

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(2021)100619】

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+/2021 年 6 月 28 日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 24 日

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 | 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 | 0.35 | 1.18 | 0.90 | 0.59 |
| 刚性债务 | 1.55 | 4.56 | 3.54 | 3.34 |
| 所有者权益 | 30.17 | 27.46 | 25.30 | 25.42 |
| 经营性现金净流入量 | 0.01 | 2.11 | 1.67 | 0.42 |
| 合并口径数据及指标: | | | | |
| 总资产 | 34.93 | 35.63 | 32.24 | 38.42 |
| 总负债 | 12.19 | 15.80 | 16.54 | 22.72 |
| 刚性债务 | 3.30 | 5.68 | 6.62 | 6.82 |
| 所有者权益 | 22.74 | 19.83 | 15.70 | 15.70 |
| 营业收入 | 17.49 | 18.22 | 16.66 | 3.94 |
| 净利润 | 1.54 | 0.58 | -3.71 | 0.00 |
| 经营性现金净流入量 | 2.64 | 2.19 | 2.17 | -1.46 |
| EBITDA | 2.23 | 1.25 | -2.92 | — |
| 资产负债率[%] | 34.89 | 44.35 | 51.30 | 59.14 |
| 权益资本与刚性债务 比率[%] | 689.68 | 349.37 | 237.02 | 230.08 |
| 流动比率[%] | 132.13 | 115.68 | 97.54 | 83.02 |
| 现金比率[%] | 76.22 | 72.97 | 59.51 | 45.42 |
| 利息保障倍数[倍] | 10.34 | 3.85 | -9.45 | — |
| 净资产收益率[%] | 7.22 | 2.72 | -20.89 | — |
| 经营性现金净流入量与 流动负债比率[%] | 22.69 | 17.14 | 15.35 | — |
| 非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%] | 14.29 | 7.79 | -0.30 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 12.40 | 5.63 | -8.27 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.68 | 0.28 | -0.47 | — |

注:根据浙江华媒控股股份有限公司经审计的 2018~2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算;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)的跟踪评级反映了 2020 年以来华媒控股区域市场地位、融资渠道畅通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、投资减值及资源整合等方面继续面临的风险和压力。

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、萧山日报和富阳日报为所在区域党报,区域市场地位显著。
- **融资渠道畅通。**2020 年华媒控股经营活动现金流保持净流入,存量现金类资产较充裕。公司未使用银行授信较充足,同时作为 A 股上市公司拥有直接融资渠道。

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。
- **对外投资及资产减值风险。**近年来,华媒控股对外投资形成了较大规模的长期股权投资和商誉。2020 年,公司对中教未来和快点传播计提大额减值,对公司利润侵蚀大。多元化投资对公司的经营管控和整合能力提出挑战,同时存在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,且职业教育项目易受法律法规政策变化影响,盈利受外部政策和招生环境影响大。

- **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，业务成本支出较固定，客户资源获取对其生产经营影响较大。同时地铁媒体、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）（简称“19 华媒 01”、本次债券）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 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 19 华媒 01 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 2021 年 5 月末，该公司尚有本金合计 2.00 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 2021 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 |

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其韧性，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

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，原材料价格持续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。

2020 年度，全国报纸印刷总印刷量为 600 亿对开印张，同比下降 12.92%；报纸印刷耗用新闻纸 135 万吨，较 2019 年下降 12.90%。自 2012 年起，全国报纸总印刷量连续 8 年下降，2015 年和 2016 年下降幅度在 15% 以上，2018 年下降幅度收窄至 8.64%，2019 年和 2020 年降幅再次扩大到 11.75% 和 12.92%。2020 年新冠肺炎疫情对报纸出版发行带来较大冲击，其中都市类报纸收到明显影响，多家报纸减量、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，2019 年出版综合性报纸 857 种，总印数 194.95 亿份；专业报纸 667 种，总印数 98.67 亿份。其中，综合性报纸总印数同比下降 7.33%，专业类报纸总印数同比下降 1.34%²。

¹ 数据来源：2021 年 4 月中国报业协会印刷工作委员会发布的《2020 年度全国报纸印刷量调查统计报告》。

² 数据来源：2020 年 11 月国家新闻出版署发布的《2019 年全国新闻出版业基本情况》。

从出版报纸级别来看,2019年出版全国性报纸77.56亿份、出版种数为213种;省级报纸140.97亿份、出版种数为747种;地市级报纸98.05亿份、出版种数为872种;县级报纸1.00亿份、出版种数为19种。当年全国性报纸种数同比持平,总印数同比下降0.89%;省级报纸种类、总印数分别同比下降2.23%和7.27%;地市级报纸种类、总印数分别同比下降0.34%和7.45%。

2019年,全国共有《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。与2018年相比,《钱江晚报》跻身前10,《南方都市报》退出前10;《光明日报》、《经济日报》、《南方日报》、《都市快报》排名上升,《半岛都市报》排名下降;每种平均期印数131.6万份,减少6.5万份,降低4.7%³。

广告是出版发行行业重要的收入与盈利来源之一。2019年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。

2020年疫情发生后广告市场出现应激反应,全年国内广告刊例花费同比下降11.6%。其中,报纸广告花费同比下降28.2%,杂志广告花费同比下降30.0%,传统户外广告花费同比减少4.1%⁵。

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。近年国内新闻纸消费量持续下滑,2018-2020年,新闻纸消费量分别为237万吨、195万吨和175万吨⁶。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%。2019-2020年,受供应量增加及下游市场萎靡等因素影响,新闻纸价格进入下行通道,截至2020年末下降至5,210元/吨。根据中国报业协会预测,2021年新闻纸总供应量为156万吨,而全国报业总需求量约为132.6万吨,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。

³ 数据来源: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》。

⁴ 数据来源:2020年3月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:2021年3月CTR发布的《2020年中国广告市场回顾》。

⁶ 数据来源:中国造纸工业协会。

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。

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⁷。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。2020 年我国报纸融合传播百强榜⁸中，中央级、省级和市级报纸分别为 22 家、55 家和 23 家。

⁷ 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。

⁸ 数据来源：人民网研究院发布的《2020 年中国媒体融合传播指数报告》。

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 | 169.62 |

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。2020年5月，教育部印发《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，提出了“转为民办、转为公办、终止办学”的转设路径，并针对“校中校”独立学院（没有社会合作方，仅由高校举办）提出可探索统筹省内高职高专教育资源合并转设，到2020年末，各独立学院全部制定转设工作方案，同时推动一批独立学院实现转设。2021年3月，《中华人民共和国职业教育法（修订草案）》（简称“草案”）经国务院常务会议通过并提请全国人大常委会会议审议，该草案对产教融合和校企合作、支持社会力量举办职业学校、促进职业教育与普通教育学业成果融通互认等作了规定。4月，李克强总理签发《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》（简称“条例”），条例强调民办学校应当坚持教育公益性，非营利性民办学校才可获得扶持政策，包括财政扶持、税收优惠、用地保障等，鼓励金融、保险机构为民办学校融资、风险保障等。

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（2018-2022）年》 | 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 |

| 时间 | 相关政策 | 影响 |
|----------|------------------------------|---|
| | | 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。 |
| 2020年5月 | 《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》 | 把独立学院转设作为高校设置工作的重中之重，积极创造条件推动完成转设。到2020年末，各独立学院全部制定转设工作方案，同时推动一批独立学院实现转设。针对不同区域、不同类型、不同模式的独立学院，采取转为民办、转为公办或终止办学等转设路径。 |
| 2021年3月 | 《中华人民共和国职业教育法（修订草案）》 | 对产教融合和校企合作、支持社会力量举办职业学校、促进职业教育与普通教育学业成果融通互认等作了规定。 |
| 2021年4月 | 《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》 | 民办学校应当坚持教育公益性，非营利性民办学校才可获得扶持政策，包括财政扶持、税收优惠、用地保障等，鼓励金融、保险机构为民办学校融资、风险保障等。 |

资料来源：新世纪评级整理。

C. 风险关注

投资回收风险。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。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。

线下教育业务取消。2020年新冠疫情爆发，多数职业、艺术等类型培训学校的线下教学取消，传统民办教育市场受到冲击，相关办学主体的盈利受到较大影响。

(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。2020年，浙江省经济运行保持平稳，实现地区生产

总值 6.46 万亿元，保持全国第四的地位，按可比价格计算，比上年增长 3.6% (2019 年同比增速为 6.8%)，高于全国水平 1.2 个百分点；2020 年人均 GDP 可支配收入为 5.24 万元，比上年增长 5.0%。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，2020 年杭州市实现地区生产总值 1.61 万亿元，比上年增长 3.9%；人均可支配收入达 6.19 万元，比上年增长 4.4%。

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

2020 年，该公司旗下传统报刊发行业务保持稳定。广告业务收入下滑，其中户外业务受新冠肺炎疫情冲击较大。教育业务板块因线下项目开展受挫及独立学院转设等政策因素影响，当年收入规模和盈利水平均出现下降。公司期间费用率偏高，同时对中教未来和快点传播计提大额减值，2020 年公司大额净亏损。2021 年第一季度，公司报刊发行业务因客户预算减少收入同比下降，广告和教育板块营收同比回升。

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。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由杭报集团及下属报社⁹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。同时，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、

⁹ 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。

在线教育、基础教育等。2017 和 2018 年，中教未来收购布朗睿智（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。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。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”），除负责公司报纸等印刷外，盛元印务还承接外部商业印刷业务。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 | | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年第一季度 |
|-------------|----|---------|---------|---------|------------|
| 营业收入合计 | | 17.49 | 18.22 | 16.66 | 3.94 |
| 其中：核心业务营业收入 | 金额 | 14.36 | 14.56 | 13.81 | 2.99 |
| | 占比 | 82.07 | 79.94 | 82.90 | 75.99 |
| 其中：（1）报刊及发行 | 金额 | 2.69 | 2.89 | 2.95 | 0.63 |
| | 占比 | 15.36 | 15.86 | 17.71 | 16.09 |
| （2）广告 | 金额 | 9.05 | 9.03 | 8.45 | 1.85 |
| | 占比 | 51.76 | 49.57 | 50.69 | 46.92 |
| （3）教育 | 金额 | 2.62 | 2.64 | 2.42 | 0.51 |
| | 占比 | 14.95 | 14.51 | 14.50 | 12.97 |

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

注：部分细分业务与收入合计数之间差异系尾差

2018~2020 年，该公司分别实现营业收入 17.49 亿元、18.22 亿元和 16.66 亿元。其中，2020 年公司营业收入同比下降 8.54%，主要系受到新冠肺炎疫情影响，广告、教育和印刷业务收入下降所致。2020 年度，公司报刊及发行业务实现收入 2.95 亿元，同比增长 2.11%。广告业务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。2020 年疫情冲击下，品牌商广告投放量减少，线下教育开展受阻，导致公司广告业务和教育业务的收入

分别同比下降 6.49% 和 8.57%。

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 | 2018 年度 | | 2019 年度 | | 2020 年度 | |
|-----------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|
| | 收入 | 占比 (%) | 收入 | 占比 (%) | 收入 | 占比 (%) |
| 《杭州日报》 | 0.63 | 23.42 | 0.78 | 27.82 | 0.78 | 29.43 |
| 《都市快报》 | 1.30 | 48.33 | 1.24 | 44.25 | 1.14 | 43.02 |
| 《每日商报》 | 0.13 | 4.83 | 0.14 | 5.04 | 0.12 | 4.53 |
| 《萧山日报》 | 0.26 | 9.67 | 0.25 | 8.82 | 0.25 | 9.43 |
| 《富阳日报》 | 0.10 | 3.72 | 0.14 | 4.86 | 0.14 | 5.28 |
| 《余杭晨报》 | 0.27 | 10.03 | 0.26 | 9.21 | 0.22 | 8.30 |
| 合计 | 2.69 | 100.00 | 2.80 | 100.00 | 2.65 | 100.00 |

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

注：《余杭晨报》2020 年报刊发行收入仅统计 1-10 月纳入公司合并报表范围的收入。

近两年，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，2019 年和 2020 年业务收入增速分别为 7.51% 和 2.11%。2020 年公司收入增速有所下滑，一方面系 2019 年报刊提价贡献增量收入，另一方面系推进党员订党报后公司 2019 年征订发行数量增加，从而推升 2019 年报刊发行收入基数，2020 年报刊价格及征订量较上年变化不大。《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，近年《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；2020 年党报征订量基本较上年持平。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。

2021 年第一季度，除富阳日报外，该公司其他报刊收入同比均有所下降，主要系大客户的预算减少导致报纸订阅量减少。

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》¹⁰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》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

¹⁰ 2020 年 8 月 27 日，该公司第九届董事会第十四次会议审议通过，同意授权杭州余杭传媒集团有限公司对杭州余杭晨报传媒有限公司（简称“余杭晨报”）实施整体托管经营，公司对余杭晨报丧失实质控制权。公司自 2020 年 11 月 1 日开始不将余杭晨报纳入合并财务报表范围，转变为联营企业，持股比例仍为 51.00%。

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 25%~30%。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 2021 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。2020 年，主要由于都市快报销量下降，公司核心报刊印张总数同比下降 5.00%。

《杭州日报》、《萧山日报》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 年以来该公司推进“党员订党报”活动，党报为公司报刊及发行业务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 | 2018 年度 | | 2019 年度 | | 2020 年度 | | 2021 年第一季度 | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 收入 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 传统广告及策划 | 5.41 | 59.78% | 5.12 | 56.66% | 4.85 | 57.45% | 0.71 | 38.66% |
| 新媒体 | 0.99 | 10.94% | 0.77 | 8.51% | 0.71 | 8.45% | 0.13 | 6.97% |
| 户外广告 | 2.65 | 29.28% | 3.15 | 34.83% | 2.88 | 34.10% | 1.00 | 54.38% |
| 合计 | 9.05 | 100.00% | 9.03 | 100.00% | 8.45 | 100.00% | 1.85 | 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，2020 年业务收入占比为 57.45%。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，2020 年上述平台在新媒体广告收入中占比分别为 42.83%、21.77%和 32.65%。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。2020 年，受新冠肺炎疫情冲击、品牌方预算收紧、市场竞争更趋激烈等

因素影响，公司户外广告实现业务收入 2.88 亿元，同比下降 8.44%。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，2020 年地铁户外收入占比为 79%，城市户外收入占比为 14%。

业务渠道

在广告业务上，通过整合营销渠道和内外资源，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。由于杭州日报、都市快报为区域性强势媒体，公司平面媒体广告业务亦在区域内具有竞争优势。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，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。2020 年，受疫情影响上半年会展项目大量延期，下半年逐步恢复正常，当年公司旗下各公司举办会展项目 89 个（其中展览 25 个），数量较上年有所增加。同年公司成功举办第十六届“振兴杯”全国青年职业技能大赛（学生组）决赛、2020（杭州）国际数字教育大会、“杭州奇妙夜”市集、2020 浙江制造业首台套展示、数字经济党建峰会、2020 第四届万物生长大会和第四届未来生活节等会展项目，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并通过三级等级保护测评工作。截至 2020 年末，公司拥有各类网站 25 家，手机 APP 11 个，微信公众号 99 个，微博官微 24 个，手机报产品 4 个，数字报产品 4 个，音视频产品 5 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）2.11 亿。根据《2020 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八。

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”，股票代码 838071.OC）负责。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，目前媒体资源已覆盖杭州、北京、南京、厦门和福州五个城市。

2020 年，风盛股份新增的户外广告媒体资源主要包括南京地铁 3、10、S1、S8 号线媒体广告资源（平面及语音广告）、南京地铁 1 号线南延线、2 号线列车播音广告车厢冠名资源。风盛股份因项目到期无法续约或其他原因不再运营的媒体资源主要包括上海、深圳、武汉、南京等地的商业中心大屏

16 块，杭州公共自行车广告位 213 块以及社区阅报栏 203 块。截至 2020 年末，风盛股份拥有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、北京首都机场线语音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），中河高架 LED 屏（小 S 屏）等国内城市商圈 LED 屏和各类阅报栏、公交站牌广告资源等。风盛股份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，该公司户外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，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。2018~2020 年，公司教育业务分别实现营业收入 2.62 亿元、2.64 亿元和 2.42 亿元。具体来看，职业教育业务收入规模最大，2020 年职业教育业务收入为 1.34 亿元，收入占比为 55.35%；国际教育业务收入为 0.57 亿元，收入占比为 23.63%；IT 职业教育和艺术教育业务分别实现收入 0.18 亿元和 0.02 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. 2018-2020 年公司主要院校情况（单位：人，元/人）

| 项目名称 | 所属类别 | 所在城市 | 2018 年度 | | | 2019 年度 | | | 2020 年度 | | |
|-------------------|------|------|---------|--------------------|--------|---------|---------------------|-------------------|---------|----------------------|---------------------|
| | | | 可容纳学生数 | 平均学费 ¹¹ | 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 | 3,800 | 8,444 | 3,720 | 3,300 | 9,163 | 3,229 | 3,200 | 8,984 | 1,696 ¹² |
| 项目二 | 职业教育 | 北京 | 3,000 | 17,435 | 1,471 | 3,000 | 22,185 | 1,402 | 3,000 | 17,466 ¹³ | 1,963 |
| 项目三 | 职业教育 | 珠海 | -- | 12,490 | 1,768 | -- | 13,158 | 943 ¹⁴ | -- | 8,290 | 210 ¹⁵ |
| 项目四 ¹⁶ | 职业教育 | 佛山 | 2,711 | 7,480 | 2,711 | 2,351 | 7,480 | 2,351 | 1,393 | 9,793 | 1,375 |
| 项目五 ¹⁷ | 职业教育 | 珠海 | 3,000 | 6,648 | 1,900 | 3,000 | 5,929 ¹⁸ | 2,017 | 1,502 | 6,792 | 1,502 |
| 项目六 | 国际教育 | 北京 | 200 | 33,400 | 375 | 500 | 34,243 | 385 | 600 | 36,744 | 386 |
| 项目七 | 职业教育 | 贵阳 | 1,047 | 4,592 | 2,093 | 2,917 | 3,277 ¹⁹ | 2,917 | 1,780 | 2,018 | 77 ²⁰ |
| 合计 | -- | -- | -- | -- | 14,038 | -- | -- | 13,244 | | | 7,209 |

资料来源：华媒控股

截至 2020 年末，中教未来业务覆盖 16 个省市自治区 36 个地级市，合作院校 51 所，拥有 20,411 名在校生，因受新冠肺炎疫情等因素影响，在校生成人数较上年末减少 22.53%。同年末，中教未来职业教育业务项目共计 24 个，当年实现收入 1.34 亿元，同比下降 20.76%，主要因新冠肺炎疫情影响导致线下教学受阻，以及部分项目受独立学院转设等政策变化影响，招生人数及人均学费出现不同程度下降所致。国际教育业务累计签约运营 19 所院校，2020 年国际教育业务因新签约 3 个项目招生人数同比增长 34.05%，收入较上年增长 25.64%至 0.57 亿元；IT 教育业务累计签约院校 55 所；在线教育项目中标/签约项目数量共计 29 个；艺术教育共有 2 个校区，2020 年艺术教育业务因疫情

¹¹ 学费仅指中教未来获取的收入部分。

¹² 项目未招新生，导致学员大规模减少，平均学费降低。

¹³ 2020 年低学费专业的人数增加。拉低平均学费。

¹⁴ 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。

¹⁵ 项目停止招收新生，学员数随老生毕业逐年减少。2020 年上半年在校生 943 人，生均学费 6,909.08 元；下半年在校生 201 人，生均学费 9,671.89 元。

¹⁶ 该项目因本科生扩招导致分配给中教未来的学生宿舍床位数减少。

¹⁷ 该项目 2020 年因疫情影响招生人数减少。

¹⁸ 该项目在校生含专科升本科学生和国生。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。

¹⁹ 该项目平均学费较上年降幅较大，系未计入截至 2019 年末的欠费学生约 300 人。

²⁰ 2020 年上半年学生人数 2,780 人，生均学费 1,870.40 元；2020 年下半年因受当地政策影响，该项目除航空专业外已基本终止运营，截至 2020 年末，航空专业学生共 77 人，生均学费 5,342.98 元。

原因关停 6 个校区。

2020 年新冠疫情爆发对该公司教育业务产生一定影响。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。（4）幼儿园项目受到一定影响，2020 年末均已恢复正常运行。

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，2018~2020 年印刷业务分别实现收入²¹1.81 亿元、1.97 亿元和 1.57 亿元。其中，2020 年疫情冲击导致报业、杂志、超市 DM 业务等印刷需求下降，公司印刷业务收入同比减少。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。

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 2020 年末，该公司在杭州拥有 2 个印刷生产基地，共计 9 条全自动印刷生产线，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。2020 年公司停开 7 条生产线，最大印刷能力较上年末减少 55 万对开张/小时至 65 万对开张/小时；商业印刷品产量为 48.11 对开万印张，较上年继续下降。

²¹ 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。

图表 9. 2018 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 | | 2018 年产量 | 2019 年产量 ²² | 2020 年产量 |
|-----------|-------|----------------|------------------------|----------------|
| 商业普通 | 新闻纸印品 | 326,491 | 254,130 | 266,894 |
| | 轻涂纸印品 | 236,591 | 164,447 | 94,505 |
| | 平张纸印品 | 70,416 | 69,655 | 81,244 |
| 商业包装 | 平张纸印品 | 49,200 | 52,900 | 38,482 |
| 合计 | | 682,698 | 541,132 | 481,124 |

资料来源：华媒控股

印刷价格由印刷工价和纸张价构成，2019 年以来，国内新闻纸价格持续下降，2020 年该公司新闻纸采购均价为 4,336.00 元/吨；同年，上述印刷工和纸张成本占印刷成本的比重为 38.26% 和 61.74%，因新闻纸价格下降，纸张成本占比略有下降。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。2020 年，由于报刊缩版导致单份报利用纸量下降，公司新闻纸采购量较上年减少 0.30 万吨。

图表 10. 2018-2020 年公司新闻纸采购情况

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|------------------|----------|----------|----------|
| 新闻纸采购量（万吨） | 2.23 | 1.89 | 1.59 |
| 新闻纸采购均价（含税）（元/吨） | 5,900.00 | 4,693.88 | 4,336.00 |

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。

b 文化园区平台

2020 年，该公司继续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”、“华媒科创园”、大江东融媒体智造集群总部基地项目（简称“大江东项目”）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²³，由公司负责整体装修及根据管委会限定条件进行招商引资。截至 2020 年末，智谷一期项目已引入文创、影视、软件、教育和科技等领域企业，招商率达 93%；智谷二期为萧文置业项目，系公司通过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，该项目于 2020 年 9 月完工，总建筑面积为 4.53 万平方米，可供租赁面积为 3.26 万平方米，总投资 3.74 亿元。2020 年 12 月，萧文置业与杭州萧山钱江世纪城城市运营有限公司签订了《房屋租赁合同》。公司通过参股（持股比例为 40%）杭州华媒科创园区管理有限公司（简称“华媒科创园管理公司”）运作“华媒

²² 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。

²³ 免租期自 2019 年 3 月 1 日至 2023 年 8 月 27 日。

科创园”，重点招引电子商务、文化创意、智能硬件项目，园区可供出租面积40,856m²。2020年华媒科创园被纳入城市有机提升改造项目范围，按照政府要求，从2020年5月开始华媒科创园停止招商和到期续签。2021年1月1日起园区正式启动企业腾退工作，清退后场地将交还杭州钱塘新区产业发展集团有限公司，园区停止运营。华媒数字文创园围绕“文化创意+数字经济”的产业定位，启动改建和招商，截至2020年末已入住企业70余家，出租率为80%。此外，九堡项目仍处于前期规划和设计阶段。大江东项目总投资2.69亿元，截至2021年3月末，大江东项目已完成桩基工程和地下室土方工程工作，已投入0.56亿元，2021年4-12月计划投入0.50亿元。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。

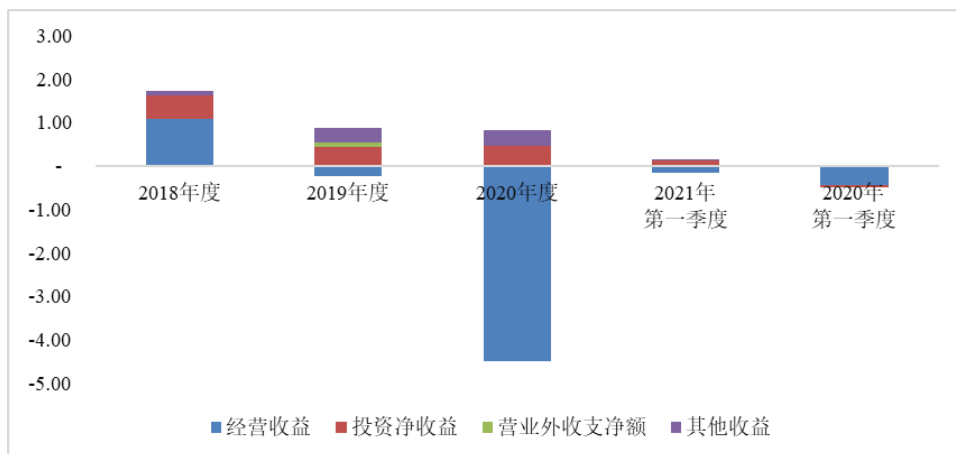
图表 11. 截至 2020 年末公司文化园区平台情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目 | 项目定位 | 资产取得方式 | 总投资 | 已投资 | 建筑面积 | 可租赁面积 | 出租率 (%) |
|------------|-----------|--------|--------------------|------|-------|-------|---------|
| 华媒智谷万和国际中心 | 数字经济产业园 | 租赁 | 0.15 ²⁴ | 0.15 | 1.70 | 1.02 | 93 |
| 华媒智谷萧文置业项目 | 总部企业 | 自建 | 3.74 | 3.74 | 4.53 | 3.26 | 100 |
| 华媒科创园 | 科技+文化 | 租赁 | -- | -- | 4.09 | 4.09 | 35 |
| 华媒数字文创园 | 数字经济与文化创意 | 租赁 | 0.17 | 0.17 | 4.00 | 3.80 | 80 |
| 合计 | -- | -- | 4.06 | 4.06 | 14.32 | 12.17 | -- |

资料来源：华媒控股

(2) 盈利性

图表 12. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



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，投资净收益和其他收益形成有效补充，营业外收支净额规模相对较小。2018-2020年，公司分别实现经营收益1.06亿元、-0.25亿元和-4.49亿元。2020年公司经营大额亏损，主要系当年对长期股权投资和商誉计提大额减值。其中，公司对参股公司快点文化传播（上海）有限公

²⁴ 该公司共计投入0.15亿元对华媒智谷万和国际中心项目进行改造。

司（简称“快点传播”）计提长期股权投资减值 0.88 亿元，对中教未来及其子公司计提商誉减值 3.23 亿元²⁵。

图表 13. 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 |
|-------------|---------|---------|---------|----------------|
| 营业收入合计（亿元） | 17.49 | 18.22 | 16.66 | 3.94 |
| 毛利率（%） | 27.58 | 25.81 | 20.73 | 18.35 |
| 其中：报刊发行（%） | 26.24 | 37.26 | 37.78 | 34.94 |
| 广告（%） | 25.50 | 22.26 | 16.40 | 7.52 |
| 教育（%） | 58.42 | 48.94 | 33.84 | 30.21 |
| 毛利（亿元） | 4.83 | 4.70 | 3.45 | 0.72 |
| 其中：报刊发行（亿元） | 0.71 | 1.08 | 1.11 | 0.22 |
| 广告（亿元） | 2.31 | 2.01 | 1.38 | 0.14 |
| 教育（亿元） | 1.53 | 1.29 | 0.82 | 0.15 |
| 期间费用率（%） | 18.69 | 19.96 | 21.57 | 21.52 |

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部分，2020 年业务毛利贡献率为 40.09%；但广告业务毛利率水平持续下降，2020 年降至 16.40%。具体来看，2020 年受营销方预算收紧、户外广告投放减少和市场竞争更趋激烈等因素影响，公司户外广告业务毛利率较上年度大幅下降 18.07 个百分点至 3.41%；同年，公司传统广告及策划类业务毛利率较上年略有提升至 20.60%；新媒体业务毛利率较上年下降 2.02 个百分点至 40.22%。报刊发行业务方面，由于党报销量较稳定且纸张成本下降等因素影响，公司该业务盈利略有增长，2020 年毛利贡献率达 32.27%。此外，由于当年线下职业教育及艺术教育等开展受阻，且部分项目存在学费调降情况，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。2020 年，公司管理费用同比增长 6.28% 至 2.12 亿元，主要系职工薪酬较上年增加 0.14 亿元至 1.45 亿元。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，2020 年公司销售费用同比下降 20.80% 至 1.07 亿元，主要系发行服务费较上年减少 0.18 亿元。同期末，由于刚性债务规模增长，公司财务费用同比增长 100.54% 至 0.29 亿元。近三年公司期间费用率逐年增长，2018~2020 年分别为 18.69%、19.96% 和 21.57%，公司面临较大的费用控制压力。

²⁵ 依据坤元资产评估有限公司 2021 年 4 月 8 日出具的坤元评报（2021）221 号《浙江华媒控股股份有限公司拟对收购中教未来国际教育科技（北京）有限公司股权形成的商誉进行减值测试涉及的相关资产组合价值评估项目资产评估报告》，2020 年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 3.23 亿元。截至 2020 年末，公司对中教未来及其子公司累计计提商誉减值 3.46 亿元，剩余商誉账面价值为 2.30 亿元。

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 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 |
|--------------------|---------|---------|---------|
| 投资收益（亿元） | 0.53 | 0.44 | 0.46 |
| 其中：理财产品及信托产品（亿元） | 0.09 | 0.15 | 0.12 |
| 权益法核算的长期股权投资收益（亿元） | 0.38 | 0.28 | 0.23 |
| 其他收益+营业外收入（亿元） | 0.12 | 0.45 | 0.36 |
| 其中：政府补助（亿元） | 0.11 | 0.35 | 0.34 |

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

2020 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，当年公司实现投资收益 0.46 亿元，由于公司合营企业经营欠佳，近年权益法核算的长期股权投资收益逐年减少。同年，公司其他收益和营业外收入中的政府补助金额为 0.34 亿元，较上年有所减少。

2021 年第一季度，该公司实现营业收入 3.94 亿元，同比增长 33.11%；毛利率同比提升 7.22 个百分点至 18.35%。其中，广告业务收入同比增幅最大，较上年同期增长 63.56% 至 1.85 亿元，毛利率较上年（-8.11%）增加 15.63 个百分点至 7.52%。同期，由于期间费用侵蚀当期利润，公司净亏损 27.31 万元，亏损较上年同期减少 0.45 亿元。

(3) 运营规划/经营战略

该公司将进一步实施产业迭代升级行动，紧扣“数智”和“文创”发展导向，确立新的战略定位，从“大文创产业生态运营商”升级为“数智文创产业生态运营商”，构建以文化教育为主业、文创园区和文化传媒为基石的“品”字型产业布阵；聚焦文化教育主赛道，打造现代特色教育服务体系，深耕文创数智园区和文化数智传媒两大业务板块。

文化教育板块，中教未来将进一步发展职业、国际、IT、艺术、在线、基础和就业培训七大业务板块，抓住国家大力发展职业教育的机会，积极拓展计划内高职合作办学业务；恢复和重启国际教育市场，确立“职教+国际”复合业务模式，拓展更多海外院校资源，巩固国际教育合作的市场基础；积极推进教育信息化进程，继续拓展线上培训业务，构建“互联网+教育”大平台；基础教育方面，以“重启市场、恢复教学、走向正轨”为主要运营方向，对现有园校进行分类管理，实施差异化办学。华媒优培将以学前教育为主轴、幼教板块和托育板块齐头并进，持续发掘公司教育教学服务内涵与特色，完善自有教养体系，加快托育业务板块布局布点，实现其托育产业规范化、标准化、品牌化发展。

文创数智园区板块，该公司将加快华媒数创园、华媒智谷一期等在运营园区去化；统筹大江东项目、九堡项目和乔司项目开发节奏，创新模式进行开发合作；大江东项目力争到 2021 年底完成主体结构施工，启动印厂搬迁工作，并视情况启动二期工程的调研和筹备工作；加快新项目开发，打造 1-2 个有一

定规模、业内领先的产业基地或文创综合体。

文化数智传媒板块, 该公司将坚持夯实文化数智传媒业务, 提升运营模式。在文化会展领域不断培育重点会展 IP, 提升会展“品牌化”、“专业化”和“产业化”水平; 以户外+技术、户外+艺术、户外+互联网为导向, 在文化户外领域稳步推进全国化发展战略; 文化传播领域探索打造全媒营销、文旅推广、数字印刷等新的产业链; 少年学报着力夯实全媒体数智平台建设, 力争开发更多“云端定制”产品, 实现内容与需求的智能化连接, 全方位扩容升级媒体服务链条; 进一步加速冲刺视频建设, 力争提升数字化视频制作能力。文化产权领域, 继续致力于为国有、非国有、个人提供有形资产、无形资产、数字资产等方面的处置和交易服务。

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。同期, 因董事换届等原因公司多位高管人事变动。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 2021 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 48.07% 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 2020 年末, 杭报集团有限公司经审计的合并口径资产总额为 45.84 亿元, 所有者权益为 21.48 亿元 (其中归属于母公司所有者权益为 12.01 亿元); 当年实现营业收入 18.07 亿元、净利润-3.99 亿元 (其中归属于母公司所有者的净利润-1.95 亿元); 当年经营活动产生的现金流量净额为 2.22 亿元。

2020 年 5 月, 该公司董事和监事各一人因个人原因辞去职务; 2021 年 1 月, 因董事换届更换非独立董事 1 人、独立董事 3 人; 2021 年 4 月, 因工作调动原因, 公司监事会主席辞去职务。跟踪期内, 公司组织架构未有变动, 组织结构详见附录二。

图表 15. 近三年公司主要关联交易情况 (单位: 万元)

| 关联交易内容 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|
| 向关联方销售商品和提供劳务 | 4,124.80 | 8,346.50 | 3,240.69 |
| 关联销售收入占营业收入的比例 | 2.36% | 4.58% | 1.94 |
| 自关联方购买商品和接受劳务 | 22,552.66 | 24,010.96 | 23,772.30 |
| 其中: 采编服务 | 22,127.42 | 21,327.67 | 21,007.61 |

| 关联交易内容 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 |
|-----------------|---------|---------|---------|
| 关联方采购金额占营业成本的比例 | 17.80% | 17.76% | 18.00% |

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²⁶，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 2020 年末，公司已支付全部股权转让价款（2020 年支付 0.92 亿元）。2020 年，公司向西安时代尚优文化传媒集团有限公司转让西安优传传媒科技有限公司股权 30% 股权，转让对价为 300.50 万元。此外，2020 年公司从杭报集团有限公司拆入资金 1.16 亿元，从宁波高新区新未来教育科技有限公司拆入资金 0.19 亿元。

根据该公司 2021 年 5 月 13 日的《企业信用报告》，近三年公司本部无信贷违约记录。截至 2021 年 5 月末，公司尚有本金规模为 2.00 亿元的债券仍处于存续期。

财务

跟踪期内，该公司刚性债务规模和财务杠杆水平进一步增长，同时现金类资产规模缩减，债务偿付压力有所增加。公司资产中商誉及长期股权投资占比大，受快点传播、中教未来等投资对象经营亏损影响累计计提大额减值，相关资产仍将面临减值风险。近年来公司经营性现金流持续净流入，但对外投资规模较大，且目前公司持续推进文化园区平台建设，预计未来仍有一定的资本投入及债务融资需求。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2018 年财务报表进行了审

²⁶ 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》。

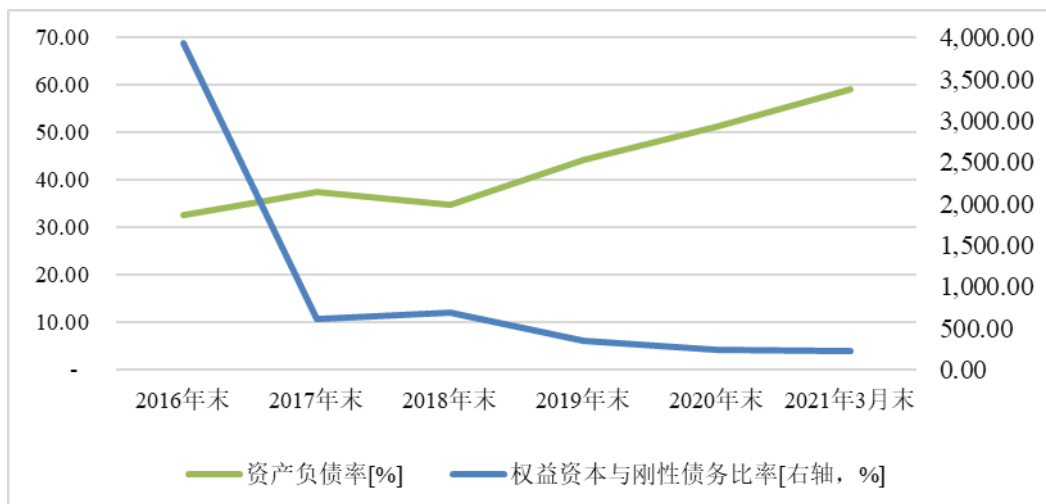
计，并出具了标准无保留意见的审计报告；中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019-2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》及其后颁布和修订的具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司——财务报告的一般规定》（2014 修订）的披露规定编制。公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，自 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则。

2020 年，该公司新设子公司 7 家，分别为杭州杭商教育科技有限公司、杭州瓦力谷创业投资合伙企业（有限合伙）、厦门风盛传媒有限公司、杭州华媒唯诗礼幼儿园有限公司、杭州华媒维翰托育服务有限公司、杭州有鲸网络科技有限公司和南京市好声音风尚传媒有限公司。同年公司授权杭州余杭传媒集团有限公司对余杭晨报实施整体托管经营，公司因丧失控制权于 2020 年 11 月 1 日起不再将其及其子公司杭州余杭晨报文化创意有限公司纳入合并范围。此外，子公司浙江华媒优培教育科技有限公司于 2020 年 11 月出让其持有浙江崇理启文教育科技有限公司的 51% 股权。截至 2020 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 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



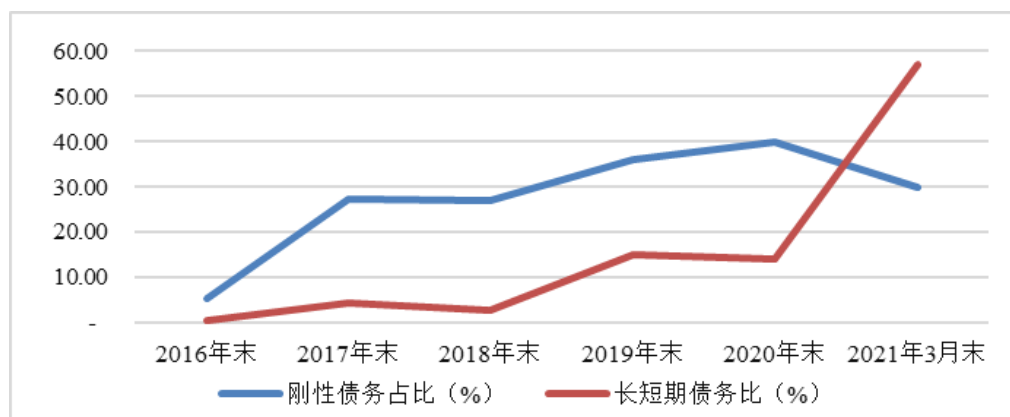
资料来源：根据华媒控股所提供数据绘制

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。2020 年末，公司资产负债率较上年末增加 6.95 个百分点至 51.30%，刚性债务较上年末增长 16.71% 至 6.62 亿元。总体来看，由于刚性债务基数低，公司负债经营程度仍处于合理水平。同年末，权益资本对刚性债务的覆盖程度为 2.37 倍，债务偿付仍具有一定保障。

从权益资本方面来看，2020年末，该公司所有者权益较上年下降20.82%至15.70亿元，主要系当年发生亏损冲减未分配利润3.40亿元和少数股东权益0.32亿元，此外，因余杭晨报分红减少少数股东权益0.76亿元，因余杭晨报由成本法转为权益法核算减少少数股东权益0.10亿元。由于2020年度净利润亏损，公司拟不进行利润分配。

(2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



| 核心债务 | 2016年末 | 2017年末 | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 | 2021年3月末 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 刚性债务 (亿元) | 0.51 | 3.26 | 3.30 | 5.68 | 6.62 | 6.82 |
| 应付账款 (亿元) | 1.79 | 1.15 | 1.56 | 2.52 | 2.81 | 2.09 |
| 预收账款 (亿元) | 2.63 | 3.05 | 3.60 | 3.97 | 0.02 | 0.02 |
| 合同负债 (亿元) | - | - | - | - | 3.74 | 3.30 |
| 其他应付款 (亿元) | 3.78 | 3.40 | 2.38 | 2.40 | 1.86 | 2.10 |
| 租赁负债 (亿元) | - | - | - | - | - | 5.88 |
| 刚性债务占比 (%) | 5.24 | 27.26 | 27.05 | 35.92 | 40.05 | 30.03 |
| 应付账款占比 (%) | 18.49 | 9.60 | 12.76 | 15.93 | 17.00 | 9.21 |
| 预收账款占比 (%) | 27.16 | 25.47 | 29.50 | 25.11 | 0.13 | 0.08 |
| 合同负债占比 (%) | - | - | - | - | 22.62 | 14.50 |
| 其他应付款占比 (%) | 39.00 | 28.43 | 19.49 | 15.17 | 11.23 | 9.24 |
| 租赁负债占比 (亿元) | - | - | - | - | - | 25.89 |

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、合同负债、其他应付款和应付账款，2020年末上述科目合计占负债总额的比例为96.29%。

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。2020年末，公司应付账款余额为2.81亿元，较上年末增

长 11.74%，主要系当年末采编广告策划款及文创平台建设应付的材料款及工程款增加所致；年末公司不存在账龄超过 1 年的重要应付账款。预收款项主要为预收房租款，规模较小。2020 年执行新收入准则后，公司预收的报刊发行款、广告款、教育培训和技术服务款计入合同负债，2020 年末余额为 3.74 亿元。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、应付往来款和押金保证金等。

(3) 刚性债务

图表 18. 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 年末 | 2021 年 3 月末 |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 短期刚性债务合计 | 0.51 | 2.78 | 2.99 | 3.63 | 4.60 | 4.48 |
| 其中：短期借款 | 0.26 | 1.90 | 2.16 | 0.44 | 2.90 | 4.38 |
| 应付短期债券 | -- | -- | -- | 2.54 | 1.52 | -- |
| 一年内到期的长期借款 | -- | 0.20 | 0.30 | 0.28 | 0.02 | 0.00 |
| 应付票据 | 0.25 | 0.67 | 0.52 | 0.38 | 0.16 | 0.10 |
| 中长期刚性债务合计 | 0.00 | 0.48 | 0.30 | 2.04 | 2.02 | 2.34 |
| 其中：长期借款 | -- | 0.48 | 0.30 | 0.02 | -- | 0.30 |
| 应付债券 | -- | -- | -- | 2.02 | 2.02 | 2.04 |

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

2018~2020 年末，该公司刚性债务余额分别为 3.30 亿元、5.68 亿元和 6.62 亿元。2020 年末公司短期借款较上年末增加，刚性债务规模上升，但总体仍可控。

截至 2021 年 3 月末，该公司负债总额为 22.72 亿元，较上年末增长 37.37%；资产负债率为 59.14%，较年初增长 7.84 个百分点。同期末，刚性债务余额为 6.82 亿元，较上年末增长 3.02%。其中，公司一季度兑付到期的 1.5 亿元“20 华媒 SCP002”，其他流动负债较上年末下降 86.62%至 0.22 亿元，同期末公司短期借款较上年末增加 1.48 亿元用于补充流动资金。此外，公司自 2021 年 1 月 1 日起执行“新租赁准则”，截至 3 月末因经营租赁新增租赁负债共计 7.54 亿元，其中 1.68 亿元计入一年内到期的非流动负债，5.88 亿元计入租赁负债²⁷。

²⁷ 租赁标的包括房屋建筑物及语音等媒体经营权，出租方为杭州杭港地铁有限公司、厦门地铁恒顺物泰有限公司等公司，租赁期为 2-14 年不等，年化成本约为 4%左右。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 19. 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 | 2021年 第一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 营业周期(天) | 110.20 | 96.91 | 87.25 | 84.73 | 82.28 | -- |
| 营业收入现金率(%) | 100.36 | 104.74 | 104.02 | 100.57 | 110.98 | 85.01 |
| 业务现金收支净额(亿元) | 4.05 | 3.09 | 3.40 | 3.20 | 2.70 | -1.14 |
| 其他因素现金收支净额(亿元) | -1.15 | -1.23 | -0.75 | -1.01 | -0.53 | -0.32 |
| 经营环节产生的现金流量净额(亿元) | 2.90 | 1.85 | 2.64 | 2.19 | 2.17 | -1.46 |
| EBITDA(亿元) | 3.50 | 2.72 | 2.23 | 1.25 | -2.92 | -- |
| EBITDA/刚性债务(倍) | 6.15 | 1.44 | 0.68 | 0.28 | -0.47 | -- |
| EBITDA/全部利息支出(倍) | 677.44 | 45.54 | 12.40 | 5.63 | -8.27 | -- |

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均维持在 100% 以上，现金获取能力较强。2020 年，公司经营性现金净流入 2.17 亿元，与上年基本持平。

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。近年随着刚性债务规模增长，公司费用化利息支出规模逐年增加，2018-2020 年分别为 0.17 亿元、0.20 亿元和 0.34 亿元。2020 年由于公司亏损，当年 EBITDA 为-2.92 亿元，无法对刚性债务及利息支出形成有效保障。

(2) 投资环节

图表 20. 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 | 2021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 | -0.57 | -0.40 |
| 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 | -1.24 | -0.16 |
| 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 | -0.41 | - |
| 投资环节产生的现金流量净额 | -3.46 | -2.76 | -0.92 | -1.10 | -2.21 | -0.56 |

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逐年增加。2020 年，公司收回投资收到现金 13.53 亿元，主要为赎回理财产品本息；投资支付现金 14.94 亿元，主要为支付萧文置业股权款 0.92 亿元、投资杭州春华秋实企业管理合伙企业（有限合伙）支付 1.63 亿元和购买理财产品等。此外，萧文置业项目和大江东项目当期建设分别投入资金 0.61 亿元和 0.50 亿元，公司当年投资活动现金

净流出 2.21 亿元。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》，公司利用限制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 21. 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 | 2021 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 | -0.26 | 0.07 |

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。2020 年，公司发行两期超短期融资券募集资金 4.00 亿元并通过银行借款进行融资，当年取得借款收到的现金较上年增长 37.96%。同年，公司归还到期债务及到期债券支付现金 9.85 亿元、支付萧文置业股权款 0.92 亿元，当年筹资活动现金净流出 0.26 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。2021 年第一季度，该公司经营性现金净流出 1.46 亿元。同期，公司投资环节现金净流出 0.56 亿元。2021 年第一季度，公司归还“20 华媒 SCP002”到期本金 1.50 亿元，同时新增银行借款融资，当期筹资性现金净流入 0.07 亿元。目前公司正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 22. 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 末 | 2021 年 3 月末 |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 14.99 | 15.98 | 15.66 | 15.88 | 14.13 | 12.01 |
| | 50.48 | 49.93 | 44.83 | 44.58 | 43.85 | 31.27 |
| 其中：现金类资产（亿元） | 7.90 | 8.35 | 9.03 | 10.02 | 8.62 | 6.57 |
| 应收账款（亿元） | 5.23 | 3.63 | 3.72 | 3.81 | 3.10 | 3.35 |
| 其他应收款（亿元） | 0.65 | 2.06 | 0.86 | 0.90 | 0.80 | 0.94 |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 14.71 | 16.02 | 19.27 | 19.75 | 18.10 | 26.41 |
| | 49.52 | 50.07 | 55.17 | 55.42 | 56.15 | 68.73 |
| 其中：长期股权投资（亿元） | 3.55 | 5.33 | 6.50 | 6.03 | 6.76 | 7.63 |
| 商誉（亿元） | 7.52 | 5.70 | 5.76 | 5.53 | 2.30 | 2.30 |
| 投资性房地产（亿元） | - | - | 0.17 | 0.24 | 4.01 | 4.02 |
| 固定资产（亿元） | 2.35 | 2.33 | 1.92 | 1.72 | 1.51 | 1.43 |

| 主要数据及指标 | 2016年末 | 2017年末 | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 | 2021年3月末 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 在建工程（亿元） | -- | -- | 2.37 | 3.15 | 0.52 | 0.56 |
| 使用权资产（亿元） | -- | -- | -- | -- | -- | 7.55 |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元） | 0.08 | 2.57 | 3.39 | 2.24 | 0.06 | 0.04 |
| 期末抵质押融资余额（亿元） | -- | 1.57 | 0.61 | 0.30 | 0.02 | - |
| 受限资产账面余额/总资产（%） | 0.27 | 8.03 | 9.71 | 6.28 | 0.19 | 0.10 |

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。

2020年末，该公司资产总额为32.24亿元，较上年末下降9.52%，主要系当年公司计提大额商誉减值所致。随着对外投资规模的增长，公司的非流动资产在资产总额中占比逐年上升，2020年末为56.15%。

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。2020年末，主要由于余杭晨报不再纳入合并范围，其上年末持有的结构性存款不再计入公司交易性金融资产，公司现金类资产余额较上年末减少13.92%至8.62亿元。其中，货币资金余额7.55亿元，交易性金融资产包括基金及信托产品1.00亿元和银行理财产品0.05亿元。同年末，应收账款余额为4.23亿元，其中账龄在1年以内的款项占比为63.24%，账龄超过3年的款项占比为17.53%；按集中度来看，前五大客户应收账款合计金额为1.00亿元，占应收账款年末余额合计数的比例为23.56%。其他应收款主要为借款、保证金及押金、股权转让款等款项，2020年末账面价值为0.92亿元。

该公司非流动资产主要为长期股权投资、商誉、投资性房地产、固定资产和在建工程。2020年末，长期股权投资余额为6.76亿元，其中快点传播、布朗睿智及布朗时代期末余额分别为0.52亿元、1.38亿元和0.62亿元。2020年，公司以固定收益形式投资杭州春华秋实企业管理合伙企业（有限合伙）（简称“春华秋实”）²⁸，投资额为1.63亿元，持股占比为49.50%，预期收益率为10%。商誉账面原值为5.76亿元，其中5.25亿元系收购中教未来形成。2020年公司计提商誉减值准备3.23亿元，分别对中教未来、智明远扬教育科技有限公司、艾特嘉信息技术(北京)有限公司和北京红舞星文化传播有限公司计提减值28,374.96万元、3,657.12万元、201.94万元和36.73万元。当年末商誉账面价值为2.30亿元，公司已累计对中教未来计提减值3.07亿元。2020年末，主要由于萧山文创大厦²⁹完工并开始出租，投资性房地产较上年末增加3.77亿元至4.01亿元，同期末在建工程较上年末下降83.52%至0.52亿元，主要包括在建的大江东项目。固定资产主要为机器设备及房屋建筑物，年末余额为1.51亿元。

²⁸ 该公司作为有限合伙人投资春华秋实，认缴出资额为1.98亿元，持股占比49.50%，截至2020年末实际出资总额为1.63亿元。

²⁹ 萧山文创大厦实际总投资额为3.74亿元。

图表 23. 截至 2021 年 3 月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 | 0.04 | 银行承兑汇票保证金、保函保证金、因合同纠纷被冻结 |
| 合计 | 0.04 | — |

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理

截至 2021 年 3 月末，该公司资产结构较上年末变化不大。其中，公司继续推进大江东项目建设，且追加投资杭州杭实华媒投资管理合伙企业（有限合伙）（简称“杭实华媒”）³⁰及春华秋实项目，当期末公司货币资金较上年末下降 25.72% 至 5.61 亿元。公司长期股权投资较上年末增长 12.81% 至 7.63 亿元，主要为追加对杭实华媒和春华秋实投资；同期末新增使用权资产 7.55 亿元，主要为根据新租赁准则新增确认的租赁资产。2021 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值为 0.04 亿元，对公司资产流动性及信用质量影响很小。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 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 年末 | 2021 年 3 月末 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率（%） | 155.41 | 139.60 | 132.13 | 115.68 | 97.54 | 83.02 |
| 速动比率（%） | 150.09 | 133.28 | 126.69 | 111.84 | 94.19 | 78.64 |
| 现金比率（%） | 81.86 | 72.95 | 76.22 | 72.97 | 59.51 | 45.42 |

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 年末，公司货币资金、交易性金融资产和应收账款等流动资产较上年末减少，资产流动性有所弱化。2021 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别降至 83.02%、78.64% 和 45.42%。

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、交易性金融资产和其他应收款科目，2020 年末余额分别为 0.90 亿元、0.37 亿元和 5.50 亿元，合计占流动资产余额的 99.24%；非流动资产主要系长期股权投资，期末余额为 30.41 亿元。同年末，母公司刚性债务余额 3.54 亿元，占合并口径刚性债务总额的 53.48%，主要为发行债券余额。2020 年，母公司因计提商誉减值准备出现经营亏损，且当期管理费用和财务费用分别为 0.32 亿元和 0.28 亿元，当年净亏损 2.62 亿元。同年，公司经营活动现金净流入 1.67 亿元，其中收到

³⁰ 该公司作为有限合伙人投资杭实华媒，认缴出资额为 1.98 亿元，持股占比 49.50%，截至 2020 年末实际出资总额为 0.50 亿元。

和支付其他与经营活动有关的现金 4.27 亿元和 2.53 亿元，主要系与子公司的资金往来款；投资活动现金净流入 0.28 亿元，主要为理财产品购买以及对外投资支出；筹资活动现金净流出 2.23 亿元，主要用于偿还债务。

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。此外，公司每年可获得部分政府补助。2018~2020 年，公司分别获得政府补助 1,106.86 万元、3,469.29 万元和 3,843.53 万元。

2. 国有大型金融机构支持

截至 2021 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 27.81 亿元，其中已使用的银行授信额度为 4.68 亿元，尚未使用的银行授信充足。

图表 25. 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） | 27.81 | 4.68 | 23.13 | 信用、担保 |
| 其中：工农中建交五大商业银行（亿元） | 10.03 | 0.74 | 9.29 | 信用为主 |
| 其中：大型国有金融机构占比 | 36.07 | 15.81 | 40.16 | - |

资料来源：根据华媒控股所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）

跟踪评级结论

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。同期，因董事换届等原因公司多位高管人事变动。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。

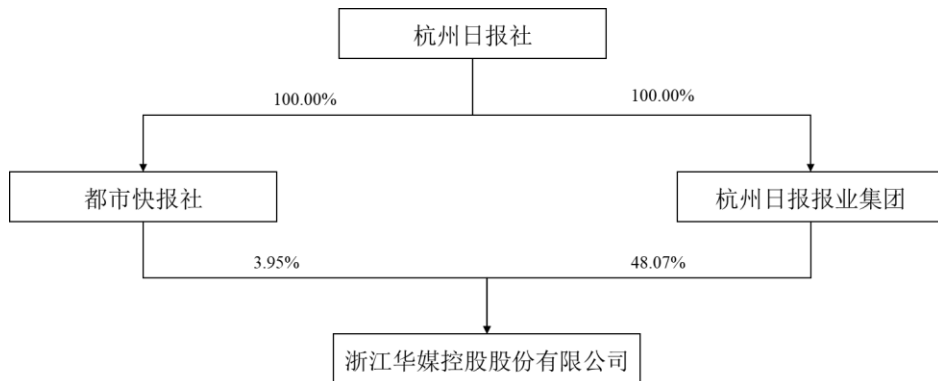
2020年，该公司旗下传统报刊发行业务保持稳定。广告业务收入下滑，其中户外业务受新冠肺炎疫情冲击较大。教育业务板块因线下项目开展受挫及独立学院转设等政策因素影响，当年收入规模和盈利水平均出现下降。公司期间费用率偏高，同时对中教未来和快点传播计提大额减值，2020年公司大额净亏损。2021年第一季度，公司报刊发行业务因客户预算减少收入同比下降，广告和教育板块营收同比回升。

跟踪期内，该公司刚性债务规模和财务杠杆水平进一步增长，同时现金类资产规模缩减，债务偿付压力有所增加。公司资产中商誉及长期股权投资占比大，受快点传播、中教未来等投资对象经营亏损影响累计计提大额减值，相关资产仍将面临减值风险。近年来公司经营现金流持续净流入，但对外投资规模较大，且目前公司持续推进文化园区平台建设，预计未来仍有一定的资本投入及债务融资需求。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济环境和政策变化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：

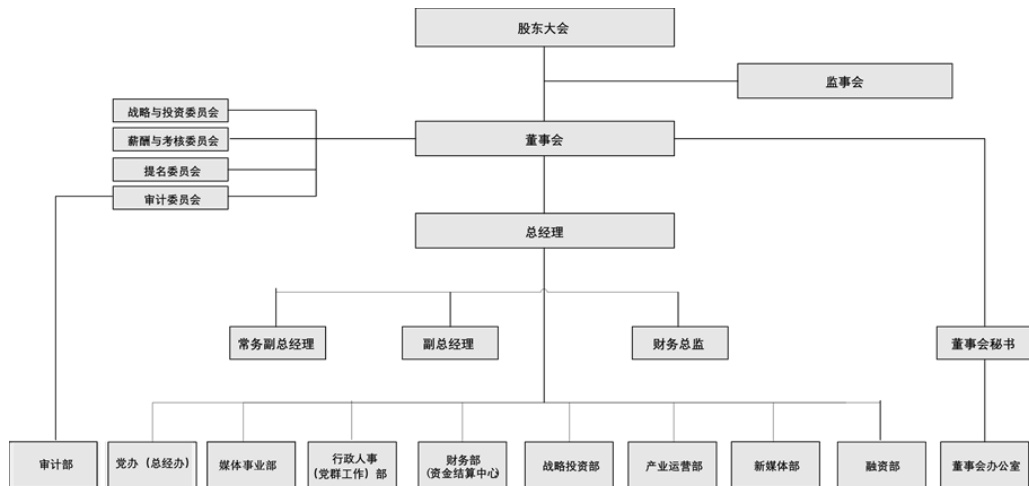
公司与实际控制人关系图



注：根据华媒控股提供的资料绘制（截至 2021 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 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) | | | | | 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 | 10.18 | 21.48 | 18.07 | -3.99 | 2.22 | |
| 浙江华媒控股股份有限公司 | 华媒控股 | 本级 | — | 报刊发行、广告及教育业务 | 3.54 | 25.30 | 0.19 | -2.62 | 1.67 | |
| 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 | 1.18 | 1.76 | 2.61 | 0.00 | 0.15 | |
| 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 | 0.82 | 3.22 | 2.85 | 0.69 | 0.38 | |
| 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 | 0.14 | 2.21 | 2.19 | -0.57 | 0.45 | |

注：根据华媒控股 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] | 34.93 | 35.63 | 32.24 | 38.42 |
| 货币资金 [亿元] | 8.94 | 8.00 | 7.55 | 5.61 |
| 刚性债务[亿元] | 3.30 | 5.68 | 6.62 | 6.82 |
| 所有者权益[亿元] | 22.74 | 19.83 | 15.70 | 15.70 |
| 营业收入[亿元] | 17.49 | 18.22 | 16.66 | 3.94 |
| 净利润[亿元] | 1.54 | 0.58 | -3.71 | 0.00 |
| EBITDA[亿元] | 2.23 | 1.25 | -2.92 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 2.64 | 2.19 | 2.17 | -1.46 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -0.92 | -1.10 | -2.21 | -0.56 |
| 资产负债率[%] | 34.89 | 44.35 | 51.30 | 59.14 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 689.68 | 349.37 | 237.02 | 230.08 |
| 流动比率[%] | 132.13 | 115.68 | 97.54 | 83.02 |
| 现金比率[%] | 76.22 | 72.97 | 59.51 | 45.42 |
| 利息保障倍数[倍] | 10.34 | 3.85 | -9.45 | — |
| 担保比率[%] | — | — | — | — |
| 营业周期[天] | 87.25 | 84.73 | 82.28 | — |
| 毛利率[%] | 27.58 | 25.81 | 20.73 | 18.35 |
| 营业利润率[%] | 9.70 | 3.01 | -22.10 | -0.17 |
| 总资产报酬率[%] | 5.57 | 2.42 | -9.84 | — |
| 净资产收益率[%] | 7.22 | 2.72 | -20.89 | — |
| 净资产收益率*[%] | 5.51 | 1.04 | -22.52 | — |
| 营业收入现金率[%] | 104.02 | 100.57 | 110.98 | 85.01 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 22.69 | 17.14 | 15.35 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 14.29 | 7.79 | -0.30 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 12.40 | 5.63 | -8.27 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.68 | 0.28 | -0.47 | — |

注：表中数据依据华煤控股经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算；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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

| 等级 | | 含义 |
|----|-----|--------------------------|
| A等 | A-1 | 最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。 |
| | A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| | A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。 |
| B等 | B | 还本付息能力较低，有一定违约风险。 |
| C等 | C | 还本付息能力很低，违约风险较高。 |
| D等 | D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。

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 | 5 |
| | | 盈利能力 | 9 |
| | | 公司治理 | 1 |
| | 财务风险 | 财务政策风险 | 2 |
| | | 会计政策与质量 | 1 |
| | | 现金流状况 | 7 |
| | | 负债结构与资产质量 | 1 |
| | | 流动性 | 2 |
| | 个体风险状况 | | 4 |
| | 个体调整因素调整方向 | | 不调整 |
| 调整后个体风险状况 | | 4 | |
| 外部支持 | 支持因素调整方向 | | 上调 |
| 主体信用等级 | | | AA ⁺ |

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的名称及版本 | 报告(公告)链接 |
|------------------|--------|------------|---------------------|---------|--|----------------------|
| 主体评级 | 历史首次评级 | 2018年7月5日 | AA ⁺ /稳定 | 宋映瑶、王琳璨 | 新世纪评级方法总论(2012) 文化传媒行业信用评级方法(2018版) 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24日 | AA ⁺ /稳定 | 高珊、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(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 | AA ⁺ /稳定 | 高珊、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(2018版) 工商企业评级模型(文化传媒)MX-GS019(2019.8) | - |
| 债项评级 (19华媒01) | 历史首次评级 | 2019年9月16日 | AA ⁺ | 黄蔚飞、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 |
| | 前次评级 | 2020年6月24日 | AA ⁺ | 高珊、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(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 | AA ⁺ | 高珊、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(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。