

江苏凤凰出版传媒集团有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100693】

评级对象: 江苏凤凰出版传媒集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪:	前次跟踪:	首次评级:
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
16 凤凰 EB	AAA/稳定/AAA/2021年6月28日	AAA/稳定/AAA/2020年6月5日	AAA/稳定/AAA/2016年7月13日
20 凤凰 01	AAA/稳定/AAA/2021年6月28日	-	AAA/稳定/AAA/2020年6月5日
21 凤凰 01	AAA/稳定/AAA/2021年6月28日	-	AAA/稳定/AAA/2021年3月23日
21 凤凰 02	AAA/稳定/AAA/2021年6月28日	-	AAA/稳定/AAA/2021年4月20日
20 凤凰传媒 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021年6月28日	AAA/稳定/AAA/2020年6月5日	AAA/稳定/AAA/2019年11月28日
20 凤凰传媒 MTN002	AAA/稳定/AAA/2021年6月28日	-	AAA/稳定/AAA/2020年8月13日
21 凤凰传媒 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021年6月28日	-	AAA/稳定/AAA/2020年11月6日

主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	16.88	6.97	34.71	17.12
刚性债务	71.12	71.12	113.92	103.18
所有者权益	165.11	187.89	198.73	201.56
经营性现金净流量	2.73	-12.67	1.99	-0.70
合并口径数据及指标:				
总资产	547.95	570.00	647.39	641.23
总负债	227.32	207.12	265.27	252.52
刚性债务	112.11	88.53	135.49	116.09
所有者权益	320.64	362.88	382.12	388.71
营业收入	181.49	188.20	168.23	34.39
净利润	32.56	37.19	26.61	9.49
经营性现金净流量	19.16	27.33	36.73	13.17
EBITDA	45.46	45.76	35.03	-
资产负债率[%]	41.48	36.34	40.98	39.38
权益资本与刚性债务比率[%]	286.00	409.91	282.02	334.83
流动比率[%]	234.76	232.94	134.42	134.72
现金比率[%]	127.79	129.37	67.14	61.46
利息保障倍数[倍]	11.38	17.60	6.09	-
净资产收益率[%]	10.81	10.88	7.14	-
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	15.85	23.43	23.09	-
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	15.52	3.95	-17.40	-
EBITDA/利息支出[倍]	13.10	19.94	7.16	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.46	0.31	-

注:根据凤凰出版传媒集团经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

武嘉妮 wjn@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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对江苏凤凰出版传媒集团有限公司(简称凤凰出版集团、发行人、该公司或公司)及其发行的16凤凰EB、20凤凰01、21凤凰01、21凤凰02、20凤凰传媒MTN001、20凤凰传媒MTN002及21凤凰传媒MTN001的跟踪评级反映了2020年以来凤凰出版集团在行业地位、经营、财务状况及融资渠道等方面所保持的优势,同时也反映了公司在数字阅读冲击、实体书店经营及房地产项目去库存等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业地位稳固。**凤凰出版集团拥有19种国标教材,并主导了江苏省义务教育教材出版发行市场。其业务涵盖了出版、发行、物资贸易等,出版产业链完整。
- **经营较为稳定。**凤凰出版集团出版发行业务突出,近年来收入总体趋于稳定,物资供应及其他业务等发展较好,已形成一定规模效应,经营较为稳定。
- **财务状况良好。**凤凰出版集团负债水平较低,且货币资金和可变现资产充裕,财务状况良好。
- **融资渠道通畅。**凤凰出版集团下属主要业务板块均已实现上市,融资渠道通畅,融资能力强,后续仍有一定融资空间。

主要风险:

- **数字阅读的冲击。**新媒体的普及使得人们的阅读方式逐步转变,数字阅读对传统出版发行模

式造成冲击。

- **实体书店经营压力加大。**电子商务的迅速发展增加了传统实体书店经营难度，凤凰出版集团及下属新华书店门店面临较大的转型压力。
- **房地产项目去库存压力较大。**房地产行业受经济增长情况和国家宏观调控影响较大，行业周期性波动明显。凤凰出版集团房地产业务区域布局目前以三四线城市为主，办公及商业物业去化压力较大。
- **债券集中偿付风险。**凤凰出版集团一年内到期的应付债券规模较大，公司面临一定的债券集中偿付风险。

➤ 未来展望

通过对凤凰出版集团及其发行的上述公开发行债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



江苏凤凰出版传媒集团有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照江苏凤凰出版传媒集团有限公司公开发行 2016 年可交换公司债券、2020 年公开发行公司债券(面向专业投资者)(第一期)、2021 年公开发行公司债券(面向专业投资者)(第一期)、2021 年公开发行公司债券(面向专业投资者)(第二期)、2020 年度第一期中期票据、2020 年度第二期中期票据和 2021 年度第一期中期票据(分别简称 16 凤凰 EB、20 凤凰 01、21 凤凰 01、21 凤凰 02、20 凤凰传媒 MTN001、20 凤凰传媒 MTN002 及 21 凤凰传媒 MTN001)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据凤凰出版集团提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据,对凤凰出版集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

截至 2021 年 5 月末,该公司及下属子公司在境内公开发行的待偿还债券本金余额为 120.00 亿元,公司所发行债券本息兑付情况正常。

图表 1. 截至 2021 年 5 月末公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	债券余额 (亿元)	本息兑付情况
16 凤凰 EB	50.00	5	1.00	2016 年 10 月	50.00	正常付息
20 凤凰传媒 MTN001	10.00	3	3.49	2020 年 1 月	10.00	正常付息
20 凤凰传媒 MTN002	10.00	3	3.57	2020 年 8 月	10.00	尚未至付息期
20 凤凰 01	20.00	3	3.85	2020 年 9 月	20.00	尚未至付息期
21 凤凰传媒 MTN001	10.00	3	3.69	2021 年 1 月	10.00	尚未至付息期
21 凤凰 01	10.00	3	3.64	2021 年 4 月	10.00	尚未至付息期
21 凤凰 02	10.00	3	3.53	2021 年 4 月	10.00	尚未至付息期

资料来源: Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政

策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

出版发行行业

近年来，我国阅读率持续提升，出版发行业稳步增长，图书出版结构持续优化。新华书店系统主导我国图书发行，近年来虽受新媒体冲击，市场份额呈下行态势，但在中小学教材的征订发行中仍处于主导地位。此外，部分出版发行企业在文化地产开发方面投入力度大，在国内经济增速趋缓、商业地产同质化竞争加剧的外部环境下，文化地产运营风险将进一步上升。

A. 行业概况

我国出版发行业经营业务涉及图书出版、期刊出版、报纸出版、音像制品出版、电子出版物出版、印刷复制、出版物发行及出版物进出口等新闻出版业务。我国出版发行业外向程度低、区域性较强，经营稳定性主要依赖于国内文化消费市场。消费者的文化消费支出受其对当前和未来经济状况判断的影响，从而使出版发行业间接受到宏观经济周期影响。从细分行业看，图书出版发行业的弱周期特征较为明显，在经济相对低迷时期表现出较强的抵御能力。图书

出版细分行业内企业经营、财务状况相对稳定。但报刊经营行业主要依托广告实现收入，受宏观经济景气度影响较大。

根据 2020 年 11 月国家新闻出版署发布的《2019 年新闻出版产业分析报告（摘要）》数据¹：2019 年全国出版、印刷和发行服务（不含数字出版）实现营业收入 18896.1 亿元，较 2018 年同口径增长 1.1%；当年度实现利润总额 1268.03 亿元，降低 1.17%；同期末拥有资产总额 24106.9 亿元，增长 3.0%；所有者权益总额 12156.20 亿元，增长 3.0%，行业资产负债率 49.57%，持续多年维持在 47%-50% 间。另据中国新闻出版研究院调查汇总数据显示，2019 年数字出版²实现营业收入超过 9800 亿元，增长持续超过 17%。

2021 年 4 月中国新闻出版研究院组织实施的第十八次全国国民阅读调查结果显示，2020 年我国成年国民各媒介综合阅读率为 81.3%，较 2019 年提升 0.2 个百分点，数字化阅读方式（网络在线阅读、手机阅读、电子阅读器阅读、Pad 阅读等）的接触率为 79.4%，较 2019 年上升了 0.1 个百分点。从成年国民对各类出版物阅读量看，2020 年我国成年国民人均纸质图书阅读量为 4.70 本，略高于 2019 年的 4.65 本。人均电子书阅读量为 3.29 本，较 2019 年增加了 0.45 本。纸质报纸的人均阅读量为 15.36 期（份），低于 2019 年的 16.33 期（份）。纸质期刊的人均阅读量为 1.94 期（份），低于 2019 年的 2.33 期（份）。数字阅读持续增长，纸质报刊阅读量持续下降。

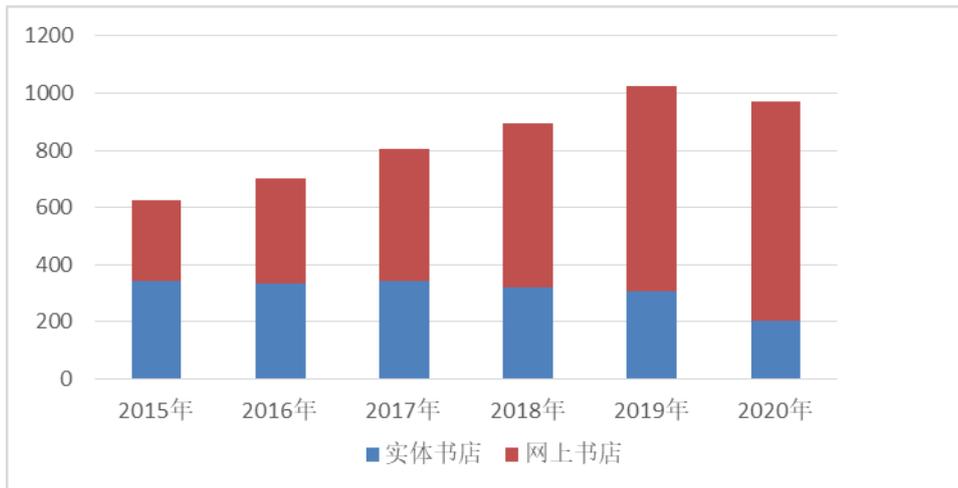
a. 图书发行

根据北京开卷信息技术有限公司的数据显示，受到 2020 年出现的新冠疫情影响，2020 年中国图书零售市场总规模为 970.8 亿元，较 2019 年同比下降 5.08%，这是 2001 年以来我国图书零售市场规模首次出现负增长。网络销售增速较前几年有所放缓，增速为 7.27%，码洋规模达 767.2 亿元；实体店受疫情影响，继续呈现负增长，同比下降 33.8%。2020 年中国图书零售市场新书品种数为 17 万种，新书品种进一步收缩，与全行业重视高质量发展、在书号的发放审核方面政策趋严及疫情影响有关。

¹ 本报告中未特殊注明，2019 年行业数据主要来自国家新闻出版署发布的《2019 年新闻出版产业分析报告》。

² 数字出版，从狭义来看，是以数字技术对传统文本内容进行转化和呈现，主要可分为传统内容出版资源的数字化产品（数学期刊、电子书等）以及数字技术催生的新兴内容出版产品（网上数据库、原创文学、手机等）。

图表 2. 实体书店和网上书店图书零售市场销售码洋情况（单位：亿元）



资料来源：新世纪评级整理

目前，新华书店系统仍主导我国中小学教材的征订发行。尽管国家全面推行中小学生教材发行招投标制度，但由于中小学生教材发行必须保证春秋两季“课前到书，人手一册”，新华书店竞争优势明显，其在中小学教材发行市场的垄断地位短期内较难撼动。中小学教材由政府采购，免费发放给学生，其规格、用纸以及价格均受政府管制，价格远低于相同印刷规格的一般图书。但由于教材需求规模大、相对稳定，退货和滞销风险小，且发行工作无需实体门店支持，因此此类业务仍是新华书店系统的主要收入和利润来源。2019年，新华书店系统销售 152.28 亿册（张、份、盒）、1797.34 亿元；与上年相比，数量增长 4.84%，金额增长 5.18%。新华书店系统仍主导我国图书发行。

2019 年末，全国共有出版物发行网点 181,106 处，与上年相比增长 5.57%。其中国有书店和国有发行网点(主要为新华书店及其发行网点)10138 处，较上年末增加 5.70%。近年，新华书店系统也围绕商业模式创新和运营模式再造开展了转型，在经营定位上，构建大文化经营格局，进行多业态融合发展，突出卖场的互动体验和文化休闲功能，不断满足用户个性化需求和多样化需求；在经营业态上，打造包括线上线下和移动端在内的全渠道销售模式，向智慧书城方向发展；通过多年调整，也取得了一定的成效。

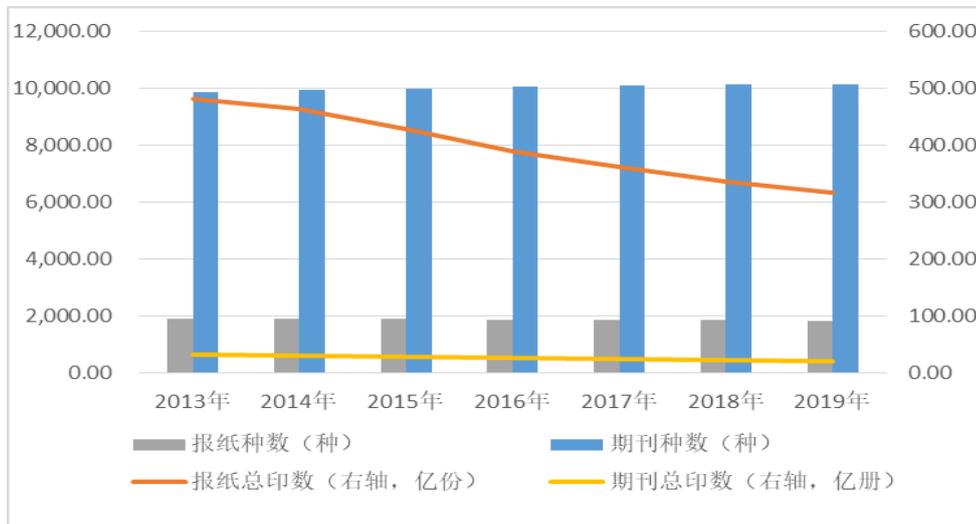
b. 报刊经营与广告业务

近年来，期刊、报纸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正在被互联网、移动互联网等新媒体所取代。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，期刊、报纸等传统纸媒的广告客户流失较严重。

2019 年，全国共出版报纸 1,851 种，较 2018 年降低 1.1%；总印数 317.6 亿份，降低 5.8%；总印张 796.5 亿印张，降低 14.2%；定价总金额 392.4 亿元，降低 0.3%，降幅收窄 1.0 个百分点。报纸出版实现营业收入 576.1 亿元，与 2018 年基本持平；利润总额 38.2 亿元，增长 15.8%。根据《2019 年新闻出版产业

分析报告》数据：2019 年全国各级报纸保持下滑态势，全国性报纸和县级报纸总印数由增转降，但全国性报纸降幅最小，所占比重继续提高；省级报纸和地市级报纸总印数及其所占比重继续下降，但降幅有所收窄。从内容结构看，除生活服务类报纸降幅有所加大外，其他 4 类报纸降幅均有所收窄；专业类报纸和读者对象类报纸降幅较小，所占比重提高；综合类、生活服务类和文摘类报纸所占比重继续下降。2019 年，共有《人民日报》《参考消息》《环球时报》等 20 种报纸平均期印数达到或超过 100 万份，较 2018 年减少 2 种；其中综合类 5 种，减少 2 种（《半岛都市报》《南方都市报》）；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。

图表 3. 2013 年以来全国报刊种类、总印数情况



资料来源：新世纪评级整理

2020 年新冠疫情发生后，我国广告市场出现应激反应，从 2 月开始接连下滑，截止到 2020 年 12 月，广告市场同比增长幅度基本稳定，但从总投放量上看，仍与 2019 年乃至之前相比都有较大差距。2020 年广告刊例花费同比下降 11.6%。2021 年第一季度广告花费出现恢复性增长，根据央视市场研究股份有限公司（简称“CTR”）数据显示，2021 年 3 月广告市场花费同比增长 52.3%。从广告媒体来看，互联网、手机等新兴媒体正逐渐侵蚀传统平面媒体的广告市场份额。传统平面媒体在广告价格、面积和客户等多方面均受到冲击。根据艾瑞咨询研究数据，2020 年中国网络广告市场规模达到 7,932.4 亿元，维持高速增长态势。在传统广告媒体方面，CTR 数据显示：2020 年，我国电视和广播媒体的刊例花费同比下滑 13.5% 和 19.9%，平面媒体中，杂志媒体的广告刊例花费降幅超 30%。2020 年受疫情影响，广告主整体营销动力不足。CTR《2020 广告主营销调查报告》结果显示，2020 年计划减少投入的广告主占比在调研开展 11 年来，首次超过了计划增加预算的广告主比例。

B. 政策环境

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；开展新闻出版传媒企业特殊管理股试点，以具有相关资质单位拥有特殊管理股为条件，允许非公有制文化企业以参股或控股形式，从事有关特许经营业务；明确提出通过文化园区和基地建设，加快产业群和文化产业带的发展；鼓励有条件的出版发行企业在资本市场融资；启动“农家书屋”、“城乡图书馆”、“全民阅读”等项目，加大对人民群众基本文化权益的保障，为出版发行行业发展营造必要的阅读氛围。在财税政策方面，我国一直对出版发行行业实施轻税政策，对出版环节执行增值税先征后退政策，对图书批发、零售环节执行增值税免征政策³，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⁴。

2016年6月，中宣部、国家新闻出版广电总局等11部门联合印发《关于支持实体书店发展的指导意见》，重点提出5项政策措施鼓励实体书店改革创新：一是在城镇新建社区为实体书店预留场地，鼓励地产、商业设施、公共服务设施等为实体书店提供减免租金的经营场所；二是对特色实体书店、创新发展项目给予财政奖励或补助，加大对农村出版物发行网点建设的财政支持力度，落实图书批发、零售环节免增值税政策，加强金融扶持；三是提供创业和培训服务；四是简化行政审批，降低准入门槛，吸引社会资本开办书店；五是规范出版物市场秩序，为实体书店发展营造公平有序的市场环境。到2020年，要基本建立以大城市为中心、中小城市相配套、乡镇网点为延伸、贯通城乡的实体书店建设体系，形成大型书城、连锁书店、中小特色书店及社区便民书店、农村书店、校园书店等合理布局、协调发展的良性格局。

国家新闻出版广电总局发布的《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》明确提出：打破层级和区域限制，加快图书、报刊、广播、电影、电视资源聚合、产业融合；鼓励支持传媒企业跨地区跨行业跨所有制兼并重组，培育一批主业突出、具有创新能力和竞争力的新型骨干传媒公司；探索以国有资本金注入方式推动新闻出版企业兼并重组，培育国家级骨干出版传媒企业、进一步深化国有新闻出版广播影视企业改革；以提高国有资本效率、增强国有新闻出版广播影视企业市场竞争力为中心，继续大力推动已转制的新华书店、图书出版社、电子音像出版社、有线网络企业、电影发行放映企业、影视剧制作企业、非时政类报刊社等新闻出版广播影视企业进行公司制、股份制改造，建立健全现代企业制度和法人治理结构；完善新闻出版广播影视企业内部运行管理机

³根据2018年6月《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》（财税〔2018〕53号），相关优惠政策的执行期限为2018年1月1日至2020年12月31日。

⁴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。2019年财税〔2019〕16号，将税收政策执行期限延至2023年12月31日。

制，建立健全双效统一的评价考核机制，完善新闻出版企业总编（主编）职责管理办法；开展国有控股上市传媒企业股权激励试点，探索建立国有传媒企业股权激励机制、支持符合条件的新闻出版广播影视企业通过资本市场上市融资、再融资和并购重组做大做强。

C. 竞争格局/态势

近年来，出版发行行业准入门槛有所降低，非公有资本、外资已获准进入印刷、分销和一般图书总发行领域。2019年，全国共有新闻出版单位24.0万家，较2018年增长3.6%。在13.96万家企业法人单位中，国有全资企业13,080家，较2018年降低5.1%，占企业法人单位数量的9.4%，减少0.4个百分点；民营企业120,164家，降低0.4%，占86.1%，提高0.7个百分点。社会资本参与出版发行活跃，但民营企业仍无法独立经营出版社，国家通过设立审批和许可制管理控制出版社数量，导致近年来出版社数量基本稳定。2019年末，全国共有出版社585家（包括副牌社24家），其中中央级出版社218家（包括副牌社13家），地方出版社367家（包括副牌社11家）。社会资本只能与国有出版社合资设立出版机构或参股国有出版社。且在现有书号规制下，只有国有出版社能获得书号，民营出版单位只能购买或以合作的名义使用国有出版社的书号，国有企业的行业主导地位并未改变。

根据《2019年新闻出版产业分析报告（摘要）》数据：截至2019年末，全国共有经国家出版行政管理部门或省级出版行政管理部门批准的出版传媒集团124家，其中图书出版集团40家、报刊出版集团45家、发行集团28家、印刷集团11家。2019年，纳入统计的117家图书出版、报刊出版、发行和印刷集团共实现主营业务收入3552.8亿元，较2018年增加39.2亿元，增长1.1%；拥有资产总额8093.0亿元，增加548.4亿元，增长7.3%；实现利润总额351.3亿元，增加31.8亿元，增长10.0%。大型出版发行集团运营实力较强，行业集中度较高。

图表 4. 出版发行行业已发债样本企业数据概览（2020年/末，单位：亿元，%）

样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收账款周转率	存货周转率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	168.23	31.40	10.29	1.89	647.39	40.98	26.61	36.73
安徽新华发行(集团)控股有限公司	138.53	20.97	15.83	0.87	351.84	61.03	5.41	27.23
华闻传媒投资集团股份有限公司	29.70	17.58	3.32	13.92	91.80	62.12	-21.40	-1.02
山东大众报业(集团)有限公司	14.19	51.11	-	1.96	69.06	21.08	2.28	3.22
中原出版传媒投资控股集团有限公司	219.78	14.30	14.44	10.13	203.08	42.13	9.12	10.54
杭州日报报业集团有限公司	18.07	20.00	5.16	6.22	45.84	53.15	-3.99	2.22
上海新华发行集团有限公司	19.51	41.73	33.36	2.97	115.78	70.66	-2.23	3.72

资料来源：新世纪评级整理

出版发行行业内竞争仍主要体现为新媒体与传统媒体之间的竞争、网络零售

平台与传统销售渠道之间的竞争。面对新媒体及网络零售平台的冲击，出版传媒公司加快数字化转型的同时积极探索在内容、渠道、平台、经营、管理等方面的融合。这也导致行业内企业跨行业、跨媒体资产重组较多，涉及互联网金融、在线教育、大数据、网络游戏等新业态。但出版、发行、印刷继续保持核心主业地位。

D. 风险关注

新华书店经营承压

在传统渠道与新兴渠道的竞争中，线上渠道对线下门店的客源形成分流。近年来新华书店积极尝试转型，通过复合书店、综合体的开发，新华书店在兼顾图书销售的同时，也发挥了自身门店所具有的优势。但受消费者消费习惯改变等因素影响，实体书店图书零售持续受到网络销售冲击并未改变，新华书店实体零售门店经营承压。此外，2020年受新冠肺炎疫情影响，因消费者减少外出，实体书店销售受到一定冲击。但考虑到图书的购买尤其教辅具有一定的刚性，即使购买行为暂缓，疫情后被抑制的购买需求预计会延期释放，长期看影响有限。

报刊经营压力较大

受国民接触媒体习惯改变的影响，报刊发行量及广告收入持续下滑，期刊、报纸等传统纸质媒介的广告客户和广告投放逐渐往互联网、移动互联网等新媒体转移。近年来报刊总印数、总印张不断下降，报刊广告市场份额受到侵蚀，报刊经营压力较大。

出版发行企业存在涉房业务风险

近年来部分大型出版传媒集团在数字化、市场化转型面临挑战的情况下，在文化地产开发方面投入力度加大。无论是文化产业基地还是文化商业综合体，其在本质上仍是类商业地产。在国内经济增速趋缓、商业地产同质化竞争加剧的外部环境下，文化地产运营风险将进一步上升。尽管多数文化地产项目拥有土地成本优势，但跨业经营、大规模资金占用等因素，仍将对出版发行企业信用质量带来负面影响。

房地产行业

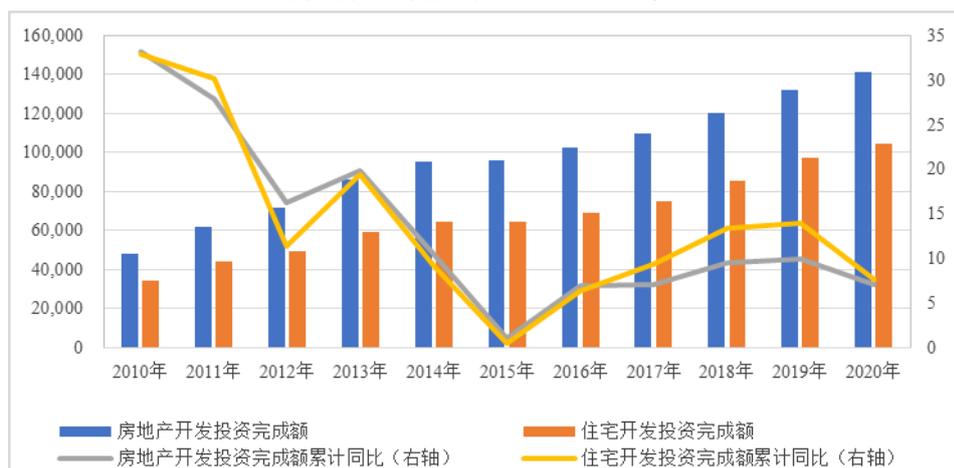
2020年房地产开发投资保持正增长，下半年来持续提升的市场热度抵消了前期疫情影响，全年房地产市场销售呈现量增价涨的态势。近年国家对房地产调控坚持“房住不炒”定位，落实因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。近期房地产市场融资环境持续收紧，在弱化市场预期的同时或亦弱化按揭贷款便利程度，进而削弱居民购买力，预计未来住宅销售去化压力加大。同时收紧的外部融资环境也加快了资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚的步伐，行业竞争格局日益分化，集中度将继续提升，中小房企面临挑战。在销售承压、大额到期债务待偿、增量融资受限的预估情境下，预计2021年全行

业流动性风险将进一步升高，高杠杆、高负债的房企将面临很大的信用风险暴露可能性。

A. 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2019 年我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 13.22 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 9.71 万亿元，占比保持在 70% 上下。2020 年以来，一季度受新冠肺炎疫情影响行业运行基本停滞，房地产开发投资增速为-7.70%。随着 3 月份开始全国各地陆续复工复产，二季度起各企业加快了建设进度，6 月全国房地产开发投资累计同比由负转正。2020 年全年全国房地产开发投资完成额为 14.14 万亿元，同比增长 7.0%，其中住宅开发投资完成额为 10.44 万亿元，同比增长 7.6%，相比 2019 年，增速有所收窄。从各地区⁵开发投资增长情况看，东部地区增长 7.6%，中部地区增长 4.4%，西部地区增长 8.2%，东北地区增长 6.2%。

图表 5. 2010-2020 年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



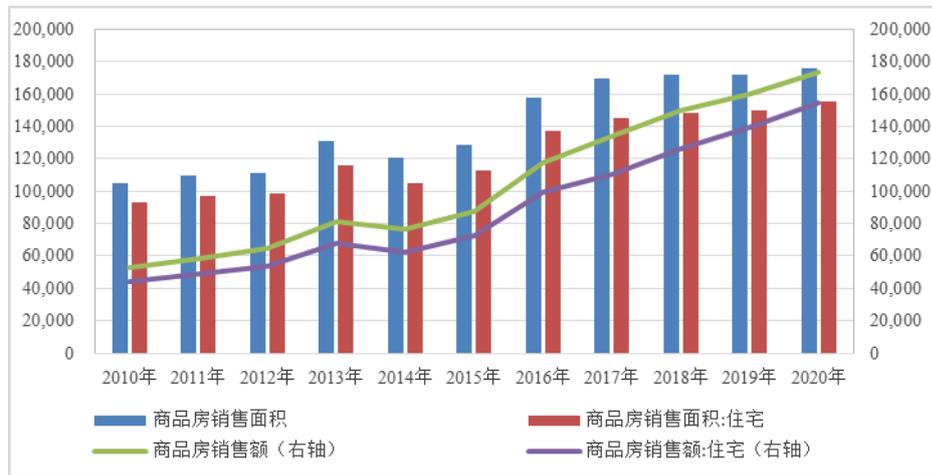
资料来源：国家统计局

近两年我国商品房销售面积呈窄幅波动态势。2017-2019 年我国商品房销售面积分别为 16.94 亿平方米、17.17 亿平方米和 17.16 亿平方米，增速分别为 7.7%、1.3%和-0.1%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长，全年商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，其中住宅销售额增长 10.3%。进入 2020 年，一季度因疫情原因销售受到较大冲击，当期全国商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。二季度商品房销售出现了恢复性增长，降幅逐月收窄，三、四季度房地产市场热度持续提升，全年销售指标小幅增长。2020 年全年我国商

⁵ 各地区分区如下：东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份；西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

商品房销售面积为 17.61 亿平方米，同比增长 2.6%；其中住宅销售面积增长 3.2%，办公楼销售面积下降 10.4%，商业营业用房销售面积下降 8.7%。同期我国商品房销售额为 17.36 万亿元，同比增长 8.7%，其中住宅销售额增长 10.8%，办公楼销售额下降 5.3%，商业营业用房销售额下降 11.2%。分地区看，东部地区商品房销售面积同比增长 7.1%，销售额增长 14.1%；中部地区商品房销售面积下降 1.9%，销售额增长 1.0%；西部地区商品房销售面积增长 2.6%，销售额增长 5.1%；东北地区商品房销售面积下降 5.8%，销售额下降 1.5%。根据 Wind 数据显示，2020 年百城⁶住宅价格指数同比增长 3.46%，与 2019 年 12 月相比，2020 年 12 月百城住宅均价上涨 627 元/平方米至 15795 元/平方米；其中一线城市住宅均价上涨 1079 元/平方米至 42,740 元/平方米，二线城市住宅均价上涨 451 元/平方米至 14,609 元/平方米，三线城市住宅均价上涨 440 元/平方米至 9,918 元/平方米，同比上涨 2.77%、3.18%和 4.64%。从市场走势看，全年房地产市场销售呈量增价涨态势，各线城市走势较为趋同。

图表 6. 2010-2020 年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）



资料来源：国家统计局

土地市场方面，为缓解疫情对经济发展的负面影响，2020 年二季度起大部分城市加大了优质土地供应力度，全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。根据 CREIS 中指数据显示，2020 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 14.31 亿平方米，同比增长 5.40%，其中住宅建设用地推出 5.81 亿平方米，同比增长 3.96%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,849.91 万平方米，同比增长 7.63%，成交 1,675.50 万平方米，同比增长 11.78%；二线城市住宅推地 22,795.71 万平方米，同比增长 4.67%，成交 20,584.05 万平方米，

⁶ 一线城市北京、上海、广州、深圳，共 4 个；二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

同比增长 9.06%；三四线城市住宅推地 33,500.83 万平方米，同比增长 3.29%，成交 28,051.73 万平方米，同比增长 10.30%。全年土地市场活跃度提升，流拍率下降，溢价率略有提升，原因主要为：一方面，实体经济恢复缓慢，多地政府为缓解财政压力加大推地力度，土地供应量明显增多；一方面，房企顺市场低迷时调整土地储备结构拿地愿望较强。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 7. 2018~2020 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2018 年		2019 年		2020 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积（亿平方米）	13.39	21.17%	13.58	1.43%	14.31	5.40%
其中：住宅用地推出面积（亿平方米）	5.26	26.64%	5.59	6.40%	5.81	3.96%
各类用地成交面积（亿平方米）	11.14	16.55%	11.41	2.44%	12.52	9.71%
其中：住宅用地成交面积（亿平方米）	4.12	12.57%	4.58	11.19%	5.03	9.79%
各类用地成交出让金（万亿元）	4.27	3.93%	5.17	20.95%	6.07	17.48%
其中：住宅用地出让金（万亿元）	3.47	2.94%	4.36	25.52%	5.17	18.76%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,096.93	-11.68%	2,414.34	15.14%	2,562.96	6.16%
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	3,677.27	-8.18%	4,169.54	13.39%	4,527.45	8.58%
各类用地成交溢价率		13.13%		12.84%		13.55%
住宅用地成交溢价率		14.74%		14.20%		15.36%

资料来源：CREIS 中指数据

B. 政策环境

2020 年以来我国房地产政策延续 2019 年主基调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策差异化调控，房地产市场平稳健康发展的长效管理调控逐步实施。针对疫情对经济造成的重大不利影响，强调不把房地产作为短期刺激经济的手段，保持房地产政策的连续性、一致性、稳定性。各地政府围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，根据区域市场特点出台不同的调控政策，承担更多的调控主体责任。各地落实“因城施策”，有收有放，不断优化调控措施，保持房地产市场健康稳定发展。

2020 年初，针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，以对冲疫情影响。随着市场逐渐回暖，部分地区对市场出现过高预期或过热形势，4 月中和 7 月底的政治局会议两次重申“房住不炒”定位，促进房地产市场平稳健康发展。7 月 24 日召开的房地产座谈会首次提出“实施好房地产金融审慎管理制度”。7 月以来，包括杭州、东莞、宁波、内蒙古、郑州、深圳、南京等房价有所上涨的城市开始出台房地产调控收紧政策。8 月，多个部门开始释放调控房地产市场和收紧房地产企业融资阀门的政策信号，后续将对房地产融资按“三条红线”进行分类监管。12 月 31 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度

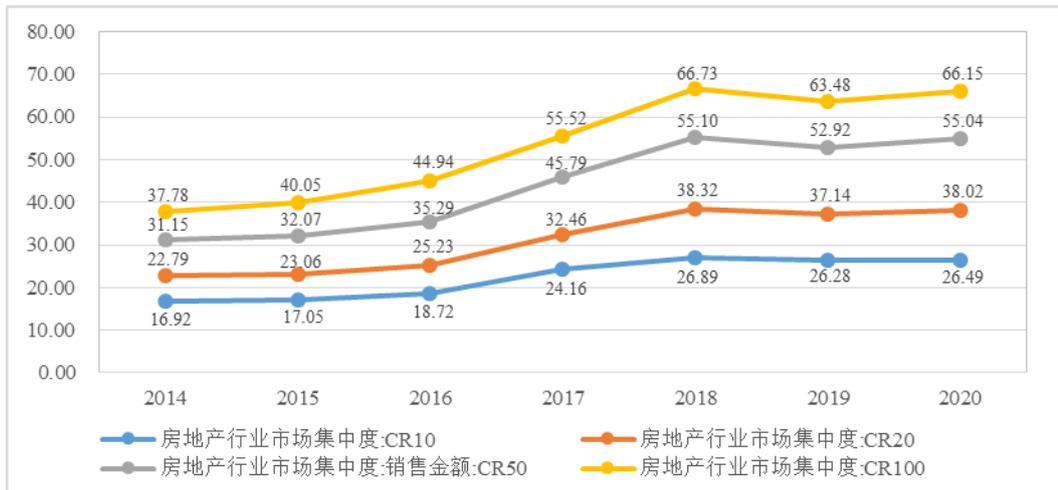
的通知》（自 2021 年 1 月 1 日起实施），建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，以防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险，提高银行业金融机构稳健性。对房地产行业而言，8 月份的房企“三条红线”监管政策从资金需求端对行业进行约束，银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度则从资金供给端实行总额控制，防止金融机构进一步做增量。新融资政策的出台将有利于市场主体形成稳定的政策预期，推动房地产行业长期稳健运行，防范化解房地产金融风险，促进房地产市场持续平稳健康发展。

2020 年政府在土地政策的重要调整系国务院发布《国务院关于授权和委托用地审批权的决定》（以下简称“《决定》”），下放部分建设用地审批权至省、自治区、直辖市。用地审批权下放，赋予地方更大的自主权，让地方优化土地资源配置，释放地方发展的主动性、能动性，可助力地方经济发展，同时减少上报国务院审批的流程，可提高审批效率、项目落地效率和土地利用效率。《决定》还特别强调，各省级单位政府要严格审查涉及永久基本农田等特殊用地的占用，要切实保护耕地，节约集约用地，盘活存量土地。另外，国家对租赁住房的政策倾斜持续。针对 2020 年下半年以来热点城市土地市场持续供不应求、溢价率持续升高的态势，2021 年 2 月起多个重点城市推行土地集中出让制度，即集中发布出让公告、集中组织出让活动，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过三次。预计在透明度提升下更多企业可参与土地市场交易，同时企业也有更多竞品选择，有助于降低整体市场竞拍热度，整体地价也会因土地市场集中放量而平缓，地价涨幅有望进一步降低。而对于近年来扩张速度较快，且踩了红线的企业来说，集中供地模式或将产生一定资金压力。

C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在多轮调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据 WIND 资讯数据，2020 年 CR10/CR20/CR50/CR100 比值由 2019 年的 26.28%/37.14%/52.92%/63.48 提升至 26.49%/38.02%/55.04%/66.15%，2020 年行业集中度提升，各档次企业销售占比均呈现小幅提升态势。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 8. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：WIND 资讯

D. 风险关注

去化压力加大。

房地产开发及居民购房环节债务依赖度高，持续收紧的融资政策效应将进一步显现。一方面开发企业加速回款动力将进一步强化，另一方面按揭贷款便利程度弱化将削弱居民购买力。预计 2021 年住宅销售压力或将增大，在房价持稳的情况下面临的资金压力或明显增大。

集中度持续提升，中小房企面临挑战。

近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，拿地动力强劲，土地资源倾斜度高。近期房地产市场融资环境的持续收紧加快了资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚的步伐，行业竞争格局日益分化，集中度将继续提升。而中小房企或由于项目布局过于集中，或由于融资受限，面临更大的市场竞争压力和整合风险。

调控融资政策持续收紧，流动性风险进一步上升。

房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力增大、在建项目投入不减、大额到期债务待偿、增量融资受限的预设（预估）情境下，预计 2021 年全行业流动性风险将进一步升高。尤其是近年来高杠杆扩张后销售端资金回笼受阻的经营风格较为激进的房企，信用风险暴露的可能性将进一步加大，部分房企如泰禾集团的流动性风险暴露。值得关注的是，房地产行业与其他行业的显著区分在于，房地产业更注重个体项目，而非法人主体，当法人主体遭遇资金链断裂时，将更侧重于项目的整合与处置，对法人主体实施直接救助的必要性弱。在流动性承压的情形下，需重点关注开发企业的治理水平与项目品质，以及出售项目以实现自救的便捷程度。

(3) 区域市场因素

该公司出版发行业务和房地产业务主要经营区域为江苏省，其业务发展情况与江苏省经济发展状况息息相关。2020年，江苏省全年实现地区生产总值102,719.00亿元，较上年增长3.70%。投资方面，2020年完成全社会固定资产投资总额较上年增长0.30%，其中房地产开发投资较上年增长9.70%。消费方面，全年社会消费品零售总额较上年下降1.60%。总体来看，虽受到疫情影响消费规模略有减少，但2020年该省经济仍延续了稳中有进、稳中向好的发展态势，显示出较强的稳定性和韧劲。

该公司出版发行业务与江苏省在校学生数量相关性较强。2020年，江苏省小学教育在校生数为580.80万人，较上年增长1.40%；普通初中教育在校生数为254.30万人，较上年增长4.90%；普通高中教育在校生数为115.50万人，较上年增长10.00%。

江苏省经济总量连续多年全国排名第二，房地产市场需求量大，住房价格亦处于国内较高水平。2020年，江苏省房地产开发投资较上年增长9.70%。全年商品房销售面积15,427.00万平方米，较上年增长10.40%。其中，住宅销售面积13,855.70万平方米，较上年增长10.40%。

2. 业务运营

该公司为国内出版发行行业龙头企业，公司主业突出，且出版发行、物资贸易、印刷等主业相互之间能产生一定的协同效应。公司在江苏省中小学教材出版、印刷、发行领域内拥有较高占有率，在海南省发行市场亦占据较显著地位。近年数字出版和网络零售的发展对公司传统出版发行业务虽有一定冲击，但目前影响尚有限。另外，公司房地产业务投资规模大，房地产销售情况易受房地产市场调整影响，且公司房地产项目布局以三四线城市为主，公司库存中办公及商业物业去化存在一定压力。

该公司主要从事出版发行、物资供应和房地产等业务。公司图书出版发行业务经营主体为江苏凤凰出版传媒股份有限公司（简称“凤凰传媒”），具体涉及图书、期刊、电子出版物、音像等制品的出版与发行。物资供应业务的经营主体为江苏凤凰文化贸易集团有限公司（简称“文贸集团”），主要从事木浆和纸张等物资的销售。房地产业务经营主体为江苏凤凰置业投资股份有限公司（简称“凤凰股份”），主要从事文化地产项目开发。此外，公司还从事一些其他业务，主要包括印刷业务、酒店经营、影视销售、软件开发等业务。

图表 9. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心区域	业务的核心驱动因素
出版发行	全国/江苏省、海南省	品牌/资源/规模
物资供应	江苏省	规模
房地产	江苏省、安徽省	规模

资料来源：凤凰出版集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 10. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计	181.49	188.20	168.23	34.39	30.20
其中：核心业务营业收入	143.20	148.35	144.35	29.44	25.17
在营业收入中所占比重（%）	78.90	78.82	85.81	85.61	83.34
其中：（1）出版发行业务	105.69	109.24	109.89	24.78	18.19
在核心业务收入中所占比重（%）	73.80	73.63	76.13	84.17	72.28
（2）物资供应业务	27.30	26.62	25.98	4.11	6.63
在核心业务收入中所占比重（%）	19.06	17.95	18.00	13.96	26.35
（3）房地产业务	10.22	12.49	8.48	0.55	0.35
在核心业务收入中所占比重（%）	7.13	8.42	5.87	1.87	1.37

资料来源：凤凰出版集团

2018-2020 年，该公司分别实现营业收入 181.49 亿元、188.20 亿元和 168.23 亿元，营业收入呈现波动。从收入构成来看，出版发行业务是公司目前最主要的收入来源。2020 年，公司出版发行、物资供应、房地产业务收入占核心营业收入的比重分别为 76.13%、18.00%和 5.87%。受新冠疫情及开发周期影响，当年公司房地产项目交付项目较少，房地产业务收入同比下降 32.11%。2021 年第一季度，公司实现营业收入 34.39 亿元，同比增长 13.85%，主要系出版发行业务收入同比增长所致。

出版发行业务

该公司出版发行业务涉及对教材教辅等专用图书和一般图书的出版和发行。公司作为江苏、海南两省唯一具备教材发行资质的单位，承担着两省教材教辅的发行工作。

a. 品牌和资源因素

该公司出版业务主要由子公司凤凰传媒旗下包括江苏凤凰教育出版社有限公司（简称“教育社”）、译林出版社有限公司（简称“译林社”）、江苏凤凰科学技术出版社有限公司、江苏人民出版社有限公司、江苏凤凰少年儿童出版社有限公司、江苏凤凰美术出版社有限公司、江苏凤凰文艺出版社有限公司（简称“文艺社”）及江苏凤凰出版社有限公司在内的 8 家图书出版社和 1 家电子音

像出版社负责。其中，6家为国家一级出版社，5家出版单位从事中小学教材出版业务，7家出版单位具备中小学教辅出版资质，9家单位都从事一般图书出版业务。

该公司出版业务包括教材等专用图书的出版和一般图书的出版，其中教材等专用图书的出版首先要经过立项、编写和送审，即教材出版社组织专家队伍向省级教育行政部门申请立项，由教育部全国中小学教材审定委员会进行审查；经教育部专家审查通过后组织教材编写。教材通过编写审查后，经编辑、校对，制成样书。出版社深入各省辖市级以上教育行政和教研部门进行市场推广。获准进入当地使用后，组织专家对当地学校老师进行培训。最后组织印刷发行等后续工作。公司一般图书的出版首先要进行选题及申报：编辑人员综合考虑内容、出版价值、表现形式、市场需求等多方面因素，策划选题；编辑人员在选题后提交选题论证领导小组进行可行性论证，论证通过后提交出版社管理委员会审批立项；立项后的选题呈报省新闻出版局审批，并报新闻出版总署备案。选题立项后即进入组稿、审稿环节。确认决定出版的稿件后，进行成本预算，由出版社版权部门与作者签订出版合同。经过初审、复审、终审，并经过三次校对才能付印。随后出版社向省新闻出版局申领书号。最后在向经销商征订的基础上确定印刷数量，交印刷部门进行印刷。

该公司教材定价以政府对外公示的价格为准进行定价。对于教辅的定价则依照江苏省物价局、江苏省新闻出版广电局《江苏省中小学教材价格管理办法》（苏价规【2017】4号）、江苏省物价局、江苏省新闻出版广电局《省物价局省新闻出版广电局关于核定我省中小学教材印张价格等有关事项的通知》（苏价费〔2018〕64号）执行。对于一般图书的定价则主要采取企业自主定价方式。

义务教育教材是该公司传统优势出版业务。截至2020年末，公司拥有中小学课标教材19种，仅次于人民教育出版社，是我国第二大教材生产基地。公司与人民教育出版社签署协议，从2017年起在江苏省代理义务教育阶段道德与法治、语文、历史三科国家统编教材的教材培训、生产印刷、质量管理、销售发行、售后服务等事项。公司旗下教育社、译林社等7家出版单位获得相关学科教辅出版资质，拥有语文、数学、英语等5个中小学全学科的教辅出版资质。公司在一般图书市场也具有显著优势。公司拥有业内领先的专业人才，并与大批优秀作者保持良好的合作关系，具有一定的内容优势，大量作品荣获国家级奖项。

图表 11. 公司下属图书出版社

名称	成立时间	主要出版内容
江苏凤凰教育出版社有限公司	1984 年	基础教育教材 7 种；教辅、少儿读物
译林出版社有限公司	1988 年	外国文学和人文社科等领域的中译版；基础教育教材 3 种；期刊 3 种
江苏凤凰科学技术出版社有限公司	1978 年	工业、农业、医学、科普和教育类图书；基础教育教材 3 种；期刊 1 种
江苏人民出版社有限公司	1953 年	政治、哲学、历史、宗教、法律、经济理论著作，以及相应的文史哲普及读物和生活旅游用书；基础教育教材 1 种；期刊 1 种
江苏凤凰少年儿童出版社有限公司	1984 年	少年儿童读物；基础教育教材 5 种；期刊 8 种
江苏凤凰美术出版社有限公司	1984 年	艺术摄影类、图文社科类和少儿卡通类等图书；期刊 1 种
江苏凤凰文艺出版社有限公司	1958 年（1985 年恢复建制）	当代和现代文学、艺术作品及文艺理论、文学评著
江苏凤凰出版社有限公司	1984 年	文史哲古籍及其研究著作；期刊 1 种

资料来源：根据凤凰出版集团提供的数据整理

该公司发行业务主要通过凤凰传媒下属新华书店子公司开展。教辅教材发行业务方面，凤凰传媒是江苏、海南两省唯一具备教材发行资质的单位。公司与江苏省教育厅签订了《江苏省政府采购合同》，江苏省教育厅向公司采购 2019 年秋季至 2022 年春季学期江苏省义务教育阶段学生国家课程、省地方课程教科书和小学生字典。九年义务教育教材的发行采用征订方式，即根据各地中小学校的预定数量向其发送教材。高中学段的教材，由相关出版社出具授权书，将所有教科书在江苏省内的唯一发行权授予凤凰传媒。一般图书发行业务方面，凤凰传媒采购中心向合格供应商名单中的出版社采购，经各区新华书店子公司配送至下属销售门店向终端消费者出售。一般图书采取经销包退方式进行销售，动销不理想商品均可在合同期限内退货。

b. 规模因素

2020 年，该公司出版业务销售量为 5.25 亿册，较上年度增长 14.19%，其中教材教辅占比为 76.05%。同期，公司出版业务销售码洋为 86.63 亿元，较上年度增长 19.14%，其中教材教辅占比为 47.75%。2020 年，公司发行业务销售量为 8.56 亿册，较上年度增长 5.06%，其中教材教辅占比为 84.59%。同期，公司发行业务销售码洋为 101.77 亿元，较上年度增长 4.02%，其中教材教辅占比为 65.36%。

图表 12. 凤凰传媒近年来出版发行业务情况

业务类型	销售量(万册)			销售码洋(亿元)			
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	
出版业务	自编教材教辅	37,702.70	35,578.64	39,598.85	35.64	37.13	41.22
	租型教材教辅	1,697.87	534.52	346.73	1.09	0.35	0.15
	一般图书	9,881.13	9,884.00	12,577.97	34.10	35.22	45.25

业务类型	销售量(万册)			销售码洋(亿元)			
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	
合计	49,281.70	45,997.16	52,523.55	70.82	72.71	86.63	
发行业务	教材教辅	62,891.28	69,399.91	72,393.12	60.78	65.85	66.52
	一般图书	10,549.30	12,063.12	13,191.14	29.32	31.99	35.25
	合计	73,440.58	81,463.02	85,584.26	90.10	97.84	101.77

资料来源：根据凤凰传媒 2018-2020 年度年报数据整理

该公司出版业务具有规模优势。在教材教辅方面，公司凤凰版中小学课标教材的品种数和市场份额均居全国第二，在义教三科教材统编统用的情况下，凤凰版教育产品仍然覆盖全国 28 个省（直辖市、自治区），超过 4000 万学生使用。2020 年公司开卷总体零售市场码洋占有率为 3.15%，排第 2 位，同比上升 1 名，创造历史最好水平。其中实体店码洋占有率排名第 3，网店码洋占有率排名第 4。文学、传记、生活、少儿等类别图书市场表现较为突出，其中文学、生活类图书排名第 1 位，传记类图书排名第 4 位，学术文化类图书排名第 5 位，少儿类图书排名第 9 位。一般图书 2020 年销售 10 万册以上 33 种，2019 和 2020 两年累计销售 18 万册图书以上 40 种。

该公司下属上市公司凤凰传媒是全国最大的图书发行机构之一，逐步构建了“大中小特”相结合的发行体系，大书城、中心门店、专业书店、特色书店、小微书店和 24 小时书店有序分布全省，网点数量和规模居全国之首。公司共有各类网点 1,387 个，其中自有网点 618 个，租赁网点 769 个；网点总建筑面积 93.21 万平米。

物资供应业务

该公司物资供应业务主要为纸张、木浆、设备器材等物资的销售。其中，设备器材销售主要为机电设备和印刷器材的销售。公司物资供应业务通常以销定购，避免产生大量存货积压。2020 年，公司物资供应业务实现营业收入 25.98 亿元，较上年度下降 2.43%。

图表 13. 公司近年来物资供应业务收入结构（单位：亿元）

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
纸张销售	12.20	7.75	4.30	1.28	1.79
木浆销售	6.99	12.09	18.91	2.64	2.55
设备器材销售	8.11	6.78	2.77	0.19	2.29
合计	27.30	26.62	25.98	4.11	6.63

资料来源：根据凤凰出版集团提供的数据整理

房地产业务

该公司文化地产的主要开发模式为凤凰股份与凤凰传媒共同参加土地竞标（双方按协议面积支付土地成本），降低拿地成本，建立大型综合项目，其中包含文化主题商场、住宅以及办公场所。

图表 14. 凤凰股份房地产开发运营情况表

指标	2018 年	2019 年	2020 年
投资金额（亿元）	11.16	9.89	2.84
竣工面积（万平方米）	8.49	17.68	0.00
合同销售面积（万平方米）	12.87	6.69	9.08
其中：住宅	11.42	3.13	3.30
商业及办公	1.45	3.83	5.78
合同销售均价（万元/平方米）	1.04	1.28	1.43
回笼金额（亿元）	13.99	9.11	13.60
结转面积（万平方米）	11.78	11.06	7.28
结转金额（亿元）	10.22	12.63	8.10
期末可售面积（万平方米）	22.39	29.01	20.01

资料来源：根据凤凰出版集团提供的数据整理

2018-2020 年，凤凰股份房地产开发业务投资总额分别为 11.16 亿元、9.89 亿元和 2.84 亿元，主要为存量项目投资。截至 2020 年末，凤凰股份在建项目包括宜兴凤凰怡然居及镇江凤凰和颐居。上述项目占地面积合计 27.75 万平方米，总建筑面积合计 39.71 万平方米（其中计容建筑面积为 27.22 万平方米），项目概算投资合计 32.40 亿元，截至 2020 年末已累计投资 21.81 亿元。

图表 15. 截至 2020 年末公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	区位	业态 (商业/住宅)	开工时间	(计划)竣工时间	用地面积	总建筑面积	规划计容建筑面积	概算总投资额	累计投资额	2021 年计划投资额
宜兴凤凰怡然居	宜兴	住宅	2016.02	2022.12	18.87	17.13	11.32	11.90	10.10	2.39
镇江凤凰和颐居	镇江	住宅	2019.07	2022.12	8.88	22.58	15.90	20.50	11.71	2.78
合计	-	-	-	-	27.75	39.71	27.22	32.40	21.81	5.17

资料来源：根据凤凰出版集团提供的数据整理

该公司文化综合体项目除盐城凤凰文化广场项目、镇江凤凰和颐居为凤凰股份独立开发运作以外，镇江、合肥、苏州及泰兴凤凰文化广场项目为凤凰股份与凤凰传媒合作，双方共同参加土地竞标（按协议面积支付土地成本），开发业态包含文化主题商场、住宅以及办公场所，其中商场部分（主要为书城或文化 Mall）主要为凤凰传媒所有，由凤凰股份为凤凰传媒代建，住宅及办公部分则由凤凰股份自主开发及销售。截至 2020 年末，镇江、合肥、苏州及盐城凤凰文化广场项目已竣工；泰兴项目用地由如泰运河北侧大三角、小三角和南侧三地块组成。如泰运河北地块已全部开盘销售，住宅全部售罄，仅剩部分沿街商铺销售中；南地块 1#、2#楼住宅及底商已竣工交付，正在销售；3#楼已完成全部建设任务并完成全部专项验收工作，正在办理竣工备案手续。

宜兴凤凰怡然居项目为该公司首个养老地产项目，该项目预计总投资 11.90 亿元，项目地块于 2014 年购入，拿地成本 5.66 亿元，土地面积为 18.87 万平方米，总建筑面积约 17.13 万平方米。建筑面积中，住宅部分为 15.02 万平方

米，主要为花园洋房和低层建筑产品，计划全部出售；其余 2.11 万平方米为活动中心和康复养老中心，公司拟自持，但当前具体运营模式尚未确定，初步规划与外部医疗服务机构合作经营医疗护理平台。项目住宅分为 4 个组团，一、二组团为花园洋房，三、四组团为别墅。一、二组团花园洋房已于 2018 年完工，共计 544 套，除去其中 7 套作为临时物业用房暂时不允许销售外，共可销售 537 套，截至 2020 年末已销售 536 套。三、四组团中，三组团共 28 栋，56 套，其中 25 栋已封顶，其余楼栋正在进行外墙施工。四组团共 55 栋，110 套，截至 2020 年末已售 108 套，已完成外墙真石漆施工 50 栋，正在进行室外管网施工。

镇江凤凰和颐居项目为该公司 2019 年开工项目，于当年 12 月取得施工许可证并正式推进建设。该项目位于镇江市京口区，谷阳路以东、纬八路以北，项目紧邻镇江第一中学，区位优势。项目占地 8.88 万平方米，总建筑面积为 22.58 万平方米，规划建设 26 栋住宅，共 1,264 户。截止 2020 年末，部分洋房主体结构已完成，部分洋房基础土方开挖完成，垫层浇筑结束。

图表 16. 截至 2020 年末公司在售及待售房地产项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目	区位	经营业态	规划可售面积	已累计取得预售证面积	已签约销售面积	累计签约销售金额	销售单价（元/平方米）	累计回笼现金
南通凤凰国际书城	南通	办公	4.08	4.08	1.46	1.45	9,918	1.45
苏州凤凰文化广场	苏州	办公	6.71	6.71	6.71	9.57	14261	9.27
镇江凤凰文化广场	镇江	商业	0.69	0.69	0.21	0.46	21,708	0.46
		住宅	8.42	8.42	8.42	8.19	9,737	8.19
泰兴和泰	泰兴	住宅	17.76	17.76	15.32	11.57	7,548	11.57
		商业	1.12	1.12	0.91	1.36	15,613	1.36
泰兴凤凰文化广场	泰兴	住宅	2.41	2.41	1.21	1.15	9,551	0.99
		商业	1.88	1.88	1.78	2.81	15,804	2.81
盐城凤凰文化广场	盐城	商业	4.93	-	-	-	-	-
		办公	6.99	6.99	4.25	3.35	7,889	3.55
宜兴凤凰怡然居	宜兴	住宅	9.73	8.39	8.27	12.39	14,982	10.9
合肥凤凰文化广场	合肥	办公	7.07	7.07	-	-	10,500	-
合计/均价			71.79	65.52	48.54	52.30	9,665	50.55

注 1：根据凤凰出版集团提供资料整理绘制；

注 2：上表累计数均系截至 2020 年末数据。

截至 2020 年末，该公司在售及待售项目（如上表所示）规划可售面积为 71.79 万平方米，已累计取得预售证面积合计 65.52 万平方米，累计签约销售面积为 48.54 万平方米，以累计签约销售和取得预售证面积估算，公司上述项目综合去化率为 74.08%。鉴于江苏省内三、四线城市商业地产市场已趋于饱和，库存积压，公司办公楼及商业持续面临一定去化压力。

图表 17. 凤凰股份近年来主要房地产开发项目收入贡献情况（单位：亿元，%）

项目名称	类型	区位	2018 年			2019 年			2020 年		
			收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
苏州凤凰文化广场	住宅、办公	苏州	--	--	--	0.75	5.76	40.83	5.83	65.21	23.96
合肥凤凰文化广场	住宅、办公	合肥	--	--	--	0.08	0.61	18.47	0.14	1.57	31.25
南通凤凰文化广场	住宅、办公	南通	0.33	3.20	14.48	0.12	0.92	29.88	0.26	2.91	25.97
盐城凤凰文化广场	住宅、商办	盐城	0.91	8.91	16.73	0.50	3.84	21.36	0.65	7.27	26.42
镇江凤凰文化广场	住宅、商办	镇江	3.26	31.88	14.00	2.61	20.05	37.40	0.13	1.45	35.56
泰兴凤凰文化广场	住宅、商业	泰兴	5.19	50.77	18.20	1.86	14.29	-3.93	1.03	11.52	3.52
宜兴凤凰怡然居	住宅	宜兴	-	-	-	6.67	51.24	12.97	0.55	6.15	39.39

资料来源：根据凤凰出版集团提供的数据整理

2018-2020 年，该公司房地产业务分别实现收入为 10.22 亿元、12.49 亿元和 8.48 亿元。近年来因公司房地产开发区域逐渐由南京、苏州等地向江苏省三四线城市转移，房地产开发业务毛利率受结转项目所在区域分布的影响较大。2020 年，房地产业务综合毛利率为 21.82%。

截至 2020 年末，该公司无土地储备，土地储备不足或将一定程度限制公司房地产业务发展的速度及空间。

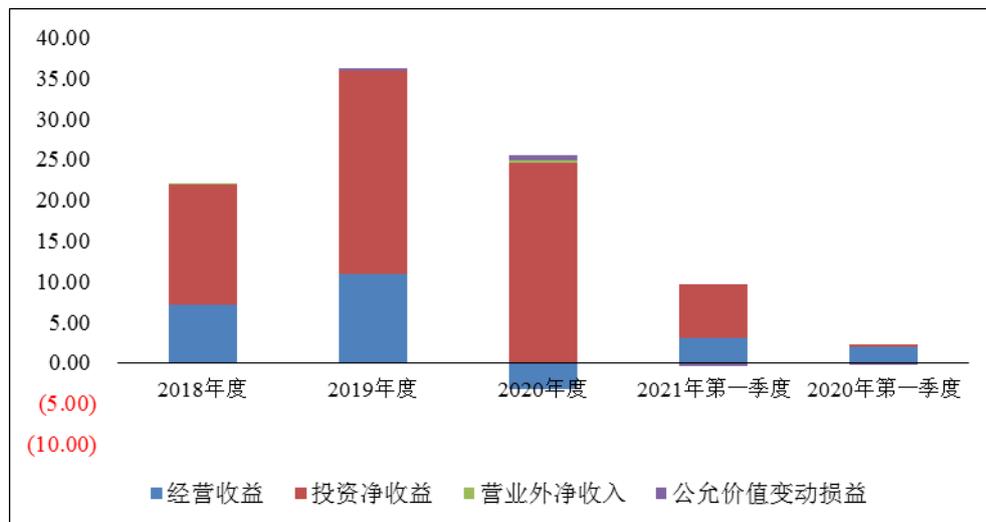
其他业务

该公司印刷业务主要由江苏凤凰新华印务有限公司、江苏凤凰印务有限公司和江苏凤凰数码印务有限公司负责。公司销售客户除集团内部客户外，还主要包括《求是》杂志社、北京教育科学出版社、扬州欣欣食品有限公司、扬州市地方税务局、人民交通出版社等。印刷总印数主要由出版社与发行方根据市场情况协商确定。2020 年公司印刷业务实现收入 2.60 亿元，较上年略有下降。

该公司酒店管理板块经营主体为江苏凤凰台饭店有限公司、北京苏源大厦有限公司及江苏凤凰京华大酒店。公司对所属酒店实行自营管理。2020 年，公司酒店房间数量为 646 间，平均入住率为 56%。受到新冠疫情影响，当年公司酒店平均入住率大幅下降，酒店经营业务收入较上年下降 43.93% 至 0.83 亿元。

(2) 盈利能力

图表 18. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据凤凰出版集团所提供数据绘制。

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利来源于经营与投资产生的收益。2020年, 公司实现经营收益-3.28亿元, 较上年减少14.17亿元, 主要是由于当年毛利减少且资产减值损失较大所致。投资净收益是公司净利润的重要补充, 主要来自于对江苏银行股份有限公司(简称“江苏银行”)、苏银金融租赁股份有限公司(简称“苏银金租”)等的股权投资和持有的股票、基金、债券、银行理财、信托产品等金融资产。营业外收入(含其他收益)主要是政府补助。公司公允价值变动损益金额较小。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018年度	2019年度	2020年度	2021年 第一季度	2020年 第一季度
营业收入合计(亿元)	181.49	188.20	168.23	34.39	30.20
毛利(亿元)	52.13	57.79	52.83	12.07	9.72
其中: 出版发行业务(亿元)	31.22	37.47	38.65	11.17	0.68
物资供应业务(亿元)	1.23	1.21	0.50	-2.13	-0.06
房地产业务(亿元)	2.16	2.23	1.85	-0.37	0.09
毛利率(%)	28.72	30.71	31.40	35.10	32.20
其中: 出版发行业务(%)	29.54	34.30	35.17	45.07	37.59
物资供应业务(%)	4.49	4.54	1.91	-51.68	-9.49
房地产业务(%)	21.19	17.85	21.82	-67.98	24.77
期间费用率(%)	20.50	20.83	22.34	24.35	23.51
其中: 财务费用率(%)	-0.13	-0.40	0.78	0.30	-0.74
全年利息支出总额(亿元)	3.47	2.30	4.89	-	-
其中: 资本化利息数额(亿元)	0.02	0.00	0.00	-	-

资料来源: 根据凤凰出版集团所提供数据整理。

2020年，该公司实现营业收入168.23亿元，同比减少10.61%，其中出版发行业务实现营业收入109.89亿元，同比增长0.60%；物资供应业务实现收入25.98亿元，同比减少2.43%；房地产业务实现收入8.48亿元，同比减少32.14%。2020年公司实现毛利52.83亿元，同比减少8.59%。具体到细分业务，2020年出版发行业务实现毛利38.65亿元，实现毛利率35.17%，均同比有所增长。物资供应业务实现毛利0.50亿元，实现毛利率1.91%，均同比大幅下降，公司物资供应业务收入规模较大，但毛利率较低，对公司毛利的贡献有限。当年公司房地产业务实现毛利1.85亿元，实现毛利率21.82%。

该公司期间费用主要由管理费用、研发费用和销售费用构成。2020年公司管理费用为19.05亿元，主要包含管理人员职工薪酬、折旧及摊销等。2018年起公司将部分研发人员的职工薪酬、材料费、技术服务费等分拆至“研发费用”科目，2020年研发费用为0.74亿元。销售费用主要包括销售人员职工薪酬、宣传推广费、代理费和运输费等，2020年销售费用为16.47亿元，同比减少16.79%。当年度公司财务费用为1.32亿元，其中利息支出4.89亿元、利息收入3.84亿元。2020年，公司期间费用率为22.34%，期间费用对经营收益形成一定侵蚀。

图表 20. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2018年度	2019年度	2020年度	2021年 第一季度	2020年 第一季度
投资净收益	14.81	25.07	24.60	6.65	0.26
其中：权益法核算的长期股权投资收益	11.95	16.13	17.77	2.99	-
理财产品取得的投资收益	1.59	0.47	1.04	-	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益	0.20	6.66	3.75	-	-
营业外收入(含其他收益)	2.71	2.13	2.52	0.24	0.21
其中：政府补助	2.18	1.79	1.76	0.02	0.01

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

近年来，该公司投资收益规模较大，对净利润形成较大补充。2020年，公司实现投资净收益24.60亿元，较上年度减少0.47亿元，其中当年权益法核算的长期股权投资收益17.77亿元，主要是对江苏银行、苏银金租股权投资确认的投资收益；当年处置可供出售金融资产取得投资收益3.75亿元，主要是处置了南京证券股份有限公司（简称“南京证券”）股权。2020年，公司实现营业外收入(含其他收益)2.52亿元，包含其他收益1.64亿元，主要为能获得的财政拨款和税收返还等政府补助。此外，公司当年资产减值损失为-16.49亿元，净损失额同比大幅增加，主要是由于子公司计提坏账损失较大所致。除坏账损失外，当年公司还产生存货跌价损失-3.81亿元，商誉减值损失-1.28亿元等。在以上因素的共同作用下，公司当年实现净利润26.61亿元，较上年度减少28.44%。

2021年第一季度，该公司实现营业收入34.39亿元，同比增长13.85%；当

期毛利率为 35.10%，同比提高 2.90 个百分点。当期公司实现营业毛利 12.07 亿元，同比增长 24.11%；期间费用率为 24.35%，同比上升 0.84 个百分点。当期公司实现投资收益 6.65 亿元，同比大幅增长主要系当期取得江苏银行投资收益，以及子公司凤凰传媒出售海南凤凰新华出版发行有限责任公司（简称“海南新华”）股权所致。受到上年疫情条件下的低基数影响，当期公司取得营业外收入（含其他收益）0.24 亿元，同比上升 14.29%。主要由于投资收益较上年同期大幅上升，2021 年第一季度，公司实现净利润 9.49 亿元，同比上升 408.00%。

（3）运营规划/经营战略

未来五年是该公司从规模数量型转向质量效益型、从传统出版转向融合发展、从领先行业转向领跑行业，实现高质量发展的重要转型期。公司将大力实施内容创新、融合发展、市场化、国际化、品牌化、“金融+”等六大战略，强化内容建设、做专多元业务，着力推进体制机制改革增创新优势，着力推进内容生产、融合发展、文化消费、金融服务、资产运营实现新突破，努力建成主业竞争力强、文化影响力强、国际传播力强、综合实力强的国际型出版传媒集团，建成省属文化和金融投资控股平台。

管理

该公司是江苏省人民政府设立的独资公司，产权结构明晰。公司实行董事会领导下的总经理负责制。跟踪期内，公司在公司治理、管理水平等方面未发生显著变化。

该公司是江苏省人民政府出资设立的国有独资公司，股权结构清晰且自设立以来无变动。公司产权状况详见附录一。

该公司与关联方之间在汽贸、仓储物流、货物销售等业务方面存在关联交易，但金额较小，截至 2020 年末，公司向关联方采购商品金额为 173.35 万元，公司向关联方销售商品或提供劳务金额为 2.16 亿元。此外，公司的关联交易还包括资金拆借，截至 2020 年末，公司向北京凤凰联动文化传媒有限公司拆出资金余额为 8,000 万元。公司与关联企业之间存在应收应付款项，截至 2020 年末，公司应收关联方款项共 4.99 亿元，应付关联方款项 390.83 万元，对公司业务开展影响小。

根据该公司 2021 年 4 月 22 日的《企业信用报告》，跟踪期内公司本部无信贷违约情况发生。

财务

该公司资本实力较强，财务杠杆处于较低水平，现金回笼能力总体较强，资产流动性较好，货币资金和可变现资产充裕；但公司一年内到期的债务规模大，集中偿付压力大。

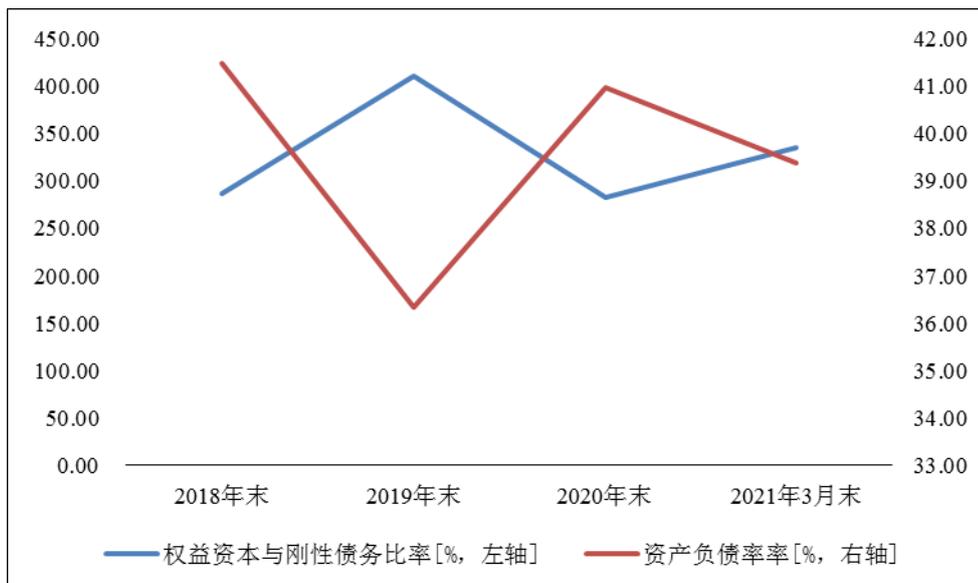
1. 数据与调整

苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018-2020 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。公司按照《企业会计准则—基本准则》和各项具体会计准则及其他相关规定进行确认和计量，并在此基础上编制财务报表。2020 年度公司纳入合并财务报表决算的单位总计 226 家，其中一级合并单位 28 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势（单位：%）

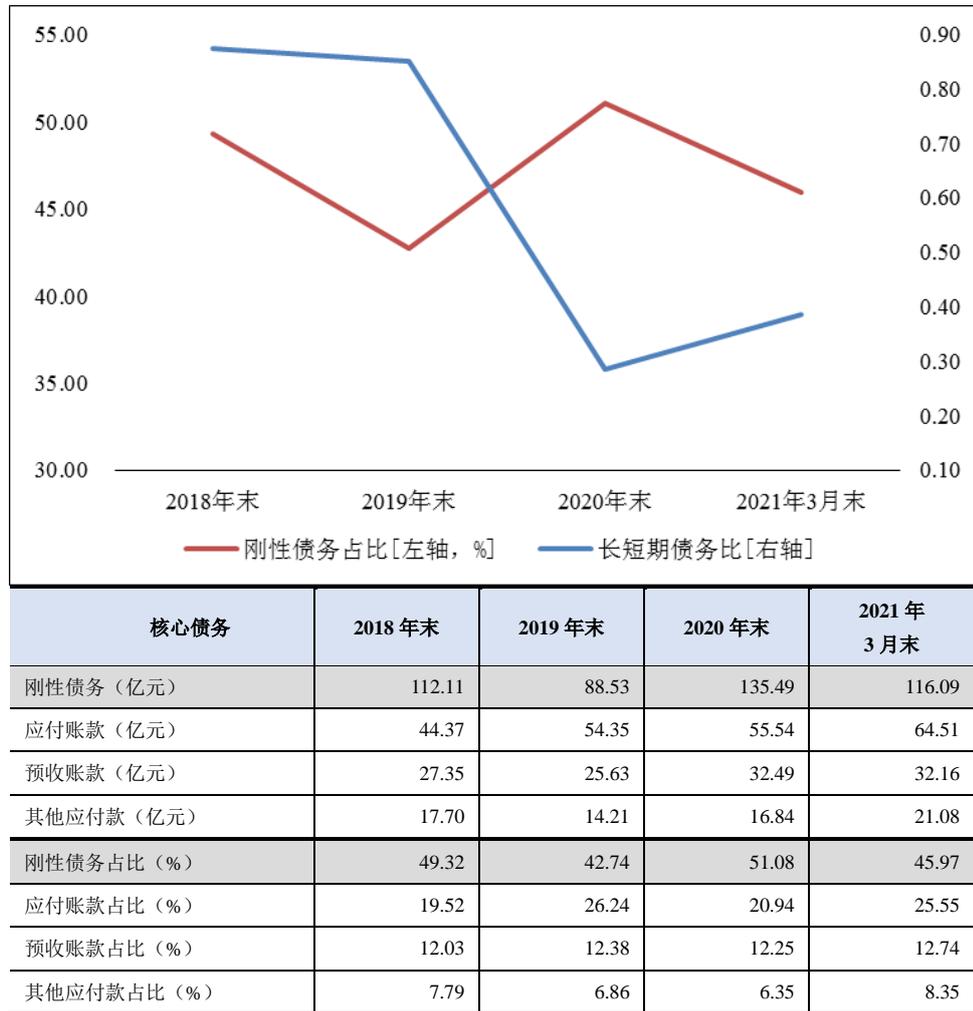


资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据绘制。

2018-2020 年末，该公司资产负债率分别为 41.48%、36.34% 和 40.98%，公司负债经营程度保持在较低水平。2020 年末，公司负债总额为 265.27 亿元，较上年末增长 28.07%，主要系一年内到期的应付债券规模增加所致。得益于经营积累，当年末公司所有者权益合计 382.12 亿元，较上年末增长 5.30%，资本实力较强。2018-2020 年末，公司权益资本与刚性债务比分别为 2.86 倍、4.10 倍和 2.82 倍，权益资本对刚性债务的覆盖情况较好。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据绘制。

由于大量应付债券转为一年内到期的非流动负债，2020 年该公司长短期债务比快速下降。从债务构成来看，近三年公司债务主要集中在刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款。2020 年末，公司刚性债务为 135.49 亿元，较上年末增长 53.04%，在负债总额中占比 51.08%。当年末公司应付账款为 55.54 亿元，在负债总额中占比 20.94%；预收账款为 32.49 亿元，在负债总额中占比 12.25%。公司应付账款主要为应付图书出版业务采购、劳务款项和房地产开发业务工程材料款等，具有一定的支付弹性；预收账款主要为预收货款和预售房款。2020 年末，公司其他应付款为 16.84 亿元，在负债总额中占比 6.35%，主要是单位往来款、投资分配项目本金和稿酬、版税等。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	21.73	11.52	93.42	61.34
其中: 短期借款	4.27	1.64	1.53	1.77
应付票据	8.01	8.54	7.23	5.04
其他短期刚性债务	9.45	1.33	84.65	51.25
中长期刚性债务合计	90.38	77.01	42.08	54.75
其中: 长期借款	0.47	0.90	2.08	4.75
应付债券	89.91	76.11	40.00	50.00

资料来源: 根据凤凰出版集团所提供数据整理。

从刚性债务的期限结构来看, 该公司刚性债务以短期为主。2020 年末, 公司短期刚性债务 93.42 亿元, 其中短期借款 1.53 亿元, 其他短期刚性债务主要为一年内到期的应付债券; 中长期刚性债务 42.08 亿元, 其中应付债券 40.00 亿元。目前, 公司刚性债务主要来自债券融资。

2021 年第一季度末, 该公司负债总额为 252.52 亿元, 较年初下降 4.81%; 同期末资产负债率为 39.38%, 较年初下降 1.59 个百分点。当期公司发行了“21 凤凰传媒 MTN001”10.00 亿元, 应付债券较上年末相应有所增加。此外, 当期公司债券到期较多使得短期刚性债务大幅减少。公司其他债务结构较上年末变化不大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业周期 (天)	216.63	208.40	228.87	-	-
营业收入现金率 (%)	106.32	102.74	111.14	100.33	85.43
业务现金收支净额 (亿元)	27.10	34.58	52.33	6.52	4.37
其他因素现金收支净额 (亿元)	-7.93	-7.25	-15.60	6.65	-0.75
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	19.16	27.33	36.73	13.17	3.62
EBITDA (亿元)	45.46	45.76	35.03	-	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.41	0.46	0.31	-	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	13.10	19.94	7.16	-	-

资料来源: 根据凤凰出版集团所提供数据整理。

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。

2018-2020年，该公司营业周期分别为216.63天、208.40天和228.87天。公司营业周期较长主要由于子公司凤凰股份主要从事房地产业务，办公及商业部分库存规模较大，去化缓慢，存货周转天数较长。公司现金回笼能力较强，近三年营业收入现金率分别为106.32%、102.74%和111.14%。同期公司经营性现金净流量分别为19.16亿元、27.33亿元和36.73亿元。2020年，公司各业务经营性现金回款情况较好，当年经营性现金净流量较上年有所增长。

该公司EBITDA主要由利润总额构成，2018-2020年分别为45.46亿元、45.76亿元和35.03亿元。公司EBITDA对利息支出及刚性债务的覆盖程度均处于较好水平，2020年EBITDA对利息支出和刚性债务的覆盖倍数分别为7.16倍和0.31倍。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	7.85	-18.34	-32.27	-5.41	2.14
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	7.13	-0.38	-6.31	-3.14	-2.31
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.06	-0.03	-39.25	-14.56	-0.008
投资环节产生的现金流量净额	14.92	-18.75	-77.83	-23.11	-0.18

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

该公司投资活动现金主要用于股权投资与信托、理财产品等方面投资。2018-2020年，公司投资环节产生的现金流量净额分别为14.92亿元、-18.75亿元和-77.83亿元。2020年公司投资环节整体现金流出大幅增加。当年公司购买1年以上的大额存单、定期存款合计40.13亿元，使得其他因素现金流出现规模大幅增加。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
吸收投资收到的现金	0.06	0.25	0.01	-	-
取得借款及发行债券收到的现金	22.14	2.08	47.30	12.26	15.19
偿还债务支付的现金	20.67	25.65	5.90	26.19	1.11
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4.51	6.72	5.23	1.84	1.48
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.09	1.07	-0.03	-0.09	-0.30
筹资环节产生的现金流量净额	-3.09	-28.97	36.15	-15.86	12.31

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

2018-2020 年，该公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-3.09 亿元、-28.97 亿元和 36.15 亿元，变动主要由债务类融资净额变化引起。2020 年，由于公司新发行债券较多，公司筹资环节现金实现大幅净流入。

2021 年第一季度，该公司营业收入现金率为 100.33%，同比上升 14.90 个百分点。当期经营活动现金净流入 13.17 亿元，投资活动现金净流出 23.11 亿元，筹资活动现金净流出 15.86 亿元。其中，筹环节产生的现金流量净额同比由正转负，主要是当期借款流入同比减少，而偿债支出同比增加所致。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	284.83	260.79	277.21	245.44
	51.98	45.75	42.82	38.28
其中：货币资金（亿元）	153.58	131.81	122.93	97.17
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.37	12.23	14.47	14.80
应收账款（亿元）	13.44	17.20	15.50	17.66
存货（亿元）	61.38	66.31	55.98	58.82
其他流动资产（亿元）	17.76	9.04	24.82	31.69
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	263.12	309.21	370.18	395.80
	48.02	54.25	57.18	61.72
其中：可供出售金融资产（亿元）	30.72	41.20	37.04	34.80
长期股权投资（亿元）	100.52	130.99	160.50	167.50
投资性房地产（亿元）	26.97	26.62	22.10	22.93
固定资产（亿元）	49.07	49.70	49.61	52.54
在建工程（亿元）	12.16	14.13	16.70	15.56
无形资产（亿元）	12.64	12.17	10.38	10.63
其他非流动资产（亿元）	4.94	13.24	50.43	65.63
期末全部受限资产账面金额（亿元）	15.93	22.08	34.85	-
受限资产账面余额/总资产（%）	2.91	3.87	5.38	-

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

2018-2020 年末，该公司资产规模持续增长，年末资产总额分别为 547.95 亿元、570.00 亿元和 647.39 亿元。资产结构方面，公司非流动资产占比相对较大，2020 年末非流动资产占资产总额比重为 57.18%。

2020 年末该公司流动资产主要由货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收账款、存货和其他流动资产构成，2020 年末账面价值分别为 122.93 亿元、14.47 亿元、15.50 亿元、55.98 亿元和 24.82 亿元。由于购买理财产品增加，当年末公司货币资金较上年末下降 6.74%，但储备仍充裕；其中，受限货币资金为 3.10 亿元，占比较小，充裕的货币资金能够为债务偿付提供支持。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要是财务公司国债逆回购业务拆借资金。由于公司加大应收账款回收力度，2020 年末应收账款较上年末减少 9.92%至 15.50 亿元，共计提坏账准备 7.11

亿元；应收账款中期末余额前五名应收账款占比 15.69%。公司存货主要为房地产开发成本、开发产品及公司库存图书商品等，2020 年公司加强库存销售，年末存货账面价值 55.98 亿元，较上年末减少 15.57%；其中房地产开发成本 14.73 亿元，占比 26.31%；开发产品 12.68 亿元，占比 22.65%。公司其他流动资产主要是购买的理财产品、留抵进项税额等，当年末，公司其他流动资产余额为 24.82 亿元，其中银行理财产品 21.30 亿元、留抵进项税额 2.26 亿元，较年初增幅明显。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2020 年末，以上资产余额分别为 37.04 亿元、160.50 亿元、22.10 亿元、49.61 亿元、16.70 亿元、10.38 亿元和 50.43 亿元。可供出售金融资产主要为公司对南京证券、江苏紫金文化产业二期创业投资基金(有限合伙)、江苏省文化投资管理集团有限公司等股权的投资，其中按公允价值计量的权益工具账面价值 20.94 亿元、按成本计量的权益工具账面价值 16.10 亿元，当年末可供出售金融资产账面价值较上年末减少 10.09%，主要是由于减少了对南京证券的投资。公司所持可供出售金融资产余额较大，该资产变现能力较强，可为公司债务偿还提供支持。长期股权投资主要为公司持有的江苏银行、苏银金租等的股权，2020 年末余额较上年末增长 22.53%，一方面是由于当年对江苏银行追加了投资 15.62 亿元；另一方面是由于被投资企业利润增长，公司确认了部分投资收益所致。公司投资性房地产主要由房屋、建筑物及土地使用权构成，公司对投资性房地产采用成本模式计量；2020 年末投资性房地产同比减少 16.96%。公司固定资产主要为书城（店）和酒店等房屋及建筑物、机器设备等，2020 年末固定资产同比变化不大。在建工程主要是公司对合肥凤凰文化广场、泰兴凤凰文化广场及新港物流二期等项目的投入。公司无形资产主要为土地使用权，当年末同比减少 14.71%。公司其他非流动资产主要为持有期为一年以上的大额存单和定期存款、16 凤凰可交债担保财产孳息、过云楼的藏书等，当年末其他非流动资产大幅增加 280.76%，主要系持有期为一年以上的大额存单和定期存款增加 40.13 亿元所致。总体而言，公司资产质量较好，资产流动性强，现金规模相对较大。

截至 2020 年末，该公司受限制资产账面价值为 34.85 亿元，其中受限货币资金 3.10 亿元，主要为票据保证金、信用证保证金和质量保证金等各项保证金，存放中央银行法定存款准备金。受限应收票据为 0.005 亿元，主要为票据池质押所产生。受限存货为 10.63 亿元，主要为保证、抵押所产生。受限的长期股权投资 14.75 亿元，系 2016 年发行可交换债券担保质押 68,000 万股凤凰传媒股票。受限的其他非流动资产 6.35 亿元，为 16 凤凰可交债担保财产孳息。同期末公司受限资产占总资产比重为 5.38%，对资产流动性影响不大。

2021 年 3 月末，该公司资产总额为 641.23 亿元，较上年末小幅减少 0.95%。其中，货币资金余额为 97.17 亿元，较年初减少 20.95%。应收账款余额为 17.66

亿元，较上年末增加 13.95%。预付款项余额为 6.01 亿元，较上年末增加 17.60%。一年内到期的非流动资产较上年末减少 32.49%，主要系部分信托产品到期所致。其他流动资产较上年末增加 27.68%，主要是由于购买理财产品增加所致。长期应收款较上年末增加 18.44%，主要是由于融资租赁款减少。其他非流动资产较上年末增加 30.14%，主要是由于大额存单增加。公司其他资产结构较上年末未发生重大变化。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	234.76	232.94	134.42	134.72
速动比率 (%)	175.93	165.33	104.79	99.14
现金比率 (%)	127.79	129.37	67.14	61.46

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

2020 年末，该公司流动比率、速动比率、现金比率分别为 134.42%、104.79% 和 67.14%，由于流动负债快速增长，公司资产流动性指标均出现大幅下滑，但仍处在较好水平。2021 年 3 月末，公司流动比率、速动比率、现金比率分别为 134.72%、99.14% 及 61.46%，较上年末变化不大。

6. 表外事项

截至 2020 年末，该公司无对外担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

2020 年末，该公司本部负债总额为 118.94 亿元，资产负债率为 37.44%，负债水平较低。同期末资产总额为 317.67 亿元，其中流动资产为 50.88 亿元，主要由货币资金 34.71 亿元、其他应收款 7.66 亿元以及一年内到期的非流动资产 8.00 亿元等构成。其中，其他应收款主要是集团内划款。非流动资产主要包括长期股权投资 228.84 亿元、投资性房地产 13.39 亿元、可供出售金融资产 14.57 亿元。当年末，本部刚性债务余额为 113.92 亿元，其中应付债券为 40.00 亿元，一年内到期的非流动负债 70.00 亿元。当年，公司本部实现营业收入 1.11 亿元，投资收益 22.58 亿元，净利润为 11.02 亿元，净利润对投资收益的依赖性较强。2020 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为 1.99 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -12.47 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 38.21 亿元。

外部支持因素

该公司与多家银行建立了合作关系。截至 2021 年 3 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 110.85 亿元，其中尚未使用的银行授信额度为 95.51 亿元。目前，公司负债以发行债券为主，公司存在大量信贷额度尚未使用，再融资能力较强。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用额度	可用额度
全部（亿元）	110.85	15.34	95.51
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	63.85	10.97	52.88
其中：大型国有金融机构占比（%）	57.6	71.51	55.37

资料来源：根据凤凰出版集团所提供数据整理。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 16 凤凰 EB：可交换

16 凤凰 EB 是可交换为凤凰出版集团所持凤凰传媒 A 股股票的可交换公司债券。债券附换股价格向下修正条款、赎回条款和回售条款。凤凰传媒 A 股股票价格波动或将对本次债券收益情况产生一定影响。

根据《江苏凤凰出版传媒集团有限公司公开发行 2016 年可交换公司债券（面向合格投资者）募集说明书》的相关回售条款，在债券到期前 180 日内，如果凤凰传媒 A 股股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期换股价格的 80% 时，可交换债持有人有权将其持有的可交换债全部或部分以债券面值加上当期应计利息回售给该公司。截至 2021 年 6 月 16 日，16 凤凰 EB 债券换股价格为 14.20 元/股，自 2021 年 4 月 30 日至 2021 年 6 月 16 日为止，凤凰传媒 A 股股票收盘价已连续三十个交易日低于当期换股价格的 80%，触发回售条款。回售登记期：2021 年 6 月 24 日至 2021 年 6 月 30 日（仅限交易日）。回售价格：100.70 元/张人民币。回售资金兑付日：2021 年 7 月 16 日。

跟踪评级结论

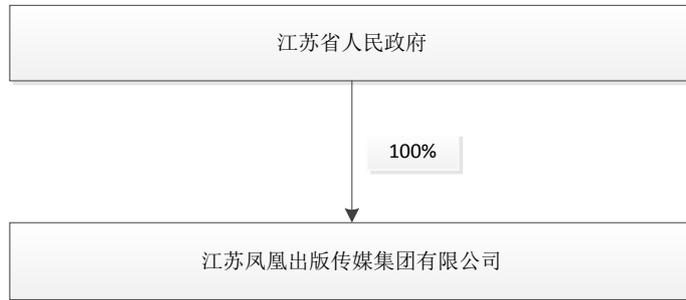
该公司是江苏省人民政府设立的独资公司，产权结构明晰。公司实行董事会领导下的总经理负责制。跟踪期内，公司在公司治理、管理水平等方面未发生显著变化。

该公司为国内出版发行行业龙头企业，公司主业突出，且出版发行、物资贸易、印刷等主业相互之间能产生一定的协同效应。公司在江苏省中小学教材出版、印刷、发行领域内拥有较高占有率，在海南省发行市场亦占据较显著地位。近年数字出版和网络零售的发展对公司传统出版发行业务虽有一定冲击，但目前影响尚有限。另外，公司房地产业务投资规模大，房地产销售情况易受房地产市场调整影响，且公司房地产项目布局以三四线城市为主，公司库存中办公及商业物业去化存在一定压力。

该公司资本实力较强，财务杠杆处于较低水平，现金回笼能力总体较强，资产流动性较好，货币资金和可变现资产充裕；但公司一年内到期的债务规模大，集中偿付压力大。

附录一：

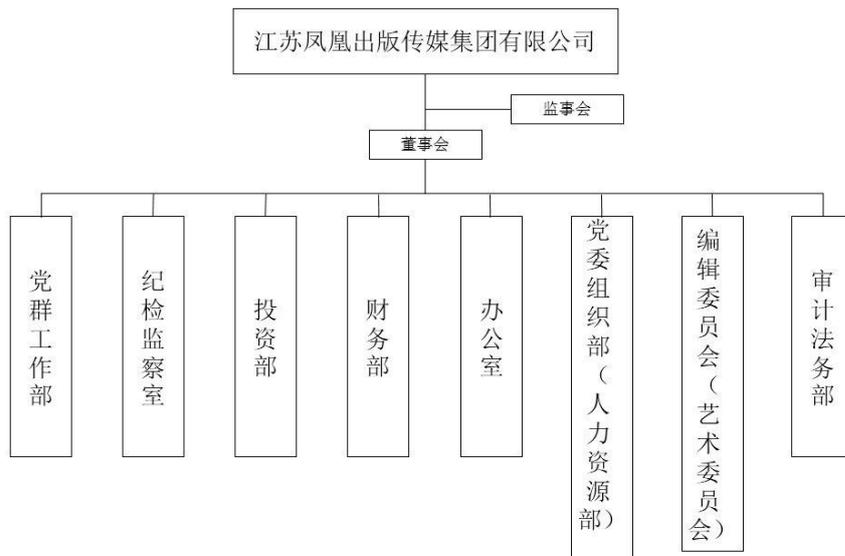
公司与实际控制人关系图



注：根据凤凰出版集团提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据凤凰出版集团提供的资料绘制（截至 2021 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	2020 年 (末) 主要财务数据 (亿元)				
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	凤凰出版集团	本级	—		113.92	198.73	1.11	11.02	1.99
江苏凤凰出版传媒股份有限公司	凤凰传媒	核心子公司	72.80	图书发行、出版发行、印刷、贸易、教育培训、投资管理等	0.92	153.37	121.35	16.13	35.98
江苏凤凰置业投资股份有限公司	凤凰股份	核心子公司	52.12	房地产投资, 实业投资, 房屋租赁, 物业管理	8.34	60.71	8.94	0.58	9.16
江苏凤凰文化贸易集团有限公司	文贸集团	核心子公司	100.00	纸张销售、木浆销售、设备器材销售、汽车销售、LED 产品销售	22.83	0.81	34.29	-7.94	-2.84

注：根据凤凰出版集团 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	547.95	570.00	647.39	641.23
货币资金 [亿元]	153.58	131.81	122.93	97.17
刚性债务[亿元]	112.11	88.53	135.49	116.09
所有者权益 [亿元]	320.64	362.88	382.12	388.71
营业收入[亿元]	181.49	188.20	168.23	34.39
净利润 [亿元]	32.56	37.19	26.61	9.49
EBITDA[亿元]	45.46	45.76	35.03	-
经营性现金净流入量[亿元]	19.16	27.33	36.73	13.17
投资性现金净流入量[亿元]	14.92	-18.75	-77.83	-23.11
资产负债率[%]	41.48	36.34	40.98	39.38
权益资本与刚性债务比率[%]	286.00	409.91	282.02	86.22
流动比率[%]	234.76	232.94	134.42	134.72
现金比率[%]	127.79	129.37	67.14	61.46
利息保障倍数[倍]	11.38	17.60	6.09	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	216.63	208.40	228.87	-
毛利率[%]	28.72	30.71	31.40	35.10
营业利润率[%]	19.82	20.27	14.61	27.92
总资产报酬率[%]	7.59	7.23	4.90	-
净资产收益率[%]	10.81	10.88	7.14	-
净资产收益率*[%]	10.21	11.75	7.20	-
营业收入现金率[%]	106.32	102.74	111.14	100.33
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	15.85	23.43	23.09	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	15.52	3.95	-17.40	-
EBITDA/利息支出[倍]	13.10	19.94	7.16	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.46	0.31	-

注：表中数据依据凤凰出版集团经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

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、CCC 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。

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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度	
个体信用	业务风险	宏观环境	1	
		行业风险	3	
		市场竞争	1	
		盈利能力	1	
		公司治理	1	
	财务风险	财务政策风险	1	
		会计政策与质量	1	
		现金流状况	2	
		负债结构与资产质量	1	
		流动性	1	
		个体风险状况		1
		个体调整因素调整方向		不调整
		调整后个体风险状况		1
外部支持	支持因素调整方向		不调整	
主体信用等级			AAA	

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型 名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2010年2月21日	AA+/稳定	刘晓华、陈鸿亮	-	报告链接
	评级结果变化	2014年1月27日	AAA/稳定	宋映瑶、张雪宜	新世纪评级方法总论（2012） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年4月20日	AAA/稳定	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月28日	AAA/稳定	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	-
债项评级 (16 凤凰 EB)	历史首次评级	2016年7月13日	AAA	蒋卫、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2014） 文化传媒行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2020年6月5日	AAA	武嘉妮、杨茵	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	-
债项评级 (20 凤凰 01)	历史首次评级（包含前次评级）	2020年6月5日	AAA	武嘉妮、杨茵	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	-
债项评级 (21 凤凰 01)	历史首次评级（包含前次评级）	2021年3月23日	AAA	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	-
债项评级 (21 凤凰 02)	历史首次评级（包含前次评级）	2021年4月20日	AAA	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	-
债项评级 (20 凤凰 传媒 MTN001)	历史首次评级	2019年11月28日	AAA	蒋卫、张蕊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	报告链接
	前次评级	2020年6月5日	AAA	武嘉妮、张蕊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	-
债项评级 (20 凤凰 传媒 MTN002)	历史首次评级（包含前次评级）	2020年8月13日	AAA	武嘉妮、张蕊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	-
债项评级 (21 凤凰 传媒 MTN001)	历史首次评级（包含前次评级）	2020年11月6日	AAA	武嘉妮、刘睿杰	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论（2012） 文化传媒行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（文化传媒）MX-GS019（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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其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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。