

版本号：V4.0.202208

出版企业信用评级方法



2022 年 8 月

出版企业信用评级方法

一、修订说明

根据联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应出版行业的发展变化，完善对出版企业的评级体系，联合资信对出版企业信用评级方法进行本次调整和修订。此次《出版企业信用评级方法（版本号：V4.0.202208）》（以下简称“本方法”）以 2019 年《出版企业信用评级方法》（版本号：V3.0.201907）为基础进行修订，已经联合资信评级技术委员会审议通过，2022 年 8 月 12 日起施行。

本次修订主要包括：进一步完善了调整项因素及相关评价标准，将包括 ESG 相关因素、发展韧性等可持续发展能力因素纳入调整项；对矩阵进行了适当调整，提高了分布的合理性；调整部分财务指标公式，更新了长期信用等级设置及其含义。联合资信关于出版企业的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，因整体评级逻辑和主要评级要素保持不变，故本次修订不会对联合资信现有出版企业级别产生重大影响。

二、适用业务类别和行业

联合资信认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和偿债意愿的综合评估，并用简单明了的符号表示。

本方法适用于中国出版企业的主体评级。相关债项评级方法详见联合资信最新披露的《债项评级基本方法》。

三、行业定义

出版或称发表，是指将作品通过任何方式公之于众的一种行为。根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），出版业指利用数字技术进行内容编辑加工，并

通过网络传播数字内容产品的出版服务。图书出版发行行业是新闻出版行业的重要分支，由于图书、刊物和报纸三个主要出版物经营上专业性较强且存在一定差异，联合资信对出版企业主体信用评级方法适用于以涉及“编、印、发、供”¹各个环节的完整出版产业链为主营业务的经批准的大型图书出版集团。

四、出版企业评级的关键假设、核心要素和评级框架

联合资信认为，企业的违约风险主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以考量。

企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以度量企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况。

企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

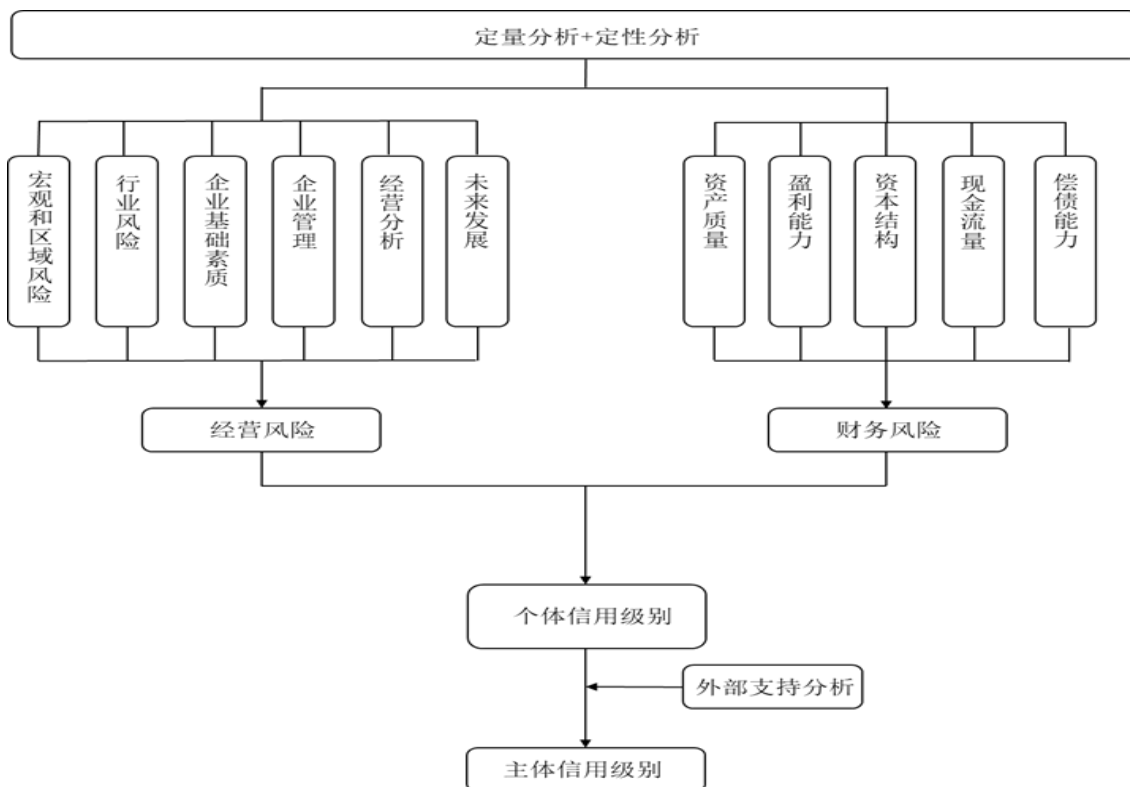
经营风险方面，企业面临的宏观和区域风险、行业风险、企业基础素质、企业管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险；通常情况下，面临的宏观和区域风险越低、行业风险越低、企业基础素质越好、企业管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业，其经营风险越低。

财务风险方面，企业的资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力将影响企业的信用风险；通常情况下，资产质量较高、资本结构稳健、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低。

外部支持方面，通常情况下，企业获得一定程度的政府支持或者股东支持，将降低企业面临的风险。

¹ 即出版、印刷、发行、物资贸易四个环节。

图1 联合资信出版企业主体信用评级框架



五、评级方法局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以其历史经营状况、现状以及目前政策导向为基础，但是受评主体的发展、政策的变化及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本评级方法对受评主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

为了避免因打分表完全贴近实际的评级作业而过于复杂，评级方法中的打分表所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有重要考虑因素。实际评级作业中还会综合考虑其他因素，包括但不限于财务控制、突发事件风险和季节性因素等方面的评估。

打分表所使用的财务信息主要为历史数据，预测未来存在不确定性，打分表无法预测受评主体在未来某段时间的违约概率，在受评主体违约时，打分表并未考虑

可能损失的程度。

打分表所使用的数据来源于受评主体和监管认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响打分表结果。

打分表所列示的评级因子权重仅为建议权重，实际评级作业中可能存在因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况，存在打分表未列示因子被赋权的情况。例如，打分表中包含定性因素，尽管分析人员在评级过程中会通过合理且严谨的机制并结合专家的长期经验进行定性因素的评估，但始终存在主观判断成分，因此在实际评级作业中可能会出现因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况。打分表中所列示的评级因子权重代表了相对重要性，但在某些情境下，例如受评主体违约时，评级要素的重要性可能与打分表中所列示的权重存在显著差异。

联合资信重视打分表在级别确定中的参考作用，但不会完全依赖打分表结果确定受评对象的信用等级。在参考打分表结果的基础上，联合资信还将考虑影响受评对象信用风险的其他考量因素，并依据公司信用评级委员会投票结果最终确定受评对象的信用等级。

最后，伴随出版企业的不断发展，以及相关法律、法规或其他规范性文件的不 断演进，联合资信将定期或不定期审查本方法，适时修订。

六、出版企业主体评级的主要经营风险要素（定性和定量指标）

（一）宏观和区域风险

1. 宏观经济分析

出版行业是文化产业的重要组成部分，一般包括图书、期刊、报纸、音像制品和电子出版物等的出版和发行。文化市场需求受消费者收入水平和消费偏好影响很大，具有较大弹性。当经济处于繁荣时期，居民收入增长较快，基本物质生活有可靠保障的前提下，文化消费市场将迅速扩大；反之在经济不景气时期，文化消费将迅速减少。因此，文化行业发展与宏观经济周期的关联性很强。根据发达国家经验，图书出版产业在国民人均收入超过某一门槛值后（一般是人均 GDP3000 美元），增长速度将数倍于 GDP 的增长速度。

联合资信在考察宏观经济这一风险要素时，主要关注：国际经济形势、国民经济增速、居民人均可支配收入、文化消费市场发展及增速情况、宏观经济周期、宏观经济景气度。

2.区域经济分析

教育出版领域的区域性较为明显。中国过去按行政区域配置出版资源，从而形成目前发行量较大的教材、教辅读物基本由各新华书店等发行单位发行的现状，虽然近年来市场主体不断增加，市场化程度进一步提高，但仍以地方出版集团为主。因此通过对区域经济水平、区域行业政策、受众数量、市场化程度的分析可以反映出区域市场规模及增长潜力、企业区域市场竞争程度与地位。

总体来看，区域集中度及所处区域的经济的发展程度对出版企业经营发展有重要影响，发达的区域经济、丰富的资源及物流网络配套、广大的受众人群优势等有利于提升业务规模、降低成本，进而提升出版企业盈利水平，同时，采用多元化经营有助于出版企业形成规模优势，提质增效。

联合资信在考察区域环境这一评级要素时，主要关注：涉及区域的经济水平、受众人群数量、政治环境稳定性等。

（二）行业风险

1.行业政策

出版行业历来受到国家法律、法规和相关政策的严格监督，国家对出版行业实行严格的行业准入和许可管理制度。出版单位的设立、变更、合并和分立，出版物的出版和发行，出版发行许可证的取得，出版内容的选题以及出版书号的发放等，都要通过国家新闻出版总署或各地新闻出版行政部门的严格审批。因此，国家对出版行业的政策和法规、行业准入以及未来行业发展战略规划的变动，都将对公司产生较大影响。

梳理近年来各部门出台的产业政策，主要涉及三个大方面：一是宏观政策方面，主要涉及对行业地位的确定和对行业发展的规划引导；二是教材教辅类政策，

该类政策以规范市场为主，特别是在出版发行资质和价格管控方面对行业影响较大；三是税收优惠和融资类政策，主要涉及增值税、营业税和所得税以及鼓励企业多渠道融资和小微企业融资等方面，税收优惠政策对于出版行业企业利润水平具有较大影响，持续关注相关税收优惠政策延续性对于判断行业内企业盈利能力稳定性尤为重要。

2.行业周期性和季节性

行业的周期性特征，对于分析行业风险大小、预测行业未来的动向具有重要意义。周期性越强，行业风险波动性越大，总体行业风险越高。衡量行业周期性风险的指标可以通过计算各行业在经济周期下降过程中的行业景气指数、营业总收入和利润的平均下降幅度来判断。出版业与国民经济的快速发展和人民生活水平显著提高有较为密切的关系，但其行业周期性不明显。教育类出版领域，随着社会人口年龄结构的变化，各级学历教育在校生人数发生变化，将使得教材出现较为明显的波动。

出版行业的季节性主要表现在教材、教辅业务方面，即教材及同步教辅均在每学期开学时供应，高度集中于每年的春、秋两季。由于教材教辅目前在全国图书市场所占份额较大，从而在很大程度上形成图书市场销售收入的季节性波动。此外，秋季教材、教辅的发行数量通常多于春季，主要是由于部分教材、教辅为全学年用书，同时部分学校、终端消费者由于学习进度的需要，会在每年秋季新学年开学时征订或购买下一学年的教材及教辅。

3.行业竞争

行业竞争程度将会影响到行业内经营企业的盈利水平及其稳定性。此部分主要考察出版行业的进入/退出门槛高低、竞争格局等。联合资信通过关注企业所处细分行业的进入难度、竞争格局来判断行业内企业的未来规模、盈利的稳定性和增长空间。

图书出版和发行是国家管制较严格的行业，根据《出版管理条例》等法规的规

定，中国对设立出版社、报刊社、出版物发行、出版物进口均实行许可制度。根据《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》的明确规定，非公有资本可以投资参股出版物印刷、发行等国有文化企业，但该类文化企业国有资本必须控股 51% 以上。非公有资本不得从事书报刊、影视片、音像制品成品等文化产品进口业务。根据《关于文化领域引进外资的若干意见》的明确规定：在中方控股 51% 以上或中方占有主导地位的条件下，允许外商以合资、合作的方式设立出版物印刷和只读类光盘复制等企业。禁止外商投资从事书报刊的出版、总发行和进口业务，音像制品和电子出版物的出版、制作、总发行和进口业务。在中小学免费教材出版发行环节，政府部门的相关政策仍对参与的教材出版单位和发行单位设有严格的资质限制。根据《出版物市场管理规定》，自 2016 年 6 月起，发行单位从事中小学教科书发行业务，应取得广电总局批准的中小学教科书发行资质。图书出版发行行业对资金有较高的规模要求。对于出版业而言，图书的选题、编辑等环节需要大量的专业编辑人员根据市场情况、作者资源情况进行选择和加工，因此属于知识和智力密集型的产业，这就对出版商的产业规模和资金实力提出了一定要求；出版企业前期费用也比较高，包括购买版权、支付稿酬、版税、支付编辑人员工资、承担纸张和印刷费用等。在发行方面，为提高发行业务规模，在发行环节需要广泛的连锁经营网点，以实现采购成本低、运营成本低、运营效率高、规模经济明显等诸多优势；除了扩大网点规模外，高效的物流配套体系、相关出版物采购配送所需的流动资金，亦对参与者的资金规模提出了较高的要求。对于一般的图书出版，通常只有达到一定规模的销量才能达到盈亏平衡。随着发行量的增加，图书的长期平均成本呈下降趋势，形成规模经济。这就意味着新进入该领域的市场主体必须具备雄厚实力和充足资金，并花费较长时间建立读者群，才能在现有竞争格局中取得一席之地。

从出版企业竞争格局来看，由于出版行业在教育和专业出版领域竞争壁垒相对较高，拥有此类业务的大型出版发行集团竞争优势明显；大众出版领域竞争较为激烈，单个企业取得较大市场份额的难度较大；此外，虽然大型出版发行集团为了应对市场变化和行业发展趋势，采取了相应措施不断提高在传统业务领域的竞争力，并开始涉足数字出版等新兴传媒创业，但目前相关板块还处于基础建设和实力夯实

阶段。伴随政策引导，行业正逐步进入规模化发展的整合期，具有一定竞争壁垒，媒介形态先进、资本平台优越、创意人才集聚、图书品牌优势明显的公司将在行业竞争中获得有利地位。

4.行业增长性与盈利能力

行业增长率越高，说明行业发展越快；行业盈利水平越高，说明行业利润率越高。从指标看，行业增长性可以通过行业（样本企业）营业总收入增长率、行业增加值增长率、利润总额的增长率等判断，行业盈利水平可通过行业营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等判断。行业的盈利和增长，还需要结合上下游行业进行判断。

行业平均利润水平与行业未来发展趋势紧密相关。随着文化体制改革的深入以及出版发行行业市场化进程的推进，市场资源将得到进一步的有效配置。中小学教材招投标政策和出版业整体竞争加剧将对未来出版环节利润水平形成较大压力；民营企业涉足批发领域并通过连锁或独立书店、书友会、网上书店形式广泛进入零售环节，外资发行商也以书友会和网上书店参与零售竞争，这些都会一定程度压低发行环节利润水平；但大型综合性出版发行集团将受益于显著的规模效应、一流的出版资源、多年的品牌优势和广泛的渠道终端，充分把握未来兼并收购带来的进一步规范扩张的机会，进一步壮大自身实力，增强竞争力。

5.行业财务杠杆与偿债能力

行业风险与行业杠杆水平有比较密切的关系。行业特征基本决定了行业的财务杠杆。出版行业为轻资产、高周转行业，行业财务杠杆普遍较高，较好的资产流动性、现金类资产储备规模及现金获现能力是保障到期债务偿付和保持经营持续性的关键。衡量行业杠杆与偿债能力的指标包括全部债务资本化比率、资产负债率、全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数等。

出版行业是国家重点鼓励支持行业，随着国家经济转型发展的要求，行业面临较好的发展前景。同时，出版行业竞争格局多样化，优质出版资源呈现向品牌

化、集团化、市场化企业集中的趋势。联合资信认为出版行业总体风险较低。

（三）企业基础素质

企业基础素质分析中，联合资信对受评对象的股东背景、企业规模、业务资质、区域行业地位、受众数量、人员素质、企业所有者性质及环境责任、社会责任、企业信用记录等方面进行考察和评判，这些因素直接关系到受评对象的生存与发展前景。

1. 股东及股权状况

联合资信通过对股权结构的分析，研究受评对象是否有实际控制人（实际控制人是指通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的自然人或政府）。股权结构比较复杂的，要进行穿透分析。对于无实际控制人的企业，其得到股东支持的可能性就会较低。对于有实际控制人的，要进一步分析判断实际控制人的企业性质。企业性质影响到其运营机制，重大决策形成机制等，也直接影响了企业可能获得的外部支持。对于国有企业，要看是否实行现代企业制度，实际股东情况；对于集体和私营企业，需关注其产权是否明晰，股东是否控制企业。

另外，还要关注企业与母公司及兄弟公司之间的法律关系。对于母子公司而言，母子公司的关系越紧密，子公司对母公司越是不可缺少，母公司对子公司的干涉就会越多，子公司的违约对母公司的财务状况也会产生很大的影响。因此，需要考察的关键因素是母公司对子公司的投资规模，如果投资额很大，子公司的违约足以威胁到母公司的生存时，母公司就会出于更强的经济动机来关注子公司。兄弟公司之间有可能存在资金互相挪用、生产经营相互依赖等情况，需要关注兄弟公司之间的经营往来等。对于家族式民营企业，要关注其家族的整体情况。

按控股股东背景区分，出版企业可分为中央控股、地方控股和民营资本三大类。目前，出版企业以地方国有企业居多，虽然绝大多数已完成转企改制，但长期在计划经济体制下形成的产业状况和规模结构尚未得到根本改变，这给公司提高市场化运营水平，形成适应市场经济竞争要求的体制，实现业务运营的快速平稳过渡可能会带来一定的风险。

2. 企业规模

企业规模并不能等同于企业的信用质量，但企业规模的大小在一定意义上反映着企业抵御风险能力的强弱，同时，规模较大的企业，在一定程度上能产生相应的规模效应，市场地位也是判断企业竞争力的重要指标。

多元化、跨地区的业务规模能够对企业整体抗风险能力形成支撑，而专门化、区域集中度高的发展模式能够集中资源提高专业度和细分竞争能力，关注企业自身战略定位及目标市场，业态及资质丰富度，拥有出版社家数。同时考虑到消费者群体的消费方式和认知具有区域性，品牌影响力的建立有利于固化居民的消费路线、提高消费粘性，需关注企业在区域内或全国行业竞争地位，核心业态市场占有率，竞争优势，品牌影响力。

3. 业务资质

图书出版领域是管制较严格的行业，国家在行业准入、生产经营等方面制定了一系列严格的法律法规，以加强对该行业的管理。根据国务院颁布的《出版管理条例》等法律法规，国家对出版物的出版、印刷、复制、发行、进口单位进行行业监管，实施准入和退出管理，未经主管部门批准，不得设立出版物的出版、印刷或者复制、进口、发行单位，或者从事出版物的出版、印刷或者复制、进口、发行业务。另外，外资和非公有资本进入中国出版行业仍有诸多限制，只能在政策限定的范围内参与。此外，中小学教材的出版和发行，在全国范围内大部分省市地区采取招投标制度，对于参加招投标的教材出版单位和发行单位有严格的资质限制。

4. 区域行业地位

由于历史原因形成的行业管理体制（包括属地管理、专业分工经营、行政许可管理）导致整个出版行业经营主体存在区域化分割和地方保护主义。目前中国几乎每个省都有一家出版集团，承继了当地出版和发行主业资产，聚合了图书、期刊、电子出版物、音像制品、新媒体等多种介质，形成了集传统出版发行业态与数字出版、在线教育等新兴业态相融合的多元化文化经营综合体，具有很强的区域垄断优势。

5. 受众数量

教育资源的优势为企业出版主业的发展创造了有利条件，区域内接受教育人口数量直接关系到出版企业教育类收入规模。随着社会人口年龄结构的变化，各级学历教育在校生人数发生变化，将使得教材出现较为明显的波动。根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》的目标，2015 年中小学义务教育在校学生人数要达到 1.61 亿人，2020 年要达到 1.65 亿人，分别相比 2009 年增加 2.08%和 4.62%。同时，随着国家生育政策的逐步放开，中国在校学生人数预计将出现进一步增长。随着人口年龄结构的调整，中小学教材教辅出版的需求也将相应回升。此外，学前教育、高中专教育、高等教育及职业教育的在校生人数也将处于同等上升趋势，各类教育的教材及专业图书需求相应也会上升。

6. 人员素质

企业员工素质，尤其是决策管理层的素质对一个企业的信用状况往往有决定性作用。联合资信对高级管理人员素质的考察内容一般包括高管的学历、技术职称、年龄等基本素质，以及工作经历与管理经验、决策力、高层管理团队的稳定性。员工素质主要考察年龄分布、学历分布、职称结构等。对于企业决策管理层在执业能力、职业道德、经营策略、经营业绩、管理经验、管理方法等一般情况外，还应对企业决策管理层应付突发事件和处理危机的能力、财务会计政策的态度、对未来可能发生的影响的预见、对日常经营活动的风险控制，以及实现经营目标的能力等予以特别关注。

7. 环境责任和社会责任

环境责任主要是考察企业活动中对气候的影响、对自然资源的保护、能源的利用效率以及对废物的处理方式等相关内容。社会责任分析主要是考察企业在员工的福利与薪酬、产业链上下游的关系以及公司产品的安全性乃至公司就业、税收贡献等方面对社会造成的各种外部性影响。

8. 企业信用记录

企业信用记录是体现企业历史履约能力和履约意愿的重要参考，联合资信主要通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由，查询企业已发行债券的还本付息情况等来判断受评企业以往的信用状况。此外，还要关注负面事件对公司整体信用水平造成的影响，例如：公司被立案调查、被列为失信被执行人、受到监管处罚、被监管问询；公司的实际控制人和核心高管人员被立案调查、被列为失信被执行人；公司的控股股东及其他关联方被列为失信被执行人、出现债务逾期、违约、重大诉讼或其他负面事件。

（四）企业管理

企业管理决定了企业的财务成果、企业的现金流及企业未来发展方向，是企业信用质量的内在决定因素。一般来说，企业的管理水平越高，其经营管理的效率就高，信用状况相应地会好于经营管理水平一般和经营管理效率低下的企业。对企业管理的考察，联合资信一般主要考察企业的法人治理结构、内部管理机制、管理制度与实际管理效果等。

1. 企业法人治理结构

企业法人治理结构主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对企业的中长期发展具有特别重要的意义。企业的短期表现可能受各种偶然因素影响，但中长期表现却取决于这些制度性安排的效率。企业法人治理结构对于企业实现长期稳定增长、降低风险方面有特别积极的作用。良好的企业法人治理结构并不能保证企业一定会取得成功，但能制造有助于成功的环境。良好的企业法人治理结构也能在阻止企业出现玩忽职守和腐败方面发挥巨大作用。一个企业可能会由于受到外部因素影响陷入困境，只有治理机制良好的企业才更容易走出困境。

对企业法人治理结构的考察主要体现在以下几方面，一是企业股权分散程度与企业独立性。二是企业股东会与董事会的运作机制实际运行情况，独立董事制度情况。三是公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层经营管理人员的

遴选与聘任制度，监事会的运作规则与运作情况。四是高层管理人员的激励机制，是否建立合理的考核评价、奖惩机制及实际运行情况。五是信息披露情况。

法人治理结构，主要功能之一就是保证企业的重大决策的可靠和企业经常受到监督。企业经营决策的正确与否，很大程度上取决于决策程序是否科学，而任何决策都会关系到企业的经营状况的好坏和未来的发展前景。企业的经营发展决策如果总是倚重于一两位企业的主要领导者，或是少数高层主管，即使这些主要领导者的个人素质和能力极为突出，也很难保证决策的持续适宜。对企业法人治理结构的考察，主要通过分析股权结构及企业独立性、董事会及监事会的独立性和运作情况、企业对高级管理人员的考核与激励机制、重大事项决策机制，从而评价法人治理结构的合理性及分析是否存在重大的管理缺陷。

2. 管理水平分析

管理水平主要考察公司管理架构、制度的完善性及执行情况、内部风险管理和控制情况，完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业运营及发展。企业管理体系是企业组织制度和企业管理制度的总称，指组织对内部或外部资源进行分配调整，对组织架构、组织功能、组织目的的明确和界定，现代企业管理制度的主要管理对象为人、财、物。规范管理制度的搭建一定需要有效的执行才能真正发挥其功效。因此在资信评级时，对企业制度完善性的考察后需要通过访谈、观察等方式确定企业制度的落实情况。

管理架构主要体现在组织结构的搭建，是组织在职、责、权方面的动态结构体系，完整的组织结构需要做到不重不漏、有效沟通，对企业组织结构的考察主要集中于两个方面，一是纵向由上至下层级是否清晰，信息传递是否通畅，管理幅度与管理层次是否配比等；二是横向部门设置是否完全涵盖公司业务范围，权责是否划分清晰以及部门间是否可以有效沟通等。

为适应业务发展需要，出版企业一般设置总编室、产业发展部、经营管理部、财务部、投资部等业务部门，和人力资源部、办公室、党群部、纪委检查部等辅助

部门。因此，评级时需要根据出版企业的经营特征判定组织结构的横、纵向设置是否合理。

财务和资金管理：主要考察企业的资金管理制度和资金使用审批程序，企业有无年度资金运作计划，有无专业人员负责，是否专款专用，重点关注企业资金使用的内部风险控制措施及其实施情况，企业在资金管理方面的综合表现。

投融资管理：主要考察企业的投融资决策流程、融资渠道管理、风险控制机制及解决措施和再融资能力。对于投资项目，主要关注所投资的项目要符合国家级区域产业政策、公司发展现状，企业对投建项目的风险控制，企业项目投资运作各阶段的风险点及相应的风险控制措施，考察投资项目风险控制的实际效果及其对企业投资管理的影响。融资方面，考察企业融资管理权限、管理流程、后续管理、授信管理、投资企业融资管理等方面管理制度是否健全及实际执行情况。

对子公司管理：受评主体往往是一个大型的企业集团，部分企业集团是一个控股公司，母公司并没有自身经营实体，业务主要来自于下属子公司。如果使用资金的企业发展不顺利，母公司又没有足够的能力调用其他子公司的资金，很容易导致债务违约。对于集团对下属子公司的管控能力，主要考察包括人员委派、业务审核流程、财务控制、生产控制、销售控制、担保等方面的管理制度及实际管理水平，从子公司的董事长或总经理等重要人员是否由公司委派并接受公司的管理、子公司日常运营重大决策的流程审批模式、子公司资金管理（对外融资、担保等）等多方面来判断母公司对子公司的管控能力。此外，评级过程中应通过现场考察、访谈等方式，了解母公司对子公司的实际管控水平。

对外担保管理：主要考察公司对外担保审批流程及制度是否健全、明确及合理，是否对被担保企业进行充分调查了解，是否持续跟踪评估被担保企业风险，是否设置反担保措施等方面。

关联交易管理：需要关注企业关联制度的制定和执行方面对公司整体信用水平造成的不良影响，如企业未制定明确的关联交易制度，存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；企业在采购、销售等方面关联交易收入占比高，或企业对关联方提供担保规模大等。

其他管理制度：如信息披露制度、预算管理制度等。

通过各方面的分析，可以判断企业规章制度是否合理健全，制度是否很好地被贯彻执行；内部制约与控制是否有较强的可操作性，整体管理水平和管理效率如何，企业的经济效益与其经营活动的规模是否相当等。对这些因素的考察，需要评级人员充分了解企业的管理架构和 workflow，熟悉企业主要规章制度的内容和执行情况，实地观察和与企业管理人员的交流等方式感知与判别。

联合资信在考察管理水平这一评级要素时，主要关注：**管理架构的合理性、三会运作的机制及决策机制、管理制度的健全性及可操作性、管理制度的执行情况、管理效率等因素。**

（五）经营分析

出版企业的经营分析主要从业务结构（产业链完整度、核心业务收入规模）、出版物品种结构、发行渠道与物流配送能力、印刷业务、经营效率等方面分析。

1. 业务结构

出版行业是编-印-发-供产业链较为清晰的一个行业，若从产业链完整性和收入资产规模角度进行分析，综合性出版企业由于具备了出版和发行两块重要资产，是业务结构评定最重要的考察因素之一。

综合性出版企业产业链完整，抗风险能力强，一般为各省的省级出版发行集团。这类企业一般垄断了教材教辅的主要出版发行业务，经营规模、利润和现金流非常稳健。但需要关注的是业务结构中的非主业因素，如贸易和房地产等板块。一般来讲，贸易和房地产业务都对企业经营规模的增长有较大推动作用，但近年来一些企业受自身发展需要，相关业务增速过快，出版发行等主业占收入比重降低，且贸易和房地产业务对企业资金的占用（主要表现为应收账款和存货的增长）以及对整体盈利能力均有一定影响。

2. 出版物品种结构

出版物品种包含了教材教辅、一般图书、报刊杂志等。中国拥有巨大的教育消

费需求，涉及教育出版和发行业务一般能够带来稳定的收入、现金流和利润。如企业具有上述业务，可以进一步考察已通过教育部审定教材种数、当地教育人口以及代理人教版和本版教材的合计市场占有率、本版教材编审人数、资质、主要运作模式等指标。对于一般图书的考察也应该是多方面的，包括图书再版率，细分市场（如少儿图书、青春文学、古籍图书等）占有率等。

3. 发行渠道与物流配送能力

良好的综合性出版发行企业需要有遍布面较广的发行网络和成熟的物流配送能力，才能对门店的销售形成有效的支撑。中国的图书发行行业渠道可分为国有渠道（国有新华书店、邮政系统和出版社自办发行）、各类民营书店和其他（主要为网上书店）。重点考察企业发行资质丰富度、代销图书占比、上游客户稳定性、下游分销网络体系建设、退货情况等。

4. 印刷业务

应分析印制产品种类、业务收入占比、主要生产设备及生产能力，现有生产线是否符合国家产业政策，是否列入国家需要淘汰的落后产能。与同业相比，生产的工艺技术水平先进与否、设备自动化程度的高低、人员的熟练操作能力等。若下属印务子公司之间存在同业竞争，关注其业务整合情况。

5. 经营效率

存货周转率是衡量出版发行类企业的重要指标。存货周转率一定程度上反映了发行销售网络的销售能力和所出版图书的受欢迎程度，对于有贸易和房地产业务的相关公司来说，该指标同样具有重要意义。应收账款周转率反映了企业的回款情况，特别是在考察对经销商依赖比较大的企业时有重要作用；此外，回款实洋与发货（销售）码洋的比值也可以反映企业的回款情况。

联合资信在考察经营分析这一评级要素时主要关注：经营规模和经营质量。经营规模以绝对值考核为主，如收入规模、年出版及发行量等；经营质量以可比性

较强的相对值考核为主，如主业结构、图书再版率，销量超过万册种数占比等，考核以揭示企业产业链完整度、核心竞争力、盈利能力为主要目的，并可以和行业内其他企业进行直观性对比。

（六）未来发展

每一个企业都会对自身的发展前景有一个规划或预期，这在某种程度上体现着企业决策管理层的经营战略和发展构想。对于出版企业未来发展应从短期阶段性规划和长期整体规划两个方面考察。一方面需注意短期阶段性规划的落实是否匹配长期整体规划的实现，同时需持续关注每个阶段性规划推进进度、调整和再推进的情况；一方面需关注企业发展战略是否符合当前或未来行业发展趋势，考察企业发展战略的合理性和可行性。还需要注意的是企业战略发展的推进，相关投资、资金安排和债务偿还情况。如资金落实情况、建设周期、项目收益、项目未来现金流与债务偿还分布是否匹配等，以及企业未来发展战略实施及重大经营变化带来的对企业发展韧性、财务弹性等可持续发展能力的影响，包括大规模的权益增减、业务板块重大调整、重要项目投产或技术更新、关键的收购兼并以及重大合同承揽执行情况。分析企业的未来发展规划主要从以下几个方面展开：

（1）企业未来经营发展策略

了解企业为其自身发展的整体规划，分阶段的实施目标，判断这些计划是否与行业整体发展情况、企业自身实力相符，判断企业分阶段的实施目标的可行性与合理性。联合资信认为明确的发展战略和目标，以及实现既定目标的可行途径等方面将成为影响出版企业发展能力的关键因素，则出版企业未来可持续发展能力将更强，抵御风险的能力也更强。

（2）重大投资项目

投资项目的分析之所以重要，是因为项目可能直接影响到企业今后的经营状况，影响到企业今后的财务构成、盈利能力、现金流量的变化等。对投资项目应重点进行以下方面内容的调查：

投资项目的的基本情况，项目建设的合法性，项目可行性报告的编制及批复，初

步设计的编制与批复，开工报告的批复等。

投资规模及分年度投资计划，投资概算及投资概算的调整情况，实际将可能发生的投资额。

分年度资金来源计划及已落实的情况，资金的落实计划及实际已落实情况，已完成的工程进度及相应资金来源，资金缺口及后续资金的解决途径。

计划和实际预计的投产时间。项目建设期可能受资金、自然条件等的变化情况影响而出现延期。建设期的延迟，可能造成建设成本上升、效益无法如期实现，影响未来经营预测目标的实现。

投资将会对企业经营带来的影响。应注意在编制可行性报告时的市场情况与项目完工投产后的市场情况差异，这种差异可能直接导致预测效益与实际效益的巨大差异。

（3）其他影响企业发展的重大事项

需重点关注企业大规模的权益增减、业务板块重大调整、重要技术更新、企业改制、上市、重组、关键的收购兼并以及重大合同承揽执行情况。此外，还需要注意的是企业未来发展战略实施以及重大经营变化对其发展韧性、财务弹性等可持续发展能力的影响。

（七）出版企业主体评级的主要财务风险要素

1. 财务信息质量及会计政策及会计估计

（1）财务信息质量

财务分析是信用评级核心内容之一，因为企业的财务状况是其经营成果的最终反映，也是决定企业信用状况的根本。在进行财务分析时，首先应注意一些基本问题，诸如企业的财务报表是否经过审计、审计机构的资质如何、财务资料的真实性与准确性如何、财务报表的口径、企业的会计政策、财务报表的基本情况等，这是研究分析企业财务状况的先决条件。

财务报表一般分为母公司报表和合并报表。合并财务报表的优点是可以全面反映了企业全部资产、负债和损益的内容。母公司财务报表的优点是可以更清晰看到

企业本身的运营情况（假设不能简单动用子公司资产时）。对于合并财务报表，需要了解企业报表中是否存在应合并而未合并的内容、或重复记账的情况，是否存在连续几年报表口径不一致的情况，合并报表是否存在某些下属企业未合并，或母企业报表中没有包含对这些下属企业的投资等情况。此外，还应判断企业的财务政策偏好，揭示和预测企业财务风险。

（2）会计政策及会计估计

此部分主要考察出版企业会计政策及会计估计，包括合并报表、收入确认、折旧、库存估值、准备计提、摊销和表外负债的处理等方面的方法。财务数据的可比性与会计政策的一致性是进行出版企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同出版企业甚至同一出版企业不同期间执行的会计政策会产生一定的变化，应分析会计政策变化的原因以及对合并报表和财务指标比率的影响。出版企业会计政策是否符合相关规定及近三年会计政策变化趋势，在分析出版企业的会计政策时，应重点关注：折旧政策；坏账准备计提标准；研发投入；存货计价方式等。

联合资信在考察信息披露与采纳准则这一风险要素时主要关注：审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论；企业变更审计机构的频率；企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率等。

2. 资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。此部分主要考察出版企业的资产构成及资产质量，前者包括分析各项资产在总资产中的比例，近 3 年资产结构及变化趋势；后者包括分析各项资产的流动性、盈利性以及资产抵质押情况，并对资产的真实价值进行分析。

出版企业在编辑和发行等环节主要依赖人力资源，发行网点主要为成本模式计量的固定资产或者租赁资产为主，轻资产经营特性明显；对流动资产分析和判断的出发点是出版企业资产的变现能力和价值的合理性，由于出版企业普遍具有资本投资规模较小、教材教辅业务相对垄断经营、发行及供销业务量大等特点，流动资产中应收账款、其他流动资产和存货等科目占比较大。

货币资金：是企业最具流动性的偿债来源，但需对货币资金的可靠性及流动性进行有效分析判断。一般来说，货币资金规模越大，其对债务的保障能力越强，但过多的货币资金或侧面反映出企业资源利用效率低等问题，同时需关注货币资金近年变化情况、主要构成和受限情况。对货币资金进行分析时，应通过评估企业的业绩、财务及流动性政策来定性地考虑，而不是仅通过衡量时间点现金规模的定量分析。

应收类款项：应收类款项包含应收账款、长期应收款和其他应收款。应收账款是企业偿还债务的重要资金来源，其流动性一般高于存货。出版企业的应收账款分析：一是账龄结构，账龄越长，风险也就越大。二是应收方分布，如果应收类款项集中于少数几个客户，一旦发生坏帐损失，企业就可能面临较大的风险。对于账款余额大或经营有风险的重点客户，必要时应具体分析其经营状况以确定其风险。三是应收类款项的变化及在资产中的占比。四是调查应收类款项质押情况。五是其坏帐准备提取政策、依据和金额。对于通过贸易来拓展业务的出版企业，应额外关注其贸易业务应收账款占比、账龄分布、回收风险和集中度等情况。

对于出版企业，教材发行主要集中于每年春秋两季，春秋两季开学以后，企业才能陆续收到结算款项，有的甚至需要延期至下一年。因此，在每年的3月底和9月底，企业的应收账款余额较大。但由于免费教材实行省级政府统一采购，采购资金由中央财政承担，因此该项应收账款回收风险很小，系统销售主要包括馆配和学校渠道，其账款回收保障度也较强。

存货：对于存货的关注点在于存货规模变动和库存商品跌价准备计提。出版企业的存货主要由出版环节和发行环节的库存图书构成，作为企业主力产品的教材、教辅等在内的图书时效性较强，库存图书存在减值风险。

其他流动资产：出版企业存在季节性和回款时点集中的特点，其他流动资产通常为企业为实现图书销售回款的保本收益而购买的理财产品。若金额较大，应分析形成原因（是否有委托贷款类投资）、资金回收风险、坏账准备计提及其对流动资金的占用情况。

固定资产：近年来随着出版企业转型改制的推行，部分企业开始投资文化地

产、数字出版基地、数字印刷基地等方面的建设，使得固定资产科目规模增长较快。需关注固定资产规模及变动原因、折旧政策、减值准备及对维护成本的影响、固定资产抵押比例及其对企业后续再融资的影响。对于折旧，需关注企业采取的折旧政策、折旧年限、折旧参数（预期净残值率、年折旧率等），分析其与行业内其他企业的异同。

投资性房地产：主要包括已出租的或持有并准备增值后转让的房屋建筑物、土地使用权等，可采用成本法计量或公允价值计量。对采用公允价值计量的投资性房地产，应格外关注其入账价值的合理性、价值变动的合理性（常用评估方法包括与周边其他房产、土地等价值进行对比），关注公允价值变动对利润的贡献程度。

长期股权投资：一般为企业对合营、联营企业的投资。需主要关注投资对象行业及企业类型（对于关联企业，要着重分析是否存在利益输送、关联交易、互保等行为）、投资目的、投资规模、计量方式、对投资企业管理方式及管控力度、近年获得投资收益及分红情况、投资减值原因及后续处置情况等。对于与主业关联不大的股权投资，应分析其投资的合理性，关注投资收益获取情况，避免企业盲目夸张、过渡多元化的行为。对于与主业关联较大的股权投资，应分析其对主业的影响，规避行业周期波动对公司整体业绩的影响。此外，还应关注对长期股权投资采取的记账方式（权益法或成本法），一般在被投资企业盈利时，权益法计量可提升投资企业的利润水平；在被投资企业亏损时，以成本法计量对投资企业更有利。

资产受限情况：主要用因抵质押等导致流动性受限的资产账面价值占净资产的比重来衡量，抵质押资产类型包括货币资金、应收账款、存货、固定资产、无形资产、在建工程等，要关注其主要抵质押资产类型、抵质押规模和变化趋势、资产受限比例、抵质押年限等，分析企业资产的可变现能力，此外还需将资产受限情况与债务融资中抵质押融资进行匹配核对。

此外，对于变化较大的资产，应结合企业的项目建设投入情况、融资情况以及收入变化等情况进行相互核对，以更准确地把握企业资产的质量和经营情况变化。

联合资信在考察资产质量这一评级要素时主要关注：资产的构成及稳定性；应收款项占比、账期及回收风险；存货规模、类别及跌价风险；受限资产情况；

若存在委托贷款、金融证券等非经营性投资，需关注其盈利能力、资金占用情况及风控措施等。

3.资本结构

本部分主要考察出版企业资本结构，即出版企业的资金来源结构。出版企业的资金来源主要由股东投入和各种负债组成。

(1) 资本实力与权益稳定性

资本实力及权益稳定性方面，联合资信主要考察出版企业所有者权益的规模、结构以及稳定性等因素。**所有者权益**：是企业资本结构最重要的组成部分，是债务偿还的基础。所有者权益的分析主要侧重其规模、构成、质量，并分析上述内容的历年变化情况。所有者权益规模越大、质量越好，企业资本实力越强。**实收资本和资本公积**是最稳定的权益来源，一般货币资金形式的实收资本/资本公积占比越高，权益质量越好。对于以土地使用权、股权等不易变现的资产出资，在必要时，应将这部分资产在权益中适当扣除。**其他综合收益**：如果企业权益增加主要来自资产评估增值，需对评估资产进行必要的调查和评价。**其他权益工具**：永续债券作为债券一种，因其计入权益的属性，近年来发行规模大幅上升。在对所有者权益中的永续债券进行分析时，应结合永续债券的具体条款，分析其“债权”或“股权”属性，对于实际“债权”属性更强的永续债，在计算相关指标时，应将其纳入债务核算。对于**未分配利润**，应结合企业的利润分配政策分析其对权益稳定性的影响，若企业持有大量现金类资产，而未分配利润在所有者权益中占比较大，一旦利润集中分配对所有者权益稳定性及负债率都将会产生影响。**少数股东权益**：少数股东权益反应了少数股东享有的净资产，其规模对权益稳定性和质量有所影响。部分企业的少数股东权益实际为明股实债，应根据其债项属性将其纳入债务考虑。集团合并财务报表由于包含了全部少数股东的权益和损益也有了财务美化的效果。在分析集团企业的偿债能力，尤其是具有上市子公司的集团企业的偿债能力时，少数股东权益往往会产生重大影响。在弱集团、强上市子公司的集团企业中，要分析盈利能力较强的子公司是否有为集团兜底的必要性。对于并表和母公司

单体报表之间的差异也需要特别注意，比如集团合并报表中披露的变现能力强的资产或者货币资金实际是子公司所有还是集团所有。此外，还需结合企业未来的发展战略和主要措施，对企业未来的所有者权益的变化进行预测。

（2）负债与债务

资金来源的另一端即是负债，在评级过程中，评级人员对企业的短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、长期借款、长期债券等科目应着重考察。

对企业长短期借款的考察，应关注其借款类型、来源、资金成本的高低和偿还期限分布等。对应付款项的考察，需要关注其付款期限、偿还期限集中度、高峰时的偿还金额、付款方式、是否有宽限期等。

债务通常指的是企业的有息债务，包括短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据、长期借款和应付债券，同时应该考虑长期应付款、其他应付款中的有息债务。另外，企业债务期限结构与业务的匹配程度也是决定企业财务风险的因素之一，短债长用往往更易带来兑付压力。对出版企业债务的分析，要考虑其全部债务的结构，即长、短期债务占比情况。对于存在重大在建项目的出版企业还需要重点分析其未来投资计划和筹资渠道，分析对外大规模融资可能给企业带来的财务风险。

指标分析方面，资本结构主要衡量指标包括资产负债率、债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等，通过指标分析，综合判断企业自身债务负担的大小以及在同行业中的排名情况。出版行业的资产负债率较为合理。

联合资信在考察资本结构这一风险要素时主要关注：企业资金来源结构、资本实力及权益稳定性、债务结构的合理性、债务期限结构、债务整体水平的变化趋势情况等、未来债务到期分布、融资便利及融资成本。

4.盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力的强弱是决定企业未来债务偿还能力的基础。一般来说，盈利能力强的企业现金流较为充足，在承受相同债务压力的情况下，财务风险相对较低。对出版企业盈利能力进行分析评价时，主要关注盈利状况（营业总收入、利润的变化），盈利质量（利润的来源和构成），以及盈利能力（和同行业对

比），并对影响其未来营业总收入、利润的主要因素及其变化趋势做出判断。

（1）盈利状况

结合经营情况分析出版企业近三年主营业务收入和净利润的结构、稳定性与变化趋势。主营业务收入的稳定增长，可以反映出企业经营的主业有稳定的市场基础和较好的发展趋势；而若企业的其他收入占比过高，则显示出企业主业不突出，市场竞争力可能不强，收入的稳定性需给予高度重视。

在分析出版企业盈利水平时，需关注其主营业务收入与主营业务成本变动趋势是否具有 consistency，是否与经营分析相吻合；近三年期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重，判断企业对费用的控制力度；非经常性损益的规模及稳定性。

（2）盈利质量

出版企业盈利质量主要通过分析近三年企业的利润来源和构成情况，主要是通过分析主业利润和非经常性损益对利润总额的贡献程度，以及分析利润实现的稳定性和持续性情况。

（3）盈利能力

影响出版企业盈利能力的因素较多，前述的业务结构是重要因素之一。除此之外，从出版环节看，出版物的内容质量（也可理解为畅销度或出版企业的品牌效应）对盈利有影响。内容一般的图书只能依赖高折扣促使发行商销售图书，而畅销书不仅折扣损失低，且由于重印率高，使得出版环节盈利能力显著提高。从发行环节看，以一般图书发行为主的企业由于面对较为激烈的市场竞争，盈利水平可能略低，而包含教材教辅发行的企业由于其相对垄断优势，可以保障较高的盈利水平。印刷和物资供销环节市场化程度较高，进入门槛较低，毛利率相对比较低。

除日常经营外，税收优惠政策对出版企业盈利能力（特别是净资产收益率等指标）亦构成较大影响。由于政府部门先征后返审核周期的差异，导致各期增值税先征后返金额波动较大。营业外收入中的当年增值税返还额应与现金流量表中收到的税费返还科目具有勾稽关系。

（4）相关指标

盈利指标方面，联合资信重点关注出版企业的营业利润率、总资本收益率和净资产收益率。**营业利润率：**反映的是企业主业的盈利能力，这一指标在某种程度上能反映出企业的市场竞争能力。一般来说，营业利润率越高越好，由于这项指标与行业关系紧密，因此应在同行业内进行比较。**总资本收益率：**是从企业整体可动用资源的角度评价其整体获利能力，反映出企业以其拥有的全部资本获取利润的能力，通常而言，该指标应当高于社会平均的投资收益率，否则表明企业融资经营是不划算的。社会平均的投资收益率一般可选择银行同期贷款利率作为参考。**净资产收益率：**主要衡量企业股东权益的收益水平。指标值越高，表明股东投资于该企业所能获得的收益越高，指标值越低，则反映出股东投资在某种意义上的减值。

联合资信在考察盈利水平这一风险要素时主要关注：**收入和利润规模、结构的稳定性及变化趋势、非经常性损益规模及稳定性、投资收益情况、盈利指标和期间费用控制能力等。**

5.现金流

现金流作为清偿债务的基础，是评级分析的重点。现金流量管理是对当前或未来一定时期内的现金流动在数量和时间安排方面所作的预测与计划、执行与控制等；高效的现金流量管理能够帮助企业在维持适度流动性的同时，保证企业的收益规模以及未来发展的可持续性。考察企业的现金流量，一方面要关注企业现金流量的规模和结构，另一方面要分析企业收入及利润的实现质量。对企业现金流的分析涵盖经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流，其中经营活动产生的现金流尤其重要。

经营活动现金流：出版企业经营活动现金流主要为采购、销售商品产生的现金收付，收到其他与经营活动有关现金主要为收到的政府补助和奖励、往来款、利息收入、合同违约补偿和收到的增值税返还款等，支付其他与经营活动有关的现金主要为支付的管理费等付现支出、往来款、代垫费等。出版企业现金收入比差异性和波动性特征较强。全年经营活动产生的现金流入波动主要受当年秋季教材政府采

购款是否及时支付，贸易业务及一般图书回款质量等因素影响。**现金收入比：**衡量企业经营获现能力、是否存在虚增收入、粉饰报表的行为。一般企业可通过提前确认收入、推迟结转成本、潜亏挂账、资产重组、关联方交易等方式来粉饰收入。在对收入真实性进行评判时，要将收入确认及现金回流情况进行对比。该指标在某种程度上也反映出企业资产的流动性状况，丰富而稳定的收益及现金流入量，是好的流动性的具体表现，对于企业提升信用能力有着很大的帮助。

投资活动现金流：出版发行企业每年购买理财产品规模较大，体现在支付和收到其他与投资活动有关的现金。较大的投资支出可能暗示着未来企业业绩的提升，但也应结合行业供需、企业自身实力等进行判断，防止在主业以外过度无序扩张、投资周期长而现金回流困难导致资金链紧张的情况，需关注投资活动现金流入来源、规模及稳定性。

筹资活动前现金流量净额：为经营性净现金流和投资性净现金流之和，主要反映企业筹资前，经营和投资活动现金流入对经营和投资活动现金流出的覆盖情况，体现企业自身经营和投资造现能力对经营和投资支出需求的覆盖能力。该指标为负则表明企业经营活动产生的现金流入不足以支撑起投资需求，为维持一定的现金规模，公司存在外部融资需求。

筹资活动现金流：筹资活动主要体现企业与其权益投资人和债权人的资金往来活动。筹资活动现金流入一般包括股东出资、银行贷款、发行债券、融资租赁和其他融资拆借。筹资活动现金流出一般主要用于偿还债务本息、分配股利等。在分析筹资活动现金流入时，除关注近年流入规模及变化趋势外，还应关注企业资金来源，对企业融资便利性、融资渠道是否畅通进行适度判断。在分析筹资活动现金流出时，应将其偿付利息支付的现金与债务规模结合看，判断企业融资成本高低。若企业筹资活动现金流入逐渐减少、筹资活动现金流量净额由正转负，或者融资成本明显高于同行业可比公司时，我们应着重分析其变化原因，若上述变化主要由于金融机构收缩借贷规模等导致，我们应格外关注企业相关财务风险，分析债务滚动接续环境下其履约偿债能力，并根据情况适时采取评级行动。

联合资信在考察现金流这一评级要素时主要关注：经营活动现金流入规模及

净现金流规模，现金收入比，投资活动现金流入与流出，筹资活动前现金流量净额，筹资活动产生的现金流入与流出等。

6. 偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键，是对企业财务分析的综合，旨在综合资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量的结论，通过偿债指标综合评定受评主体财务风险的高低。

企业的负债既包括银行借款、债券等借入性负债，也包括应付帐款、预收帐款等经营性负债，由于负债的性质不同，一般说来，借入性负债比经营性负债对企业的约束力更强，对于同作为债务人的企业来说，有息债务往往对于企业造成的偿还压力更大。在对企业偿债能力的考察和判断，主要侧重于企业偿还到期有息债务的能力，通常根据企业以往的债务偿还能力及状况，预测未来一个时期企业现金流入量是否充足和稳定程度，从而判别企业在未来的特定时刻能否按期偿还到期债务的可能性及可信程度。同时，为了了解和分析企业的偿债意愿，要通过对客户的抽样调查等手段，对企业在合同履行情况和债务按期偿还记录进行调查和分析。

对于出版企业偿债能力的分析，主要分析以下几个方面

（1）短期偿债能力

短期偿债能力反映企业偿付日常到期债务的能力，如果短期偿债能力不佳，会影响债权人本息获得的安全性以及加大企业临时紧急筹措资金的成本。

首先要考察可变现资产对企业短期债务的保障程度，其次要区分短期债务周转和偿还的概念。企业可变现资产应结合资产流动性进行分析，评判资产变现难易程度、变现价值及其对即期债务的保障水平。若企业经营稳健、盈利能力强、融资渠道畅通，企业只需要筹集足够的资金偿还到期的债务，就可以重新从金融机构借到相应的短期资金，这时的短期债务其实是一个周转的概念；若企业盈利能力较弱、融资受限，应将企业的短期债务当成偿还来加以分析。短期偿债能力的主要分析指标包括流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、现金类资产对短期债务的保障倍数，分析近三年及一期各指标规模及其变化趋势。

分析时主要考察的指标包括现金短期债务比、流动比率、速动比率、经营现金流动负债比。

现金短期债务比（现金短期债务比=现金类资产/短期债务）衡量的是企业某个时点上账上现金对短期债务的保护程度。**流动比率**：反映企业以其流动资产支付流动负债的能力，指标越高越好。若出版企业对上游供应商较多地采用票据结算方式，货币资金中可能存在部分承兑汇票保证金；此外，流动资产中房地产项目存货占比大等情况都会使资金流动性相应受到限制。**速动比率**：是将流动资产中不易变现的存货剔除出去，企业以流动资产中可迅速变现的资产支付流动负债的能力。由于剔除了不易变现的部分，更容易反映企业偿还短期付债的能力。**经营现金流动负债比率**：反应经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖能力，它可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。

（2）长期偿债能力

长期偿债能力主要考察企业资产和盈利对长期债务和利息的保障程度。一般情况下，企业盈利对债务和利息的覆盖倍数越高，则企业长期偿债能力越强。主要考量指标包括：全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数和现金流对债务的覆盖倍数等。

全部债务/EBITDA（EBITDA 利息倍数=EBITDA/利息支出）和 **EBITDA 利息倍数**：均反映企业以息税、折旧及摊销前收益偿还债务本息的能力。利息倍数越高，全部债务/EBITDA 越低，企业融资的空间越大，财务弹性就越高，也就意味着企业偿债能力越强。若出版企业自建物业可能发生部分项目贷款等融资利息资本化，在计算偿债能力时应当纳入考虑。

（3）其他信用支持

其他信用支持主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道。其中，直接融资渠道主要是上市公司增发配股、发行债券等，间接融资渠道分析时考虑银行授信额度和未使用授信额度。其他信用支持还包括股东、各级政府给予的支持、资产出让、引入战略投资者等，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性、持续性以及对债务保障程度做出判断。

（4）或有负债与其他风险

或有负债、重大诉讼等其他情况，主要关注企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。提供担保可能会给企业带来潜在义务，在分析企业对外担保情况时，主要考察的指标包括对外担保规模、担保比率、被担保主体情况等。对于对外担保规模较大，对外担保比率高；担保对象以民企为主，且行业及区域集中度较高；因部分被担保企业出现债务逾期而发生重要代偿事件；诉讼涉及金额占到企业资产的 10%（含）以上，且有可能造成较大损失等重大事项，需根据实际情况分析其对企业信用水平的影响。此外，还应考虑债务逾期以及其他失信记录等不良记录对公司信用状况的影响。

（5）企业信用记录

通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业（本部及下属子公司）已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由；通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。

联合资信在考察偿债能力这一风险要素时主要关注：流动比率、速动比率、现金短期债务比、经营现金流动负债比等短期偿债能力指标；EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等长期偿债能力指标；企业信用记录；综合授信情况以及或有负债情况。

7. 母公司财务分析

此部分主要分析母公司/公司本部报表的主要科目及变化趋势，分析母公司/公司本部主要财务数据及指标（资产总额、所有者权益、债务规模、债务指标、营业总收入、利润总额、现金流等）与合并口径的差异，分析子公司对合并报表的重要性及子公司划出、处置对公司整体财务数据的影响。出版企业中部分多元化业务的开展依赖于下属专业子公司，母公司报表与合并报表反映出的信用水平差异大，本部经营规模小但由于承担集团内重要融资职能，债务负担很重。若母公司自身权益规模偏小，盈利能力偏弱，债务负担较重，偿债能力较差，同时对合并范围子公司资金、业务等管控能力差，则企业整体信用水平将受到负面影响。

（八）外部支持

企业所能获得的外部支持越广泛，支持力度越大，该企业的经营状况、信用状况会相应提高，抗风险能力会强于外部支持少的企业，债务的信用风险也相对较小。出版企业所能获得的外部支持主要来自股东、地方政府及其下属部门等。

出版企业的外部支持分析应主要考察政府支持政策的延续性，各地方是否在土地、税收及其他文化补贴方面有特殊的支持，以及政府对国有企业批复的国有资本收益返还。需要关注的是，出版、发行类企业的收益仍应以主业收益为主，对于主业盈利能力一般，同时过于依赖政府补贴、税收优惠的企业应该重点关注。

股东支持应重点考察受评主体在母公司集团架构和发展战略中的地位 and 重要性。可从下列角度进行考察：（1）母公司背景雄厚且受评主体在股东的发展战略上比较重要；（2）获得股东注资支持和补贴等力度大；（3）股东为受评主体债务提供担保；（4）存在将控股股东与子公司债务联系在一起的交叉违约条款；（5）从历史支持记录看，控股股东对子公司支持程度较强；（6）对集团当前发展定位或未来战略有重要影响；（7）其他因素。

附件 1 信用等级设置及其含义

1、主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

2、评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出