广告、户外媒体、会展平台等协同驱动的“报网端屏楼”全媒体矩阵，拥有立体化综合营销平台优势。

在传统媒体广告上，该公司主要通过旗下报刊媒体公司运营，业务投放的媒体一般为杭报集团体系内的报刊媒体。杭州日报、都市快报作为区域性强势媒体，公司平面媒体广告亦在区域范围内居于领先地位。在平面硬广投放减少的大环境下，公司提升会展策划的专业化水平，争取主办承办国家级大型会展或论坛活动，进一步发挥业务协同效应。2018 年，公司举办第二届杭州（国际）未来生活节、第二届万物生长大会、2018 中国城市规划年会、2018 第四届中德数字技术领袖峰会等现象级会展产品，形成西湖音乐节、市民摄影节、杭州艺博会、工美展、老博会、家博会等品牌会展。

该公司新媒体业务涵盖 Web 互联网站、移动互联网 APP、微信公众号和官方微博账号、手机报等内容。杭州网、快房网和萧山网是公司 Web 网站、

移动互联网产品和视频内容建设的主体，浙江华媒信息传播有限公司主要负责推进移动互联网技术平台的建设。杭州网系国家一类新闻网站、杭州市属唯一新闻门户网站，承担了 G20 杭州峰会官网建设和运维，中标 2022 年第 19 届亚运会组委会官方网站采购项目，目前亚运官网已正式上线，由公司进行筹备阶段的日常运维工作。截至 2019 年 3 月末，公司拥有各类网站 26 家，手机 APP 12 个，微信公众号 107 个，微博官微 22 个，手机报产品 7 个，数字报产品 5 个，音视频产品 10 个，共有用户数（含 APP 活跃用户、微信订阅数、微博粉丝数、社区注册 ID、移动视频订阅户等）2.03 亿。

该公司户外广告业务由孙公司浙江风盛传媒股份有限公司（简称“风盛股份”）负责，2016 年 7 月风盛股份在新三板挂牌，股票代码 838071.OC。风盛股份主要通过竞拍的方式获取、经营户外广告业务，涵盖地铁媒体、城市灯光秀、户外 LED 屏、公交车候车亭及阅报栏等，主要以杭州市主城区市场为主。2018 年，风盛股份新设福州风盛传媒有限公司切入福州市场。

截至 2019 年 6 月末，风盛股份获得的户外广告媒体资源包括杭州地铁 1 号线全线平面广告、列车广告，杭州地铁 1、2、4、5 号线语音广告、导向广告，福州地铁 1、2 号线语音广告、导向广告等各类地铁媒体资源，以及杭州钱江新城灯光秀广告（环球天幕）、杭州武林广场地标媒体国大城市广场 LED 屏（大笨屏）；杭州、萧山、富阳阅报栏广告媒体；杭州钱江新城辖区公交车候车亭广告媒体、萧山区公共自行车广告以及若干城市户外大牌等广告媒体。

该公司户外广告业务主要通过公开投标、竞拍、自建与商业谈判等方式获取目标户外媒体资源的经营权，待各资源的经营使用期到期后，公司将及时启动续约谈判、或积极寻找替代的优质媒体资源点位，但若未来公司无法持续获得上述资源的经营使用权，可能使公司面临广告传播效果下降、客户满意度降低的风险。

在结算方式方面，该公司传统纸媒广告及策划和新媒体的广告发布根据市场公允价和通常结算周期予以结算。而对于户外广告，公司与广告客户签订广告发布合同，广告发布合同费用主要包括广告发布费和广告制作费。广告发布费收取依据以 CPM 计费方式为主，即千人次印象费用，按照每一千次展示需付费用进行结算。

### C. 教育业务

该公司教育业务板块系通过并购获得，主要经营主体为控股子公司中教未来，开展包括职业教育、国际教育、艺术教育、IT 教育、在线教育和幼儿教育在内的教育合作项目。2016~2018 年，教育业务板块分别实现收入 1.40 亿元、2.13 亿元和 2.62 亿元，年复合增长率为 36.87%。截至 2018 年末，中教未来完成累计三年业绩承诺；布朗睿智、布朗时代完成累计两年业绩承诺。

中教未来业务模式为：（1）与高校联合举办职业教育、国际教育等合作办学项目，向国内外院校输出教育服务；（2）独立提供教育培训；（3）在线职业教育。其中，与高等院校合作办学是中教未来最主要的业务板块。中教未来的

盈利来自每年收取的学费、培训费、实习费以及出国留学收取语言培训费。关于学费，中教未来主要有两种分成方式，一种是院校代收后返还约定分成；另一种是中教未来收取学费再向院校支付约定分成。根据中教未来提供服务的种类及数量，中教未来可分得学费的 45% 至 80%。除学费以外的其他收费，由于相关工作均由中教未来实施，相关费用由中教未来全额收取。

**图表 9. 2016 年以来公司主要院校情况（单位：人，元/人）**

项目名称	所属类别	所在城市	2016 年度			2017 年度			2018 年度		
			可容纳学生数	平均学费 <sup>11</sup>	在校生人数	可容纳学生数	平均学费	在校生人数	可容纳学生数	平均学费	在校生人数
项目一	职业教育	昆明	2,500	5,927	2,445	3,200	7,581	3,027	3,800	8,444	3,720
项目二	职业教育	北京	3,000	8,367	2,029	3,000	12,667	1,601	3,000	17,435	1,471
项目三	职业教育	珠海	--	11,400	2,371	--	11,700	2,621	--	12,490	1,768
项目四	职业教育	佛山	63	7,480	63	1,504	7,480	1,504	2,711	7,480	2,711
项目五	职业教育	珠海	--	6,300	584	1,500	6,490	1,230	3,000	6,648	1,900
项目六	国际教育	北京	430	30,821	143	300	30,821	268	200	33,400	375
项目七	职业教育	贵阳	--	--	2,445	1,216	4,194	1,078	1,047	4,592	2,093
<b>合计</b>	--	--	--	--	<b>7,635</b>	--	--	<b>11,329</b>	--	--	<b>14,038</b>

资料来源：华媒控股

截至 2018 年末，中教未来业务覆盖 14 个省市自治区 29 个地级市，拥有 24,061 名在校生。同年末，公司职业教育业务项目共计 21 个，当期实现收入 1.48 亿元，同比增长 0.68%；国际教育业务累计签约运营 16 所院校，当期实现收入 0.29 亿元，同比增长 45%；IT 教育业务累计签约院校 21 所；艺术教育业务，打造“星干线”，拓展多家合作院校、加盟校；在线教育业务覆盖北京、广东、浙江等 19 个区域。

#### D. 其他业务

##### 印刷业务

该公司印刷业务的经营主体为盛元印务，2016~2018 年印刷业务分别实现收入<sup>12</sup>1.91 亿元、1.82 亿元和 1.81 亿元，受受固定资产折旧费用高、人工成本上升等因素的影响，印刷业务持续处于亏损状态。公司印刷业务可分为报业印刷和商业印刷等，商业印刷主要为广告宣传单、期刊杂志、包装产品和数码图文印刷等。2018 年，公司扩大商业印刷业务规模，当期新闻纸印品<sup>13</sup>产量较上年提升 17.28%，商业印刷收入占盛元印务印刷收入总额的比重上升至 66.35%。

在报业印刷方面，盛元印务根据发行部门每天提供的印刷量确定生产任务，并分配各机台的生产任务，制版部门根据每天报社业务部门的版面通知及各机台的生产安排制版，仓库根据每天的生产任务安排生产用纸，印刷完成后

<sup>11</sup> 学费仅指中教未来获取的收入部分。

<sup>12</sup> 该公司合并口径印刷业务收入仅指对外商业印刷的收入，其中《杭州日报》、《都市快报》、《每日商报》《萧山日报》、《富阳日报》、《余杭晨报》等内部报刊印刷属于报业印刷收入，已于报表合并时内部抵消，同时内部报刊的印刷成本亦体现在报刊发行板块的成本中。

<sup>13</sup> 类似超市传单、杂志等商业印刷产品部分要求使用新闻纸纸张印刷。

进行分拣，最终分发、投递。对于杭报集团内的报刊，由盛元印务负责制版和印刷，并进行原材料的采购工作。对杭报集团外的报纸印刷，分为包料加工模式和纸张由委托报社提供的来料加工模式，盛元印务利润来源为生产加工费。

截至 2018 年末，该公司拥有 2 个印刷生产基地，共计 18 条印刷生产线，生产全部实现 CPT 制版、采用 CIP3 接口实现油墨预置和油墨集中控制、现场拥有标注光源，颜色控制采用国际一流的 GMG 色差管理系统和软打样系统。公司最大印刷能力为 130 万对开张/小时，2018 年印刷业务产能利用率为 37.5%，较上年下降 12.5 个百分点，主要受新媒体影响，报纸缩版缩量所致。

**图表 10. 2016 年以来公司商业印刷品产量（单位：对开千印张）**

印刷业务类型		2016 年产量	2017 年产量	2018 年产量
商业普通	新闻纸印品	273,392	278,393	326,491
	轻涂纸印品	244,414	272,578	236,591
	平张纸印品	63,967	61,526	70,416
商业包装	平张纸印品	67,015	53,158	49,200
<b>合计</b>		<b>648,788</b>	<b>665,656</b>	<b>682,698</b>

资料来源：华媒控股

印刷价格由印刷工价、纸张价二部分构成，分别约占印刷成本的 45% 和 55%。印刷工价参考市场标准，结合产品生产工序情况确定，价格相对稳定；纸张价跟随市场价格浮动，每月由财务部制作《印价调整审批表》，根据纸类价变动情况、各报刊实际用纸情况确定印价。近年来，新闻纸、包装用纸和其他印刷用纸价格持续上涨，导致公司印刷业务经营承压。

**图表 11. 2016 年以来公司新闻纸采购均价**

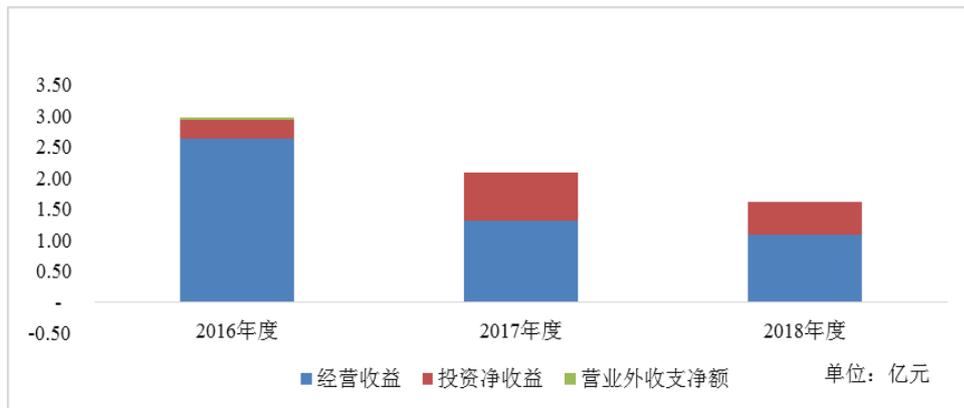
项目	2016 年	2017 年	2018 年
新闻纸采购量（万吨）	2.79	2.69	2.23
新闻纸采购均价（含税）（元/吨）	4,500.00	4,900.00	5,900.00

资料来源：华媒控股

商业印刷一般按签订的合同单价确定，主要分为普通商业印刷和包装印刷收入。印刷结算一般为季结，纸张付款也为季结，付款形式包括银行承兑和转账汇票。

## (2) 盈利性

图表 12. 公司盈利来源结构



资料来源：根据华媒控股所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益。

该公司盈利主要来自主业经营，投资净收益形成有效补充、营业外收支净额规模相对较小。2016~2018年，公司分别实现经营收益2.64亿元、1.31亿元和1.09亿元；其中2017年经营收益大幅下降系受传统报刊发行与广告收入下滑等因素的影响，2018年剥离信息服务业务导致业务口径不可比。可比口径下，2018年公司经营收益有所增加，主要得益于核心报刊提价，多元开拓户外媒体资源以及加速高盈利教育板块规模扩张。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年度	2017年度	2018年度	2019年 第一季度
营业收入合计(亿元)	18.32	18.32	17.50	3.57
毛利率(%)	31.02	25.32	27.58	18.74
其中：报刊发行(%)	11.22	-0.28	26.24	26.47
广告(%)	39.62	28.97	25.50	17.61
教育(%)	72.14	63.13	58.42	52.81
毛利(亿元)	5.68	4.64	4.83	0.67
其中：报刊发行(亿元)	0.23	-0.01	0.71	0.19
广告(亿元)	3.52	2.61	2.31	0.27
教育(亿元)	1.01	1.34	1.53	0.22
期间费用率(%)	14.13	16.22	18.57	21.17

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

从主业盈利构成看，该公司毛利主要来源于广告业务，高毛利率的教育业务形成规模后成为公司经营收益的重要组成部分。此外，为应对新闻纸采购价格连续上涨的压力，公司调整发行价格和报纸版面，2018年报刊发行业务扭亏为盈，毛利贡献率达14.61%。2018年，公司实现毛利4.83亿元，同比增长4.04%；毛利率水平较上年上升2.26个百分点至27.58%。广告业务方面，尽管户外广告类业务进入项目成熟期，盈利能力上升，但仍受传统广告及策划类业

务竞争激烈、相关成本上升以及新媒体广告投放规模下降所累，广告业务整体毛利率持续下滑。教育业务收入规模保持增长且毛利率高，2018 年毛利贡献率达 31.66%，未来将成为公司盈利的持续增长点。

该公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成，规模较大，且呈上升态势。受报刊发行及印刷业务同比增加影响，2018 年销售费用较上年度增长 14.47% 至 1.32 亿元，主要为订报奖励、投递等发行服务费和销售人员的薪酬。同年，公司管理费用为 1.83 亿元，与上年基本持平，主要包含职工薪酬、研发费及房租物业等，其中职工薪酬近三年占比均在 55% 以上。因短期借款增加导致利息支出上升，公司财务费用较上年增加 0.09 亿元至 0.10 亿元，但仍处于较低水平。近三年，公司期间费用率逐年增长，2016~2018 年分别为 14.13%、16.22% 和 18.57%，公司面临较大的费用控制压力。

2019 年第一季度，该公司实现营业收入 3.57 亿元，同比增长 7.05%，当期净亏损 0.08 亿元。受大型会展业务前期工作开展但尚未确认收入，以及风盛股份拓展杭州以外市场增加投入成本等因素影响，公司一季度毛利率水平较上年同期下降 6.63 个百分点。

**图表 14. 影响公司盈利的其他关键因素分析**

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资收益（亿元）	0.29	0.76	0.53
其中：理财产品及信托产品（亿元）	0.02	0.05	0.09
权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.28	0.23	0.38
其他收益+营业外收入（亿元）	0.07	0.13	0.12
其中：政府补助（亿元）	0.06	0.12	0.11

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

近年来，该公司投资收益对净利润形成一定补充。2018 年公司实现投资收益 0.53 亿元，占据利润总额的 30.61%；较上年下降 17.37%，主要系 2017 年公司改变上海合印科技股份有限公司股权持有目的，在会计处理上将其从长期股权投资转入可供出售金融资产，形成较大一次性股权增值收益所致。此外，作为文化传媒行业上市公司，公司还可以获得政府补助，2018 年其他收益科目下的补助金额为 0.11 亿元，具有一定持续性，但规模较小，对公司整体盈利水平影响相对有限。

### (3) 运营规划/经营战略

该公司将持续深化“一体两翼”产业布阵，进一步优化“大文创产业生态运营商”战略。“一体”是传媒及衍生板块，主要包括广告及策划、新媒体、报刊发行、物流、印刷等业务；“两翼”是文创产业板块和文化金融板块。

现代传媒及衍生板块方面，该公司将以全案策划整合营销方式，做强广告策划经营板块，增强“学习强国”杭州发布平台，杭+新闻、杭州新闻等 APP 的用户数与活跃度，提升官微、官博综合影响力。

教育业务板块，支持中教未来加快全国布局：计划开发华东、华南地区数个职业教育项目，华北、华东、华南地区数个国际教育项目以及东北、华中、西南地区数个 IT 项目；在陕西、西藏、广东、河北、河南、云南、内蒙、上海等省市开辟教师培训市场；开展酒店管理、法制、农村党支部书记、医疗等方向的在线培训；基础教育领域做好海口江南城新园的筹建和首批招生工作。

文创园区平台方面，该公司注重培养自有管理运营专业团队，全力打造数字经济产业园品牌华媒智谷，吸引人工智能、文创科技等企业入驻；进一步做好华媒科创园等文创综合体项目的招商运营；主动对接服务地方产业经济发展规划，积极寻找优质园区资源，构建一批轻资产、特色化、全要素、生态型的文化创意类“众创空间”“创新工场”等新型创业服务平台。

**图表 15. 公司 2019 年~2021 年融资规划**

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度
融资安排（净额，亿元）	6.00	8.00	9.00
其中：权益类融资（亿元）	--	--	--
债务类融资（亿元）	6.00	8.00	9.00

资料来源：华媒控股

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

该公司系地方国有控股的传媒类上市公司，控股股东为杭报集团有限公司，股权结构清晰。公司法人治理结构较为健全，运营管理规范。因“采编与经营分离”政策和关联资产转让，公司与杭报集团及其控制的子公司有一定规模的关联交易。

#### (1) 产权关系

该公司原控股股东为华立集团，2014 年杭报集团有限公司通过反向购买的方式成为公司的控股股东，公司成为地方国有控股的传媒类上市公司。截至 2019 年 6 月末，杭报集团有限公司直接持有公司 48.13% 的股权，为公司控股股东，公司实际控制人为杭报集团。公司产权状况详见附录一。

该公司控股股东杭报集团有限公司系在杭州日报社基础上组建的国有独资有限责任公司，运营杭州日报社的经营性资产。截至 2018 年末，杭报集团有限公司经审计的合并口径资产总额为 43.71 亿元，所有者权益为 25.04 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 12.47 亿元）；当年实现营业收入 17.97 亿元、净利润 0.99 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润-0.06 亿元）；当年经营活动产生的现金流量净额为 1.15 亿元。

## (2) 主要关联方及关联交易

图表 16. 近三年公司主要关联交易情况（单位：万元）

关联交易内容	2016 年度	2017 年度	2018 年度
向关联方销售商品和提供劳务	11,371.00	5,012.87	4,127.35
关联销售收入占营业收入的比例	6.21%	2.74%	2.36%
自关联方购买商品和接受劳务	22,674.47	22,112.56	22,552.66
其中：采编服务占比	93.65%	93.17%	94.60%
关联方采购金额占营业成本的比例	17.94%	16.16%	17.80%

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

该公司遵循“采编与经营两分开”原则<sup>14</sup>，与实际控制人杭报集团控制的各大报社因采编服务形成了一定量的关联交易，约占公司营业成本的 17% 左右。根据杭报集团及其下属报社与公司下属各相关报刊经营子公司签订的《授权经营协议》和《收入分成协议》及《收入分成协议之补充协议》，公司按照运营管理传媒经营性业务所形成的收入进行分成，以收入分成金额和固定采编费用二者之间的较高者作为最终支付金额。根据协议，公司每年共需支付保底采编费用 20,741 万元，为公司所属各传媒公司主要成本项目。

除自关联方购买商品和接受劳务、向关联方销售商品、提供劳务和资产转让产生的关联交易外，该公司还与关联方之间存在资产租赁、担保、资金拆借及资产转让等关联交易。2017 年，公司以 1.30 亿元价格将其所持北京精典博维文化传媒有限公司全部股权（占其总股本的 35%）转让至浙江华朗实业有限公司<sup>15</sup>；公司分别以 0.16 亿元和 0.91 亿元价格从杭报集团有限公司处收购杭州萧山萧报教育咨询有限公司和杭州华媒企业管理有限公司 100% 股权。2018 年 12 月，公司与杭报集团有限公司签署《股权收购协议》，约定以 3.08 亿元收购杭报集团有限公司持有的萧文置业 55% 股权，并于 2019 年完成资产交割。

## (3) 公司治理

该公司按照《公司法》、《证券法》和《上市公司治理准则》等法律法规和规范性文件的要求开展公司治理，在经营管理各方面保持着较强的独立性。公司具有完整、独立的法人治理结构，依法设立了股东大会、董事会、监事会和经营管理机构，其中董事会下设关联交易控制委员会、战略与投资委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会。目前，公司董事会由董事 7 名，其中独立董事 3 名；监事会由 5 名监事组成，股东代表监事 3 人、职工代表监事 2 人。

该公司与控股股东在业务、人员、资产、机构和财务等方面相互独立。业务方面，公司独立于控股股东，具有独立完整的业务及自主经营能力；人员方面，公司在人事、薪酬管理方面进行独立管理，公司股东推荐的董事、监事通

<sup>14</sup> 根据报刊行业采编与经营“两分开”的政策，杭州日报报业集团（杭州日报社）及其他相关报社与公司下属的报刊经营公司签订了《授权经营协议》和《收入分成协议》。

<sup>15</sup> 浙江华朗实业有限公司系公司控股股东杭报集团有限公司全资子公司。

过合法程序任职；资产方面，公司拥有独立于控股股东的生产系统、辅助生产系统和配套设施等、拥有独立的采购和销售系统，公司与控股股东及其他关联方资产权属清晰；在机构方面，公司具有完整、独立的法人治理结构，均依法设立股东大会、董事会和监事会等并规范运作；财务方面，公司设有独立的财务部门，建立了独立的会计核算体系和财务管理制度。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构/模式

该公司根据自身业务特点及经营管理需要建立了人力资源部、财务部、战略投资部、融资部、产业运营部和新媒体部等部门。公司内部组织架构设置较合理，能够满足日常经营管理的需要。公司组织架构详见附录二。

### (2) 经营决策机制与风险控制

该公司在“三重一大<sup>16</sup>”事项决策、人力资源、资金活动、采购活动、资产管理、广告业务监管、投资者关系等主要环节建立了相应的管理制度，保障了公司的正常经营运行。

该公司对“三重一大”事项决策设有相关制度，“三重一大”事项遵循集体决策、科学决策、民主决策的基本原则。其中，公司重大项目安排事项的决策过程如下：1) 重大项目安排事项由事项分管副总提出，并由投融资部进行立项；2) 投融资部经初步调研后，将议题提交至华媒控股投资委员会初步决策；3) 如事项获得通过，则相关部门进一步进行项目尽职调查，并将调查结果提交总经理办公会议进行决策；如遇涉及需杭报集团或上级主管单位杭州市国有文化资产监督管理办公室（简称“杭州文资办”）事前审批、备案或报告的事项，则同时按规定通过杭报集团提交杭州文资办进行审批、备案或报告；4) 决策或审批通过的事项，如需进一步提交的事项，公司视权限将事项提交公司相应的董事会专门委员会或独立董事事前研究后，报董事会会议或股东大会进行决策；5) 如事项被任一级决策层否决，分管副总可在进一步研究准备后决定是否再次发起议题。

在子公司管理方面，该公司制定了《浙江华媒控股股份有限公司子公司管理制度》，在子公司<sup>17</sup>的设立，董事、监事、高级管理人员的委派和职责，财务管理，重大事项决策和重要信息报告五方面，根据上市公司规范运作的要求对子公司进行指导、监督和管理。

在人力资源方面，该公司制定了《浙江华媒控股股份有限公司人力资源管理制度》，制度包括人力资源规划、招聘、培训、考核、薪酬、离职、评估等一系列有关人事的活动和程序，有助于加强公司人力资源管理科学化、规范化、制度化，打造一支高素质的员工队伍，更好地实现公司战略目标。

<sup>16</sup> 即重大决策事项、重要人事任免事项、重大项目安排事项和大额度资金运作事项。

<sup>17</sup> 该制度的范围包括全资子公司、控股子公司和参股公司。

在资产管理方面，该公司制定了存货、固定资产和无形资产等管理制度。其中，存货管理制度规范了存货的采购、出入库与核算等要求；固定资产管理制度确保固定资产的账物相符，提高固定资产的运行效果和经济效益；无形资产管理制度加强了公司对无形资产的内部控制，防止并及时发现和纠正无形资产业务中的各种差错和舞弊，保护无形资产的安全并维护其价值，提高无形资产的使用效率。

在采购活动方面，该公司的采购制度实行采购和监管分离制度，采购实施机构的采购活动须在监管机构的监管下实施，规范了公司的采购活动，维护公司和采购当事人的合法权益，实现集约化管理，提高资金使用效益。

在广告业务监管方面，该公司制定了《浙江华媒控股股份有限公司广告业务监督管理制度》，制度结合了公司实际运营，加强对公司广告业务的规范管理，建立科学有效的管控流程，形成分工协作、责任到人、相互制约、相互监督的监督体系。

### **(3) 投融资及日常资金管理**

在资金活动方面，该公司制定了资金集中管理制度、营运资金管理制度、筹资管理制度、对外投资管理制度和关联方资金往来管理制度等制度对公司经营、投资、筹资及关联方资金往来等各活动中的资金进行规范管理。

在对外投资管理方面，该公司实行专门管理和逐级审批制度，股东大会、董事会、董事长、总经理为公司投资行为的决策机构，在其各自权限范围内行使决策权限。战略委员会为公司董事会的专门议事机构，负责统筹、协调和组织重大对外投资项目的分析和研究，为决策提供建议；公司设置投资管理部，负责协调、上报和监督管理对外投资项目实施全过程。控股子公司对外投资，需先提经公司财务部对投资项目进行风险评估和可行性分析。

在投后管理方面，该公司制定了《华媒控股投后管理办法及实施细则》明确投后管理职责分工和流程方法，切实加强公司对被投资项目或企业的业务跟踪、经营管理和风险管控。公司对外投资活动与投后管理活动相分离，专设投后管理委员会，建立了投后管理报告工作机制、走访机制和工作台账和档案管理制度，保障投后管理工作效率的同时也对公司对外投资活动进行了监督。

### **(4) 不良行为记录**

根据该公司 2019 年 8 月 20 日的《企业信用报告》，近三年公司本部无信贷违约记录。截至 2019 年 8 月末，公司尚有本金规模合计 4.00 亿元的债券仍处于存续期。

## 财务

该公司负债经营程度较低，2017 年以来因业务拓展需要增加短期债务融资，但债务规模较小且货币资金充裕，债务偿付压力可控。近年来公司对外投资规模较大，目前公司推进文化园区平台建设，预计未来仍有一定的资本投入需求。公司经营回款情况好，经营活动现金净流入可在一定程度覆盖投资活动现金流出。

### 1. 数据与调整

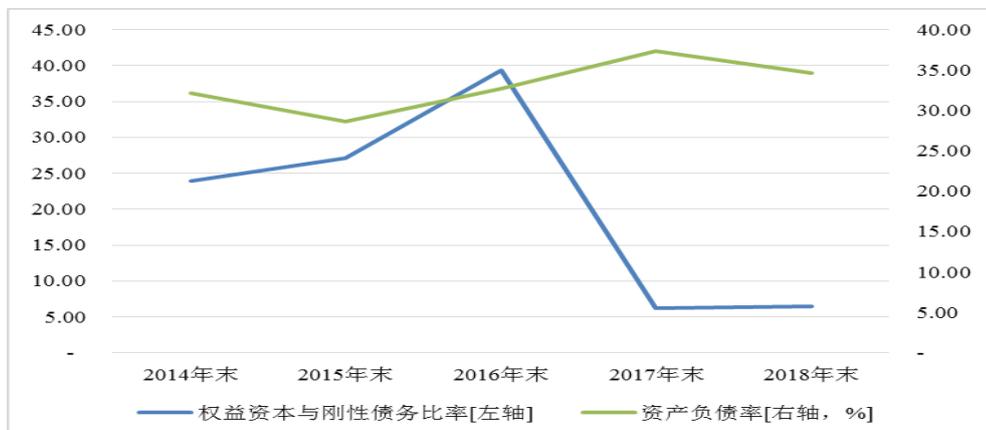
瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》及其后颁布和修订的具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 修订）的披露规定编制。同时，根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会【2018】15 号）的相关规定，公司对财务报表格式进行调整。

2017 年，该公司收购杭报集团下属杭州华媒企业管理有限公司和杭州萧山萧报教育咨询有限公司 100% 股权，发生同一控制下企业合并，故本报告采用公司追溯调整的 2016 年度财务数据。截至 2018 年末，公司纳入合并范围内的二级子公司共有 15 家，较上年末未有变动。

### 2. 资本结构

#### （1）财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据华媒控股所提供数据绘制

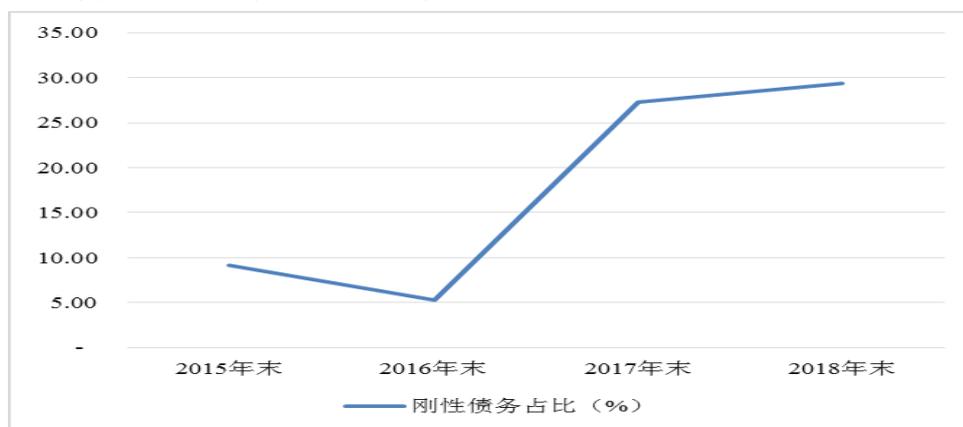
2016~2018 年末，该公司资产负债率分别为 32.66%、37.37% 和 34.68%，

财务杠杆水平较低。公司刚性债务基数低，2017年以来公司因业务拓展需要增加短期借款，导致权益资本对刚性债务的覆盖程度从2016年度的39.36倍下降至2018年度的6.44倍，但债务偿付仍具有较高保障。

从权益资本方面来看，得益于经营积累，该公司资本实力小幅提升。截至2018年末，公司所有者权益总额为21.22亿元，较上年末增长5.86%；其中未分配利润10.34亿元，占所有者权益总额的48.71%。2016~2018年，公司以现金分红的方式向全体股东分别派发或拟派发现金股利0.22亿元、0.15亿元和0.11亿元，现金红利的分配或对其资本稳定性造成一定影响。

## (2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年第一季度末
刚性债务 (亿元)	0.63	0.51	3.26	3.30	3.88
应付账款 (亿元)	1.22	1.79	1.15	1.31	1.30
预收账款 (亿元)	2.43	2.63	3.05	3.60	3.57
其他应付款 (亿元)	1.32	3.78	3.40	1.70	4.58
刚性债务占比 (%)	9.18	5.24	27.26	29.41	27.50
应付账款占比 (%)	17.86	18.49	9.60	11.65	9.25
预收账款占比 (%)	35.50	27.16	25.47	31.92	25.42
其他应付款占比 (%)	19.29	39.00	28.43	15.06	32.59

资料来源：根据华媒控股所提供数据绘制

注：1) 占比，系相应债务科目占同期末公司负债总额的比例；

2) 其他应付款不包含应付利息和应付股利。

从债务期限结构看，该公司负债以流动负债为主，近年来流动负债在负债总额中的占比在95%以上，债务结构偏短期化。从债务构成上看，公司负债主要集中于刚性债务、预收款项、其他应付款和应付账款，2018年末上述科目合计占负债总额的比例为88.04%。

该公司应付账款系主业经营形成的应付采编广告及策划、材料款及其他成本，2018年末余额为1.31亿元，其中应付采编及广告策划成本0.81亿元、应付材料款0.30亿元。预收款项主要为预收报刊发行、广告及策划、教育培

训和技术服务款，2018年末上述各项预收款项分别为1.55亿元、1.50亿元和0.46亿元；同年末预收款项较上年末增长18.04%至3.60亿元，主要系业务规模扩大相应预收广告策划、教育培训和技术服务款项增加所致。其他应付款主要为公司并购形成的应付股权投资款，2018年末其他应付款为1.70亿元，较上年末下降50.10%，主要系公司当年支付快点传播、中教未来等股权投资款导致应付股权投资款减少1.70亿元至1.30亿元。

2019年第一季度末，该公司负债总额为14.05亿元，较年初增长24.68%，主要系其他应付款增长所致。同期末，其他应付款为4.58亿元，主要系当期增加应付收购萧文置业股权款1.85亿元所致。

### (3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年 第一季度末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>0.63</b>	<b>0.51</b>	<b>2.78</b>	<b>2.99</b>	<b>3.57</b>
其中：短期借款	0.08	0.26	1.90	2.16	0.48
应付短期债券	--	--	--	--	2.51
一年内到期的非流动负债	--	--	0.20	0.30	0.25
应付票据	0.55	0.25	0.67	0.52	0.31
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>0.48</b>	<b>0.30</b>	<b>0.30</b>
其中：长期借款	--	--	0.48	0.30	0.30

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

2016~2018年，该公司刚性债务余额分别为0.51亿元、3.26亿元和3.30亿元，2017年短期借款增加拉升债务规模，但规模尚可控。公司刚性债务以短期类为主，主要由短期银行借款、应付票据和超短期融资券构成。

截至2019年3月末，该公司刚性债务余额为3.88亿元，较年初增长17.58%；其中短期刚性债务3.57亿元，较年初增加0.58亿元，公司即期偿债压力尚可控。同期末，公司短期刚性债务构成有所调整，主要系公司于2019年1月发行总额为2.5亿元、利率为3.9%的超短期融资券置换短期借款所致。

## 3. 现金流量

### (1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
营业周期（天）	113.84	110.20	96.91	87.25	--
营业收入现金率（%）	105.08	100.36	104.74	104.02	85.75
业务现金收支净额（亿元）	2.01	4.05	3.09	3.42	-1.11

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.09	-1.15	-1.23	-0.78	-0.33
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.92	2.90	1.85	2.64	-1.43
EBITDA（亿元）	3.65	3.50	2.72	2.25	--
EBITDA/刚性债务（倍）	6.17	6.15	1.44	0.69	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	461.04	677.44	45.54	14.31	--

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

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

该公司现金获取能力较强，近三年营业收入现金率各年间略有波动，但维持在 100% 以上。2016~2018 年，公司经营性现金净流量分别为 2.90 亿元、1.85 亿元和 2.64 亿元，保持净流入。其中 2017 年经营性现金净流入较上年减少 36.11%，主要系子公司凤盛股份和杭州华泰一媒文化传媒有限公司业务扩张相应成本支出增长，导致当期经营性支出大幅增长所致。2018 年经营性现金净流入较上年增长 42.41%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少，以及支付的项目保证金减少所致。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和固定资产折旧构成，受利润总额下降影响，2018 年公司 EBITDA 同比下降 17.28%，至 2.25 亿元。同时公司刚性债务规模增加，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖能力有所弱化。

## （2）投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.10	-3.19	-1.69	0.05	-1.81
其中：理财产品投资回收与支付净额	0.00	-0.08	-0.88	-0.79	-0.49
其中：与主业有关的投资净额	0.85	3.77	0.32	0.50	-1.23
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.50	-0.27	-0.65	-0.34	-0.03
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.69	0.00	-0.43	-0.21	0.39
投资环节产生的现金流量净额	3.08	-3.46	-2.76	-0.50	-1.43

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

近三年，该公司投资活动现金净流出量存在一定波动。2016 年投资活动现金净流出 3.46 亿元，其中取得中教未来等子公司及其他营业单位支付现金净额 2.95 亿元。2018 年公司收回投资收到现金 4.51 亿元，投资支付现金 4.76 亿元，主要系当期购买和赎回理财产品所致。

### (3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
筹资环节产生的现金流量净额	0.54	-0.54	0.45	-2.00	0.79

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

该公司主要通过经营性现金流入及自有资金来满足对外投资的资金需求，筹资活动现金净流量规模有限。2016~2018 年，公司筹资环节现金净流量分别为-0.54 亿元、0.45 亿元和-2.00 亿元。2017 年以来，公司增加短期借款外部融资，导致年度借款收到的现金及偿还债务支付的现金规模增加，同时公司支付以前年度并购的股权收购款，导致 2018 年公司筹资活动现金净流出 2.00 亿元。

受行业惯例的影响，报刊发行收入系年底收取，印刷等支出则在其他月份产生，收入与支出的时间存在差异。2019 年第一季度，该公司经营性现金净流出 1.43 亿元，较上年同期有所扩大，主要系业务规模扩大导致经营性支出同比增加。同期，因支付萧文置业股权转让款 1.23 亿元，公司投资环节现金净流出增至 1.43 亿元。目前公司正投资建设萧文置业项目，推进大江东项目和九堡项目的规划和设计，预计未来仍有一定的资本投资需求。

### 4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	15.13	14.99	15.98	15.57	16.76
	63.17	50.48	49.93	47.93	49.82
其中：现金类资产（亿元）	9.21	7.90	8.35	8.98	6.95
应收账款（亿元）	4.74	5.23	3.63	3.72	3.63
其他应收款（亿元）	0.16	0.65	2.06	0.82	1.48
其他流动资产（亿元）	0.47	0.70	1.18	1.40	1.35
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	8.82	14.71	16.02	16.91	16.88
	36.83	49.52	50.07	52.07	50.18
其中：固定资产（亿元）	2.61	2.35	2.33	1.92	1.87
商誉（亿元）	1.82	7.52	5.70	5.76	5.76
长期股权投资（亿元）	3.32	3.55	5.33	6.50	6.52
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>0.32</b>	<b>0.08</b>	<b>2.57</b>	<b>3.39</b>	<b>2.90</b>
<b>期末抵质押融资余额（亿元）</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>1.57</b>	<b>0.61</b>	<b>0.56</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>1.34</b>	<b>0.27</b>	<b>8.03</b>	<b>10.43</b>	<b>8.63</b>

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

注：现金类资产=货币资金余额+交易性金融资产余额+应收银行承兑汇票余额。

近年来，该公司资产总额保持低速增长，伴随对外投资规模的增长，非流动资产在资产总额中占比逐年上升。2018年末，公司资产总额为32.49亿元，其中流动资产和非流动资产分别为15.57亿元和16.91亿元。2019年第一季度末，公司资产结构较年初变化不大，因将萧文置业旗下土地计作存货入账，期末流动资产占资产总额的比重上升1.89个百分点至49.82%。

该公司流动资产主要由现金类资产、应收账款、其他应收款和其他流动资产构成。2018年末，公司现金类资产余额为8.98亿元，较上年末增长7.57%，其中货币资金为8.89亿元。同年末，应收账款为3.72亿元，按照账龄分析法计提坏账准备的应收账款占比为98.89%，其中账龄在1年以内的款项占比为66.95%，账龄超过3年的款项占比为12.40%；按集中度来看，前五大客户应收账款合计金额为1.08亿元，占账款余额的比例为23.81%。同年末，其他应收款较上年末下降60.22%至0.82亿元，主要系杭州网络传媒有限公司收回快点传播股权转让款0.52亿元，风盛股份收回地铁一号线保证金0.30亿元所致。其他流动资产主要为购买的银行理财产品和待摊费用，2018年末为1.40亿元，其中银行理财产品为0.87亿元。

该公司非流动资产主要为长期股权投资、商誉和固定资产。2018年末，长期股权投资余额为6.50亿元，较上年末增长21.83%，主要系：（1）期内中教未来增持布朗睿智和布朗时代各6%股权，增加长期股权投资0.32亿元；（2）公司与杭实基金共同成立杭州杭实华媒投资管理合伙企业（有限合伙），增加长期股权投资0.50亿元。商誉年末余额为5.76亿元，主要系收购中教未来形成，目前未发生减值。公司固定资产主要为机器设备及房屋建筑物，2018年末余额较上年末下降17.51%至1.92亿元，主要系期内将账面价值为0.18亿元的自用房产改为出租，自固定资产转作投资性房地产所致。

**图表 24. 截至 2019 年第一季度末公司资产受限情况（单位：亿元）**

受限资产	受限金额	受限原因
货币资金	0.13	银行承兑汇票保证金
货币资金	0.10	不能随时支取的定期存款
货币资金	0.70	结构性存款
长期股权投资	1.98	长期借款股权质押
<b>合计</b>	<b>2.90</b>	—

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

截至2019年第一季度末，该公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值为2.90亿元，占资产总额8.63%，对公司资产流动性及信用质量影响较小。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 25. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动比率（%）	222.58	155.41	139.60	142.48	122.23
速动比率（%）	214.64	150.09	133.28	136.59	97.85

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
现金比率 (%)	135.50	81.86	72.95	82.20	50.67

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

近年来，该公司扩大对外投资规模，受应付投资款增加等因素的影响，流动资产对流动负债的覆盖程度有所下降。2019 年第一季度，公司收购萧文置业完成交割及部分股权收购款的支付，流动比率和现金比率分别降至 122.23% 和 50.67%。同时受收购萧文置业的影响，公司存货增加约 2 亿元在产品，期末速动比率降至 97.85%。

## 6. 母公司财务质量

该公司主业的经营主体为下属子公司，母公司主要承担管理职能，无实际经营业务。母公司流动资产集中在其他应收款和应收股利科目，2018 年末余额分别为 2.88 亿元和 2.05 亿元，合计占流动资产余额 87.38%；非流动资产主要系长期股权投资，期末余额为 29.33 亿元。同年末，母公司刚性债务为 1.55 亿元的短期借款，偿付压力可控。2018 年，母公司经营性盈利来源收入小，当期因管理费用和财务费用产生净亏损 0.26 亿元和 0.09 亿元；投资活动现金净流出 1.17 亿元，筹资活动现金净流入 0.24 亿元。

## 外部支持因素

### 1. 政府支持

根据财政部、税务总局、中央宣传部联合发文的《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》财税【2019】16 号：经营性文化事业单位转制为企业后，免征企业所得税；上述政策适用于开展文化体制改革的地区和转制企业；执行期限为 2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日。

该公司旗下多家子公司享受上述优惠政策。此外，公司每年可获得部分政府补助。2016~2018 年，公司分别获得政府补助 624.83 万元、1,174.92 万元和 1,106.86 万元。

### 2. 国有大型金融机构支持

该公司与多家银行建立了长期合作伙伴关系，能获得有力的资金支持。截至 2019 年 6 月末，公司合并口径在各家商业银行取得的综合授信额度总额为 27.66 亿元，其中已使用的银行授信额度为 1.03 亿元，尚未使用的银行授信为 26.63 亿元，能够保障公司营运资金正常周转，降低集中偿付风险。

**图表 26. 公司来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	已使用额度	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	27.66	26.70	1.03	--
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	10.90	10.90	0.38	信用为主

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理（截至 2019 年 6 月 30 日）

## 债项信用分析

### （1）核心业务盈利保障

2016~2018 年，该公司营业收入分别为 18.32 亿元、18.32 亿元和 17.50 亿元，净利润分别为 2.86 亿元、2.10 亿元和 1.57 亿元，稳健的经营业绩可为本期债券的偿付提供一定支持。同期，公司利息保障倍数分别为 576.30、37.94 和 11.95，受利润总额下滑及利息支出规模扩大的影响，利息保障倍数呈逐年下降趋势，但仍较好的覆盖利息支出。

### （2）偿债资金来源保障

该公司主业现金回款较好，2016~2018 年的营业收入现金率分别为 100.36%、104.74%和 104.02%，同期经营性现金净流入分别为 2.90 亿元、1.85 亿元和 2.64 亿元。同时，公司拥有大量的货币资金，可为债务偿还提供一定的资金保障。

## 评级结论

该公司系地方国有控股的传媒类上市公司，控股股东为杭报集团有限公司，股权结构清晰。公司法人治理结构较为健全，运营管理规范。因“采编与经营分离”政策和关联资产转让，公司与杭报集团及其控制的子公司有一定规模的关联交易。

受业务布局变化影响，2016 年以来该公司收入规模整体略有波动。2018 年因减持快点传播股权后不再将其纳入合并范围，公司营业收入有所下降，但核心主业毛利贡献更加集中。从各业务板块看，公司对传统报刊发行业务通过提价、增量措施实现业务收入和盈利增长；户外广告步入成熟运营期而部分抵消了平面媒体广告业务的萎缩；2016 年新纳入合并范围的教育业务正逐渐释放业绩。

该公司负债经营程度较低，2017 年以来因业务拓展需要增加短期债务融资，但债务规模较小且货币资金充裕，债务偿付压力可控。近年来公司对外投资规模较大，目前公司推进文化园区平台建设，预计未来仍有一定的资本投入需求。公司经营回款情况好，经营活动现金净流入可在一定程度覆盖投

资活动现金流出。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

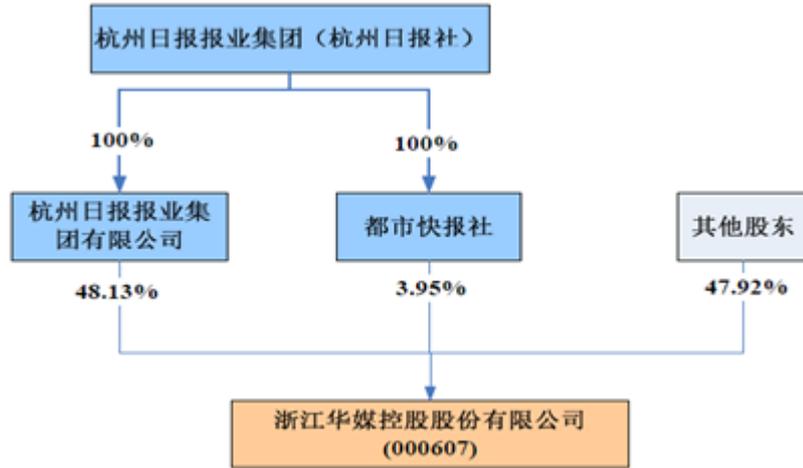
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

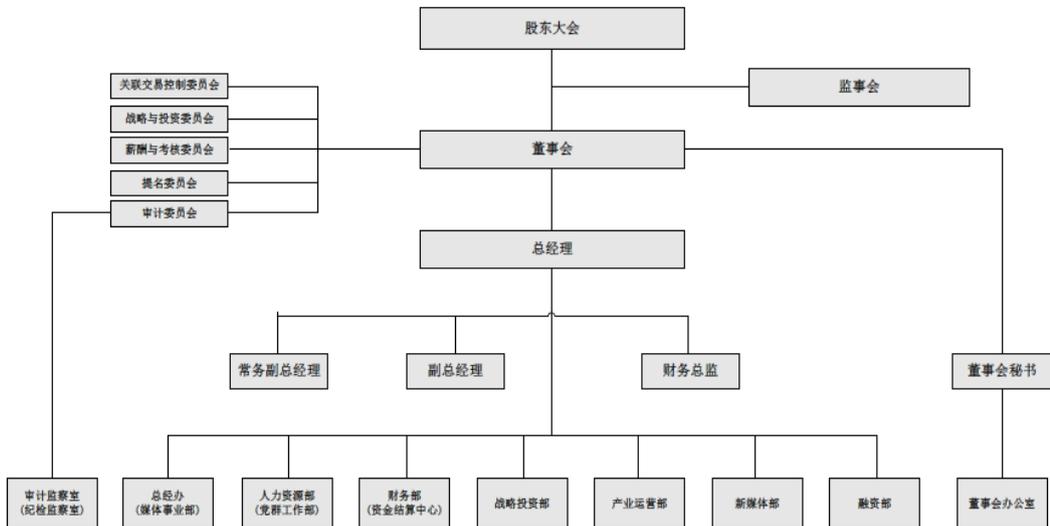
公司与实际控制人关系图



注：根据华媒控股提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据华媒控股提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
杭州日报报业集团有限公司	杭报集团有限公司	公司之控股股东	—	文化传媒	8.77	25.04	17.97	0.99	1.15	
<b>浙江华媒控股股份有限公司</b>	<b>华媒控股</b>	<b>本级</b>	—	<b>报刊发行、广告及教育业务</b>	<b>1.55</b>	<b>30.17</b>	<b>0.06</b>	<b>-0.25</b>	<b>0.01</b>	
浙江都市快报控股有限公司	都快控股	核心子公司	100	报纸发行及广告	1.21	1.95	3.42	0.32	-0.26	
杭州日报传媒有限公司	杭报传媒	核心子公司	100	报纸发行及广告	1.46	1.85	2.70	0.49	0.60	
中教未来国际教育科技(北京)有限公司	中教未来	核心子公司	60	教育	0.53	2.17	2.45	0.75	0.79	

注：根据华媒控股 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	29.70	32.01	32.49	33.64
货币资金 [亿元]	7.85	8.32	8.89	6.86
刚性债务[亿元]	0.51	3.26	3.30	3.88
所有者权益[亿元]	20.00	20.05	21.22	19.59
营业收入[亿元]	18.32	18.32	17.50	3.57
净利润[亿元]	2.86	2.10	1.57	-0.08
EBITDA[亿元]	3.50	2.72	2.25	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.90	1.85	2.64	-1.43
投资性现金净流入量[亿元]	-3.46	-2.76	-0.50	-1.43
资产负债率[%]	32.66	37.37	34.68	41.76
权益资本与刚性债务比率[%]	3,935.66	614.70	643.56	504.98
流动比率[%]	155.41	139.60	142.48	122.23
现金比率[%]	81.86	72.95	82.20	50.67
利息保障倍数[倍]	576.30	37.94	11.95	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	110.20	96.91	87.25	—
毛利率[%]	31.02	25.32	27.58	18.74
营业利润率[%]	15.98	12.04	9.83	-2.54
总资产报酬率[%]	11.10	7.35	5.82	—
净资产收益率[%]	15.40	10.51	7.60	—
净资产收益率*[%]	13.60	8.23	5.70	—
营业收入现金率[%]	100.36	104.74	104.02	85.75
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	35.27	17.59	23.58	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.82	-8.42	18.42	—
EBITDA/利息支出[倍]	677.44	45.54	14.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	6.15	1.44	0.69	—

注：表中数据依据华煤控股经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算；其中2016年为追溯调整后数据。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] +365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

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

## 附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和之后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

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

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。