

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）

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(2020)100422】

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）

19 华媒 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 24 日

前次跟踪： —

首次评级： AA+/稳定/AA+/2019 年 9 月 16 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	1.28	0.35	1.18	1.36
刚性债务	1.20	1.55	4.56	5.55
所有者权益	30.56	30.17	27.46	27.40
经营性现金净流入量	0.05	0.01	2.11	-0.14
合并口径数据及指标：				
总资产	32.01	34.93	35.63	35.26
总负债	11.96	12.19	15.80	15.87
刚性债务	3.26	3.30	5.68	6.69
所有者权益	20.05	22.74	19.83	19.39
营业收入	18.32	17.49	18.22	2.96
净利润	2.10	1.54	0.58	-0.45
经营性现金净流入量	1.85	2.64	2.19	-1.54
EBITDA	2.72	2.23	1.25	—
资产负债率[%]	37.37	34.89	44.35	45.02
权益资本与刚性债务 比率[%]	614.70	689.68	349.37	289.99
流动比率[%]	139.60	132.13	115.68	110.19
现金比率[%]	72.95	76.22	72.97	67.91
利息保障倍数[倍]	37.94	10.34	3.85	—
净资产收益率[%]	10.51	7.22	2.72	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	17.56	22.69	17.14	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-8.41	14.29	7.79	—
EBITDA/利息支出[倍]	45.54	12.40	5.63	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.44	0.68	0.28	—

注：根据浙江华媒控股股份有限公司经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算；其中 2018 年为追溯调整后数据。

分析师

高珊 gs@shxsj.com
黄蔚飞 hwf@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）对浙江华媒控股股份有限公司（简称华媒控股、发行人、该公司或公司）及其发行的 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“19 华媒 01”或本次债券）的跟踪评级反映了 2019 年以来华媒控股在区域市场地位、财务弹性及业务多元化等方面继续保持优势，同时也反映了公司在行业环境、经营管控及资源整合等方面继续面临压力。

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。
- **财务弹性良好。**近三年来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，且货币资金较为充裕，短期刚性债务偿付压力小。
- **业务多元化。**华媒控股在传统报刊发行、印刷业务基础上拓展新媒体和户外广告业务，并通过并购布局教育业务板块。多元化的业务布局，有利于分散公司经营风险。

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。**近年来，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。2019 年，公司对中教未来和快点传播计提减值，对公司利润侵蚀较大。对外投资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。

- 民办教育行业环境变动风险。民办教育项目投资回收期较长，项目盈利受外部政策环境和招生环境影响大。
- 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。
- 理财风险。华媒控股利用闲置资金购买理财产品，年度买卖规模大，理财资金投向包括银行理财和信托理财，部分资金投向风险较高。

➤ 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次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并维持本次债券 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）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照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）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据华媒控股提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对华媒控股的财务状况、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。

2018 年 9 月 28 日，经中国证券监督管理委员会证监许可[2018]1570 号文核准，该公司获准公开发行规模不超过 7 亿元（含 7 亿元）的公司债券。2019 年 9 月，公司完成 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）发行，发行规模为 2 亿元人民币，债券期限为 2+2+1 年，附第 2 年末、第 4 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券募集资金已全部用于偿还公司到期债务。

截至 2020 年 5 月末，该公司尚有本金合计 7.00 亿元的债券处于存续期，公司存续债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2020 年 5 月末公司待偿还债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日	到期日	本息兑付情况
19 华媒 01	2.00	2+2+1 (年)	4.50	2019/09/26	2024/09/26	未到期
19 华媒 SCP003	1.00	270 (天)	3.20	2019/12/09	2020/09/04	未到期
20 华媒 SCP001	2.50	270 (天)	3.20	2020/01/20	2020/10/16	未到期
20 华媒 SCP002	1.50	270 (天)	2.10	2020/04/27	2021/01/22	未到期

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已

进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中

外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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，传统纸媒发行及广告收入持续下降。2019 年以来，新闻纸供应呈现供大于求的局面，原材料价格走低在一定程度上缓解了纸媒行业的成本控制压力。

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。

2019 年度，全国报纸印刷总印刷量为 689 亿对开印张，同比下降 11.75%；报纸印刷耗用新闻纸 155 万吨，较 2018 年的 176 万吨下降 11.93%。自 2012 年起，全国报纸总印刷量连续 7 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%，2019 年的下降幅度扩大到 11.75%。2019 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¹。

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

¹ 数据来源：中国报业协会印刷工作委员会发布的《2019 年度全国报纸印刷量调查统计报告》。

8.16%²。

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%³。

广告是出版发行行业重要的收入与盈利来源之一。2019 年,全国广告产业发展稳中有升,广告产业经营额达到 8,674.28 亿元,同比增长 8.54%。全国广告经营单位 163.31 万户,同比增长 18.69%;从业人员 593.51 万人,同比增长 6.32%。随着广告市场营销环境不断优化,2019 年私营企业、个体工商户成为广告业最主要的两种经营单位,其中私营广告经营单位占比高达 72.75%,个体工商户广告经营单位占比为 15.94%。此外,外商投资的广告经营单位数量同比增长 60.78%。在广告监管方面,2019 年全国共查处违法广告案件 37,399 起,同比下降 9.54%,市场监管成效显著,违法案件降幅明显⁴。

具体来看,2019 年前三季度报纸总体广告刊例收入继续呈下降态势,较 2018 年同比下滑 27.4%⁵,跌幅略有收窄。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。2019 年互联网广告总收入 4,366.68 亿元,年增长率为 18.21%,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 5.99 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成本,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 6,100 元/吨,比上年同期提升 9.7%。2019 年上半年,受供应量增加影响,新闻纸价格进入下行通道,各报社纷纷增加库存,全国报业新闻纸库存约为 2.3 个月,远高于去年同期 1.2 个月的库存量。根据中国报业协会提供的数据显示,2019 年新闻

² 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》。

³ 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》。

⁴ 数据来源:中关村互动营销实验室发布的《2019 中国广告年度数据报告》。

⁵ 数据来源:CTR 媒介智讯发布的《2019 年前三季度中国广告市场回顾报告》。

纸总供应量约为 170 万吨，需求总量约为 149.8 万吨，新闻纸市场供大于求。中国报业协会预测，2020 年新闻纸市场仍将延续供大于求的局面。在此背景之下，传统纸媒的原材料压力得到一定缓解。

受新型冠状病毒肺炎疫情影响，2020 年第一季度，传统纸媒的经营遭受到了巨大冲击，其在内容呈现方式、渠道分发等环节的劣势凸显。据 CTR 的报纸刊例价监测数据显示，2020 年 1 月全国报纸广告同比下降 31.2%，2 月报纸广告同比下降 47.2%，1 至 2 月累计降幅达 36.7%。中国广告协会报刊分会和中国传媒经营数据中心的统计数据显示，2020 年第一季度，全国报业经营下降幅度为 30%，其中省级党报平均降幅为 13%，全国城市日报平均降幅为 42%，都市报晚报等市场类媒体平均降幅为 29%。传统纸媒经营业绩下滑的原因主要源于两方面，一方面，经济下行压力之下，广告主的避险需求提高，广告主的广告投放策略变得更为审慎；另一方面，疫情期间施行封路或停工等管控措施，新闻采编、印刷投递等环节都受到了极大影响，停刊、延期的纸媒数量较多，对整体纸媒的广告资源量造成冲击。

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。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 and 文化领域战略投资者。

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⁶。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

⁶ 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。

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。2019 年我国报纸融合传播百强榜⁷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。2019 年，中央级报纸、党报继续领跑融合传播百强榜，人民日报领先优势明显，环球时报、光明日报、经济日报、广州日报位居前列。

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。

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。

教育业务

我国民办职业教育行业处于发展初期，加之国家政策扶持，优质企业先发优势明显。但同时也面临着资金投入门槛较高，投资回收期较长，且适龄生源减少的风险。

A. 行业概况

近年来，我国民众对教育的需求日益提高，国家也不断出台政策支持教育行业，加大对教育行业的投资力度。加之市场对各领域的技术人才需求增加，民办职业教育更加侧重于职业技能培养，通过校企合作等方式来培养社会人才需求。民办职业教育一般采取与高等院校二级学院合作的方式展开，高等院校对于合作项目的学生安全管理、学生就业、就业质量等方面有较高要求。高等院校在选择合作的民办企业时标准相对较高，要求企业有良好的行业声誉、丰富的教学和管理经验等，同时高校客户粘性较高，因此早期进入企业先发优势

⁷ 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》。

明显。

2013-2019 年末，我国民办高校数从 718 所增加至 757 所，每年新增的民办高校数量不大。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，优势不足，同时我国高校适龄人口数量下降，民办高校生源压力加大。

图表 2. 我国历年民办高校相关数据

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
民办高校数量（所）	728	734	742	747	750	757
民办高等教育招生数（万人）	172.96	177.97	173.90	185.35	184.02	219.69
民办高等教育毕业生数（万人）	141.96	151.30	154.07	169.74	166.19	-

资料来源：Wind

B. 政策环境

我国职业教育发展与政策环境高度相关。随着国家陆续出台相关产业政策加大对职业教育培训行业的鼓励和支持，以及每年新增就业群体对职业教育的旺盛需求，职业教育在教育体系中的地位不断提高。

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。2019 年 4 月，教育部、财政部发布《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》，强力推进产教融合、校企合作，聚焦高端产业，重点支持一批优质高职学校和专业群率先发展，引领职业教育服务国家战略、融入区域发展、促进产业升级。2019 年 12 月，教育部发布《中华人民共和国职业教育法修订案》，重新对职业教育进行定义，强调鼓励多层次、多元化办学，强调企业重要办学主体作用，支持社会各类主题参与职业教育。2020 年 3 月，教育部发布《关于做好职业教育国家学分银行建设相关工作的通知》，要求结合“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点工作，推进职业教育国家学分银行建设。

图表 3. 2018 年以来我国职业教育重大政策法规

时间	相关政策	影响
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 1 月	《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。
2019 年 2 月	《中国教育现代化 2035》	加快发展现代职业教育，不断优化职业教育结构与布局。推动职业教育与产业发展有机衔接、深度融合，集中力量建成一批中国特色高水平职业院校和专业。
2019 年 2 月	《加快推进教育现代化实施方案	构建产业人才培养体系，完善学历教育与培训并重的现代职业

时间	相关政策	影响
	案（2018-2022）年》	教育体系，大力推进产教融合，建成一批高水平职业院校及专业。
2019年4月	《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》	强力推进产教融合、校企合作，聚焦高端产业，重点支持一批优质高职学校和专业群率先发展，引领职业教育服务国家战略、融入区域发展、促进产业升级。
2019年4月	《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》	以10个左右领域做起，启动1+X证书制度试点工作。以社会化机制招募职业教育培训评价组织，开发若干职业技能等级标准和整数。通过试点，深化教师、教材、教法“三教”改革；促进校企合作；建好用好实训基地；探索建设职业教育国家“学分银行”，构建国家资历框架。
2019年5月	《高职扩招专项工作实施方案（2019-2021年）》	2019年至2021年，持续开展职业技能提升行动，提高培训针对性实效性，全面提升劳动者职业技能水平和就业创业能力。三年共开展各类补贴职业技能培训5000万人次以上。
2019年7月	《财政部关于调整职业院校奖助学金政策的通知》	从2019年起，扩大高等职业院校奖助学金覆盖面，补助标准，并设立中等职业教育国家奖学金。
2019年10月	《深化新时代职业教育“双师型”教师队伍建设改革实施方案》	打包定制的一系列惠师利师强师政策，对职业教育师资队伍队伍建设提出新要求，计划到2022年，职业院校“双师型”教师占专业课教师的比例超过一半。
2019年12月	《中华人民共和国职业教育法修订案》	重新对职业教育进行定义，强调鼓励多层次、多元化办学，强调企业重要办学主体作用，支持社会各类主题参与职业教育。
2020年3月	《关于做好职业教育国家学分银行建设相关工作的通知》	教育部要求结合“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点工作，推进职业教育国家学分银行建设。

资料来源：新世纪评级整理。

C. 风险关注

投资回收期较长风险。民办职业教育项目虽然每年现金流稳定，但资金投入门槛较高，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，2019年浙江省经济运行保持平稳，产业结构持续优化升级，发展质量稳步提升。2019年，浙江省实现地区生产总值6.24万亿元，保持全国第四的地位，同比增长6.8%，增速较2018年（7.10%）有所下降，但仍高于全国水平0.70个百分点；人均GDP为10.76万元，同比增长5.0%，

为全国水平的 1.52 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，2019 年杭州市实现地区生产总值 1.54 万亿元，增速为 6.80%，人均 GDP 达 15.25 万元。

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基础。

2. 业务运营

2019 年，该公司旗下传统报刊发行业务提价、保量、扩面，同时对外商务印刷业务增加，拉动营业收入同比微增。广告业务中户外业务保持增长，但平面广告和新媒体广告收入持续下滑。教育业务板块收入保持，但当年为拓展业务成本支出增长较快，业务盈利能力下滑。公司期间费用率偏高，2019 年对中教未来和快点传播计提减值，公司经营收益大幅下滑，此外投资收益及政府补贴可对公司盈利形成有效补充。2020 年第一季度，受疫情影响，公司广告业务受到冲击，但营运成本支出相对刚性，导致当期净亏损规模同比扩大。

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（北京）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州日报报业集团（杭州日报社）（简称“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⁸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（简称“杭报传媒”），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、户外媒体如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）

⁸ 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。

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。目前中教未来业务范围覆盖包括北京、杭州、广州等在内的大中城市，已与众多高校建立了长期合作关系。

图表 4. 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。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计		18.32	17.49	18.22	2.96
其中：核心业务营业收入	金额	13.03	14.36	14.56	2.21
	占比	71.13	82.07	79.94	74.87
其中：（1）报刊及发行	金额	1.90	2.69	2.89	0.68
	占比	10.36	15.36	15.86	23.07
（2）广告	金额	9.01	9.05	9.03	1.13
	占比	49.15	51.76	49.57	38.19
（3）教育	金额	2.13	2.62	2.64	0.40
	占比	11.62	14.95	14.51	13.62

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

2017~2019 年，该公司分别实现营业收入 18.32 亿元、17.49 亿元和 18.22 亿元，2019 年营业收入同比增长 4.15%，主要得益于报刊发行业务和对外商务印刷收入增长贡献。2019 年度，公司报刊及发行业务实现收入 2.89 亿元，同比增长 7.51%，主要系对部分报刊提价、保量、扩面⁹；广告及策划业是公司收入和利润的核心来源，近三年占营业总收入的比重维持在 50% 左右；教育业务自公司 2016 年并购以来增长迅速，目前已形成一定规模，2019 年度该业务同比增长 1.07%，增速明显放缓。

⁹ 扩面指发挥党报优势，在广大党员范围内扩大订阅面。

2020 年第一季度，疫情防控期间采取的封路、停工等措施对该公司会展策划、户外广告投放、教育培训、商务印刷、园区招租等业务开展产生不利影响。2020 年第一季度，公司营业收入同比下降 17.05%，至 2.96 亿元。

A. 报刊及发行

图表 6. 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	2017 年度		2018 年度		2019 年度	
	收入	占比（%）	收入	占比（%）	收入	占比（%）
《杭州日报》	0.51	28.20	0.63	23.42	0.78	27.82
《都市快报》	0.93	51.85	1.30	48.33	1.24	44.25
《每日商报》	0.12	6.56	0.13	4.83	0.14	5.04
《萧山日报》	0.14	7.77	0.26	9.67	0.25	8.82
《富阳日报》	0.05	2.87	0.10	3.72	0.14	4.86
《余杭晨报》	0.05	2.75	0.27	10.03	0.26	9.21
合计	1.79	100.00	2.69	100.00	2.80	100.00

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

近年来，该公司旗下传媒公司对部分报刊提价、保量、扩面，同时推行“党员订党报”工作，报刊发行收入实现逆势增长，但 2019 年增速明显下滑。《杭州日报》和《都市快报》是公司报刊发行业务收入的主要来源，两者合计占比超 70%。受移动互联网新媒体分流影响，《都市快报》期均发行量持续下降，同时业务收入占比亦不断下滑。党报征订量明显提升，收入占比整体呈上升趋势。总体来看，纸媒衰退趋势在较长一段时间内不可逆转，报刊发行业务收入增长动力不足。

2020 年第一季度，新冠肺炎疫情对该公司核心报刊发行及投递影响较小。疫情期间，公司对杭报集团所属报刊坚持出版和投递；但代投报刊如城区报和行业报出现停刊或减刊，对公司信息物流收入有一定影响。

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 45%。

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 2020 年 3 月末，该公司的发行网络遍布浙江省各主要市、县，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，公司对主要报刊进行了价格调升。2019 年，公司将《杭州日报》订阅价格由 360 元/份上调至 480 元/份，《每日商报》由 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，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%；2019 年，党报征订量为日均 34.52 万份，占总发行量的 45%，党报贡献了相对稳定的业绩收入。

B. 广告

图表 7. 近年来公司广告业务收入构成情况（单位：亿元）

报刊名称	2017 年度		2018 年度		2019 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
传统广告及策划	5.26	58.37%	5.22	57.66%	5.12	56.66%
新媒体	1.22	13.60%	0.99	10.90%	0.77	8.51%
户外广告	2.52	28.03%	2.85	31.44%	3.15	34.83%
合计	9.01	100.00%	9.05	100.00%	9.03	100.00%

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，受平面媒体业主广告投放量减少等因素的影响，公司传统广告及策划业务收入规模及占比持续下滑，但仍为公司广告业务最主要的收入来源，2019 年业务收入占比为 56.66%。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，2019 年上述平台在新媒体广告收入中占比分别为 40.24%、19.90%和 36.60%。近年来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，以及杭州网手机报业务创收不足所致。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。2019 年，公司户外广告实现营业收入 3.15 亿元，同比

增长 18.49%。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，2019 年地铁户外收入占比为 73.25%，城市户外收入占比为 19.92%。

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，大力培育自有会展 IP，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。2019 年度，公司旗下各公司举办会展项目 75 个，其中展览 33 个；会议 17 个，千人以上会议 2 个；活动 25 个，千人以上活动 13 个。公司成功举办“2019 年全国大众创业万众创新活动周”、第十五届“振兴杯”全国青年职业技能大赛（学生组）决赛、未来生活节、万物生长大会、浙江国际进口博览会、世界浙商大会数字经济成果展和项目推介会、西湖音乐节等一批现象级会展，会展品牌影响力进一步扩大。

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 年末，公司拥有各类网站 31 家，手机 APP 13 个，微信公众号 108 个，微博官微 23 个，手机报产品 6 个，数字报产品 5 个，音视频产品 6 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）2.07 亿。根据《2019 全国党报融合传播指数报告》，杭州日报在全国党报微信公众号传播力中排名第十，在全国党报微博文章平均阅读量中排名第七。

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，目前已在杭州、福州、厦门的地铁广告市场占有一定份额。

2019 年 11 月，风盛股份取得厦门市轨道交通 1、2、3 号线及 BRT 站点平面广告媒体资源八年经营权，成功进入厦门市场。截至 2019 年末，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，厦门市轨道交通 1、2、3

号线工程及 BRT 站点广告，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），上海、深圳等国内主要城市商圈 LED 屏和各类阅报栏、公交站牌广告资源等。公司根据客户的需要提供媒体资源进行户外广告代理发布业务及户外广告发布业务，客户主要集中于大型广告主客户和广告商客户。

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业务规模下降、传播效果和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主要经营主体为控股子公司中教未来。中教未来依托于以北京为中心的全国运营和教学管理中心，对布点校区和项目提供专业化运营和管理支持，涵盖职业、国际、IT、艺术、在线、基础六大教育板块。2017~2019 年，公司教育业务分别实现营业收入 2.13 亿元、2.62 亿元和 2.64 亿元。具体来看，职业教育业务收入规模和占比最大，2019 年职业教育业务收入为 1.69 亿元，收入占比为 63.95%；国际教育业务收入为 0.45 亿元，收入占比为 17.22%；IT 职业教育和艺术教育业务分别实现收入 0.16 亿元和 0.12 亿元。

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，主要通过与国内高校或其二级学院签订联合办学协议，双方合作以职业教育为基础，职业教育学生可以同时参与成人教育、远程教育或职业资格认证培训。学生在校学习期满即可获得院校颁发的学业证书，成教或远程双学历教育学习合格的学生，可获得国家承认的学历证书。根据合作方式的不同，中教未来向国内外高校提供生源服务、教学服务、学生管理服务、实训服务和就业服务中的一种或多种。

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 8. 2017 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	2017 年度			2018 年度			2019 年度		
			可容纳学生数	平均学费 ¹⁰	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	3,200	7,581	3,027	3,800	8,444	3,720	3,300	9,163	3,229
项目二	职业教育	北京	3,000	12,667	1,601	3,000	17,435	1,471	3,000	22,185	1,402
项目三	职业教育	珠海	--	11,700	2,621	--	12,490	1,768	--	13,158	943 ¹¹
项目四	职业教育	佛山	1,504	7,480	1,504	2,711	7,480	2,711	2,351	7,480	2,351
项目五	职业教育	珠海	1,500	6,490	1,230	3,000	6,648	1,900	3,000	5,929 ¹²	2,017
项目六	国际教育	北京	300	30,821	268	200	33,400	375	500	34,243	385
项目七	职业教育	贵阳	1,216	4,194	1,078	1,047	4,592	2,093	2,917	3,277 ¹³	2,917
合计	--	--	--	--	11,329	--	--	14,038	--	--	13,244

资料来源：华媒控股

截至 2019 年末，中教未来业务覆盖 15 个省市自治区 36 个地级市，合作院校 51 所，拥有 26,347 名在校生。同年末，公司职业教育业务项目共计 22 个；国际教育业务累计签约运营 21 所院校；IT 教育业务累计签约院校 42 所；在线教育项目中标/签约项目数量共计 45 个；艺术教育共有 8 个校区。

2020 年初以来，新冠疫情防控对该公司教育业务产生一定影响，但各细分业务板块影响程度不同。具体来看，（1）高校合作类项目是公司教育业务收入和利润的主要来源，包括职业教育、国际教育和 IT 教育。受疫情影响，各高校推迟了 2019-2020 学年第二学期的开学时间，改为网上授课，教学大纲规定的课程仍需按要求完成，且教育部明确“网课属正常教学”，疫情对该类项目影响不大。同时，高校合作项目的学费为预收，仅存在个别项目住宿费退费。公司高校合作国际项目为 N+N 模式，国际项目学生的出国计划受疫情影响暂时无法出国，国际项目因疫情受到影响。（2）在线教育项目受疫情影响有限。（3）以艺术教育业务为主的短期培训类项目受疫情冲击较大，公司线下培训暂未恢复。

其他业务

a 印刷业务

该公司印刷业务的经营主体为盛元印务，2017~2019 年印刷业务分别实现收入¹⁴1.82 亿元、1.81 亿元和 1.97 亿元，受固定资产折旧费用高、人工成本上

¹⁰ 学费仅指中教未来获取的收入部分。

¹¹ 2019 年广东地区高校设置调整，该项目合作院校获批升级。中教未来暂停近两年招生，待新校区建设完成后重启项目。

¹² 该项目在校生含专科学历学生和本科学生。对于专升本学生，中教未来需向高校分成 1,875 元/人；国际生人均收费 48,000 元。2019 年项目平均学费较上年有所下降，主要系当年专升本学生人数增加，同时国际生人数减少所致。

¹³ 该项目平均学费较上年下降幅度较大，系未计入截至 2019 年末的欠费学生约 300 人。2020 年 1 月欠费学生已有约 270 人完成缴费，若纳入核算生均学费为 4,626.52 元/人。

¹⁴ 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

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。2019 年，公司积极拓展包装类业务，进一步扩大商业印刷业务规模，当年包装类业务收入较上年增加 0.29 亿元，包装用平张纸印品产量较上年提升 7.52%。同年，商业印刷收入占盛元印务印刷收入总额的比重上升至 66.91%。

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。对抗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 2019 年末，该公司拥有 2 个印刷生产基地，共计 16 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。由于当年处置部分老旧生产线，公司最大印刷能力较上年有所下降，为 120 万对开张/小时；但印刷业务产能利用率得以提升，同时商业印刷业务拓展提高了设备使用率，当年产能利用率增加至 54%。

图表 9. 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		2017 年产量	2018 年产量	2019 年产量 ¹⁵
商业普通	新闻纸印品	278,393	326,491	254,130
	轻涂纸印品	272,578	236,591	164,447
	平张纸印品	61,526	70,416	69,655
商业包装	平张纸印品	53,158	49,200	52,900
合计		665,656	682,698	541,132

资料来源：华媒控股

印刷价格由印刷工价和纸张价构成，受当年客来料减少影响，2019 年纸张成本较上年大幅增长；同年，上述两部分占印刷成本的比重为 35.58% 和 64.42%。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。

图表 10. 2017 年以来公司新闻纸采购均价

项目	2017 年	2018 年	2019
新闻纸采购量（万吨）	2.69	2.23	1.89
新闻纸采购均价（含税）（元/吨）	4,900.00	5,900.00	4,693.88

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

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。

¹⁵ 部分商业印刷产品因流程工艺限制外发其他厂家生产，此部分产量未作统计。

账汇票。

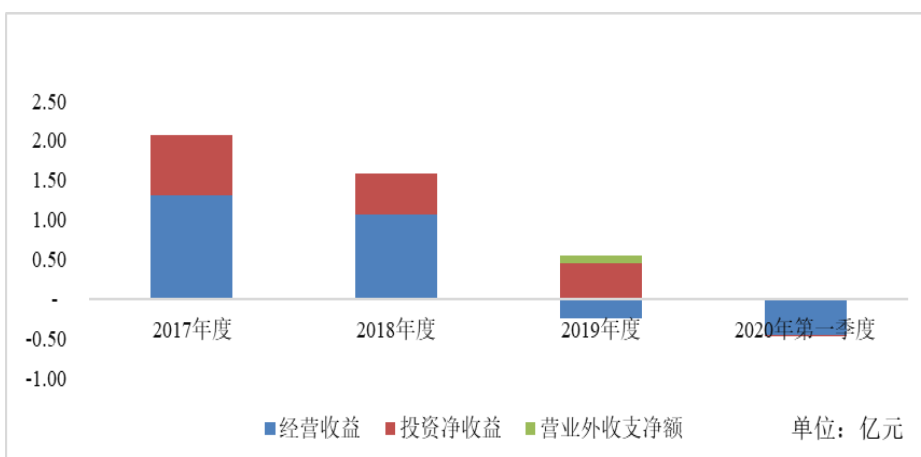
b 文化园区平台

2019 年，该公司进一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”、“华媒数创园”、“华媒科创园”、大江东融媒体智造集群总部基地项目和九堡项目，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，系公司与钱江世纪城管委会签署相关协议获得楼宇运营权¹⁶，由公司负责招商引资。截至 2019 年末，智谷一期项目已引入市文创基地、高格创新中心、大叔影业、酷德教育等企业，招商率达 75%；2019 年取得租金收入 275 万元，产生利润 88 万元。二期为萧文置业项目，系公司同一控制下合并杭州萧文置业有限公司（简称“萧文置业”）取得，该项目建设已进入收尾阶段。公司通过参股（持股比例为 40%）杭州华媒科创园管理有限公司（简称“华媒科创园管理公司”）运作“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 m²，2019 年末招租率约 92%，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，30 家企业已入驻。此外，九堡项目处于前期规划和设计阶段；大江东融媒体智造集群总部基地项目已进入建设施工阶段。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。

2020 年第一季度，受疫情及防疫管控加强影响，该公司文创园区平台招商率有所下降。公司根据政府要求针对园区入驻企业给予免租补贴，对于新入驻企业给予免租期等优惠政策。文创园区平台业务当期经营业绩受到冲击。

（2）盈利性

图表 11. 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。

¹⁶ 免租期自 2019 年 3 月 1 日至 2023 年 8 月 27 日。

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。2019 年，公司实现经营收益-0.25 亿元，同比下降 123.28%，主要系公司期间费用增长，同时参股公司快点文化传播（上海）有限公司（简称“快点传播”）和子公司中教未来存在减值迹象，分别计提长期股权投资减值 0.59 亿元¹⁷、商誉减值 0.23 亿元¹⁸所致。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	18.32	17.49	18.22	2.96
毛利率（%）	25.32	27.58	25.81	11.13
其中：报刊发行（%）	-0.28	26.24	37.26	24.93
广告（%）	28.97	25.50	22.26	-8.11
教育（%）	63.13	58.42	48.94	48.71
毛利（亿元）	4.64	4.83	4.70	0.33
其中：报刊发行（亿元）	-0.01	0.71	1.08	0.17
广告（亿元）	2.61	2.31	2.01	-0.09
教育（亿元）	1.34	1.53	1.29	0.20
期间费用率（%）	16.22	18.69	19.96	25.67

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，广告业务依然是该公司盈利的重要组成，2019 年业务毛利贡献率为 42.75%；但广告业务毛利率水平持续下降，2019 年降至 22.26%。具体来看，2019 年受外采项目前期收入不达预期及资源成本、人工成本出现一定幅度增长等因素影响，公司户外广告业务毛利率较上年度小幅下降至 21.48%；同年，公司传统广告及策划类业务竞争激烈，相关成本持续上升，毛利率较上年下降 5.03 个百分点至 19.74%；受行业政策因素影响，公司还对部分新媒体子公司经营模式进行了优化调整，新媒体业务毛利率较上年上升 6.21 个百分点至 42.24%。报刊发行业务方面，通过调整部分报刊发行价格和报纸版面，公司该业务盈利实现进一步增长，2019 年毛利贡献率达 22.89%。此外，由于当年职业教育及国际教育领域新增项目较多导致前期投入成本增加，公司教育业务毛利率及毛利均较上年有所下降。

该公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成。2019 年，公司管理费用

¹⁷ 该公司通过全资子公司杭州网络传媒有限公司持有快点传播 39%股份。根据北京中林资产评估有限公司 2020 年 3 月 25 号出具的中林评字[2020] 69 号《浙江华媒控股股份有限公司以财务报告为目的拟进行减值测试涉及的快点文化传播（上海）有限公司股东全部权益价值评估项目资产评估报告》，截至 2019 年 12 月 31 日，快点传播净资产公允价值为 4.25 亿元。公司对持有的快点传播股权确认资产减值损失 0.59 亿元，2019 年末投资快点传播形成的长期股权投资账面价值为 1.66 亿元。

¹⁸ 依据坤元资产评估有限公司 2020 年 3 月 30 日出具的坤元评报（2020）114 号《浙江华媒控股股份有限公司商誉减值测试涉及的中教未来国际教育科技（北京）有限公司资产组合价值评估项目资产评估报告》，以 2019 年 12 月 31 日为评估基准日，该公司按照账面余额与可收回金额孰低原则对中教未来及其子公司计提商誉减值 0.23 亿元。截至 2019 年末，中教未来及其子公司形成的商誉账面价值为 5.53 亿元。

同比增长 15.05%至 1.99 亿元，主要系：（1）职工薪酬较上年增加 0.11 亿元至 1.31 亿元；（2）当年无偿使用政府单位租赁的万和国际中心，根据公允价值增加管理费用租金 0.08 亿元所致。销售费用主要为职工薪酬、报刊发行服务费（奖励、订报劳务费）等，2019 年公司销售费用 1.35 亿元，较上年变动不大。近三年，公司期间费用率逐年增长，2017~2019 年分别为 16.22%、18.69%和 19.96%，公司面临较大的费用控制压力。

图表 13. 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	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资收益（亿元）	0.76	0.53	0.44
其中：理财产品及信托产品（亿元）	0.05	0.09	0.15
权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.23	0.38	0.28
其他收益+营业外收入（亿元）	0.13	0.12	0.45
其中：政府补助（亿元）	0.12	0.11	0.34

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

2019 年度，该公司投资收益及收到的政府补助对净利润形成一定补充。同年，公司实现投资收益 0.44 亿元，占利润总额的 68.56%；较上年同比下降 15.66%，主要系公司合营企业经营欠佳导致权益法核算的长期股权投资收益同比减少所致。同年，公司其他收益科目下的政府补助金额为 0.34 亿元，较上年增幅较大系当年新增无偿使用政府承租的房屋、公益免费广告补助、进项税加计扣除、华媒智谷运营补贴、文博会一带一路等。此外，中教未来收到布朗赔偿的幼儿园办学许可证押金，当年营业外收入增加至 0.10 亿元。

2020 年第一季度，受疫情因素影响，该公司实现营业收入 2.96 亿元，同比下降 17.05%，其中广告业务业绩下滑情况最为严重。同期，公司净亏损 0.45 亿元。

（3）运营规划/经营战略

该公司将在文创产业平台建设上重点突破，在体制机制上深化完善，奋力打造产业高地和城市窗口，优化“一体两翼”产业布阵，持续深入践行“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，该公司将坚持移动优先战略，强化视频生产和传播能力，加快华媒教育视频、萧山日报“几维”视频工作室、余杭晨报“晨视频”、万和国际中心五楼演播基地建设；推动快房网全面上线“快房产品资源库”，为内容创意和生产提供有力素材。推进微信公号矩阵结构优化、提升增效。《风景名胜》、《休闲》推进网站、APP、两微、电子杂志一体化的全媒体传播格局；持续做强、做精火鸟财经区块链官方媒体品牌，并积极探索教育、社群、基金、园区等业务，强化“城市资讯服务商、生活美学探索者”定位。

文化教育板块，中教未来将积极构建“五大平台”之文化教育平台这一核心任务，在已有的职业、国际、IT、艺术、在线、基础六大板块业务的基础上，新开拓就业培训业务，打造优秀的教育企业。华媒优培将继续以学前教育为主轴优化公司项目结构，重点推进江干园项目建设，加快推进和睦托育中心项目建设，持续开发托育、培训两端市场。少年学报将主要围绕“一条赛道、一个矩阵、一台好戏、一个圈层、一条产品线”五个一开展工作，继续优化、提升、赋能现有平台。

文创园区平台方面，该公司将重点优化智谷一期产业结构，加快打造自主运营众创空间“筑谷寺”；平稳推进和调整华媒科创园；加快改造华媒数创园外立面，提高去化率；推进华媒智谷二期主体结顶，启动招商。助力打造“数字经济第一城”和“区块链之都”。稳步推进大江东项目施工建设工作。抓紧九堡项目土地调整方案设计和项目产业规划论证工作，注重研究把握最新用地政策。

管理

跟踪期内，该公司产权结构保持稳定，杭报集团仍为公司实际控制人。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”政策和关联资产收购，公司与杭报集团及其子公司有一定规模的关联交易。

截至 2020 年 3 月末，杭州日报报业集团有限公司（简称“杭报集团有限公司”）直接持有公司 48.13% 的股权，仍为公司控股股东，杭报集团为公司实际控制人。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 2019 年末，杭报集团有限公司经审计的合并口径资产总额为 49.07 亿元，所有者权益为 26.20 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 13.75 亿元）；当年实现营业收入 20.82 亿元、净利润 0.61 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润-0.05 亿元）；当年经营活动产生的现金流量净额为 1.95 亿元。

跟踪期内，该公司组织架构未有变动，组织结构详见附录二。

图表 14. 近三年公司主要关联交易情况（单位：万元）

关联交易内容	2017 年度	2018 年度	2019 年度
向关联方销售商品和提供劳务	5,012.87	4,124.80	8,346.50
关联销售收入占营业收入的比例	2.74%	2.36%	4.58%
自关联方购买商品和接受劳务	22,112.56	22,552.66	24,010.96
其中：采编服务	21,234.30	22,127.42	21,327.67
关联方采购金额占营业成本的比例	16.16%	17.80%	17.76%

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

关联交易方面，该公司遵循“采编与经营两分开”原则¹⁹，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。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。根据协议及补充协议，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。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。该笔资产转让于 2019 年 1 月 14 日完成交割并纳入公司合并范围，截至 2019 年末，公司已支付股权转让价款 2.16 亿元，剩余未支付部分纳入其他应付科目核算。此外，2019 年公司从杭报集团有限公司拆入资金 1.02 亿元，从宁波高新区新未来教育科技有限公司拆入资金 0.20 亿元，年末对华媒科创园管理公司拆借资金余额 0.20 亿元。

根据该公司 2020 年 5 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 2020 年 5 月末，公司尚有本金规模合计 7.00 亿元的债券仍处于存续期。

财务

跟踪期内，该公司拓展债券融资渠道，推升刚性债务规模和财务杠杆水平，但公司经营负债程度仍处于合理水平，同时货币资金充裕，债务偿付压力尚可控。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。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2018 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；中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 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。公司自 2019 年

¹⁹ 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》。

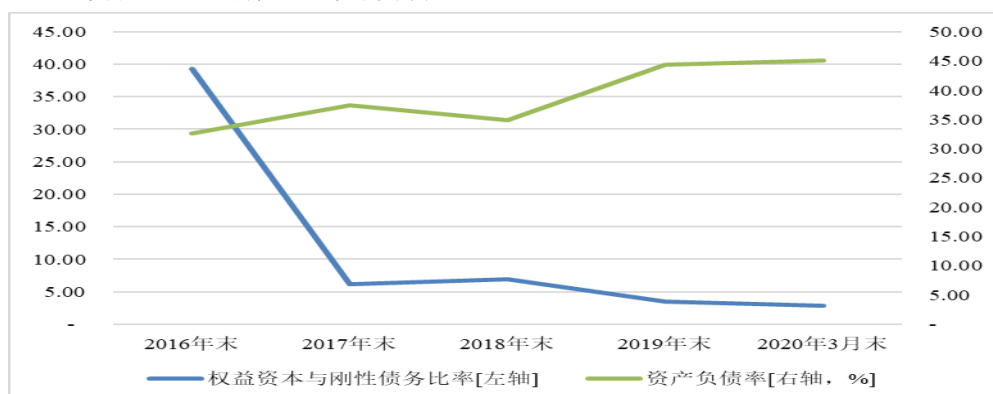
1月1日起执行新金融工具准则，同时根据财政部《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会【2019】6号）的相关规定，对财务报表格式进行调整。

2019年，该公司收购杭报集团有限公司持有的萧文置业55%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2018年度财务数据。同年，公司新设子公司两家，为浙江华媒智谷商业运营管理有限公司和杭州华媒文化发展有限公司；杭州今日大江东传媒有限公司由三级子公司变更为二级子公司，并更名为杭州钱塘传媒有限公司。截至2019年末，公司纳入合并范围内的二级子公司共有19家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



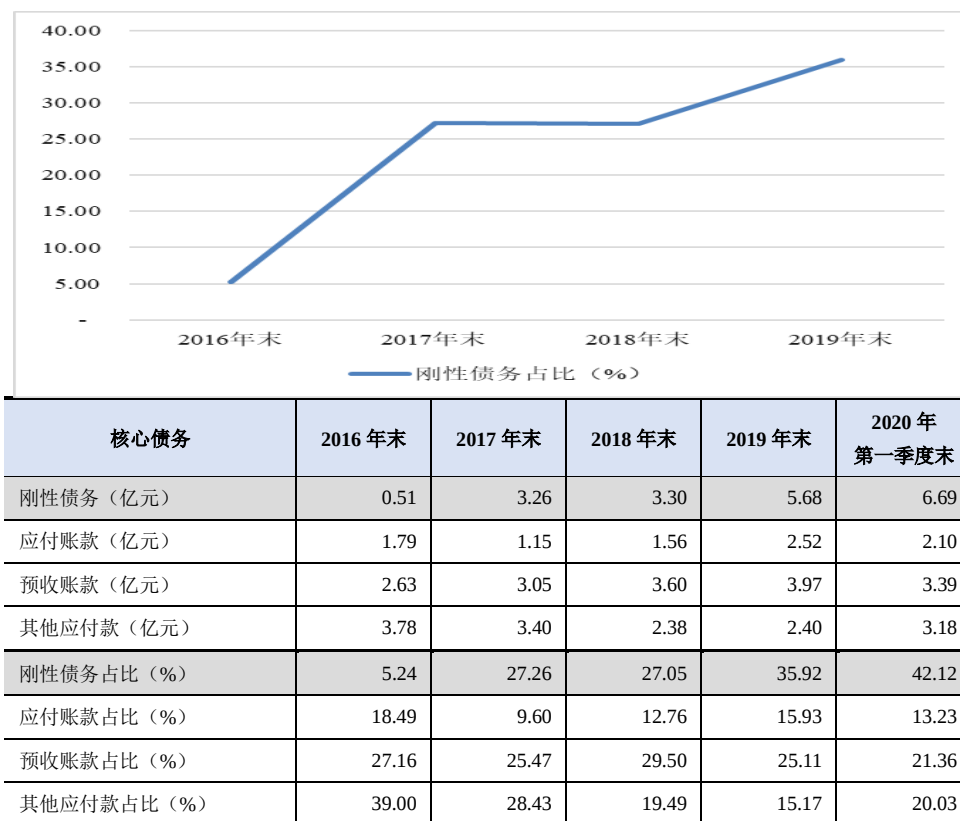
资料来源：根据华媒控股所提供数据绘制

近年来，该公司因业务拓展需要不断增加外部融资，拉动财务杠杆水平波动上升。2019年末，公司资产负债率较上年末增加9.46个百分点至44.35%，刚性债务同比增长72.12%至5.68亿元。由于刚性债务基数低，同年末权益资本对刚性债务的覆盖程度为3.49倍。总体来看，公司经营负债程度仍处于合理水平，债务偿付压力尚可控。

从权益资本方面来看，2019年末，公司所有者权益较上年下降12.81%至19.83亿元，主要系当年同一控制下企业合并萧文置业，收购价款3.08亿元与合并日持有萧文置业55%股权对应的账面价值0.86亿元的差额冲减资本公积0.86亿元、盈余公积0.71亿元和未分配利润1.50亿元。由于2019年度实现的可分配利润较少，同时为满足公司在建项目资金需求，公司拟不进行利润分配。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



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 85% 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，2019 年末上述科目合计占负债总额的比例为 92.12%。

该公司应付账款系主业经营形成的应付采编广告及活动策划款、材料款、工程款及其他成本。2019 年末，公司应付账款余额为 2.52 亿元，较上年末增长 61.80%，主要系当年广告策划业务规模扩大及文创平台建设应付工程款增加所致；年末公司不存在账龄超过 1 年的重要应付款项。预收款项主要为预收报刊发行款、广告款、教育培训和技术服务款，2019 年末余额为 3.97 亿元，较上年末增长 10.30%。其他应付款主要为公司并购形成的应付股权投资款、股东拆借款和应付往来款等。

2020 年第一季度末，该公司负债总额为 15.87 亿元，与年初基本持平；资产负债率为 45.02%，较年初增长 0.67 个百分点，主要系当期发行规模 2.50 亿元的超短期融资债券所致。同年末，其他应付款为 3.18 亿元，较年初增长 32.67%，主要为中教未来向股东借款 0.13 亿元，公司收到履约保证金 0.12

亿元以及富阳日报及余杭晨报冲减 2019 年广告业务费 0.20 亿元等。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度末
短期刚性债务合计	0.51	2.78	2.99	3.63	4.65
其中：短期借款	0.26	1.90	2.16	0.44	0.67
应付短期债券	--	--	--	2.54	3.53
一年内到期的长期借款	--	0.20	0.30	0.28	0.22
应付票据	0.25	0.67	0.52	0.38	0.23
中长期刚性债务合计	0.00	0.48	0.30	2.04	2.04
其中：长期借款	--	0.48	0.30	0.02	0.02
应付债券	--	--	--	2.02	2.02

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

注：数据尾差系四舍五入导致。

2017~2019 年末，该公司刚性债务余额分别为 3.26 亿元、3.30 亿元和 5.68 亿元，公司债务融资方式由银行借款转为债券融资为主。2019 年，公司发行规模 2.00 亿元、利率 4.50% 的公司债券以及多期超短期融资券，刚性债务规模上升，但总体仍可控。

截至 2020 年 3 月末，该公司刚性债务余额为 6.69 亿元，较年初增长 17.81%，主要系当期新发总额 2.50 亿元、利率为 3.20% 的超短期融资券“20 华媒 SCP001”所致。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	110.20	96.91	87.25	84.73	--
营业收入现金率（%）	100.36	104.74	104.02	100.57	85.34
业务现金收支净额（亿元）	4.05	3.09	3.40	3.20	-1.50
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.15	-1.23	-0.75	-1.01	-0.04
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.90	1.85	2.64	2.19	-1.54
EBITDA（亿元）	3.50	2.72	2.23	1.25	--
EBITDA/刚性债务（倍）	6.15	1.44	0.68	0.28	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	677.44	45.54	12.40	5.63	--

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。

该公司应收账款及存货规模控制情况较好，营业周期逐年缩短。近三年公司营业收入现金率基本维持在 100%左右，现金获取能力较强。2019 年，公司经营性现金净流量为 2.19 亿元，同比下降 17.04%，主要系当年费用开支及员工薪酬支出增加所致。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出及固定资产折旧构成，2019 年上述科目金额占 EBITDA 总额的比重分别为 51.99%、16.45%和 19.35%。受利润总额下降影响，公司当年 EBITDA 同比下降 44.24%，至 1.25 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 19. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-3.19	-1.69	0.05	-0.38	-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	-0.27	-0.65	-0.76	-0.75	-0.10
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	-0.43	-0.21	0.02	-
投资环节产生的现金流量净额	-3.46	-2.76	-0.92	-1.10	-1.33

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。2019 年，公司收回投资收到现金 9.09 亿元，主要为赎回理财产品本息；投资支付现金 9.83 亿元，主要为支付萧文股权款 2.16 亿元、支付杭州华媒文化发展有限公司资本金 1.00 亿元和购买理财产品等。与此同时，萧文置业项目当期建设投入资金 0.77 亿元，公司当年投资活动现金净流出 1.10 亿元，缺口较上年放大 20.21%。根据公司董事会审议通过的《关于使用自有闲置资金购买理财产品的议案》²⁰，公司利用闲置资金购买理财产品的资金投向包括银行、信托、证券、基金、期货等专业理财机构管理的相关理财产品，仅限于 12 个月以内（含 12 个月）的短期理财产品，任意时点总余额不超过 4 亿元，资金在额度内可以滚动使用。公司买卖理财规模大，部分理财为高收益净值型产品，投资风险较大。

(3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
---------	--------	--------	--------	--------	----------------

²⁰ 该议案系 2020 年 4 月 24 日经该公司第九届董事会第十次会议审议通过，同意公司利用自有闲置资金购买低风险理财产品，本次授权决议有效期为 12 个月，任意时点总余额不超过 4 亿元，资金在额度内可以滚动使用。

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
筹资环节产生的现金流量净额	-0.54	0.45	-1.56	-0.80	1.28

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主业投资的资金需求，筹资活动现金净流量规模有限。2019 年，公司发行“19 华媒 01”及三期超短期融资券筹集资金 7.00 亿元，导致取得借款收到的现金较上年增长 1.34 倍。同时，公司归还到期债务支付现金 5.92 亿元，支付萧文置业股权款 2.16 亿元，当年筹资活动现金净流出 0.80 亿元。

受行业惯例的影响，报刊发行收入系年底收取，印刷等支出则在全年产生，收入与支出的时间存在差异。2020 年第一季度，该公司经营性现金净流出 1.54 亿元。同期，公司投资支付现金 1.77 亿元，其中对杭实华媒投资管理合伙企业（有限合伙）（简称“华媒投资”）追加投资 0.5 亿元，当期购买理财 1.27 亿元，投资环节现金净流出 1.33 亿元。2020 年第一季度，公司发行规模 2.50 亿元的“20 华媒 SCP001”，归还“19 华媒 SCP001”到期本金 1.50 亿元，筹资性现金净流入 1.28 亿元。目前公司正投资建设萧文置业项目，推进大江东项目建设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 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	14.99	15.98	15.66	15.88	15.21
	50.48	49.93	44.83	44.58	43.14
其中：现金类资产（亿元）	7.90	8.35	9.03	10.02	9.38
应收账款（亿元）	5.23	3.63	3.72	3.81	3.34
其他应收款（亿元）	0.65	2.06	0.86	0.90	1.03
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	14.71	16.02	19.27	19.75	20.05
	49.52	50.07	55.17	55.42	56.86
其中：长期股权投资（亿元）	3.55	5.33	6.50	6.03	6.39
商誉（亿元）	7.52	5.70	5.76	5.53	5.53
固定资产（亿元）	2.35	2.33	1.92	1.72	1.70
在建工程（亿元）	--	--	2.37	3.15	3.16
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.08	2.57	3.39	2.24	2.14
期末抵质押融资余额（亿元）	--	1.57	0.61	0.30	0.24
受限资产账面余额/总资产（%）	0.27	8.03	9.71	6.28	6.07

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。2019 年末，公司资产总额为 35.63 亿元，其中流动资产和非流动资产分别为 15.88 亿元和 19.75 亿元，较上年变动不大。

该公司流动资产主要由现金类资产、应收账款和其他应收款构成。2019 年末，受新金融工具准则影响，公司对原计入其他非流动资产的银行理财产品重分类至交易性金融资产，年末现金类资产余额较上年末增长 10.90%至 10.02 亿元；其中货币资金余额 8.00 亿元，交易性金融资产包括基金及信托产品 0.97 亿元、结构性存款 0.81 亿元和银行理财产品 0.05 亿元。同年末，应收账款余额为 4.88 亿元，其中账龄在 1 年以内的款项占比为 73.17%，账龄超过 3 年的款项占比为 15.26%；按集中度来看，前五大客户应收账款合计金额为 1.29 亿元，占应收账款年末余额合计数的比例为 26.52%。其他应收款主要为借款、保证金及押金、股权转让款等款项，2019 年末账面价值为 0.90 亿元，其中 0.20 亿元系对联营企业浙江华媒科创园管理有限公司借款。

该公司非流动资产主要为长期股权投资、商誉、固定资产和在建工程。2019 年末，长期股权投资余额为 6.03 亿元，其中快点传播、布朗睿智、华媒投资及布朗时代期末余额分别为 1.66 亿元、1.38 亿元、0.79 亿元和 0.65 亿元。商誉账面原值 5.76 亿元，主要系收购中教未来形成，2019 年计提减值准备 0.23 亿元，年末账面价值为 5.53 亿元。公司固定资产主要为机器设备及房屋建筑物，年末余额为 1.72 亿元。在建工程余额 3.15 亿元，主要为萧文置业萧山文创大厦建设，该项目计划总投资 3.97 亿元，截至 2019 年末已投入 3.13 亿元。

图表 22. 截至 2020 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	0.02	因合同纠纷被冻结
货币资金	0.09	银行承兑汇票保证金存款
货币资金	0.03	保函保证金
长期股权投资	1.99	长期借款股权质押
合计	2.14	—

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

2020 年第一季度末，该公司资产结构较年初变化不大。同期末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值为 2.14 亿元，占资产总额 6.07%，对公司资产流动性及信用质量影响可控。

5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度末
流动比率（%）	155.41	139.60	132.13	115.68	110.19
速动比率（%）	150.09	133.28	126.69	111.84	103.07

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度末
现金比率 (%)	81.86	72.95	76.22	72.97	67.91

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

2019 年以来，该公司发行多期超短期融资券筹集资金，流动负债规模有所增加。2020 年 3 月末，公司流动比率和速动比率分别降至 110.19% 和 103.07%。总体来看，公司保持了较为充裕的存量货币资金，期末现金比率为 67.91%，即期债务偿付压力可控。

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和融资职能，无实际经营业务。母公司流动资产集中在货币资金、其他应收款和应收股利科目，2019 年末余额分别为 1.18 亿元、4.18 亿元和 1.00 亿元，合计占流动资产余额 99.67%；非流动资产主要系长期股权投资，期末余额为 31.91 亿元。同年末，母公司刚性债务余额 4.56 亿元，占合并口径刚性债务总额的 80.28%，主要为当年新发债券余额。母公司经营性收入和盈利来源少，但以管理费用和财务费用为主的期间费用规模较大，净利润持续为负。2019 年，母公司当期管理费用和财务费用分别为 0.34 亿元和 0.16 亿元，净利润为-0.28 亿元。同年，母公司经营活动现金净流入 2.11 亿元，其中收到和支付其他与经营活动有关的现金 6.78 亿元和 4.50 亿元，主要系与子公司的资金往来款；投资活动现金净流出 4.31 亿元，主要为理财产品购买以及对外投资支出；筹资活动现金净流入 3.02 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。此外，财政部税务总局发布《关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》财税（2019）13 号，自 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，对小型微利企业年应纳税所得额不超过 100 万元的部分，减按 25% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税；对年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分，减按 50% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税。

该公司旗下多家子公司享受上述优惠政策，2019 年公司所得税费用较上年减少 54.82%。此外，公司每年可获得部分政府补助。2017~2019 年，公司

分别获得政府补助 1,174.92 万元、1,106.86 万元和 3,469.29 万元。

2. 国有大型金融机构支持

截至 2020 年 3 月末，该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 27.40 亿元，其中已使用的银行授信额度为 1.48 亿元，尚未使用的银行授信为 25.92 亿元，授信余额充足。

图表 24. 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	已使用额度	未使用额度	附加条件/增信措施
全部（亿元）	27.40	1.48	25.92	--
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	12.70	0.65	12.05	信用为主

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）

跟踪评级结论

2019 年，该公司旗下传统报刊发行业务提价、保量、扩面，同时对外商务印刷业务增加，拉动营业收入同比微增。广告业务中户外业务保持增长，但平面广告和新媒体广告收入持续下滑。教育业务板块收入保持，但当年为拓展业务成本支出增长较快，业务盈利能力下滑。公司期间费用率偏高，2019 年对中教未来和快点传播计提减值，公司经营收益大幅下滑，此外投资收益及政府补贴可对公司盈利形成有效补充。2020 年第一季度，受疫情影响，公司广告业务受到冲击，但营运成本支出相对刚性，导致当期净亏损规模同比扩大。

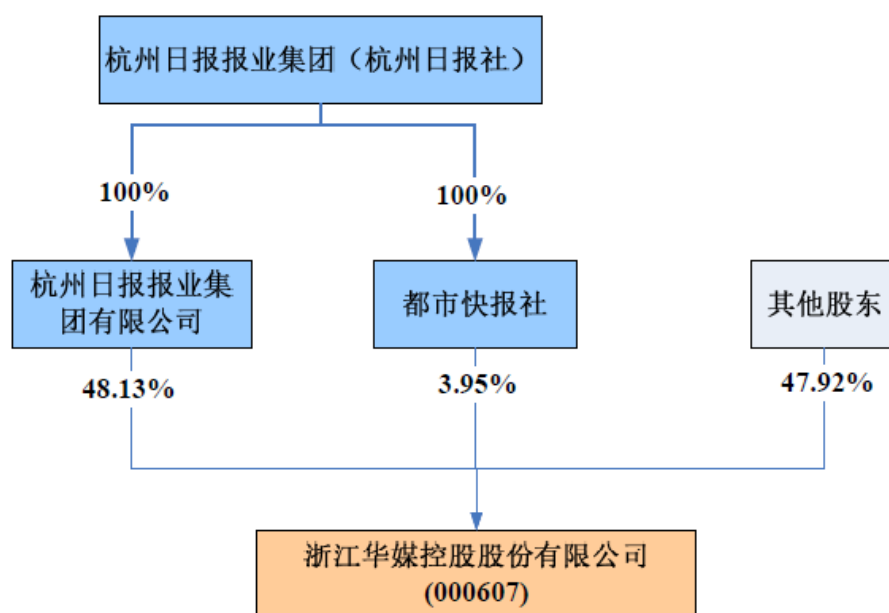
跟踪期内，该公司产权结构保持稳定，杭报集团仍为公司实际控制人。公司法人治理结构较为健全，运营管理规范。因“采编与经营分离”政策和关联资产收购，公司与杭报集团及其子公司有一定规模的关联交易。

跟踪期内，该公司拓展债券融资渠道，推升刚性债务规模和财务杠杆水平，但公司经营负债程度仍处于合理水平，同时货币资金充裕，债务偿付压力尚可。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。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济环境和政策对文化传媒行业和民办教育行业的影响；（2）该公司主业经营开展情况；（3）公司对外投资及商誉减值风险；（4）公司文创园区平台建设及园区招商情况。

附录一：

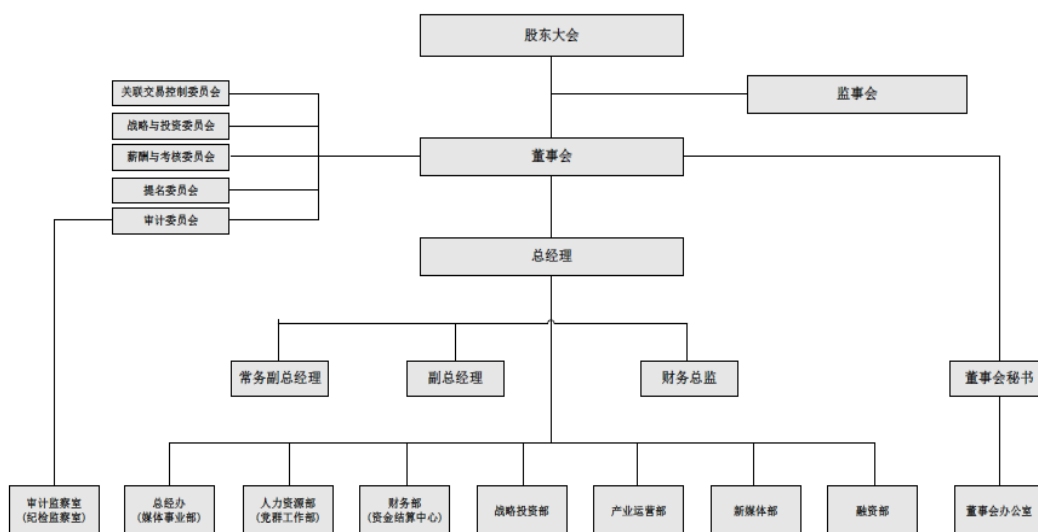
公司与实际控制人关系图



注：根据华媒控股提供的资料绘制（截至2020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2020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	2019 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	6.64	26.20	20.82	0.61	1.95	
浙江华媒控股股份有限公司	华媒控股	本级	—	--	4.56	27.46	0.11	-0.28	2.11	
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	--	1.79	2.80	0.08	-0.41	
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	--	2.55	2.99	0.71	-0.25	
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	0.31	2.78	2.55	0.61	0.10	

注：根据华媒控股 2019 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]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	32.01	34.93	35.63	35.26
货币资金 [亿元]	8.32	8.94	8.00	6.41
刚性债务[亿元]	3.26	3.30	5.68	6.69
所有者权益[亿元]	20.05	22.74	19.83	19.39
营业收入[亿元]	18.32	17.49	18.22	2.96
净利润[亿元]	2.10	1.54	0.58	-0.45
EBITDA[亿元]	2.72	2.23	1.25	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.85	2.64	2.19	-1.54
投资性现金净流入量[亿元]	-2.76	-0.92	-1.10	-1.33
资产负债率[%]	37.37	34.89	44.35	45.02
权益资本与刚性债务比率[%]	614.70	689.68	349.37	289.99
流动比率[%]	139.60	132.13	115.68	110.19
现金比率[%]	72.95	76.22	72.97	67.91
利息保障倍数[倍]	37.94	10.34	3.85	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	96.91	87.25	84.73	—
毛利率[%]	25.32	27.58	25.81	11.13
营业利润率[%]	12.04	9.70	3.01	-15.32
总资产报酬率[%]	7.35	5.57	2.42	—
净资产收益率[%]	10.51	7.22	2.72	—
净资产收益率*[%]	8.23	5.51	1.04	—
营业收入现金率[%]	104.74	104.02	100.57	85.34
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.56	22.69	17.14	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.41	14.29	7.79	—
EBITDA/利息支出[倍]	45.54	12.40	5.63	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.44	0.68	0.28	—

注：表中数据依据华媒控股经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算；其中 2018 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、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。

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。

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。